

# 7月或为美联储全年鹰派高点，国内下半年流动性无需担忧

## 2022年7月30日宏观周报

- **美联储7月议息会议加息75BP，符合市场预期，同时承认美国经济现疲软迹象，但再次强调控通胀的重要性**

2022年7月27日议息会议上，美联储加息75BP，符合市场预期（7月26日芝商所数据显示，市场预期美联储7月27日加息75BP概率为74.5%）。除加息外，联邦公开市场委员会声明中表示美联储将继续按照五月份发布的缩表计划实施缩表。根据计划，美联储9月份加速缩表，抵押贷款支持证券(MBS)的每月缩减上限将自175亿美元升至350亿美元，而国债的每月缩减上限将自300亿美元升至600亿美元。

关于通胀，本次FOMC声明中再次表示“疫情、能源价格上涨和更广泛的价格压力相关的供需失衡”是美国通胀高企的核心原因，并再次强调美联储将美国长期通胀控制在2%的决心，只是与6月15日相比，在通胀的额外压力因素中仅保留俄乌冲突的影响，删去了6月15日声明中“中国在疫情中相关的封锁可能会加剧供应链中断”的相关表述。

特别值得注意的是，与6月15日议息会上“经济在一季度边际下滑后似乎开始回升”的表述不同，本次FOMC声明中美联储承认美国经济已经出现疲软迹象，表示“最近的支出和生产指标已经疲软”。在承认经济疲软后，FOMC声明继续表示“近几个月来就业增长强劲，失业率仍然很低”，与6月15日表述一致。

- **美联储加息步伐放缓可能性增大，7月议息会议或为全年鹰派顶点**

今年美国通胀持续位于高位：5月PCE同比+6.35%，不包括波动剧烈的食品和能源的核心PCE同比+4.69%；6月CPI同比+9.1%，核心CPI同比+5.9%。在通胀高企的同时，相对强劲的就业数据为美联储超量加息提供了“底气”，因此6月、7月连续两个月加息75BP。鲍威尔本次在新闻发布会上表示为了把通胀控制到2%，在此过程中“涉及一段时期的经济增长趋势和劳动力市场状况的一些疲软”是可以接受的，但同时也表示随着货币政策进一步收紧，在对经济和通胀综合评估下，不排除减缓收紧紧缩步伐的可能。总体上看，美联储立场较上次议息会议有所软化，鸽派程度超市场预期，美股三大指数也出现了不同程度的上涨。

2022Q2美国GDP不变价环比折年率录得-0.9%，连续两个季度GDP环比折年率为负的情况下，美国经济走弱的趋势进一步显化。事实上，市场此前对美国经济疲软已有预期，自7月21日至7月27日，美国2年期和10年期国债收益率已经持续倒挂。总体上看，在美国经济疲软、近期油价有所下行、美国通胀持续超预期可能性变小的情况下，美联储维持鹰派立场的基础正在动摇，7月或为美联储全年鹰派的顶点。从当前市场预期看，CME数据显示9月、11月和12月分别加息50BP、25BP和25BP是主流。

### 主要数据

上证指数	3253.2382
沪深300	4170.1019
深证成指	12266.9201

### 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

金融市场分析周报: -2022-07-26  
欧美央行货币政策陷入通胀与经济的两难 -  
2022-07-24  
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

近期美国 10 年期国债收益率持续下行，而 10 年期盈亏平衡通胀率略微上行，反映经济下行预期加大是美国 10 年期国债收益率下行的核心原因。未来随着美国衰退预期进一步兑现和通胀的逐步缓和，美国 10 年期国债收益率存在着进一步下探的可能。

- **国内流动性仍然充裕，外部制约减轻**

本周（7 月 25 日-7 月 29 日），央行公开市场操作保持稳健，周一、周二每日投放 7D 逆回购 50 亿元，周三到周五每日投放 7D 逆回购 20 亿元，利率保持 2.1%，全周净投放-120 亿元。货币市场利率方面，截止 7 月 29 日，DR007 和 SHIBOR1W 分别为 1.63%和 1.71%，较 7 月 22 日分别上行 15 个 BP 和 7 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，略微下行 3 个 BP 左右，但美国 10 年期国债收益率因经济预期走弱下行 10 个 BP 左右，中美长端收益率 7 月 28 日开始结束倒挂，外部流动性对国内宽松的制约减轻。

