

7月经济转弱，内松外紧的分歧加剧

2022年8月14-8月20周报

◆ 市场对美联储加息预期分歧大

当地时间8月17日，美联储公布7月议息会议纪要。会议纪要传达的美联储政策立场与此前的会议声明基本一致：一方面，美联储再次表达了抗通胀的决心；另一方面，此次纪要中美联储也承认从一些指标上看，美国经济已经出现走弱迹象，也承认美联储可能存在着“过度”加息致使美国经济超预期降速的风险。此次会议纪要相对“面面俱到”，并未明显呈现偏鸽或偏鹰的立场，因此，此次纪要后，市场对美联储加息的预期并未出现明显变化：CME数据显示，8月19日，市场预期美联储9月议息会议加息50BP和75BP的概率分别为53%和47%，而8月12日二者概率分别为55%和45%。

总体上看，目前时点，市场预期美联储9月议息会议加息50BP的概率大于75BP的概率，但二者的概率相差并不大，反映市场对美联储9月会议加息程度仍存在较大分歧。美联储9月议息会议召开时间为当地时间9月21日，距今尚有近1个月的时间，在此期间公布的美国8月新增非农就业、8月通胀数据可能成为影响美联储9月会议加息程度的重要因素。中期趋势上来看，结合美国连续2个季度为负的GDP环比折年率、近期持续下行的国际油价和美国持续倒挂的10年期和2年期国债收益率，我们认为，出于控通胀和稳经济的平衡，美联储持续超预期提高加息频率的可能性较小，美联储当前正处在鹰派顶点，未来立场逐渐转鸽是大概率事件。

◆ 国内7月经济数据疲弱

7月消费再次走弱：2022年7月，社零同比+2.7%，低于市场预期的+5.3%较多，较上月-0.4PCTS。刨除价格因素，7月社零实际同比-0.8%，连续第5个月录得负值。8月上旬，全国18个城市地铁客流量合计值同比3月以来首次转正，录得+18.6%，18个城市中地铁客流量同比为正的城数量已达15个。展望8月，在居民消费场景持续恢复下，预计消费数据有望较7月有一定好转，但与此同时，考虑到疫情仍未完全消退、居民资产负债表受损和未来预期仍然较弱等诸多抑制消费的因素，预计好转幅度相对有限。

受房地产投资拖累，固投连续2个月走强后开始走弱：2022年7月，固投同比+3.5%，较6月-2.3PCTS，其中：7月制造业投资增速+7.5%，较6月-2.4PCTS，带动6月固投总体上行3.5PCTS。在传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等多因素的综合影响下，7月制造业景气度有所下滑，制造业企业观望情绪加重，投资意愿边际走弱；7月房地产投资增速-12.1%，较6月-2.4PCTS，5月同比降幅收窄后，6月、7月连续2个月降幅扩大，带动7月固投同比下行3.3PCTS。7月商品房销售金额和面积下滑幅度较上月加深，施工端虽然竣工面积下滑幅度较上月减小（但下滑幅度仍然较大），但新开工面积下滑幅度继续加深，房地产开发到位资金仍然低于去年同期较多。全国各地频发的烂尾楼断贷风波冲击之下，前期略微恢复的居民购房意愿再

主要数据

上证指数	3258.0784
沪深300	4151.0738
深证成指	12358.5453

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2022-08-16
经济疲弱，央行降息的效果与代价有待观察 —2022-08-15
宽货币或已达阶段性高点 —2022-08-14



次下滑，房企预期也有所转弱，房地产行业继续筑底；7月基建投资同比+11.5%，较6月-0.5PCTS，但仍然是2018年以来第3高的增速，带动固投上行3.6PCTS。今年上半年财政靠前发力明显，全年专项债额度基本发行完毕。后续若不采取提前下达2023年专项债额度的举措为基建加码，预计基建投资可能有一定降速，但考虑到从融资到资金投入项目有一定时间差，在今年上半年已经取得大量资金的基础上，下半年基建投资仍将维持一定韧性，基建仍然是固投的重要支撑项。7月固投及其主要构成项制造业投资、基建投资和房地产投资当月增速均较上月下行，其中房地产投资对7月固投同比增速向下拉动3.3PCTS，是7月固投的主要拖累项。

