

欧美央行货币政策陷入通胀与经济的两难

2022年7月第4周宏观周报

(1) 欧美央行货币政策陷入通胀与经济的两难

美国6月再次超预期并创历史新高的通胀数据公布后，市场一度预期美联储7月27日加息100个BP的概率大于加息75个BP的概率，但随着众多美联储官员的表态和美国经济衰退预期提升，市场对美联储7月27日会议上加息的主流预期重回75个BP。CME数据显示，美联储7月27日加息75个BP的概率从7月15日的70.9%升为7月22日的80.5%。同时，CME数据显示，9月21日和12月14日议息会议上联邦基金利率最大可能目标区间从7月15日的3.00%—3.25%（概率49.2%）和3.50%—3.75%（概率38.9%）分别降为7月22日的2.75%—3.00%（概率53.1%）和3.25%—3.50%（概率42.6%），市场对美联储四季度将一定程度软化其鹰派立场的预期持续提升。

欧洲方面，7月21日，为应对严峻的通胀形势，欧洲央行自2011年以来首次加息，宣布将三大关键利率提升50个基点。其中主要再融资利率从0提升到0.50%，预期0.25%；边际贷款利率从0.25%提升到0.75%，预期0.5%；存款便利利率从-0.5提升到0%，预期-0.25%。

美欧央行与英国、韩国等多个国家的加息动作，短期内将进一步加剧全球流动性紧缩的程度，但另一方面，为抑制高通胀而采取的激进加息动作，也使得全球经济陷入衰退的风险持续提升，未来货币政策调整将深陷通胀和经济之间的权衡与博弈。四季度，随着美国经济逐渐走弱、就业市场逐渐疲软（美国截至7月16日当周初请失业金人数达25.1万，预期24万，初请失业金的人数连续第三周上升，达到去年11月以来的最高水平）和通胀缓和（7月22日，美国2年期和10年期盈亏平衡通胀率分别较7月15日下行3个BP和2个BP），美联储激进的加息政策出现调整的可能性较大。其他国家和地区的央行或将跟随美联储政策，届时全球流动性紧张的局面或得到一定缓解。

(2) 国内货币环境：利率低位，进一步宽货币必要性不强

本周（7月18日-7月22日），央行公开市场操作保持稳健，周一、周二分别投放7D逆回购120亿元和70亿元，周三至周五每日投放7D逆回购30亿元，利率维持2.1%。截止7月22日，DR007和SHIBOR1W分别为1.48%和1.64%，均远低于2.1%的公开市场操作利率。此外，7月20日贷款市场报价利率(LPR)为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.45%，新一期LPR数据与上期持平。

本周央行继续少量投放逆回购且利率不变，叠加7月LPR并未下调，表明央行当前并未释放出明显的政策调整信号。从市场利率水平来看，DR007、1年AAA同业存单利率、3个月SHIBOR近期均有走低，反映银行间流动性宽松局面有所强化。在央行并未显著加大资金供给的情况下，可能意味着资金需求边际走弱，6月社融与信贷大量增长后，7月可能会有所回落。在利率处于低位且外部流动性收

主要数据

上证指数	3269.9739
沪深300	4238.2341
深证成指	12394.0221

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:市场风险偏好回落，债市表现强劲 —2022-07-19

涉过险滩，全年经济预计“√”型增长 —2022-07-17

金融市场分析周报:央行连续30亿元逆回购操作，债市情绪谨慎 —2022-07-13

紧压力减轻（本周中美利差倒挂程度迅速收窄）的情况下，目前央行进一步宽货币的必要性不强。

(3) 居民出行继续恢复，房地产现好转信号

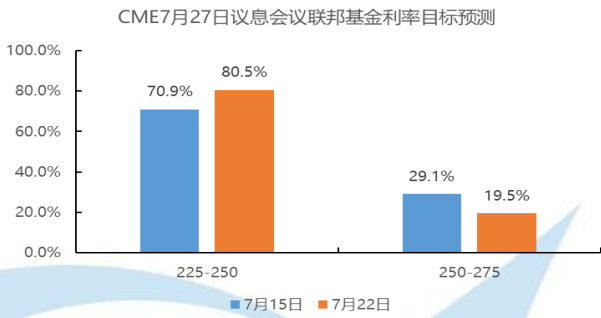
6月居民出行明显恢复，进入7月，随着疫情影响的进一步消退，居民出行的恢复态势得到延续。7月上旬和中旬，18大城市中，地铁客流量同比正增长的城市分别为9个和6个，18大城市合计地铁客流量同比分别为-16.5%和-13.1%。居民出行的持续恢复意味着前期居民消费场景缺失、进而导致消费数据受影响的情况将持续改善，预计7月社零数据在6月的基础上继续改善。

6月经济数据显示房地产投资继续下滑，且下滑幅度加深，但从高频数据看，7月房地产出现改善趋势：7月第二周和第三周，100大中城市土地成交面积同比连续两个月为正。房地产公司购地的同比转正，意味着在持续的政策支持下，房地产企业总体预期边际向好。

