

“衰退交易”暂时降温，关注7月美联储会议和政治局会议

观点

1、与我们上周的判断一致，本周海外“衰退交易”有所降温，美股反弹、商品企稳震荡。往后看，下周市场将面临两大因素的扰动，一方面，美联储将召开议息会议，静默期前美联储官员纷纷为加息100BP降温，因此本次会议大概率加息75BP，而且随着大宗商品价格下跌，通胀预期有所改善，货币市场对未来的加息路径预期也进行了修正，我们倾向于认为本次会议不会造成较大的动荡；另一方面，7月底国内将召开政治局会议，将会对下半年经济工作做出部署，预计将强化存量政策的落地，同时，增量政策仍可期，但超大规模刺激不大可能。

核心逻辑

1) 本周“衰退交易”暂告段落，一是，近期的一系列数据显示，海外经济距衰退尚有距离，修正了恐慌情绪；二是，俄罗斯北溪一号管道由于受到欧洲制裁，能否有效恢复供气存在较大的不确定性，能源价格坚挺；三是，尽管欧洲超预期加息50BP，但美元走弱，反而带动风险偏好回暖。在此背景下，我们看到美股反弹，商品企稳震荡。

2) 欧美PMI初值再创新低，欧央行大幅加息50BP。经济数据方面，美国7月Markit制造业PMI初值录得52.3，创25个月新低，Markit服务业PMI初值录得47，创26个月新低；欧元区7月制造业PMI初值49.6，重回荣枯线下方，7月服务业PMI初值录得50.6，创15个月新低。政策方面，欧央行宣布加息50BP，超过市场预期的25BP，为11年来首次加息，与此同时，欧央行批准通过了传导保护工具（TPI）用以支持货币政策在整个欧元区内的有效传递。通胀高企和欧元走弱是此次大幅加息的主因，同时，大幅加息也加大了欧洲经济复苏的不确定性。

3) 稳增长仍是主线，关注7月底政治局会议。按照惯例7月底将召开政治局会议，由于当前经济并未实质性好转，内外部形势也更加严峻，我们倾向于认为本次会议会突出经济有复苏的势头但基础不牢靠，对经济目标淡化为“保持在合理区间”和“争取较好水平”。政策方向上以稳增长、稳就业、稳物价、稳信心为主，财政货币保持适度宽松，强化存量政策的落地，同时，增量政策仍可期，但超大规模刺激不大可能。此外，对地产表态或更加积极，扩基建、促销费的重要性上升。

宏观·周度报告

2022年7月24日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

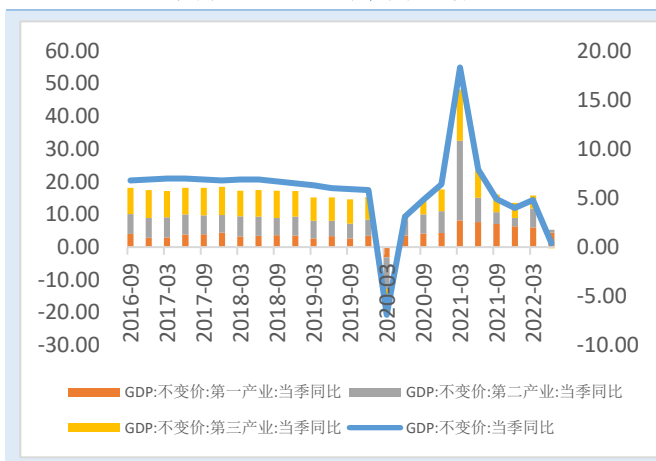
一、 宏观和政策跟踪

1.1 7月政治局会议前瞻

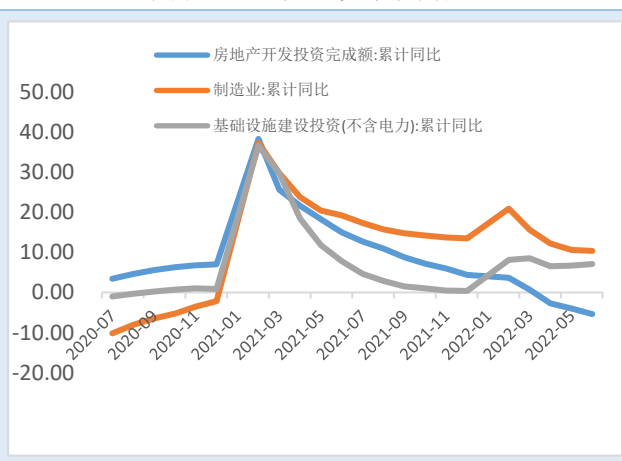
按照往年的惯例，7月底将会召开政治局会议，从近几年的召开时的时间来看，2018年为7月31日、2019-2021年召开时间为7月30日，且均在周五，预计今年的会议大概率在7月29日召开。一般来说，年中政治局会议的主题通常是“分析当前经济形势，部署下半年经济工作”。过往看，年中政治局会议所定基调，一般会持续到当年底。本次年中政治局会议，应对标4.29政治局会议和6月底以来高层会议或讲话，也需要基于二季度我国经济实际表现。

