

美国就业数据再次提振加息预期，国内下半年或存在宽松退潮风险

2022年7月第2周宏观周报

(1) 美国就业强劲，抗通胀决心坚决，7月加息75BP概率仍然较大

6月会议纪要显示联储通过加息抗击通胀的决心仍然坚决，并且对加息可能对经济造成的扰动表现出了更大的忍耐力。周五公布的数据显示，美国6月份季调后非农就业人口增加37.2万人，高于预期的26.8万人，失业率维持在3.6%，与预期一致。强劲的就业数据为美联储“鹰派”立场提供了坚实基础。受美联储纪要和美国就业数据影响：CME数据显示市场对7月27日议息会议上加息75BP概率从上周五的86.2%上升为本周五的92.4%，对9月继续加息75BP的概率也从13.8%上升为31.4%，周五标普500指数和道琼斯指数均震荡下行。

本周，市场对美国通胀预期保持平稳，5年期和10年期盈亏平衡通胀利率分别较上周上行2个和3个BP。本周，美国2年期和10年期国债收益率分别上行28个BP和21个BP，值得注意的是，美国10年期和2年期国债收益率7月6日之后开始倒挂，或意味着美国经济衰退预期提升。

总体上，目前美联储抗通胀决心仍然坚决，6月强劲的就业数据也为美联储的鹰派立场提供了支撑，7月加息75BP是大概率事件，但另一方面美国经济走势仍存不确定性，出现经济衰退的概率仍在持续提升，美联储加息节奏仍存变数。

主要数据

上证指数	3356.0778
沪深300	4428.781
深证成指	12857.1296

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 13436882415
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 18516956467
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报: PMI重回扩张区间, 低于市场预期, 债市先跌后涨 —2022-07-05
全球流动性收紧预期进一步加强, 国内经济持续复苏 —2022-07-03
制造业景气度明显改善, 将对A股总体业绩提供支撑 —2022-07-01

(2) 国内流动性仍然充裕，外部制约加重

上周，为对冲月末流动性紧张，央行公开市场操作较积极，全周公开市场操作净投放为 3000 亿元。本周（7 月 4 日到 7 月 8 日），央行公开市场投放力度明显减弱，每日投放 7D 逆回购仅 30 亿元，全周净投放-3850 亿元。货币市场利率方面，截止 7 月 8 日，DR007 和 SHIBOR1W 分别为 1.55% 和 1.65%，较 7 月 1 日分别下行 12 个 BP 和 15 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，我国 10 年期国债收益率保持平稳，略微上行 1 个 BP 左右，但美国 10 年期国债收益率上行 21 个 BP 左右，中美长端收益率倒挂幅度较上周加深，外部流动性对国内宽松的制约加重。

(3) 7 月之后国内 PPI 上行压力不大，CPI 存在破 3 可能

6 月 CPI 同比+2.5%，较 5 月+0.4PCTS。6 月食品 CPI 同比+2.9%，较 5 月+0.6PCTS：蔬菜、水果、蛋类等环比下行，但价格仍高于去年同期，猪肉价格 6 月末已超过去年同期，全月均价虽然仍低于去年，但同比对 CPI 的拖累较 5 月明显减轻。6 月非食品 CPI 同比+2.5%，较 5 月+0.4PCTS，除居住类 CPI 和其他用品和服务 CPI 同比较 5 月略降外，其余非食品项 CPI 同比较 5 月全面上行，其中交通和通信 CPI 同比因燃料费用继续上行而录得+8.5%，较上月+2.3PCTS。6 月核心 CPI 同比+1.0%，较 5 月+0.1PCTS，表明排除食品和能源因素后，居民消费持续稳定恢复。

往后看，7 月之后猪油共振，叠加消费全面恢复，CPI 存在破 3 可能：1，7 月开始，猪价对 CPI 同比大概率起拉动作用。6 月猪肉价格持续上行，至月末已超过去年同期，2022 年 4 月之前，能繁母猪存栏变化率环比连续 10 个月为负，2022 年 5 月首次转正，但仍较去年同期低 400 万头左右。去年 6 月初至 10 月中下旬，猪肉价格一路从 24 元/公斤左右下降到 20 元/公斤左右，7 月开始，猪肉价格大概率总体继续上行之下，猪价将结束今年上半年对 CPI 同比的拖累，开始对 CPI 同比上行起拉动作用。2，能源价格高位震荡，对 CPI 同比的拉动作用将持续。3，疫情减退之下，居民出行受阻明显减缓，消费场景缺失得到缓解，居民消费全面恢复之下，核心 CPI 存在上行动力。

