

美联储承认衰退可能，国内出行与楼市持续回暖

2022年6月第4周宏观周报

(1) 鲍威尔重申鹰派主张，美国经济衰退风险增大

美联储主席鲍威尔周三对国会议员再次强调了美联储将通过紧缩货币政策，将美国CPI压制到2%的目标。值得注意的是，在有议员向鲍威尔提出继续加息可能会使经济陷入衰退时，鲍威尔一方面表示相信美国经济现在很强劲，但承认经济衰退可能会发生，另一方面再次强调了压制通胀的决心，表示目前的加息是适当的。

虽然鲍威尔再次表明了美联储控制通胀的决心，但目前的核心问题在于：在高通胀水平受供给问题的影响可能维持更长时间，美联储不得不加大加息力度，通过“超额”压制需求来对冲掉供给端通胀压力的情况下，美联储对紧缩货币政策所造成的经济衰退容忍度究竟有多大。首先，尽管美联储一直强调美国就业数据的强劲，但从截止6月18日的的数据看，6月美国当周初请失业金人数分位数总体较5月有所抬升。其次，从市场预期看，本周鲍威尔表态令市场对美国经济衰退的担忧有所上升，进而导致在鲍威尔继续强调控通胀的情况下，市场对美联储的加息预期有所回落：CME数据显示6月25日市场预期美联储7月27日会议上加息75个BP的概率为83.8%，较6月17日的88.5%有所下行，对年末利率水平的主流预期也从3.5%—3.75%下调至3.25%—3.5%。国债表现来看，本周五，美国十年期国债收益率较上周五下行了12个BP，可分拆为十年期实际收益率下行10BP，十年期国盈平衡通胀率下行2BP，表明国债收益率下行主要缘于市场对经济衰退的担忧有所上升。

总体上，我们认为美联储短期内仍将以控通胀为核心政策目标，维持加息和缩表强度，但在后续货币紧缩过程中，美国出现较经济衰退的概率在持续提升，美联储仍然存在着较大的放慢加息缩表速度的可能。届时，我国货币政策面临的压力也将随之减轻。

主要数据

上证指数	3349.747
沪深300	4394.7723
深证成指	12686.032

主要指数走势图



作者

符旸	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

- 《中航证券宏观周报：美联储强收紧推升滞胀风险，国内弱复苏仍需政策呵护》
- 《中航证券宏观2022年5月经济数据点评：5月经济弱复苏，6月是重要政策观察窗口期》
- 《中航证券宏观周报：美联储加息预期再抬升，国内经济复苏动能弱修复》
- 《中航证券宏观2022年5月金融数据点评：5月信用扩张总量强、结构弱，6月或迎来结构性改善》
- 《中航证券宏观2022年5月通胀数据点评：国内通胀依然不是主要矛盾》

(2) 国内流动性仍然充裕，中美利差倒挂程度较上周减轻

本周一到周四（6月20日至6月23日），央行公开市场操作继续保持稳健，对于每日到期的100亿元7D逆回购保持等量等利率续作，周五（6月24日），为呵护月末流动性，在100亿元7D逆回购到期的情况下，等利率投放7D逆回购600亿元，全周公开市场操作净投放为500亿元。货币市场利率方面，截止6月24日，DR007和SHIBOR1W分别为1.80%和1.85%，较6月17日分别上行14个BP和11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（6月24日）与上周五（6月17日）相比，人民币兑美元和欧元分别贬值0.1%和升值0.1%。本周，我国10年期国债收益率保持平稳，本周五较上周五仅上行2个BP左右，但美国10年期国债收益率下行12个BP左右，中美长端收益率倒挂幅度较上周五有所减轻，但仍有33个BP左右，外部流动性仍然对国内宽松形成制约。

(3) 居民出行持续恢复，房地产销售初现好转

6月以来，随着全国范围内疫情的好转，居民出行持续恢复，5月下旬、6月上旬和6月下旬，18大城市中，地铁客流量较去年同比上升的城市数量分别为3个、6个和7个，从18大城市客流量合计值来看，5月下旬、6月上旬和6月中旬地铁客流量同比分别为-38.5%、-19.4%和-11.0%，同样呈持续好转态势。预计在出行恢复，消费场景受限减轻的情况下，6月消费数据将较5月进一步回升。