4月29日政治局会议以来，在“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求下，我国经济出现了复苏的迹象，疫情解封后6月经济全面复苏，但当前内外部形势依旧严峻，经济复苏的基础还不牢靠。因此，我们倾向于认为，7月底的政治局会议将会突出经济有复苏的势头但基础不牢靠，对经济目标淡化为“保持在合理区间”和“争取较好水平”。而在政策大方向将强调以稳增长、稳就业、稳物价、稳信心为主，财政货币保持适度宽松，强化存量政策的落地，同时，增量政策仍可期，但超大规模刺激不大可能。此外，对地产表态或更加积极，扩基建、促销费的重要性上升。

图表 1: GDP 当季同比增速



图表 2: 三大门类投资增速



数据来源: Wind

1.2 国内政策聚焦

1) 7月21日，据央视新闻，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署持续扩大有效需求的政策举措，增强经济恢复发展拉动力。会议指出，我国经济正处于企稳回升关键窗口，三季度至关重要。要贯彻党中央、国务院部署，**高效统筹疫情防控和经济社会发展，推动稳经济一揽子政策进一步生效，下大力气巩固经济恢复基础，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，优先保障稳就业稳物价目标实现。**政策性开发性金融工具等政策效能释放还有相当大空间，并能撬动大量社会资金，要以市场化方式用好，更好发挥有效投资补短板调结构、稳就业带消费综合效应和对经济恢复发展关键性作用。

会议指出，消费与民生息息相关，仍应成为经济主拉动力。要支持金融机构对受疫情影响的个人消费贷款采取更灵活安排。因城施策促进房地产市场平稳健康发展，保障住房刚性需求，合理支持改善性需求。出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，发挥好平台经济创造就业、促进消费作用。加大金融对进出口支持。

2) 7月19日，国务院总理李克强出席世界经济论坛全球企业家视频特别对话会强调，将保持宏观政策连续性针对性，继续着力帮扶市场主体纾解困难，留住经济发展的“青山”。宏观政策既精准有力又合理适度，不会为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。要坚持实事求是、尽力而为，争取全年经济发展达到较好水平。稳增长一揽子政策措施还有相当大发挥效能的空间，增值税留抵退税上半年已超过1.8万亿元，政策持续实施将进一步扩大实际退税规模；地方政府专项债的实际使用，新出台的政策性、开发性金融工具的运用，将会形成有效投资更多实物工作量并拉动就业和消费。

李克强表示，中国将深化高水平对外开放，坚持自由贸易、公平贸易，推动多边和区域贸易合作两个“轮子”一起转。持续打造市场化法治化国际化营商环境，保障外企依法平等进入开放领域，在公平竞争中实现互利共赢。中国愿加强国际抗疫合作，将在确保防疫安全前提下实现更加精准科学防控，持续优化签证、检测等防控政策，进一步有序恢复和增加国际客运航班，稳妥有序推动出境商贸和跨境务工活动，更好促进中外人员往来和对外交流合作。

3) 银保监会表示，坚持“房住不炒”定位，因城施策实施差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求，稳妥化解房地产领域风险。初步统计，二季度末，商业银行拨备覆盖率203.8%，资本充足率14.87%。目前，保险公司平均综合偿付能力充足率224.2%，保持了较强的风险抵御能力。

银保监会表示，金融稳定保障基金基础框架初步确立，首批646亿元资金筹集到位。规范发展第三支柱养老保险，专属商业养老保险试点区域扩大到全国，养老理财认购金额超600亿元。强化金融科技赋能，推动银行业保险业数字化智能化转型。

银保监会表示，总体来看，我国中小银行总体运行是平稳的，风险是可控的。针对个别机构暴露出来的风险问题，银保监会将坚持为民监管，稳妥有序推进中小银行风险处置，切实保障人民群众的金融财产安全，做到让人民满意，让社会放心。