- **预计 7 月 CPI 上行，PPI 继续下行**

截止 7 月底数据显示，7 月，重点食品中，油料、蔬菜、肉类和鸡蛋价格环比上行，粮食、鱼类、生鲜乳和水果价格环比下行，粮食、油料、蔬菜、肉类鸡蛋和水果价格同比上行，鱼类和生鲜乳价格同比下行，结合翘尾因素和非食品价格走势，预计 7 月 CPI 同比较 6 月上行，录得+2.8%左右。值得注意的是，猪肉价格 7 月整体上行，至 7 月 29 日已达 29.27 元/公斤，7 月猪肉价格将抬高 CPI 整体同比，考虑到去年 7 月到 10 月初猪肉价格下降，若猪肉价格维持目前水平或继续上行，三季度 CPI 存在着突破 3%的可能。10 月上旬之后，去年猪肉价格基数抬升，叠加 CPI 翘尾因素减弱，CPI 上行风险将显著降低。PPI 方面，7 月原油和煤价格同比涨幅下降、钢材价格同比降幅加深，CRB 现货指数和南华工业品指数走势相对平稳，结合翘尾因素，预计 7 月 PPI 同比继续下行，录得+5.0%以下。

- **政治局会议明确方向，下半年流动性无需忧虑**

在总的宏观政策上，相比 4 月 29 日政治局会议的“加大宏观政策调节力度”，本次政治局会议的表述更加具体，即“要在扩大需求上积极作为”、“财政货币政策要有效弥补社会需求的不足”。我们认为这体现了中央层面对目前我国经济运行薄弱环节的精准判断：我国经济虽然 5 月、6 月连续两个月复苏，但复苏基础仍不牢固。从经济数据上看，虽然供给端恢复良好，需求端的外需韧性较强，但代表内需的消费和房地产投资仍是经济的拖累项。下一步，在中央“扩大需求”的总方针下，可以期待更进一步的刺激消费和稳定房地产市场的政策出台。

在财政政策上方面，本次会议特别强调要“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，这预示着年初以来通过大量发行专项债刺激地方政府加速基建投资、进而稳定全国经济基本盘的基本政策方针并未改变。2022 上半年已发行新增专项债 3.4 万亿元，基本完成全年发行目标。大量的资金支持下，基建成为今年经济的重要支撑项。我们认为，后续应重点关注在稳增长压力仍然较大的情况下，政府是否会采取提前下达 2023 年专项债额度等方式为基建投资再加码。

在货币政策方面，本次会议强调“货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”，相比 4 月 29 日政治局会议的“用好各类货币政策工具”更加具体。在国际流动性持续紧缩和国内 CPI 三季度

存在着同比超 3%可能的情况下，市场对下半年我国稳健宽松货币政策能否持续出现了一定疑虑，但我们认为本次会议关于货币政策的表述进一步表明“稳增长”仍然是我国货币政策的核心诉求，对于资本市场而言，无需过度担心下半年国内流动性的紧缩问题。

对于全年经济发展目标，会议提出“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，体现了疫情冲击之后，中央因时而变，及时调整全年经济预期的务实态度。

总体来看，站在当前时点，虽然我国今年实现全年 5.5% 的 GDP 增速恐有难度，但经济运行持续向好，下半年经济增速高于上半年的趋势是确定性较强的。我们认为，市场对目前中国经济应该怀有更多的信心。