6 月 PPI 同比+6.1%，较上月-0.3PCTS，环比为 0，弱于近 5 年均值的+0.18%。6 月 PPIRM 同比+8.5%，较 5 月-0.6PCTS，环比+0.2%，同样弱于近 5 年均值的+0.38%。6 月，无烟煤、普通混煤、1/3 焦煤等煤种价格同比继续上涨，但涨幅较上月普遍下降，螺纹钢、线材、普通中板等钢材价格同比下行，下行幅度较上月加深，国际油价继续同比上涨，上行幅度弱于 5 月。总体上，6 月能源价格高位震荡，但从统计局披露的流通领域 50 种重要生产资料价格变动看，多数中间品价格呈现下降状态：6 月下旬与 6 月中旬相比，6 种产品价格上涨，40 种下降，4 种持平，表明国内下游工业开工和需求仍需进一步恢复。展望后市，考虑到 7 月之后 PPI 翘尾因素快速下行，国内定价大宗商品在保供政策下保持平稳，国际定价大宗商品在全球流动性紧缩下上行动力受到遏制，预计 PPI 同比仍将继续下行。

(4) 居民出行恢复，房地产仍在筑底

6 月，随着全国范围内疫情的好转，居民出行持续恢复，6 月上旬、中甸和下旬，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 6 个、7 个和 10 个，从 18 大城市客流量合计值来看，6 月上旬、中甸和下旬地铁客流量同比分别为-19.4%、-11.0% 和-9.0%，同样呈持续好转态势。7 月 1 日-8 日数据显示，居民出行数据有所反复，同比正增长城市 3 个，18 大城市合计同比-

18.3%，但我们认为不改居民出行总体改善的趋势，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，7月消费回升速度有望进一步加快。

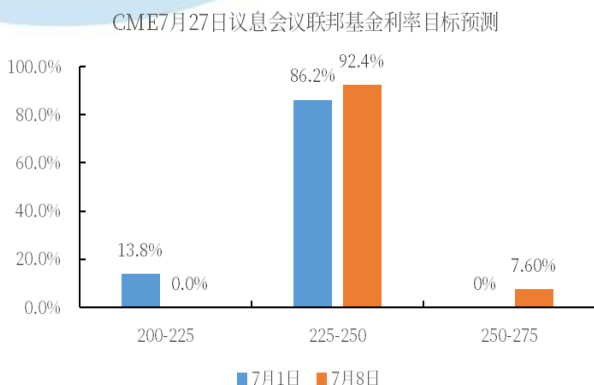
6月房地产相关数据整体呈现改善趋势，7月第一周，30大中城市商品房成交面积由前两周的同比为正转为负增长，但同比降幅已较前期明显收窄，100大中城市土地购置面积和成交土地溢价率仍然低于去年同期较多。总体上看目前居民购房和政府卖地的改善趋势强于房企拿地，主要系房地产企业总体仍偏谨慎，后续房地产整体的进一步改善，仍需政策的持续传导。

(5) 低量逆回购尚未造成流动性边际趋紧，但下半年或存在宽松退潮风险

7月4日开始，央行罕见连续5日开展30亿元的低量逆回购，全周净回笼资金3850亿元，引发市场对货币政策是否出现边际变化的关注。但截止7月8日，DR007和SHIBOR1W分别为1.55%和1.65%，较7月1日分别下行12个BP和15个BP左右，依然明显低于7天逆回购利率的2.1%，反映市场流动性依然合理充裕，显示央行并未开始主动引导市场流动性趋紧。