6月第二周，30城商品房成交面积超去年同期，为3月第一周以来的首次。这一数据的回暖预示着房地产销售3月以来首次出现了相对明显的改善，但是另一方面，我们认为也不应对此过于乐观。首先，30城商品房成交面积基本以一二线城市为主，三线城市占比较小。其次，6月第二周数据的回暖很大程度上是前期因疫情导致看房困难之下被压抑的潜在商品房成交的集中释放，后续商品房成交面积能否持续超去年同期尚有待观察。最后，6月第二周100大中城市土地成交面积和土地成交溢价率依然明显低于去年同期，表明房地产企业目前整体仍然偏谨慎，对应房地产投资预计仍然处在下行通道中。

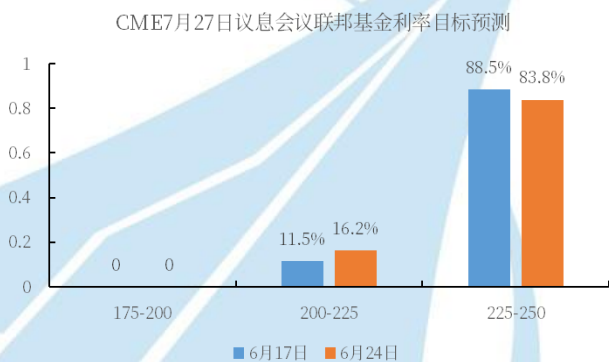
(4) 预计6月CPI同比较5月上行，PPI同比较5月下行

截止6月24日数据显示，6月，重点食品中，油料价格环比上行，粮食、蔬菜、肉类、鱼类、鸡蛋、生鲜乳和水果等7类食品价格环比下行，蔬菜、肉类、鱼类和生鲜乳价格同比下行，粮食、油料、鸡蛋和水果价格同比上行，结合翘尾因素和非食品价格走势，预计6月CPI同比较5月上行，录得+2.2%左右。值得注意的是，猪肉价格6月继续上行，至6月24日已达21.75元/公斤，与去年同日的22.03元/公斤已经较为接近，考虑到去年7月到10月上旬猪肉价格持续下行，今年7月开始，如果猪肉价格继续上行，则意味着上半年持续拖累CPI同比的猪肉价格，最快将在7月开始对CPI同比起正向拉动作用，叠加翘尾因素和原油等非食品价格同比持续为正，7月到9月间CPI存在着突破3%的可能。PPI方面，截止6月24日数据显示，6月原油价格、煤价同比涨幅较5月有所回落，钢价跌幅较5月有所收窄，结合翘尾因素，预计6月PPI同比继续下行，录得+5.7%左右。

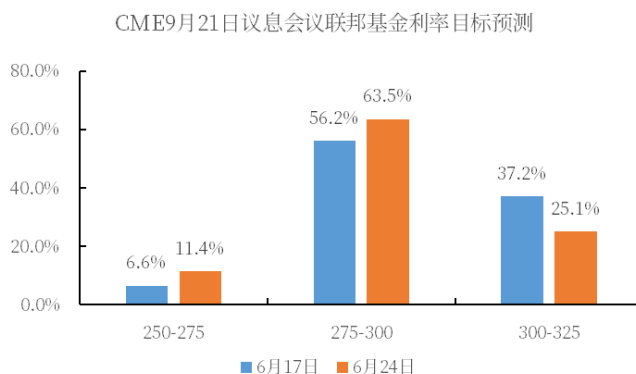
(5) 后续政策走向取决于市场信心恢复程度，不排除进一步加码可能

4月以来，在努力实现年度经济发展目标的核心诉求下，关于地产、基建、消费、外贸等的一系列稳增长政策持续加码，5月，随着政策效果的显现和疫情的缓解，经济开始整体呈现弱复苏态势，但仍然受房地产投资和消费的拖累。总体上看，宽松的货币政