(4) 稳增长政策方向不变，但力度上不会过于激进

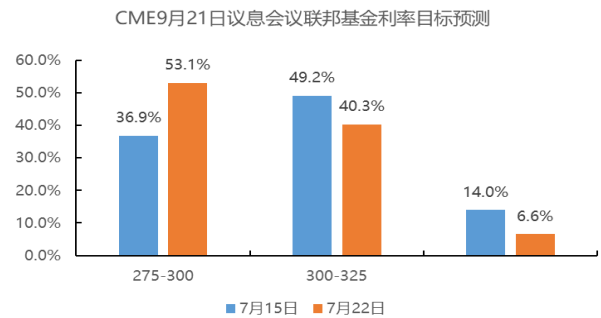
7月19日晚，李克强总理在世界经济论坛全球企业家视频特别对话会上对宏观政策做出了表述，再次强调坚持不搞“大水漫灌”，称经济运行在合理区间，主要支撑是就业稳物价稳。宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。但同时也表示稳增长一揽子政策措施还有相当大发挥效能的空间。总体而言，释放出的政策信号是，稳增长政策方向不变，但力度上不会过于激进。增量强力刺激政策出台的概率下降缓解了债市投资者的担忧，因此看到近日长端国债收益率有所走低，但总体宏观环境依然是多空交织，趋势性方向尚不清晰，所以长端利率预计继续维持震荡格局，中线上看预计收益率上行风险高于下行。

图表 1: 市场预测美联储 7 月会议上大概率加息 75BP



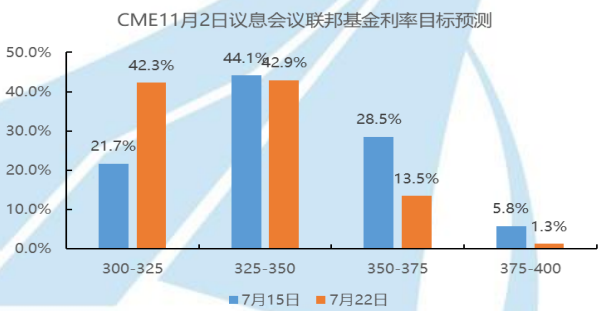
资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

图表 2: 市场对美联储 9 月会议上目标利率



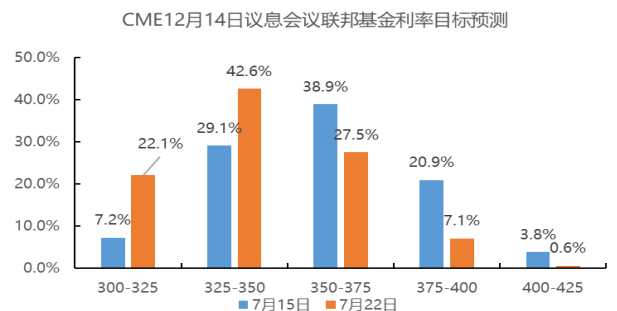
资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

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

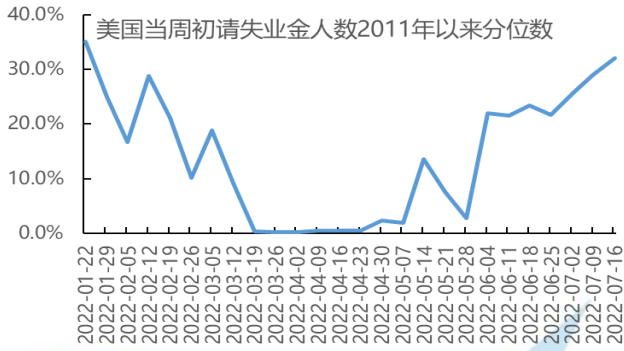
图表 8: 中美利差走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 9: 美国初请失业金人数历史分位数走势

图表 10: 美国通胀预期走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

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月中旬	6	-13.1%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-28.8%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.8%	9.6%
7月上旬	9	-16.5%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	-32.6%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%	4.7%
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	-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%	-100.0%	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.8%	-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	0	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
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	1	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
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%
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

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月第三周	281.5	446.8	1663.6	2038.3	2087.4	1945.0	2.9	8.9
7月第二周	288.0	495.8	1078.4	1898.5	1931.1	1473.9	1.5	14.9
7月第一周	528.5	555.1	3052.7	2920.4	2745.9	3391.5	3.4	17.5
6月第四周	513.9	503.5	2245.7	1738.6	2194.5	2159.1	4.9	10.5
6月第三周	472.5	359.1	2474.2	1487.4	1902.1	1669.8	2.9	7.9
6月第二周	305.1	455.6	3541.1	3465.8	1545.3	1665.0	5.7	16.6
6月第一周	250.3	516.7	2961.6	2696.5	1379.0	2765.0	3.0	7.9
5月第四周	265.0	426.5	3544.0	2944.7	1721.6	2319.8	3.5	14.8
5月第三周	257.3	451.3	2059.3	2586.2	1601.8	2332.5	2.7	19.7
5月第二周	253.5	502.7	1914.9	1870.4	1447.6	2066.6	2.8	14.5
5月第一周	148.6	349.2	1067.9	1434.0	1064.7	1430.5	1.2	20.1
4月第四周	266.2	504.1	2893.9	4231.1	2133.0	3406.3	6.5	21.2
4月第三周	250.4	466.5	1776.9	2465.3	1832.8	1805.9	4.1	27.8
4月第二周	216.2	477.4	1786.0	2169.2	1467.2	1465.8	2.7	28.6
4月第一周	174.8	428.8	966.0	3242.2	808.2	1470.3	2.2	29.6
6月合计	1541.7	1834.8	11222.6	9388.4	7021.0	8258.9	—	—
5月合计	924.4	1729.6	8586.1	8835.3	5835.8	8149.4	—	—
4月合计	907.7	1876.8	7422.8	12107.7	6241.2	8148.3	—	—
7月第三周同比		-37.0%		-18.4%		7.3%		-67.9%
7月第二周同比		-41.9%		-43.2%		31.0%		-89.8%
7月第一周同比		-4.8%		4.5%		-19.0%		-80.5%
6月第四周同比		2.1%		29.2%		1.6%		-53.3%
今年6月同比		-16.0%		19.5%		-15.0%		—
今年5月同比		-46.6%		-2.8%		-28.4%		—
今年4月同比		-51.6%		-38.7%		-23.4%		—

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, zengjh@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致。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