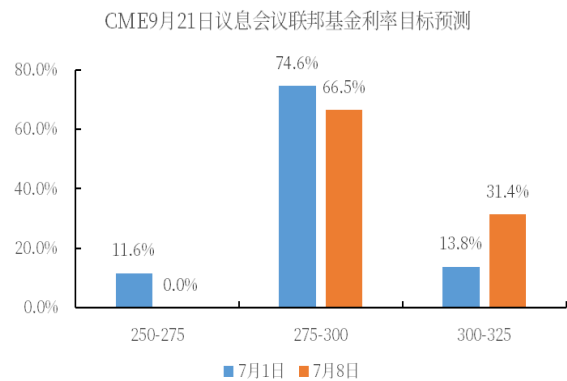
三季度CPI在国内消费恢复和猪油共振之下，存在破3风险，我们认为短期内国内CPI的抬升并不会引发货币政策超预期收紧。其一，进入4季度后，在翘尾因素和去年猪肉价格基数抬升的基础上，CPI上行风险将大为减弱。其二，在经济上，虽然6月疫情已经明显消退，消费、工业生产、基建投资等预计总体较5月改善，但目前市场对二季度GDP增速的一致预期仅为1.1%左右，对应上半年GDP增速或在3%左右，全年实现5.5%左右增长目标难度较大。在海外衰退预期抬升的情况下，国内需对国内经济复苏的重要性进一步加强，后续经济运行仍需各项稳增长政策持续“保驾护航”。相对宽松充裕的流动性环境配合财政加杠杆预计仍是后续核心政策组合。但在外部加息潮不断演进的情况下，目前对国内货币政策进一步宽松不能有过高预期，本周我国10年期国债收益率保持平稳，略微上行1个BP左右，但美国10年期国债收益率上行21个BP左右，中美长端收益率倒挂幅度较上周加深，外部流动性对国内宽松的制约加重。后续如果疫情形势稳定、政策继续发力，“宽信用”能够逐步推进，央行可能会引导目前宽松的流动性出现一定的退潮。

图表 1: 市场预测美联储 7 月会议上大概率加息 75BP



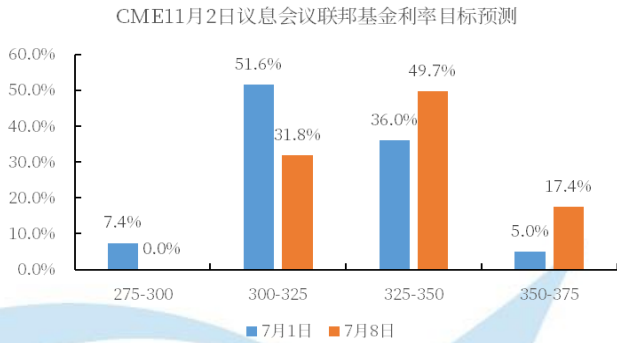
资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

图表 2: 市场对美联储 9 月会议上目标利率



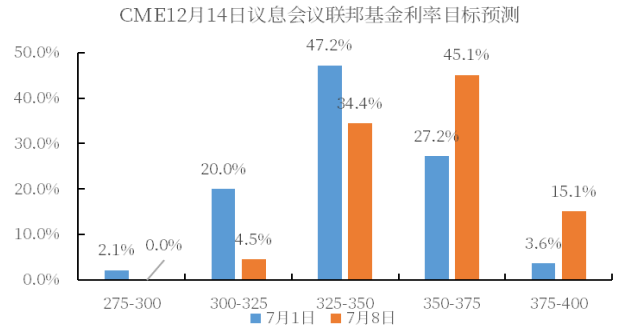
资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

图表3: 市场预测美联储11月会议上目标利率



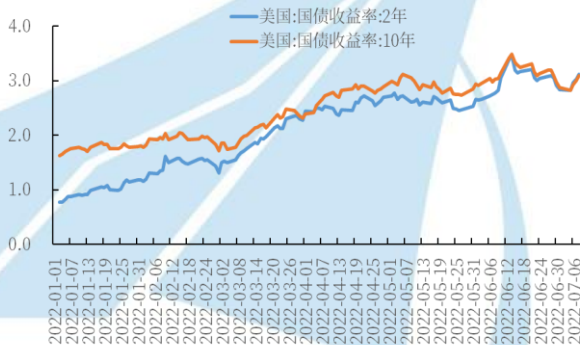
资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为BP)

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 (%)



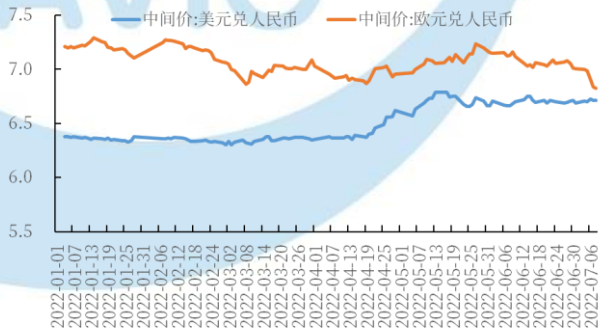
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表6: 美元走势 (1973年3月=100)



