

国信期货宏观月报

宏观

央行强力降息 美联储由鸽转鹰

2022年08月29日

主要结论

央行强力降息：近日，央行开展4000亿元中期借贷便利（MLF）操作和20亿元公开市场逆回购操作，MLF和逆回购操作的中标利率均下降10个基点。另外，最新一期贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR下调5BP；5年期以上LPR下调15BP。在保持流动性合理充裕的前提下，央行本次利率调降的主要用意在于通过提振市场信心，刺激货币需求端。同时，利率下调也意味着我国货币政策依然保持适度宽松，也将使得后续政策“暖风”的预期升温，提振企业预期。针对LPR的调降效果，短期来看，LPR调降落地后，市场可能呈现阶段性走低。从历史经验来看，LPR落地前，市场通常会受到流动性宽松的情绪升温影响而出现短暂的上涨。然而，降息确定后，可能由于利多出尽或调降不及预期等因素，市场的表现通常相对不佳。长期来看，由于市场表现最终会回归至基本面，若宽货币操作能够顺利传导至信用端从而有效提振信用周期，那么未来市场通常会有较理想的表现，反之则较难出现趋势性的回暖。因此应密切跟踪货币需求端的后续变化，重点关注货币政策传导不畅带来的长期作用。

美联储态度由鸽转鹰：北京时间8月18日凌晨，美联储发布了7月FOMC会议纪要，纪要提示联邦基金利率的目标区间将维持在2.25%至2.5%之间，目前仍存在过度紧缩的风险，美联储加息将取决于经济数据及政策收紧对通胀的抑制效果，并认为在未来某个时刻放缓加息步伐是合理的，总体态度偏鸽派。然而，随后北京时间8月26日晚10点，美联储主席鲍威尔在“杰克逊霍尔会议”，发表题为“货币政策与物价稳定”的讲话。鲍威尔讲话释放出四方面重要信号，整体基调较为鹰派。一是美联储已经对经济和就业放缓做好了充分准备，放弃了7月FOMC会议纪要中对经济衰退的过多关注，从而使市场对美联储政策立场转向的预期有所降温；二是9月加息75bp和50bp都是有可能的，若8月的就业和通胀数据均高于预期，则加息75bp的概率更大；三是美联储大概率会在较长时间内维持高利率，年内降息的可能性很小；四是美联储不会因为通胀开始回落而宣布胜利，而是要观察到通胀出现持续且显著的回落才会放松立场。整体来看，目前美联储重回鹰派。

分析师：夏豪杰

从业资格号：F0275768

投资咨询号：Z0003021

电话：0755-23510053

邮箱：15051@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、热点事件梳理及展望

1. 央行强力降息，再放信贷新信号

近日央行发布公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，2022年8月15日开展4000亿元中期借贷便利(MLF)操作和20亿元公开市场逆回购操作，MLF和逆回购操作的中标利率均下降10个基点。另外，央行指出，本次MLF含对8月16日6000亿元MLF到期的续做，4000亿元MLF和20亿元逆回购操作充分满足了金融机构需求。

随后8月22日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，最新一期贷款市场报价利率(LPR)为：1年期LPR为3.65%，较前值3.7%下调5BP；5年期以上LPR为4.3%，较前值4.45%下调15BP。本次LPR下调是2022年年内第三次下调，其中5年期以上LPR单独下调15BP，与本年度5月共同创下2019年8月改革以来的最大降幅。鉴于此前央行首套房贷利率20BP的调降与本次LPR下调的双重降息效应，首套房贷款利率已低至4.1%。

此次中期借贷便利与公开市场操作中标利率下调的直接原因有以下三点：一是，7月的经济数据全面走低，低于市场预期，起到首要的催化剂作用。在目前经济不确定性攀升的时期，降息窗口再度开启是十分必要的。二是，7月信贷、社融数据超预期回落。总量上，若没有财政发债支持，今年社融增速可能会逐步回落至较低水平，央行需要增量政策托底产业链、助力总量稳定；结构上，基建贷款占比近50%，信用结构即便改善，但持续性不强，降息以及LPR的调降可以支持微观主体的加杠杆行为，稳定信贷结构的改善。三是，可以收窄政策利率与市场利率的利差。面对长时间过于低的资金利率，以及经济偏弱、信用较差的基本面，央行在此刻并不适宜通过大幅收紧来引导资金利率向政策利率靠拢，而选择主动调降政策利率来使得两者利差有所收窄，反映出央行呵护流动性的姿态。