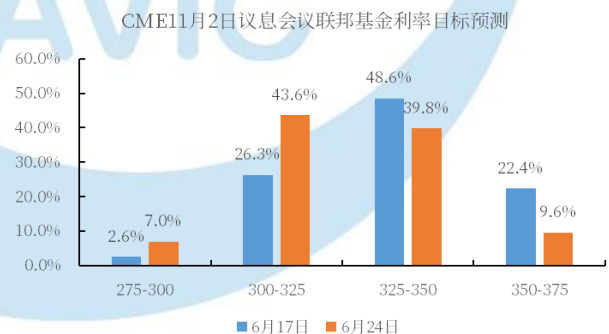
策和财政政策力度可能已到阶段性高点, 是否进一步发力需要观察经济数据表现: 财政政策方面, 专项债发行进度持续超去年同期, 减税降费力度持续加大; 货币政策方面, 在中性偏宽松的货币政策之下, 货币市场利率持续处在相对低位, 6月1年期和5年期LPR保持不变, 反应银行系统在6月MLF利率并未继续调降的情况下, 现阶段继续降息的空间已相对有限。后续经济持续恢复的动能大小, 将很大程度上取决于居民和企业(尤其是房地产企业)信心恢复程度。部分高频数据反映6月以来经济继续恢复, 特别是疫情防控限制的解除对商品和楼市销售形成提振, 但近期螺纹钢、铁矿石等商品价格的疲弱表现也一定程度反映了需求仍偏弱的现实。6月、7月将是政策效果重要检验期, 如主要经济指标恢复程度不及预期, 政策可能会进一步加码。

图表 1: 市场预测美联储 7 月会议上大概率加息 75BP


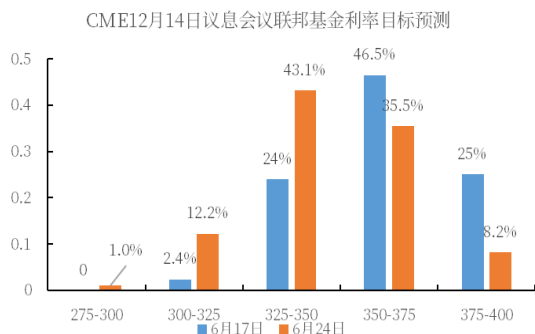
资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

图表 2: 市场对美联储 9 月会议上目标利率


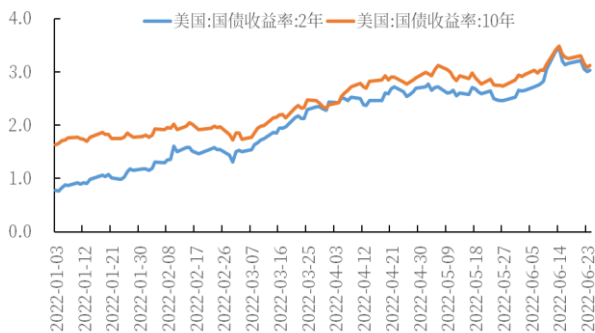
资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

图表 3: 市场预测美联储 11 月会议上目标利率


资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

图表 4: 市场预测美联储 12 月会议上目标利率


资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

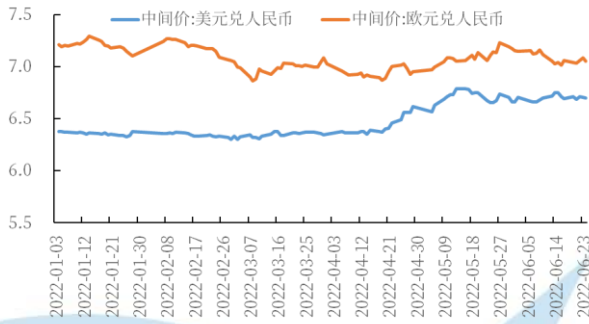
图表 5: 美债收益率走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: 美元走势