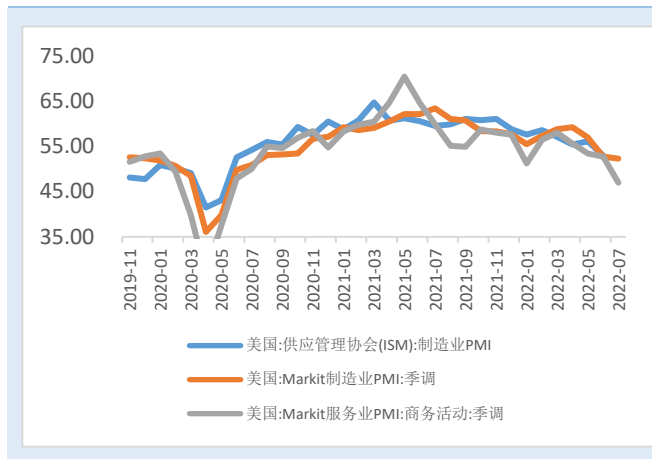
1.3 欧美 PMI 双双走弱

美国7月Markit制造业PMI初值52.3，创25个月新低，预期52.0，前值52.7。美国7月Markit服务业PMI初值录得47，创26个月新低。美国7月Markit综合PMI初值47.5，创26个月新低，预期52.4，前值52.7。美国7月Markit制造业PMI产出分项指数初值录得49.9，创25个月新低。。

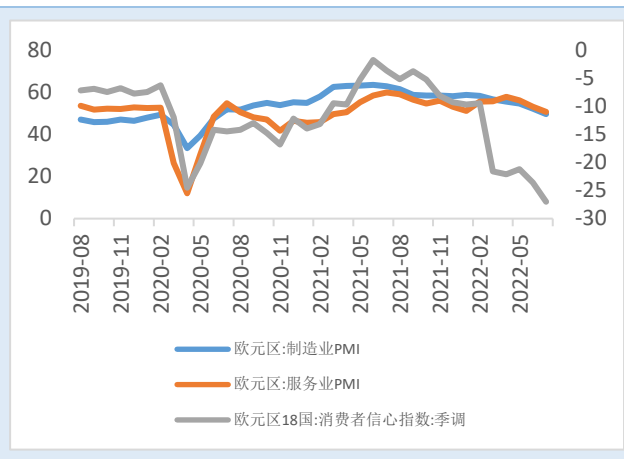
欧元区7月制造业PMI初值49.6，预期51，前值52.1。欧元区7月服务业PMI初值录得50.6，创15个月新低。欧元区7月综合PMI初值录得49.4，创17个月新低，预期51，前值52。

欧美 PMI（制造业、服务业、综合指标）走低，反映了在俄乌冲突、疫情等多重因素的冲击之下，高通胀对经济发展的制约正逐步体现出来，由“胀”到“滞”的趋势性逐渐增强。同时，欧美均开启大幅加息的进程，一旦加息缩表政策力度过大以至于矫枉过正，下半年经济衰退的风险也将边际增加。

图表 3：美国 PMI 数据持续回落



图表 4：欧元区 PMI 数据持续回落



数据来源：FED

1.4 欧央行超预期加息并推出新政策工具

当地时间 7 月 21 日，欧央行公布利率决议，将三大关键利率上调 50BP，超过市场预期的 25BP，为欧洲央行 11 年以来首次加息。加息后，欧央行边际贷款利率达 0.75%，主要再融资利率达 0.5%，存款便利利率达 0.25%。此外，欧央行批准通过了传导保护工具（TPI）用以支持货币政策在整个欧元区内的有效传递。TPI 将在二级市场进行购买，主要购买期限 1-10 年的证券，购买规模取决于政策传导面临的风险程度。TPI 购买规模取决于风险的严重程度，且不受事前限制。欧洲央行管委会表示，在政策利率正常化的过程中，此次加息 50BP 是适当的，这一决定基于对通胀风险的最新评估以及 TPI 工具的基础上做出，将通过加强对通胀预期的锚定、确保需求状况并进行调整，从而支持通胀回到中期目标。而在未来的加息路径中，欧央行将继续依赖于数据进行决策。

由于俄乌局势仍不明朗且疫情风险，此次欧央行超预期加息进一步增大了欧洲经济复苏的不确定性，需要重点关注欧元区政府后续的经济政策计划。

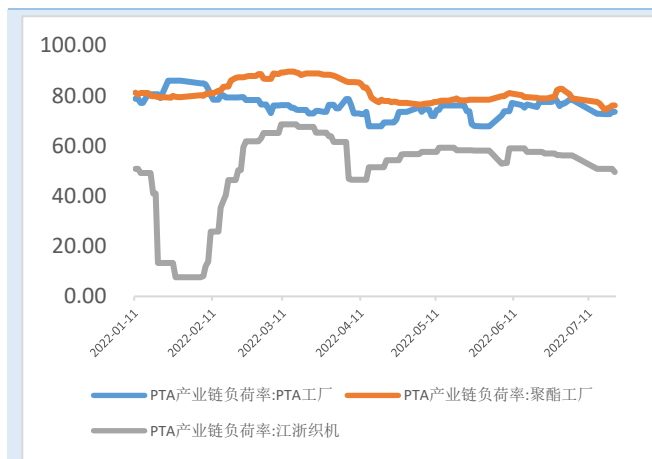
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有落