本次降息的主要目的在于促进货币需求，推动信心恢复。据货币数据显示，7月M2货币供应同比增长12%，前值11.4%；社会融资规模增量为7561亿元人民币，同比少增3191亿元。从该数据来看，我国实际仍处于“宽货币，紧信用”的状态，同时社融的大幅下降也提示我国当前经济的结构性问题并不能仅靠央行“放水”来解决。在当下国内外需求疲弱的背景下，货币供给端的过度宽松将使得大量货币在金融体系内空转，对实体经济的刺激作用有限。因此，在保持流动性合理充裕的前提下，央行本次利率调降的主要用意在于通过提振市场信心，刺激货币需求端。

同时，利率下调也会带来以下几方面影响：政策层面，意味着我国货币政策依然保持适度宽松，从而引导市场利率的下调，降低社会融资成本，提升经济活力；信号层面，鉴于降息具有强烈的指示意义，央行此次调降利率，将使得后续政策“暖风”的预期升温，提振企业预期，从而稳定就业；地产方面，调降MLF利率的特异性在于其会带动房贷利率的下调，在7月30大中城市商品房成交面积再度回落以及8月出现新一轮下滑的现状下，稳定居民需求，改善地产预期，防止市场失速显得尤为重要，因此本次MLF利率的下调对年内地产需求的走势将起到关键作用。

针对LPR的调降效果，**短期来看**，LPR调降落地后，市场可能呈现阶段性走低。从历史经验来看，LPR落地前，市场通常会受到流动性宽松的情绪升温影响而出现短暂的上涨。然而，降息确定后，可能由于利多出尽或调降不及预期等因素，市场的表现通常相对不佳。**长期来看**，由于市场表现最终会回归至基本面，若宽货币操作能够顺利传导至信用端从而有效提振信用周期，那么未来市场通常会有较理想的表现，反之则较难出现趋势性的回暖。因此应密切跟踪货币需求端的后续变化，重点关注货币政策传导不畅带来的长期作用。

另外，8月22日，人民银行行长、国务院金融委办公室主任易纲主持召开部分金融机构座谈会，分析研究当前货币信贷形势，部署推进当前和下一阶段货币信贷工作。会议重点提出以下有关推进信贷增长与结构改善的六方面内容：其一，主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维，充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性。据本年度二季度货币政策执行报告所示，上半年中资大型银行新增人民币贷款同比多增约1.71万亿元，明显好于中资中小型银行、小型农村金融机构与外资金融机构，因此目前大型银行对信贷总量增长的支撑仍然稳固。其二，增加对实体经济贷款投放，进一步做好对小微企业、绿色发展、科技创新等领域的信贷支持工作，体现出贷款投向正朝实体经济的重点领域与薄弱环节倾斜。其三，保障房地产合理融资需求。22日LPR的非对称式下调有利于降低购房者成本，同时也需要加强保障房地产合理融资需求，通过需求端与资金端的共同发力促进行业的平稳发展。其四，依法合规加大对平台经济重点领域的金融支持。在当下我国经济面临众多不确定因素的情况下，平台经济在促进消费、增加就业等方面都发挥着重要作用，有利于稳增长的实现。其五，政策性开发性银行要用好政策性开发性金融工具，从而撬动更多社会资金加强项目建设保障，推动项目尽快落地形成实物工作量。其六，坚持市场化、法治化原则，统筹信贷平稳增长和防范金融风险之间的关系，以此实现信贷投放合理有效的可持续发展。

2. 美联储态度由鸽转鹰

北京时间8月18日凌晨，美联储发布了7月FOMC会议纪要，纪要提示联邦基金利率的目标区间将维持在2.25%至2.5%之间，目前仍存在过度紧缩的风险，美联储加息将取决于经济数据及政策收紧对通胀的抑制效果，并认为在未来某个时刻放缓加息步伐是合理的，总体态度偏鸽派。