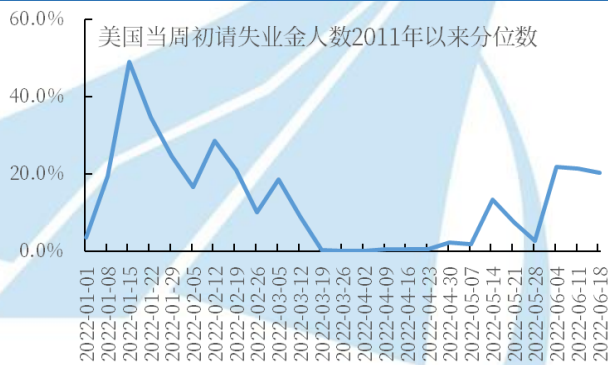

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 7: 人民币汇率走势



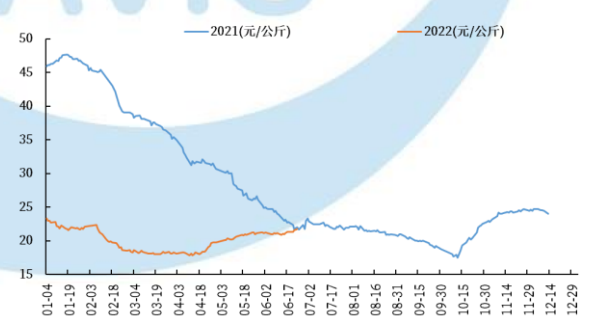
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 9: 年初以来美国当周初请失业金情况



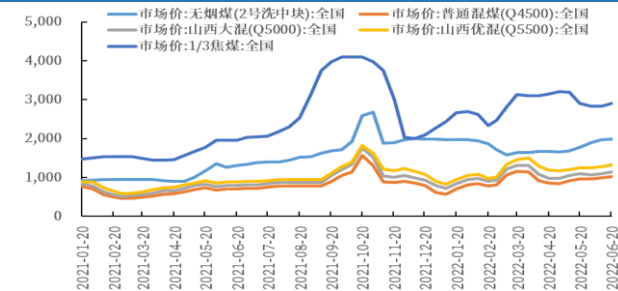
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 今年和去年猪肉价格走势



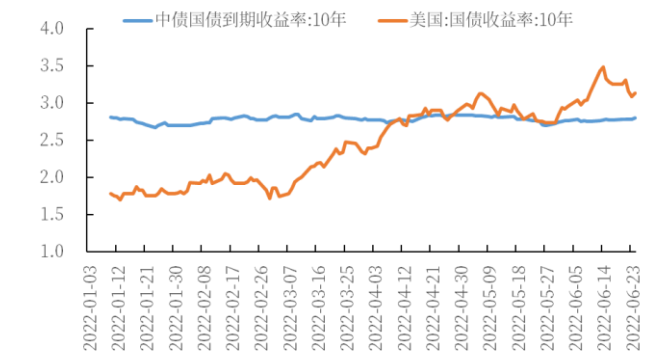
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 13: 煤价走势 (元/吨)



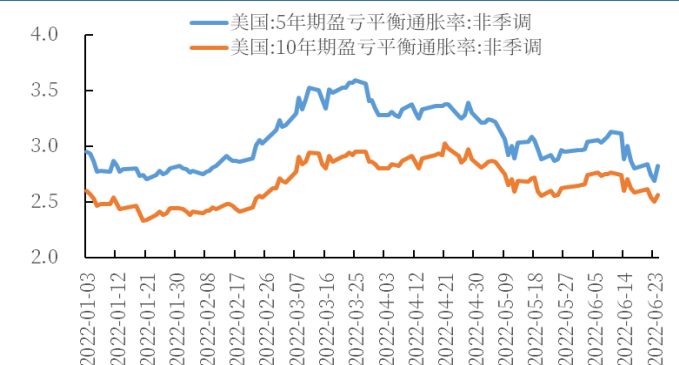
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 8: 中美利差继续倒挂 (%)



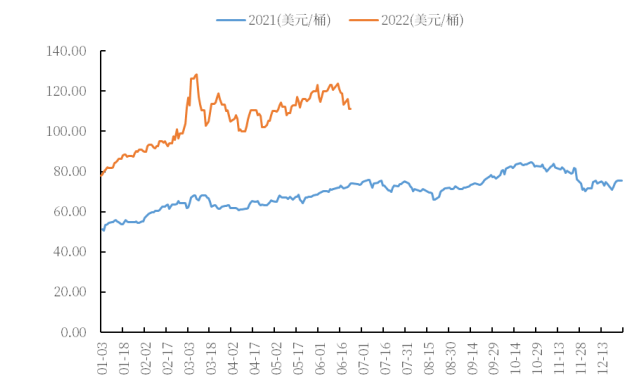
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: 年初以来美国通胀预期变化 (%)