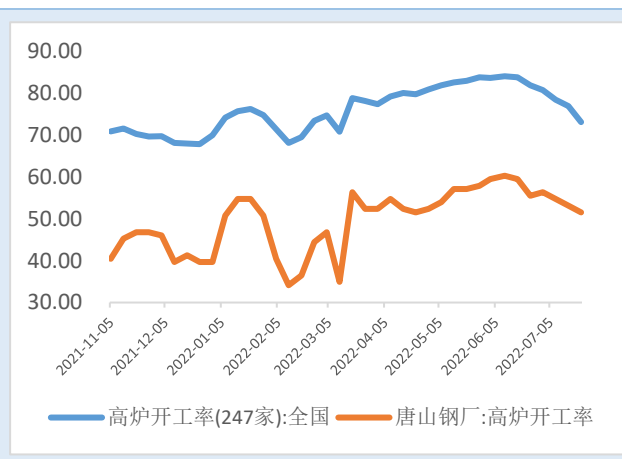
化工：需求下滑，开工稳中有落。需求方面，成本支撑增强，聚酯产业链多数产品价格有所回升，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳中有落，其中，PTA 开工率小幅升至 73.63%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 76.17%，江浙织机负荷率小幅回落至 50.83%。

钢铁：生产继续回落，需求依旧低迷。利润走低，钢厂检修增多，全国高炉开工率本周进一步回落至 73.16%。由于目前钢厂普遍亏损，主动检修减产增多，钢材产量持续回落。本周钢材产量继续回落，厂库、社库双双大幅去化，表需小幅回升，但传统淡季来临，钢材实际需求仍然偏弱。

图表 5：PTA 产业链负荷



图表 6：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

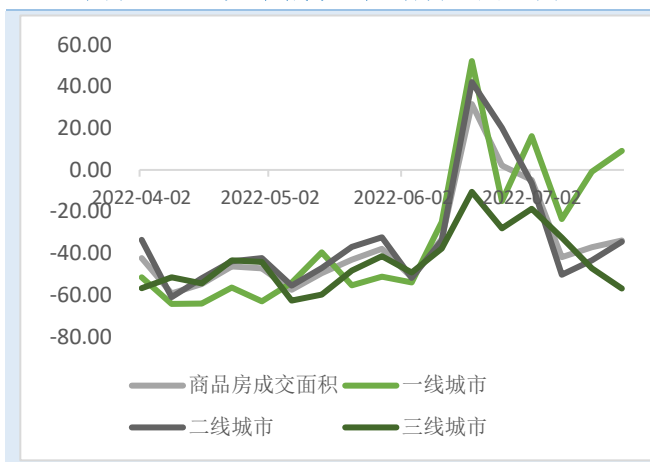
2.2 地产销售周环比上升，汽车销售继续改善

房地产销售周环比上升。截至 7 月 20 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上周上升 5.14%，按均值计，7 月环比下降 33.86%，同比下降 35.25%，一、二、三线城市 7 月同比增幅分别为-4.15%、-40.26%和-45.97%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-1.15%，一、二、三线城市环比增速分别为 70.11%、93.99%和-42.18%。其中，二线城市土地溢价率最高，为 3.15%，其次为三线城市，溢价率为 0.88%，一线城市最低为 0。

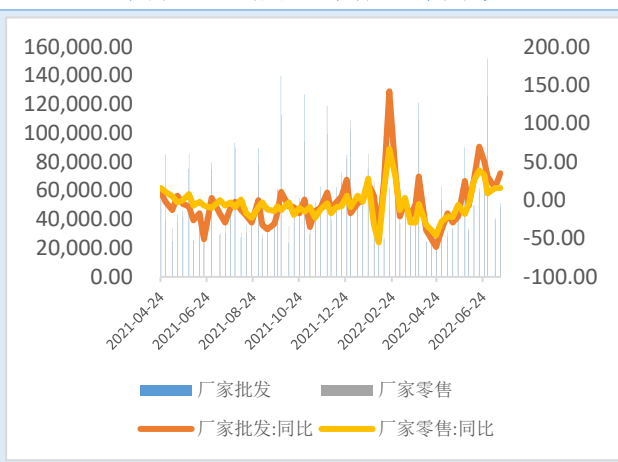
乘用车零售、批发继续改善。乘联会数据显示，据乘联会最新车市周报分析，7 月 11-17 日，市场零售 33.5 万辆，同比增长 16%，环比上周增长 21%，较上月同期下降 15%；乘用车批发 36.0 万辆，同比增长 35%，环比上周增长 26%，较上月同期下降 12%。据乘联会，主要厂商零售第一、二周的日均同比分别为 16%、16%，随着地方性消费政策的延续，车市逐步向好。预计第三周市场稳步攀升，同比增 19%左右，第四周进入月末冲量阶段，考虑到去年同期受芯片短缺影响基数较低，预计日均零售同比将达到 17%左右。生产端