据美国商务部发布的数据显示，美国7月零售销售额与6月持平，创近两个月新低，低于市场预期0.1%以及前值1%。此前，美国7月信心指数有所回升，但总体仍处于低位水平；芝加哥联储全国生产收入以及消费活动指数已连续二个月录得负值；8月芝加哥PMI商业景气指数延续走弱趋势，因此美国近期经济状态仍存下行风险，或将缓释美联储9月激进加息可能性。据路透社报道，白宫已下调本年度经济增速，将2022年美国实际国内生产总值成长预估从3月的3.8%大幅削减至1.4%，称经济放缓的原因在于新冠病毒变异变种的出现、俄乌冲突、高企通胀以及持续加息，并将2022年的通胀预测从3月的2.9%上修为6.6%，与民间预测一致。另外，白宫将2022财年的预计赤字下调至1.032万亿美元，比3月份的预算预测减少了3830亿美元，反映出收入增加，支出略有减少，以及对医疗保健支出的一些技术性重新估计。

另外，与会者一致认为，目前几乎没有证据表明通胀压力正在消退。美国7月CPI同比增速回落的主因在于能源价格的回落以及全球供应链的改善，但单月数据走势并无法排除通胀磨顶的可能，同时居住与食品分项仍在推升通胀，后续仍不可低估通胀粘性。虽然紧缩政策会放缓经济增速，但目前通胀水平仍显著高于委员会目标，使通胀恢复到健康水平仍是美联储的首要目标。美联储9月议息会议前将有8月非农就业数据、物价以及通胀预期等多项数据披露。若下月非农保持强劲、通胀水平仍处磨顶阶段，将小幅提升9月加息75BP概率。鉴于7月FOMC会议纪要以及美国经济增速与通胀方面，我们认为目前美联储9月加息50BP的可能性比较大。首先，美联储已更加关注由过度紧缩所带来的经济放缓风险，而此前已进行过两次75BP的超常规加息，除非经济数据方面发生重大不利变动，否则我们预期美联储9月加息节奏会适当放缓。其次，供给型通胀开启下行通道的拐点通常滞后于失业率上行拐点，由于目前美国的失业率依然较低，通胀出现趋势性回落的迹象仍不明显。虽本次7月美联储会议纪要已释放鸽派信号，但市场情绪仍难逃悲观。美东时间8月17日，美股三大指数均收跌。截至收盘，道指跌幅为0.50%，报33980.32点；纳指跌幅为1.25%，报12938.12点；标普500指数跌幅为0.72%，报4274.04点。

随后，北京时间8月26日晚10点，美联储主席鲍威尔在“杰克逊霍尔会议”，发表题为“货币政策与物

价稳定”的讲话。鲍威尔讲话释放出四方面重要信号，**整体基调重回鹰派**：

一是，“降低通胀需要经济增长在一段时间低于趋势水平，劳动力市场也会出现疲软...但未能恢复价格稳定将意味着更大的痛苦...目前经济仍显示出强劲的潜在动力，劳动力市场过于强劲”。这一表态反映出，美联储已经对经济和就业放缓做好了充分准备，放弃了7月FOMC会议纪要中对经济衰退的过多关注，从而使市场对美联储政策立场转向的预期有所降温。

二是，“7月加息75bp时曾表示，9月再次大幅加息可能是合适的...9月加息幅度取决于整体数据表现和不断变化的前景，在某个时候，随着货币政策立场进一步收紧，放慢加息步伐可能是合适的”。这一表态反映出，9月加息75bp和50bp都是有可能的，若8月的就业和通胀数据均高于预期，则加息75bp的概率更大。

三是，“恢复价格稳定需要在一段时间保持限制性的政策立场，历史经验警告我们不应过早放松政策...6月时，美联储官员预期2023年底政策利率略低于4%”。这一表态反映出，美联储大概率会在较长时间内维持高利率，年内降息的可能性很小。