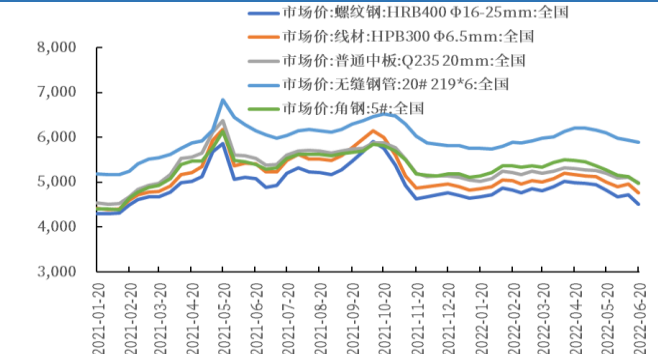
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 12: 今年和去年 OPEC 一揽子原油价格走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 14: 钢价走势 (元/吨)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 15: 18 大城市地铁客流量同比

	同比正增长城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
6月中旬	7	-11.0%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-38.4%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%	9.9%
6月上旬	6	-19.4%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-41.5%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%
5月下旬	3	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	3	-41.0%	-77.2%	-	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	3	-41.0%	-77.2%	-100.0%	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
4月下旬	2	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	2	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月上旬	0	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	0	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	1	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬	8	-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
5月	1	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	1	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%
3月	3	-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 16: 今年和去年地产销售、土地供应、土地成交和成交土地溢价率对比

	30大中城市商品房成交面积(万平方米)		100大中城市供应土地面积(万平方米)		100大中城市成交土地面积(万平方米)		100大中城市成交土地溢价率	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
6月第二周	430.3	320.0	2053.7	1487.4	1032.4	1669.8	3.9	7.9
6月第一周	265.2	410.7	2872.9	3465.8	1365.3	1665.0	5.7	16.6
5月第四周	221.5	463.3	2926.7	2696.5	1354.7	2765.0	3.0	7.9
5月第三周	232.2	412.3	3434.2	2944.7	1685.3	2319.8	3.5	14.8
5月第二周	221.8	425.3	2059.7	2586.2	1595.4	2332.5	2.7	19.7
5月第一周	217.5	457.1	1914.9	1870.4	1429.6	2066.6	2.8	14.5
4月第四周	129.2	307.2	1067.9	1434.0	1064.7	1430.5	1.2	20.1
4月第三周	221.6	458.8	2893.9	4231.1	2133.0	3406.3	6.5	21.2
4月第二周	214.7	419.7	1776.9	2465.3	1832.8	1805.9	4.1	27.8
4月第一周	181.5	410.1	1786.0	2169.2	1467.2	1465.8	2.7	28.6
3月第五周	152.0	367.6	966.0	3242.2	808.2	1470.3	2.2	29.6
3月第四周	255.6	427.1	2483.5	3274.6	2005.3	1814.2	3.0	23.1
3月第三周	233.0	415.4	2561.3	1905.6	1305.5	1447.9	5.0	18.3
3月第二周	184.4	425.0	1391.2	1787.4	992.8	1433.4	4.3	16.4
3月第一周	203.3	377.9	2414.8	1905.1	1211.5	2676.8	5.1	20.1
5月合计	893.0	1757.9	10335.4	10097.8	6065.1	9483.9	—	—
4月合计	747.0	1595.8	7524.7	10299.5	6497.8	8108.5	—	—
3月合计	1028.3	2012.9	9816.8	12114.9	6323.3	8842.5	—	—
6月第二周同比		34.5%		38.1%		-38.2%		-50.5%
6月第一周同比		-35.4%		-17.1%		-18.0%		-65.6%
5月第四周同比		-52.2%		8.5%		-51.0%		-62.2%
5月第三周同比		-43.7%		16.6%		-27.4%		-76.1%
今年5月同比		-49.2%		2.4%		-36.0%		—
今年4月同比		-53.2%		-26.9%		-19.9%		—
今年3月同比		-48.9%		-19.0%		-28.5%		—

资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637