来看，随着各地复工复产的持续推进，原料供应逐步恢复，汽车生产基本平稳，7月21日当周半钢胎开工率小幅回落至64.77%。

图表 7：30 大中城市地产销售：周：同比



图表 8：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

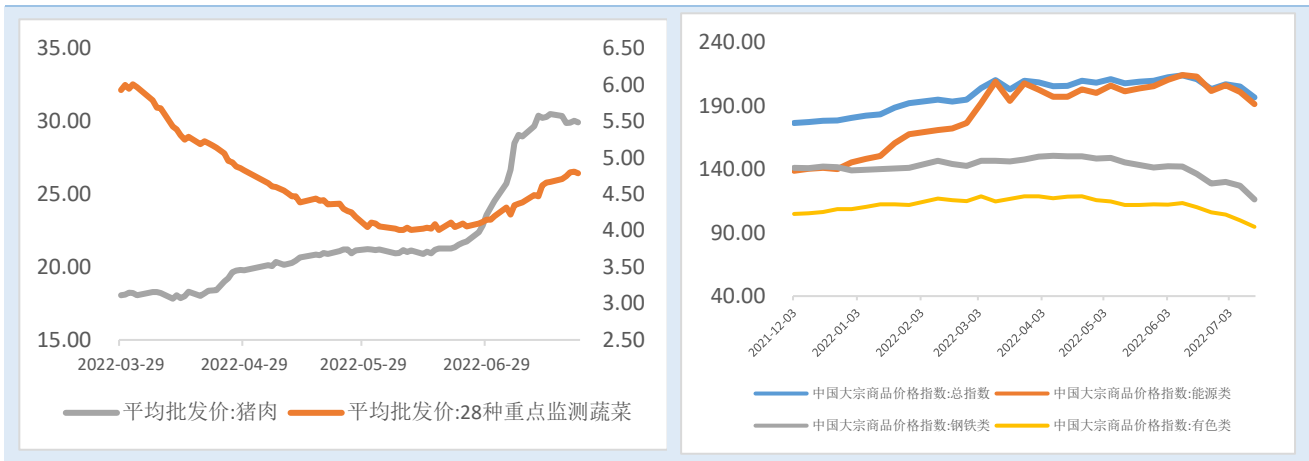
(1) **本周食品价格涨跌互现。**夏季是蔬菜供应淡季，加上疫情后需求修复，本周蔬菜均价环比上涨4.15%，猪肉消费需求走弱，本周猪肉均价环比小幅下跌0.64%。

(2) **CPI 中枢或继续抬升。**短期来看，新一轮猪周期开启，部分地区蔬菜供应或进入淡季，再加上疫后消费需求恢复，但夏季水果大量上市或对冲部分上涨效应，食品价格或整体维持上行态势，疫情形势好转，以及暑期出行需求带动下，非食品价格或继续回暖，预计7月CPI继续温和上行，但散点疫情仍给需求端带来一定不确定性。中长期来看，若猪肉价格持续上涨，则三四季度CPI中枢将明显抬升；但若猪肉价格出现反复，则未来猪价对CPI影响较为可控。我们倾向于认为CPI通胀或保持温和，主因是当前猪肉供应并未显著减少，猪价走势仍有反复。

(3) **PPI 同比增速将继续回落。**6月以来，受海外经济衰退预期的冲击，国际大宗商品价格持续大幅下跌，带动6月PPI环比、同比增速双双回落。往后看，下半年随着美联储加快收紧货币政策，欧央行开启加息进程，全球经济增速放缓，总需求降温，国际大宗商品价格持续上行动力有限，但鉴于产业链、供应链的限制，其绝对价格或将仍保持在相对偏高位置。在高基数下半年、特别是四季度有望持续较快下行。我们维持全年PPI中枢逐季回落的判断。

图表 9：食品价格涨跌互现

图表 10：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