

# 宽货币或已达阶段性高点

## 2022年8月13日宏观周报

### ● 通胀不及预期，美联储加息预期走弱

8月10日，美国劳工部公布数据显示，美国7月末季调CPI同比升8.5%，预期升8.7%，前值升9.1%，季调后CPI环比持平，创2020年5月以来新低，预期升0.2%，前值升1.3%。8月11日，美国劳工部数据显示，美国7月份PPI同比增长9.8%，为2021年10月份以来最低水平，但仍处于历史高位；环比下降0.5%，是2020年4月份以来首次录得负值。上周美国7月新增非农就业人口大超预期后，市场对美联储加息预期增加，但本周公布的不及预期的CPI和PPI数据，令美联储加息预期再次走弱，CME数据显示，9月21日议息会上加息75BP的概率从8月5日的68%降为45%。

除相对强劲的就业数据之外，其他指标显示美国经济面临的衰退风险不小：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，美国经济已经进入技术性衰退；美国7月ISM制造业PMI录得52.8%，创2020年6月以来新低；此外，7月初至今，美国10年期和2年期国债收益率持续倒挂。本周低于市场预期的通胀数据之下，美联储持续加速加息的必要性进一步降低。结合7月议息会议上美联储相对软化的表述，展望未来，出于控通胀和稳经济的平衡，美联储持续超预期提高加息频率的可能性不大，流动性收紧对资本市场的压力或已处于顶部。

### ● 通胀仍非主要矛盾

7月CPI环比+0.50%，其中CPI食品项环比+3.0%，非食品项环比-0.1%。猪肉价格和鲜菜价格环比上行幅度较大，是7月CPI食品项环比上行的主要支撑项。其中，猪肉价格环比上行幅度加大主要受前期生猪产能去化效应逐步显现、部分养殖户压栏惜售和消费需求恢复等因素影响，鲜菜价格环比由下跌转为上行主要系多地持续高温天气影响蔬菜生长，市场供应量减少。7月非食品项环比-0.1%，弱于季节性，主因国际油价下行，国内汽油、柴油价格分别环比下行-3.4%和-3.6%。扣除食品和能源后，7月核心CPI环比+0.1%，弱于季节性（近5年均值+0.26%），反映出居民消费仍需进一步恢复。

7月CPI同比+2.7%，较6月+0.2PCTS，其中食品CPI同比+6.3%，较6月+3.4PCTS，非食品CPI同比+1.9%，较6月-0.6PCTS。食品CPI较6月明显上行的推动力主要来自猪肉价格和鲜菜价格同比上涨，非食品项中除衣着类CPI同比涨幅较上月略微扩大、医疗保健CPI同比与上月持平外，其余非食品项CPI同比涨幅较上月均下行。7月核心CPI同比+0.8%，较6月-0.2PCTS，表明排除食品和能源因素后，居民消费仍待继续恢复。

往后看，8月和9月CPI同比仍然存在继续上行风险：1，8月和9月猪肉价格大概率仍将对CPI起到较大拉动作用；2，虽然拉动幅度预计将变小，但原油价格仍能对CPI同比起到一定拉动作用；3，从居民出行等数据看，我国居民消费场景仍然受限，预计随着居民出行继续恢复，居民消费有望持续复苏，核心CPI存在一定上行动力。

### 主要数据

|       |            |
|-------|------------|
| 上证指数  | 3276.8877  |
| 沪深300 | 4191.152   |
| 深证成指  | 12419.3906 |

### 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

CPI上行，PPI下行，通胀仍非主要矛盾 — 2022-08-10  
金融市场分析周报 — 2022-08-08  
强劲就业数据下美联储加息预期增加 — 2022-08-08

10月之后翘尾因素明显下行，猪肉价格去年同期基数开始抬升，CPI同比上行动力将明显减弱。当前我国经济复苏基础仍然不牢固，结合近期政策表态，目前国内货币政策核心目标依然是稳增长而不是控通胀，CPI对货币政策的制约作用较小。

7月PPI同比+4.2%，较6月-1.9PCTS，PPIRM同比+6.5%，较6月-2.0PCTS。

7月，无烟煤、普通混煤、1/3焦煤等煤种价格较6月下行，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、无缝钢管和角钢等钢材价格较6月下降，同比下行幅度较上月加深，国际油价震荡下行，同比涨幅较6月下降。总体上，7月，随着煤、原油和钢材价格持续的下行，叠加翘尾因素减弱，PPI进一步下行。从PPI加工工业-PPI采掘工业的差较6月进一步缩小来看，下游工业成本压力有所减轻。展望后市，8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价格保持平稳，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。