图表 1：美国国债收益率倒挂



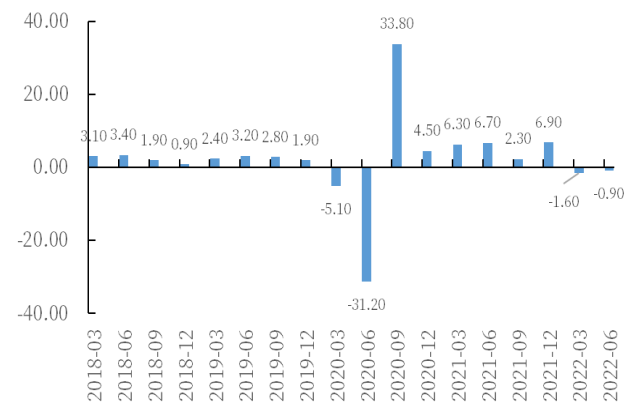
资料来源：CME, 中航证券研究所

图表 2：美国通胀预期走势



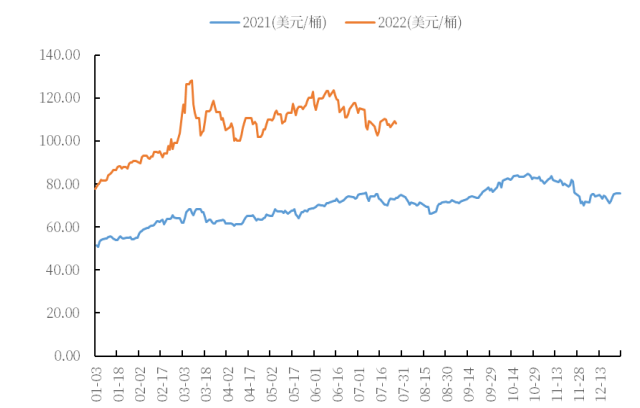
资料来源：CME, 中航证券研究所

图表 3：美国 GDP 连续两个季度环比折年率为负 (%)