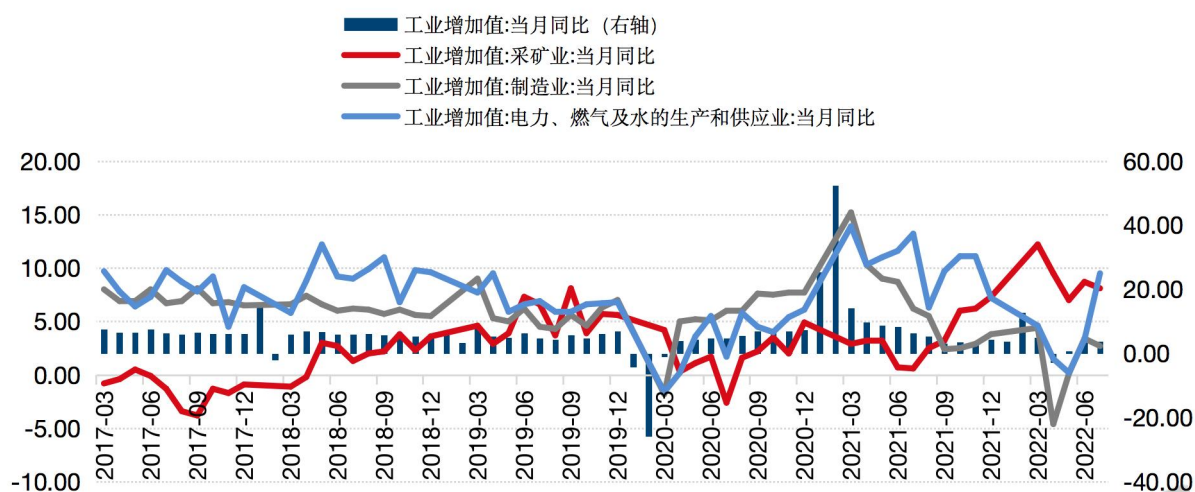
四是，“从1970—80年代的高通胀以及之后的低通胀时期吸取了三个教训，一是央行可以而且应当为实现稳定的低通胀负责...二是通胀预期保持稳定十分重要...三是美联储必须坚持下去直到目标达成”。这一表态反映出，美联储不会因为通胀开始回落而宣布胜利，而是要观察到通胀出现持续且显著的回落才会放松立场。

二、重要经济数据点评

1、工业增加值

据国家统计局公布，我国7月规模以上工业增加值同比增长3.8%，较6月小幅下降0.1%。其中，7月采矿业、制造业、电热燃水业同比增速分别为8.1%、2.7%、9.5%，较前值分别变动-0.6个、-0.7个、6.2个百分点。