#### ● 市场流动性充裕，但7月社融明显不及预期

本周（8月8日-8月12日），央行公开市场操作保持稳健，每日到期7D逆回购20亿元的情况下，投放7D逆回购20亿元，利率保持2.1%，叠加本周400亿元国库现金定存到期，全周净投放400亿元。货币市场利率方面，截止8月12日，DR007和SHIBOR1W分别为1.35%和1.41%，较8月5日分别上行5个BP和3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0.1个BP，美国10年期国债收益率略微上行1个BP，中美10年期国债收益率持续倒挂。

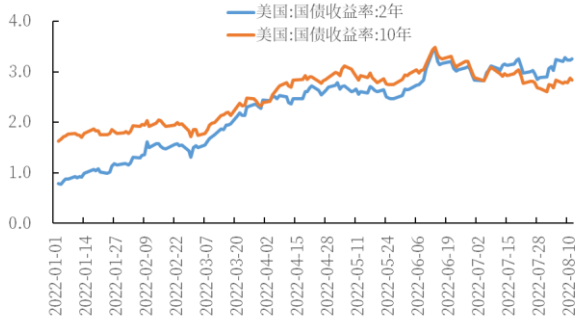
7月社融新增7561亿元，低于市场预期的1.39万亿元较多。7月社融存量同比+10.7%，较6月略降。7月新增社融同比少增3191亿元，结构上看：1，新增信贷（社融口径）同比少增4303亿元；2，企业债券融资同比少增2357亿元；3，靠前发力后，7月政府债券融资规模较5月和6月显著减少，仅新增3998亿元。7月新增人民币贷款6790亿元，低于市场预期的1.15万亿元较多。从结构上看，7月居民端和企业端新增信贷全面低于去年同期，其中：7月居民端短期贷款由去年同期的+85亿元转负，录得-269亿元，中长期贷款同比少增2488亿元。烂尾楼断贷风潮下，居民房贷增量同比减少，与高频数据显示的7月全国商品房销售面积同比下滑幅度加深相互印证；7月企业端短期贷款同比多减969亿元，中长期贷款同比少增1478亿元，主要受房地产不景气、房企融资需求下降拖累。

7月M2增速+12%，较6月+0.6PCTS。M2上行与去年低基数有关，居民和企业存款同比多增部分源于今年财政发力，形成财政存款向企业和居民的转移，同时也反映居民与企业资产负债表受损下趋于谨慎，存款无法向消费和投资顺畅转移。根据央行发布的2022年第二季度城镇储户问卷调查报告，倾向于“更多消费”的居民占23.8%，比上季增加0.1个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占58.3%，比上季增加3.6个百分点；倾向于“更多投资”的居民占17.9%，比上季减少3.7个百分点。7月M1增速+6.7%，较6月+0.9PCTS，M1-M2之差为-5.3PCTS，上月为-5.6PCTS，货币活性化程度回升。

### ● 宽货币或已达阶段性高点

持续较低的货币市场利率和不及预期的、低迷的企业和居民融资以及继续冲量的票据融资表明，目前的基本情况是“流动性充裕，但市场主体融资意愿不足”。7月，M2增速高于社融存量增速1.3PCTS，较上月的0.6PCTS继续扩大，表明大量资金淤积在银行体系内，因市场主体融资意愿不足而并未形成有效信用扩张。这种情况下，单纯的总量层面宽货币，政策效果可能相对有限。央行本周发布的《2022年第二季度中国货币政策执行报告》中着重强调了保持物价稳定的重要性，同时表示，接下来要“坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币”、“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”。我们认为，结合目前国内流动性充足、货币淤积在银行体系、美联储持续加息之下对国内宽货币政策的制约以及央行相对稳健的货币政策表述，短期内国内宽货币或已达阶段性高点。

图表 1: 美国国债收益率倒挂 (%)



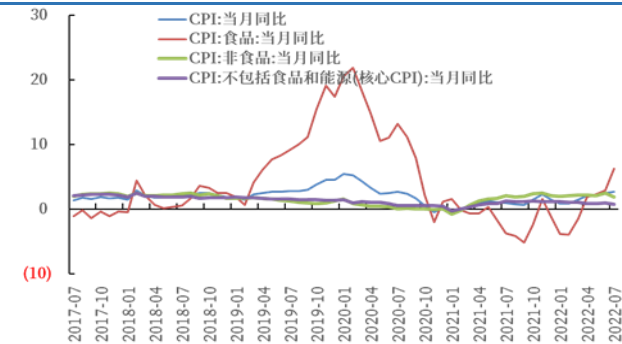
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 2: 美国通胀预期走势 (%)