7月工业生产边际走弱：2022年7月，工业增加值同比+3.8%（市场预期+4.6%），较6月-0.1PCTS。已公布当月增加值增速的17个子行业中，8个行业增加值同比增速为负，增速为负的行业较上月增加了4个。全部17个行业中，仅3个行业同比涨幅较上月上行，其余行业均出现同比涨幅较上月回落或跌幅较上月加深的情况，显示7月工业生产的边际走弱具有全面性，体现了传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等多因素的综合影响。往后看，8月初以来全国范围内疫情平稳，下游行业成本压力逐渐减轻，预计工业生产仍能继续保持一定韧性。

◆ 市场流动性依然充裕，央行超预期降息稳经济

本周（8月15日-8月19日），逆回购方面，每日到期7D逆回购20亿元的情况下，央行投放7D逆回购20亿元，利率从2.1%降至2.0%，此外，在6000亿元1年期MLF到期的情况下，央行投放1年期MLF4000亿元，利率由上月的2.85%降为2.75%。

货币市场利率方面，截止8月19日，DR007和SHIBOR1W分别为1.44%和1.51%，较8月12日分别上行9个BP和10个BP左右，货币市场利率依然明显低于逆回购招标利率的2.1%，市场流动性较为充裕。本周五，我国10年期国债收益率较上周五下行15个BP，美国10年期国债收益率较上周五上行14个BP，中美10年期国债收益率倒挂程度加深。

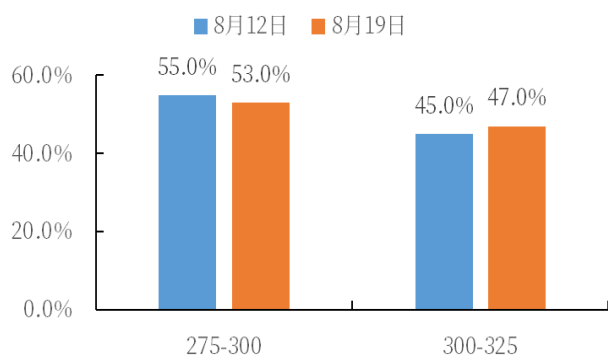
在央行二季度货币政策执行报告专栏强调了通胀压力并表示“不搞大水漫灌”、外部存流动性收紧约束以及国内流动性实际非常宽松的客观现实下，本周央行的降息超市场预期。我们认为，央行此次降息的直接原因是7月金融数据及经济数据均表现较差，特别是金融数据的塌方，集中反映目前需求低迷。MLF利率的降低为8月22日LPR调降进一步打开了空间，1年和5年期LPR有望跟随下调，进一步提升对房地产业的刺激力度。

◆ 预计下一阶段货币政策重点将转向结构性工具

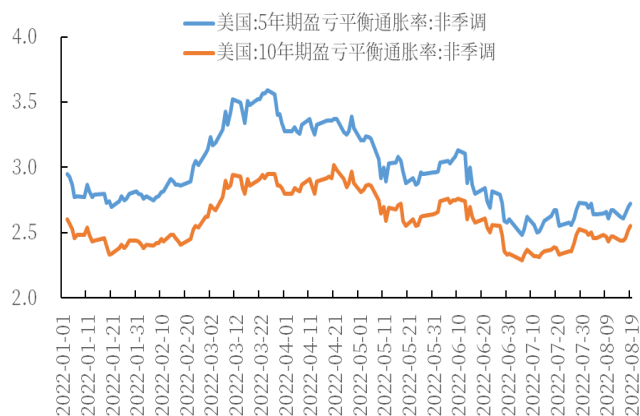
目前货币市场利率和政策利率倒挂严重，DR007利率8月以来始终处在1.3%-1.5%区间，低于政策利率50BP以上，1年期AAA同业存单利率也明显低于MLF利率，反映市场整体并不缺乏流动性，宽信用的主要约束不在资金供应端，而在市场主体融资意愿不足。同时，中美利差倒挂下，宽松面临外部均衡压力，持续降息的必要性和可行性都不足。总体上我们认为，本次降息并不代表新一轮持续宽松的开启，降息的成效和代价值得关注。