图：7月整体及三大分项工业增加值同比增速



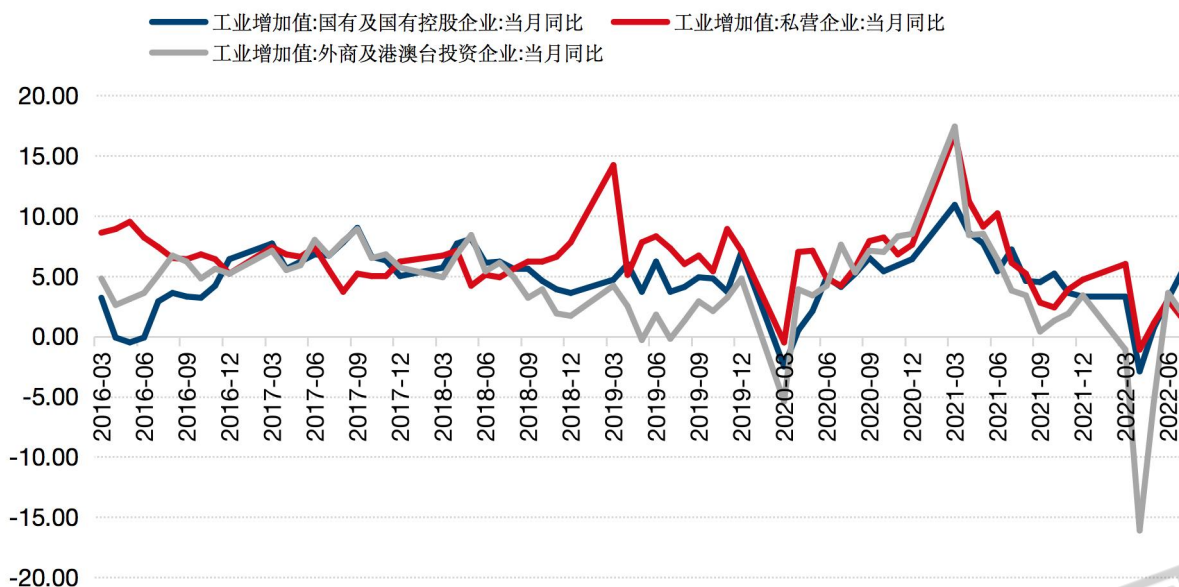
数据来源：Wind，国信期货

从三大分项来看，7月采矿业工业增加值同比增速较上月相比有小幅回落，主要原因在于价格回落导致企业主动减产，以及需求端疲软造成的产成品存货快速走高。7月制造业工业增加值也较上月有所回落，同时制造业生产PMI指数重回荣枯线以下，原因在于中下游增速因复工达产接近尾声而回补力度减弱，加之房地产投资自6月回弹后重回低迷，水泥降幅虽缩窄但绝对增速仍然偏低，焦炭、生铁、钢材、粗钢产量增速依然下行。由于受到罕见高温影响，电力、燃气及水的生产和供应业的工业增加值同比增速为9.5%，较前值大幅提升6.2个百分点，其中火电增速转负为正，煤炭开采与洗选行业增速持续高位。

从具体行业来看，7月汽车制造业增加值同比增长22.5%，较上月大幅上涨6.3个百分点，主要原因是汽车产业链供应链在疫后基本恢复正常，新能源汽车产销两端继续延续高速增长，汽车购置税减免政策对消费的促进作用仍然较强。其中，7月上海、吉林工业规模以上工业增加值同比分别增长18.6%、17.9%，较上月分别提高4.7个、11.6个百分点。7月高技术制造业增加值同比增速为5.9%，超过制造业整体增速3.2个百分点。其中，电子通信、航空、新材料制造业均保持两位数高速增长。7月服务业生产指数较前值下滑0.7个百分点至0.6%，主因在于疫情散点频发使得聚集性服务活动大幅减少以及地产生产指数的大幅下滑。同时，7月服务业PMI指数为52.8，显著高于荣枯线，其中业务活动预期处于相对高位。总体而言，7月工业生产情况不需悲观，但房地产仍为制约工业生产的主要影响因素。

从所有制来看，国有企业工业生产增幅最大，说明在当下经济不确定性下攀升的情况下，国资国企的支撑引领作用正逐渐显现，其中，7月国有及国有控股企业同比增长5.40%，私企同比增长1.5%，外企同比增长1.9%，较上月分别变动了2.3%、-1.5%、-1.7%，除国有企业同比上涨外，其他企业均呈现一定程度的下滑。

图：工业增加值所有制分项当月同比

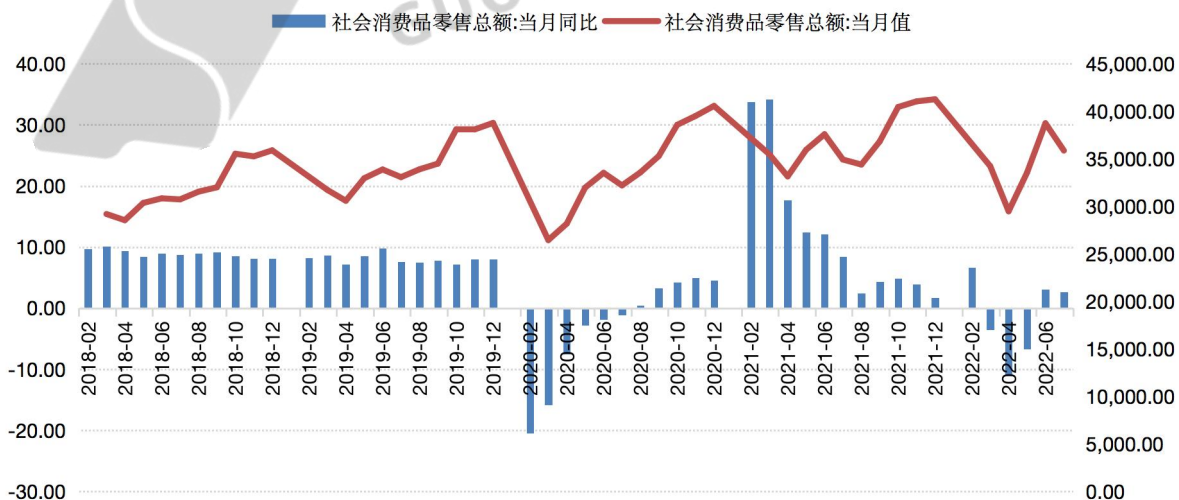


数据来源：Wind，国信期货

2、社会消费品零售

据国家统计局公布，我国7月社会消费品零售总额同比增长2.7%，较6月小幅下降0.4个百分点。其中，餐饮消费同比增速为-1.5%，较6月提升2.5个百分点，商品零售同比增长3.2%，较6月下行0.7个百分点。