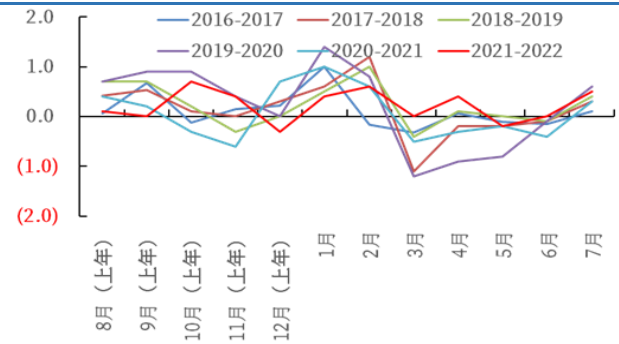
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 3: CPI 同比走势 (%)



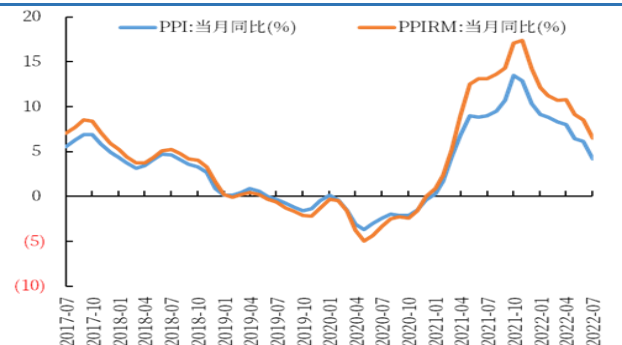
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 4: CPI 环比走势 (%)



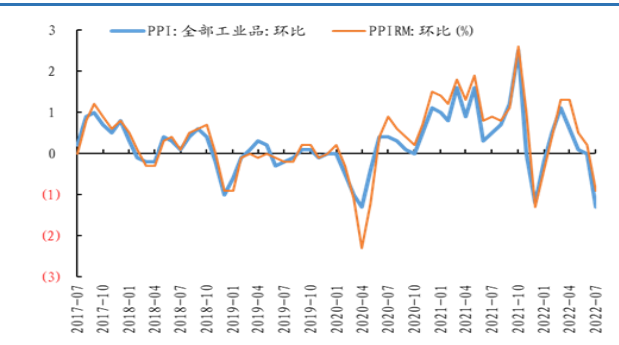
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 5: PPI 同比走势 (%)



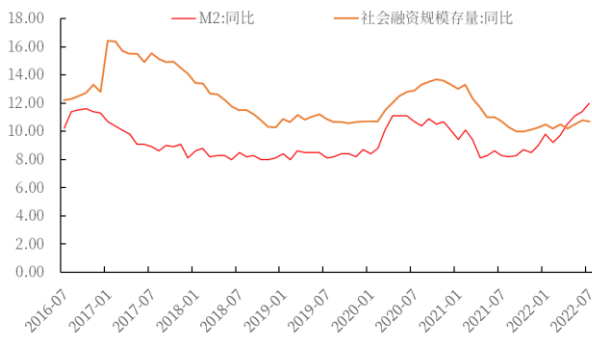
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: PPI 环比走势 (%)



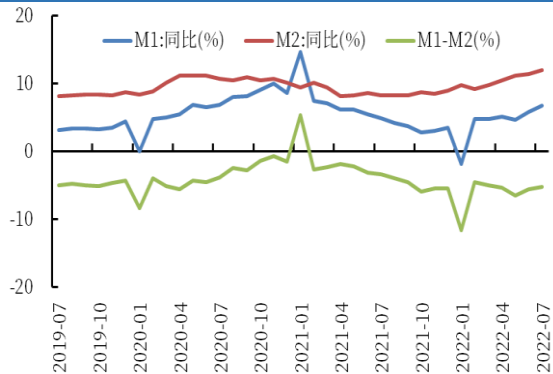
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 7: M2 同比增速高于社融存量同比增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 8: M1-M2 之差缩窄 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 9: 7 月社融 (亿元)