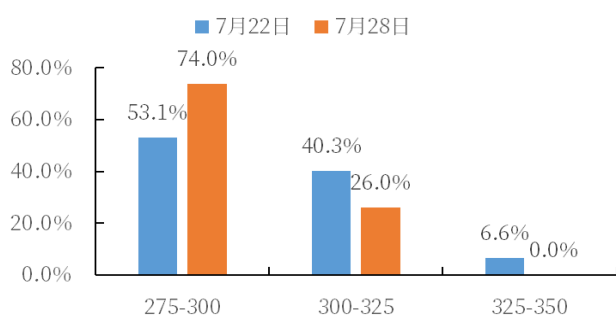
资料来源：CME, 中航证券研究所

图表 4：6 月中旬至今油价下行



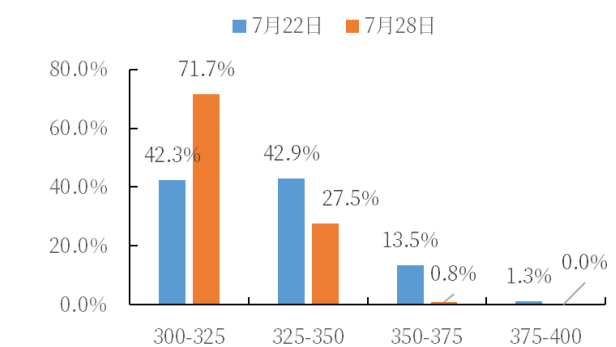
资料来源：CME, 中航证券研究所

图表 5：CME9 月 21 日议息会议联邦基金利率目标预测



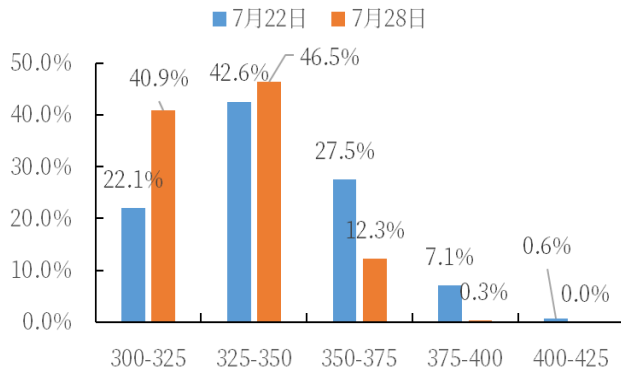
资料来源：CME, 中航证券研究所

图表 6：CME11 月 2 日议息会议联邦基金利率目标预测



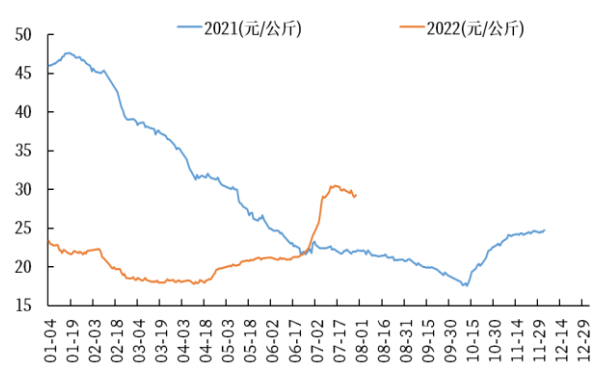
资料来源：CME, 中航证券研究所

图表 7: CME12 月 14 日议息会议联邦基金利率目标预测



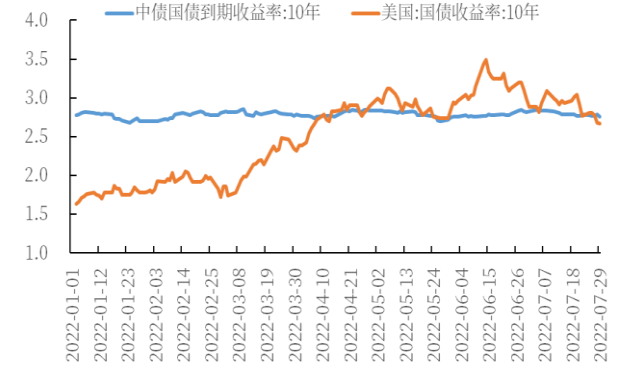
资料来源: CME, 中航证券研究所

图表 9: 猪肉价格走势



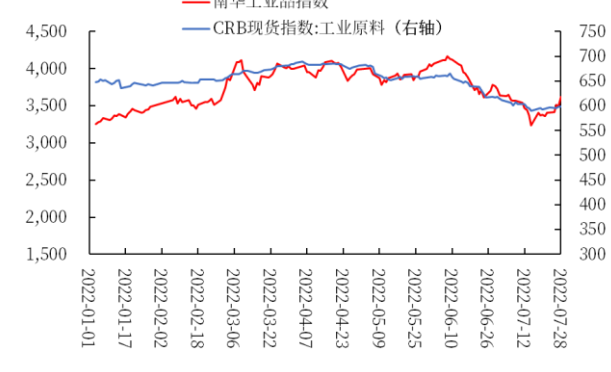
资料来源: CME, 中航证券研究所

图表 8: 中美利差结束倒挂



资料来源: CME, 中航证券研究所

图表 10: 南华工业品指数和 CRB 现货指数走势



资料来源: CME, 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月下旬	8	-7.2%	-20.6%	-10.5%	-2.5%	-34.3%	81.8%	2.9%	-11.8%	13.2%	-	-2.0%	-20.8%	9.0%	22.5%	-6.8%	-4.7%	8.6%	9.0%	22.0%
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%	-86.9%	-99.8%	-2.5%	-8.9%	-23.5%	-6.9%	-17.5%	-26.5%	-50.2%	-11.2%	-5.0%	-13.8%	-23.8%	1.1%	-18.7%	-18.4%	30.5%	7.6%
5月中旬	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%
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	-38.1%	-16.5%	-83.8%	-25.1%	-2.3%	-69.2%	-13.7%	-33.8%	-50.3%	-40.4%	-19.4%	-47.6%	-61.1%	-40.0%	-25.1%	-54.8%	-11.1%	-11.7%	-23.9%
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%
7月	9	-13.0%	-24.1%	-31.6%	1.8%	-15.5%	-2.8%	2.4%	-23.0%	-10.8%	-8.8%	-2.2%	-11.9%	7.6%	14.4%	3.0%	3.0%	2.7%	5.9%	10.6%
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: 7月数据截止7月27日)

### 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, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@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