8月18日国常会提出“要贯彻党中央、国务院部署，有针对性加大财政、货币政策支持实体经济力度，进一步巩固经济恢复基础，保持经济运行在合理区间”，再次定调稳经济的基本宏观政策组合。对于目前货币市场流动性充足而信贷不振的情况，会议有针

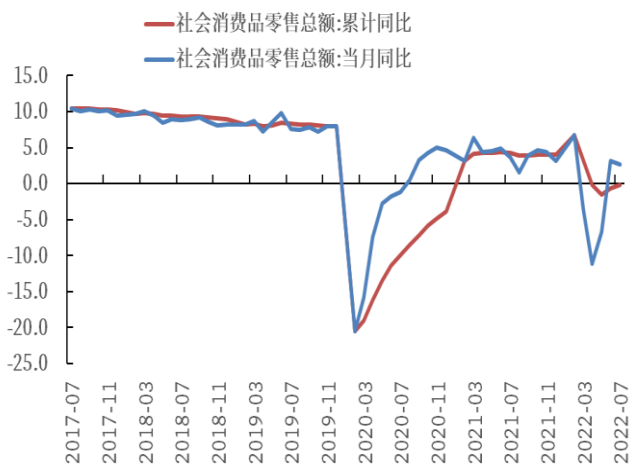
对性提出“完善市场化利率形成和传导机制，发挥贷款市场报价利率指导作用，支持信贷有效需求回升，推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”。因此，基于外部流动性制约和内部市场主体融资意愿不足的情况，虽然新一轮持续宽松开启概率较小，但预计流动性超预期收紧的可能性同样较低，预计下一阶段货币政策重点将转向结构性工具。

图1 CME 预测美联储9月会议目标利率


资料来源: CME, 中航证券研究所

图3 美国通胀预期仍然高于美联储长期目标 (%)


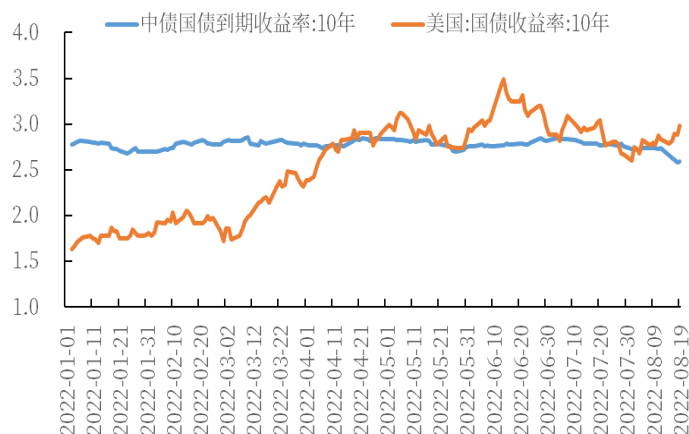
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 7月社零再次走弱 (%)