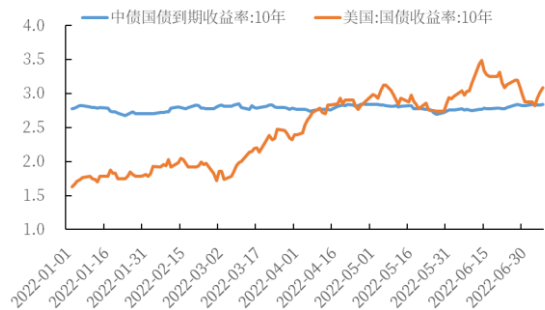
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表7: 人民币汇率走势



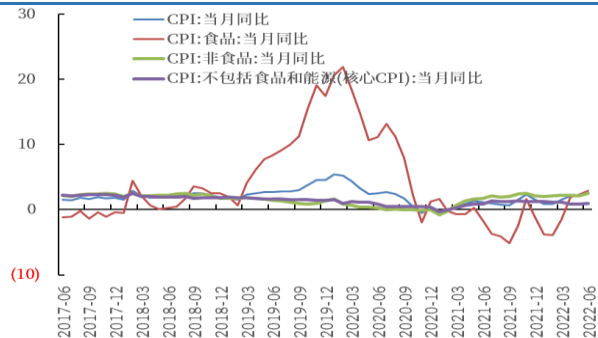
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表8: 中美利差倒挂幅度加大 (%)



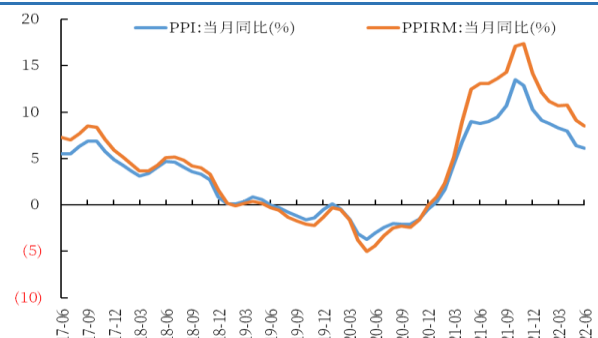
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表9: CPI 同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表10: PPI 同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 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
7月上旬(截止7月8日)	3	-18.3%	-37.5%	-32.1%	14.2%	-0.2%	-17.8%	5.9%	-26.8%	-13.2%	-31.9%	6.1%	-34.6%	-19.8%	-16.0%	-13.1%	-12.2%	-30.8%	-26.1%	-20.8%
6月下旬	10	-9.0%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	-32.4%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%	12.2%
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	-36.7%	-85.6%	-97.4%	3.9%	-6.7%	-21.5%	-6.4%	-18.4%	-23.2%	-46.5%	-9.3%	-2.7%	-16.3%	-24.6%	-2.5%	-20.0%	-16.7%	32.6%	6.6%
5月中旬	3	-42.4%	-79.7%	-100.0%	-23.6%	-10.7%	-23.6%	-6.3%	-16.0%	-33.1%	-62.8%	-18.2%	-16.0%	-12.6%	-16.9%	1.6%	-25.8%	-16.3%	22.0%	10.0%
5月上旬	0	-43.2%	-67.1%	-100.0%	-29.5%	-9.5%	-34.6%	-21.3%	-25.9%	-58.5%	-90.1%	-11.9%	-12.6%	-31.5%	-26.0%	-8.5%	-33.8%	-27.9%	-6.6%	-26.2%
4月下旬	2	-41.1%	-38.9%	-100.0%	-33.6%	-14.5%	-41.3%	-34.4%	-26.5%	-73.1%	-47.0%	-10.8%	-18.6%	14.0%	-20.4%	-7.4%	-34.7%	-26.9%	11.1%	-50.7%
4月中旬	1	-42.6%	-16.9%	-100.0%	-50.4%	-19.3%	-43.6%	-36.4%	-47.8%	-72.9%	-41.5%	-9.4%	-17.9%	-29.6%	-25.8%	-27.7%	-37.0%	-19.2%	18.4%	-35.7%
4月上旬	0	-42.7%	-20.2%	-100.0%	-31.2%	-33.2%	-55.9%	-16.2%	-32.0%	-56.3%	-51.0%	-18.7%	-29.1%	-59.2%	-44.3%	-36.6%	-51.9%	-29.2%	-8.0%	-44.2%
3月下旬	0	-36.5%	-18.3%	-86.9%	-21.8%	-2.4%	-64.0%	-8.7%	-28.2%	-46.0%	-38.2%	-18.5%	-39.4%	-61.0%	-37.1%	-19.2%	-48.4%	-10.8%	-4.4%	-20.5%
3月中旬	0	-41.2%	-16.9%	-73.2%	-31.5%	-3.9%	-51.9%	-19.4%	-57.2%	-46.1%	-28.3%	-22.3%	-89.5%	-23.9%	-54.1%	-18.0%	-82.3%	-5.0%	-4.2%	-10.0%
3月上旬	8	-8.3%	3.7%	-8.4%	-5.7%	-7.1%	4.0%	-29.9%	-19.9%	-22.4%	-10.1%	6.6%	-40.7%	12.6%	-11.1%	9.1%	-26.3%	16.4%	47.5%	31.8%
6月	8	-13.1%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	2.2%	-9.7%	-9.9%	-37.4%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	28.9%	-11.4%	25.5%	11.6%
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 (注: 6月下旬数据为6月21日到6月29日)