图：7月社会消费品零售总额



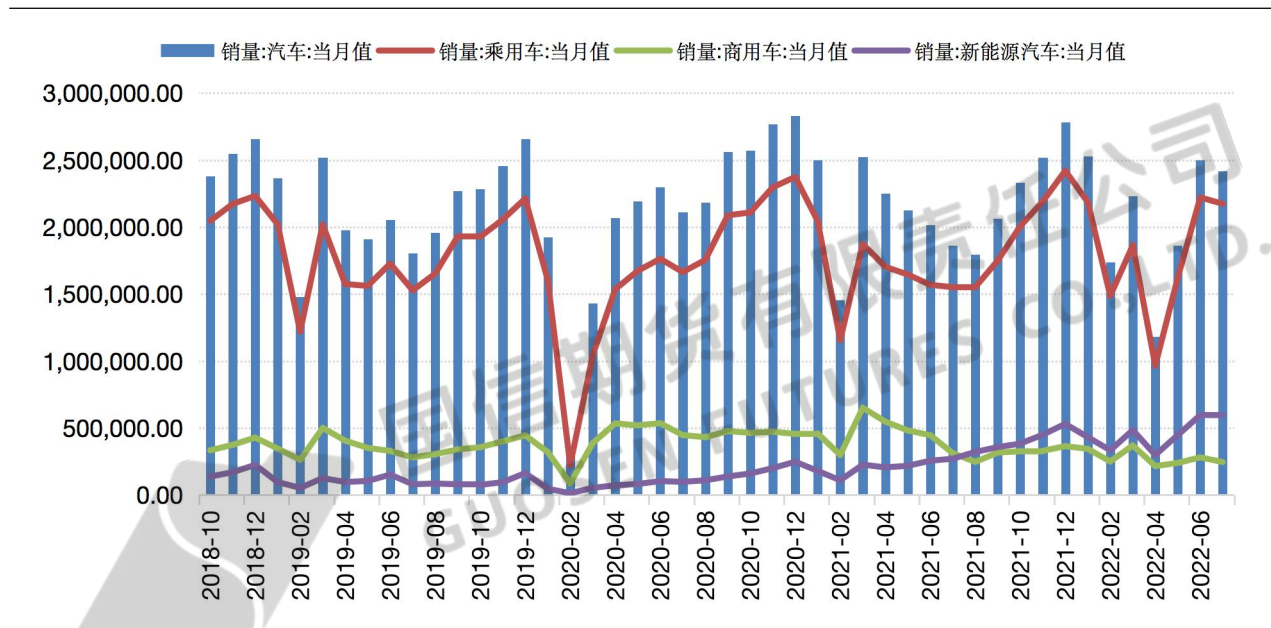
数据来源：Wind，国信期货

必选与可选消费内部显著分化。除去汽车消费的部分，7月社零同比增长1.9%，较6月改善0.1个百分点，提示疫后汽车减税政策对整体消费的提振作用已经逐步减弱，另外限额以上消费同比增长6.8%，较6月下降1.3个百分点。由于7月以来重点旅游省份的疫情散点频发以及地产需求仍然低迷，从7月消费显著分化的特征中可以发现，相关消费的抑制可能对其他部分消费产生正向的溢出效果。其中，可选消费中金

银珠宝分项的同比增速为22.1%，较上月涨幅高达14个百分点，创下自2021年以来的最新高位，同时家用电器和音像器材、文化办公用品分项同比增速分别为7.1%、11.5%，较上月提升3.9、2.6个百分点；必选消费中，饮料和烟酒类消费也有所改善，分别同比增长3.0%和7.7%，较上月改善1.1和2.6个百分点。