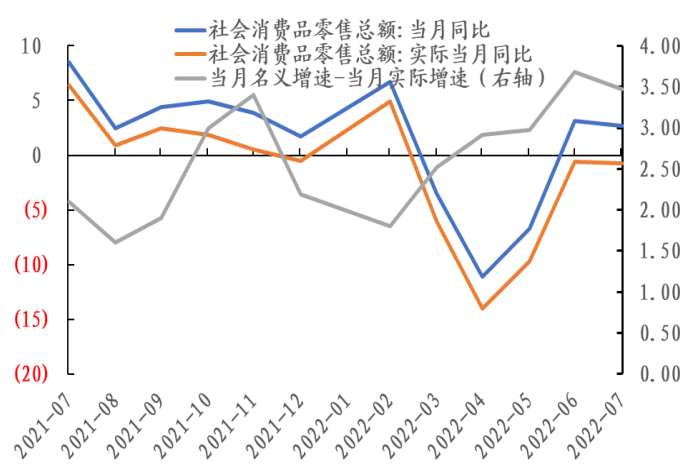
资料来源: 中航证券研究所

图2 美债长短期收益率倒挂 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

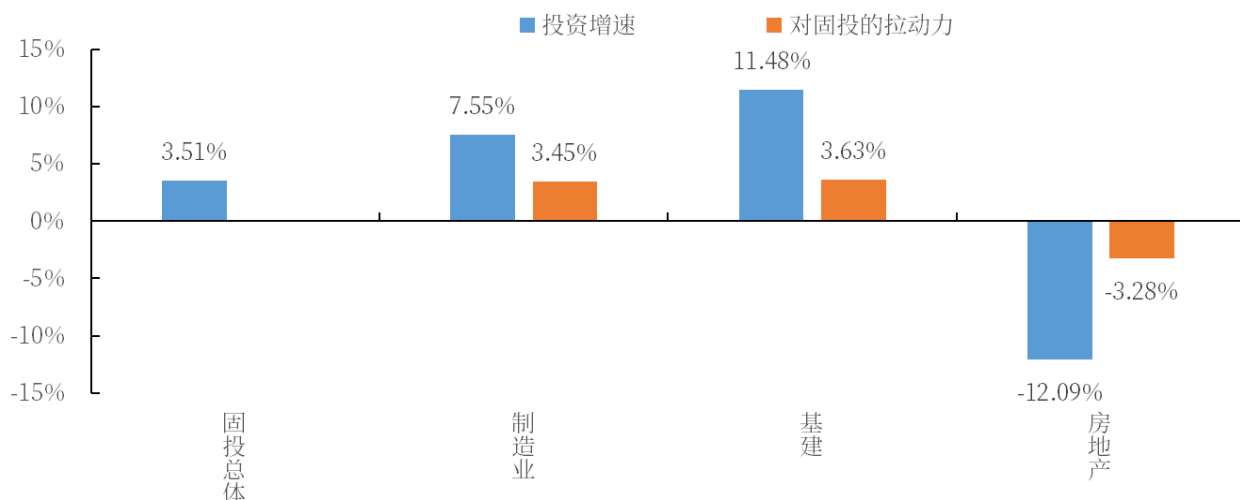
图4 中美利差倒挂程度加深 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 7月实际社零增速为负 (%)


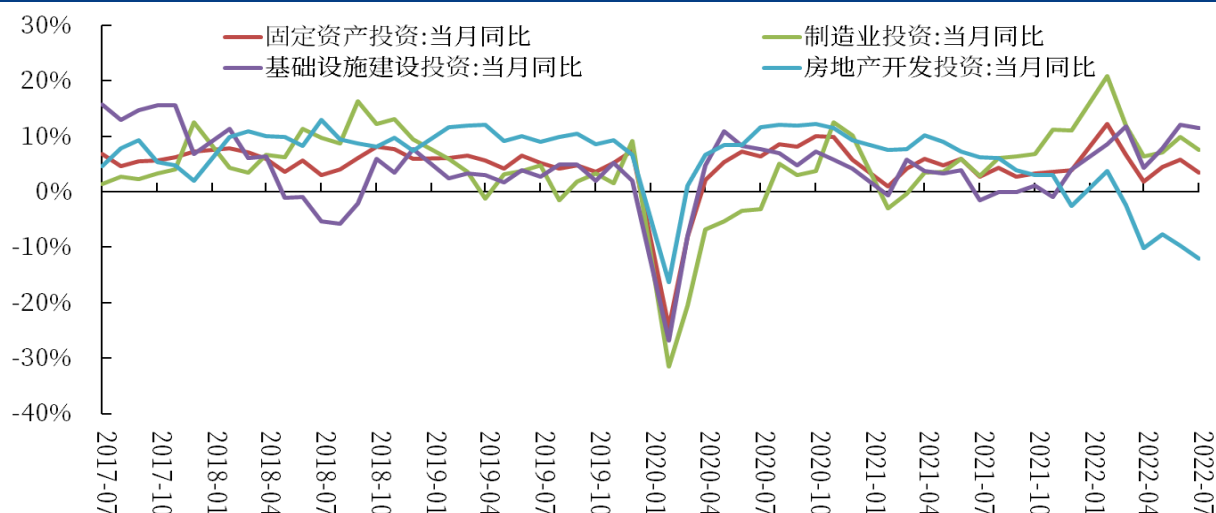
资料来源: 中航证券研究所

图7 2022年7月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 固投及主要分项当月同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图9 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势

— 房地产开发投资完成额:当月同比
 — 房地产开发投资完成额:住宅:当月同比

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45408