图表 12: 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
7月第一周	490.3	502.3	2771.6	2920.4	1796.4	3391.5	2.6	17.5
6月第四周	469.6	464.3	2204.4	1738.6	2034.2	2159.1	5.4	10.5
6月第三周	438.6	320.0	2419.5	1487.4	1889.1	1669.8	2.9	7.9
6月第二周	265.2	410.7	3220.6	3465.8	1536.8	1665.0	5.7	16.6
6月第一周	221.5	463.3	2927.6	2696.5	1379.0	2765.0	3.0	7.9
5月第四周	232.2	412.3	3533.3	2944.7	1719.4	2319.8	3.5	14.8
5月第三周	223.5	425.3	2059.3	2586.2	1601.8	2332.5	2.7	19.7
5月第二周	219.5	457.1	1914.9	1870.4	1447.6	2066.6	2.8	14.5
5月第一周	129.2	307.2	1067.9	1434.0	1064.7	1430.5	1.2	20.1
4月第四周	221.6	458.8	2893.9	4231.1	2133.0	3406.3	6.5	21.2
4月第三周	214.7	419.7	1776.9	2465.3	1832.8	1805.9	4.1	27.8
4月第二周	181.5	410.1	1786.0	2169.2	1467.2	1465.8	2.7	28.6
4月第一周	152.0	367.6	966.0	3242.2	808.2	1470.3	2.2	29.6
3月第五周	255.6	427.1	2483.5	3274.6	2005.3	1814.2	3.0	23.1
3月第四周	233.0	415.4	2561.3	1905.6	1305.5	1447.9	5.0	18.3
3月第三周	184.4	425.0	1391.2	1787.4	992.8	1433.4	4.3	16.4
3月第二周	203.3	377.9	2414.8	1905.1	1211.5	2676.8	5.1	20.1
3月第一周	238.0	412.8	1903.0	1974.5	1737.6	2742.7	4.8	14.0
6月合计	1394.9	1658.3	10772.1	9388.4	6839.1	8258.9	—	—
5月合计	804.4	1601.9	8575.3	8835.3	5833.6	8149.4	—	—
4月合计	769.8	1656.2	7422.8	12107.7	6241.2	8148.3	—	—
3月合计	1114.2	2058.1	10753.9	10847.2	7252.6	10115.0	—	—
7月第一周同比		-2.4%		-5.1%		-47.0%		-84.9%
6月第四周同比		1.1%		26.8%		-5.8%		-49.0%
6月第三周同比		37.1%		62.7%		13.1%		-63.5%
6月第二周同比		-35.4%		-7.1%		-7.7%		-65.9%
今年6月同比		-15.9%		14.7%		-17.2%		—
今年5月同比		-49.8%		-2.9%		-28.4%		—
今年4月同比		-53.5%		-38.7%		-23.4%		—
今年3月同比		-45.9%		-0.9%		-28.3%		—

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证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

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