汽车销量环比下滑，但仍处同期高位。汽车限上零售额7月同比增长9.7%，环比有4.2个百分点的下滑。据中国汽车工业协会数据显示，7月汽车总销量同比增长29.7%，环比下行3.3%，销量虽较上月有所下滑，但仍处历史同期高位。7月乘用车销量同比增加40.0%、环比下降2.1%；商用车销量同比下滑21.5%、降幅收窄，环比下降12.5%。另外新能源车销量仍保持高速增长。虽减税政策以及疫后消费释放的红利效应逐步衰减，但总体来看汽车行业发展状态仍然良好。

图：全国汽车及其他分类销量（2018.10—2022.7）

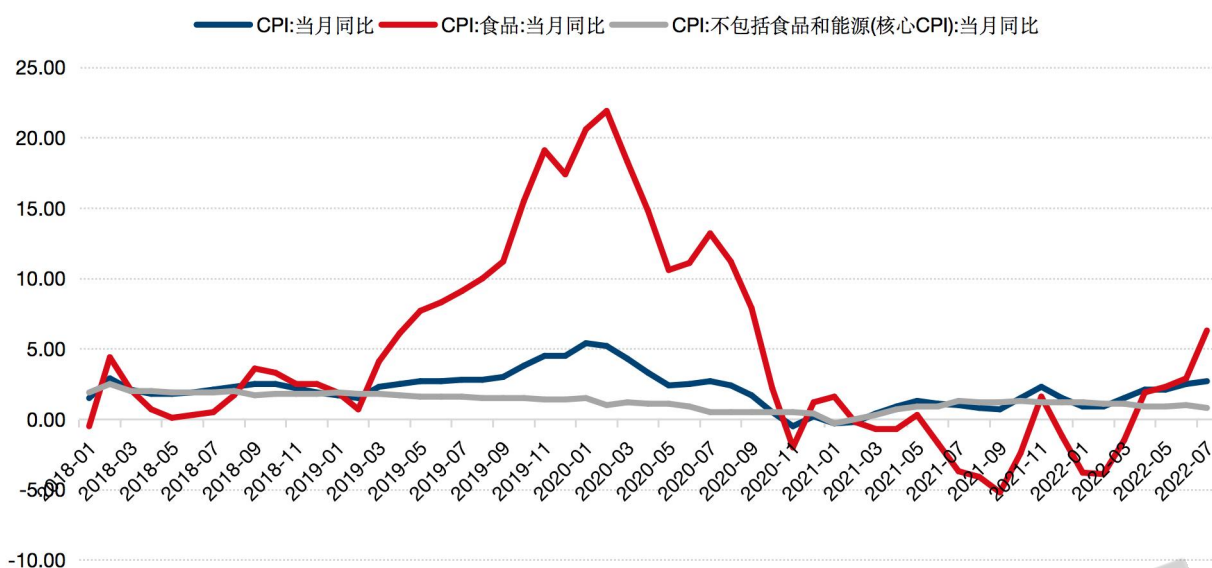


数据来源：Wind、国信期货

3、CPI

据统计局物价数据显示，7月CPI同比上涨2.7%，前值为2.5%，略低于预期2.9%；环比增长0.5%，略超季节性。同比增长2.7%中，翘尾因素贡献0.9个百分点，新涨价因素贡献1.8个百分点。

图：CPI



数据来源：Wind，国信期货

(1) **食品类**：由于猪肉、鲜菜价格上涨明显，食品项CPI通胀较6月大幅提升3.4个百分点至6.3%，环比增速较6月提升4.6个百分点至3.0%。2021年以来，猪肉对CPI通胀贡献首次为正，猪周期见底反弹。猪肉CPI环比增速25.6%，连续第四个月正增长，涨幅创本轮周期新高。然而，猪肉价格上涨尚未对其他肉类价格构成显著拉动；鲜果价格保持下行，环比增速为-3.8%，仍在回吐疫情期间的涨幅；鲜菜CPI环比大增10.3%，是仅次于猪肉的食品通胀贡献项，原因在于罕见高温与区域性多雨天气对蔬菜供应造成阻滞。食品类其他分项通胀水平相对平稳。

图：食品类各分项 CPI 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_45690