|    | 项目          | 2022年7月同比 | 2022年7月环比 | 2021年7月环比 | 2020年7月环比 | 2019年7月环比 | 2022年7月  | 2021年7月  | 2020年7月  | 2019年7月  |
|----|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 总  | 当月新增社会融资规模  | -3,191.0  | -44,172.0 | -26,265.0 | -17,753.0 | -13,371.2 | 7,561.0  | 10,752.0 | 16,928.0 | 12,872.1 |
| 表内 | 新增人民币贷款     | -4,303.0  | -26,452.0 | -14,791.0 | -8,808.0  | -8,650.3  | 4,088.0  | 8,391.0  | 10,221.0 | 8,086.1  |
|    | 新增外币贷款      | -1,059.0  | -846.0    | -779.0    | -728.0    | -217.1    | -1,137.0 | -78.0    | -524.0   | -220.9   |
| 表外 | 新增委托贷款      | 240.0     | 469.0     | 323.0     | 332.0     | -159.7    | 89.0     | -151.0   | -152.0   | -986.6   |
|    | 新增信托贷款      | 1,173.0   | 430.0     | -525.0    | -515.0    | -690.8    | -398.0   | -1,571.0 | -1,367.0 | -676.0   |
|    | 新增未贴现银行承兑汇票 | -428.0    | -3810.0   | -2,095.0  | -3,320.0  | -3,251.5  | -2,744.0 | -2,316.0 | -1,130.0 | -4,562.4 |
| 直接 | 企业债券融资      | -2,357.0  | -1,449.0  | -836.0    | -1,328.0  | 1,505.0   | 734.0    | 3,091.0  | 2,358.0  | 2,944.1  |
|    | 非金融企业境内股票融资 | 499.0     | 848.0     | -18.0     | 677.0     | 439.5     | 1,437.0  | 938.0    | 1,215.0  | 592.8    |
| 其他 | 政府债券        | 2,178.0   | -122.0    | -5,688.0  | -1,991.0  | -439.9    | 3,998.0  | 1,820.0  | 5,459.0  | 6,427.3  |

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: 7 月人民币信贷 (亿元)

|     | 项目                  | 2022年7月同比 | 2022年7月环比 | 2021年7月环比 | 2020年7月环比 | 2022年7月  | 2021年7月  | 2020年7月  | 2019年7月  |
|-----|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 总   | 新增人民币贷款             | -4,010.0  | -21,310.0 | -10,400.0 | -8,173.0  | 6,790.0  | 10,800.0 | 9,927.0  | 10,600.0 |
| 长短期 | 新增人民币贷款:短期贷款及票据融资   | 42.0      | -12,662.9 | -10,059.0 | -7,279.0  | -679.0   | -721.0   | -1,932.0 | -216.0   |
|     | 新增人民币贷款:中长期         | -3,966.0  | -13,718.7 | -4,612.0  | -1,662.0  | 4,945.0  | 8,911.0  | 12,035.0 | 8,095.0  |
| 居民  | 新增人民币贷款:居民户         | -2,842.0  | -7,265.0  | -4,626.0  | -2,237.0  | 1,217.0  | 4,059.0  | 7,578.0  | 5,112.0  |
|     | 新增人民币贷款:居民户:短期      | -354.0    | -4,550.9  | -3,415.0  | -1,890.0  | -269.0   | 85.0     | 1,510.0  | 695.0    |
|     | 新增人民币贷款:居民户:中长期     | -2,488.0  | -2,680.7  | -1,182.0  | -282.0    | 1,486.0  | 3,974.0  | 6,067.0  | 4,417.0  |
| 企业  | 新增人民币贷款:企(事)业单位     | -1,457.0  | -19,239.0 | -10,257.0 | -6,633.0  | 2,877.0  | 4,334.0  | 2,645.0  | 2,974.0  |
|     | 新增人民币贷款:企(事)业单位:短期  | -969.0    | -10,452.0 | -5,668.0  | -6,472.0  | -3,546.0 | -2,577.0 | -2,421.0 | -2,195.0 |
|     | 新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期 | -1,478.0  | -11,038.0 | -3,430.0  | -1,380.0  | 3,459.0  | 4,937.0  | 5,968.0  | 3,678.0  |
|     | 新增人民币贷款:票据融资        | 1,365.0   | 2,340.0   | -976.0    | 1,083.0   | 3,136.0  | 1,771.0  | -1,021.0 | 1,284.0  |

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, 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