

7月经济转弱，内松外紧的分歧加剧

2022年8月14-8月20周报

◆ 市场对美联储加息预期分歧大

当地时间8月17日，美联储公布7月议息会议纪要。会议纪要传达的美联储政策立场与此前的会议声明基本一致：一方面，美联储再次表达了抗通胀的决心；另一方面，此次纪要中美联储也承认从一些指标上看，美国经济已经出现走弱迹象，也承认美联储可能存在着“过度”加息致使美国经济超预期降速的风险。此次会议纪要相对“面面俱到”，并未明显呈现偏鸽或偏鹰的立场，因此，此次纪要后，市场对美联储加息的预期并未出现明显变化：CME数据显示，8月19日，市场预期美联储9月议息会议加息50BP和75BP的概率分别为53%和47%，而8月12日二者概率分别为55%和45%。

总体上看，目前时点，市场预期美联储9月议息会议加息50BP的概率大于75BP的概率，但二者的概率相差并不大，反映市场对美联储9月会议加息程度仍存在较大分歧。美联储9月议息会议召开时间为当地时间9月21日，距今尚有近1个月的时间，在此期间公布的美国8月新增非农就业、8月通胀数据可能成为影响美联储9月会议加息程度的重要因素。中期趋势上来看，结合美国连续2个季度为负的GDP环比折年率、近期持续下行的国际油价和美国持续倒挂的10年期和2年期国债收益率，我们认为，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较小，美联储当前正处在鹰派顶点，未来立场逐渐转鸽是大概率事件。

◆ 国内7月经济数据疲弱

7月消费再次走弱：2022年7月，社零同比+2.7%，低于市场预期的+5.3%较多，较上月-0.4PCTS。刨除价格因素，7月社零实际同比-0.8%，连续第5个月录得负值。8月上旬，全国18个城市地铁客流量合计值同比3月以来首次转正，录得+18.6%，18个城市中地铁客流量同比为正的城市数量已达15个。展望8月，在居民消费场景持续恢复下，预计消费数据有望较7月有一定好转，但与此同时，考虑到疫情仍未完全消退、居民资产负债表受损和未来预期仍然较弱等诸多抑制消费的因素，预计好转幅度相对有限。

受房地产投资拖累，固投连续2个月走强后开始走弱：2022年7月，固投同比+3.5%，较6月-2.3PCTS，其中：7月制造业投资增速+7.5%，较6月-2.4PCTS，带动6月固投总体上行3.5PCTS。在传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等多因素的综合影响下，7月制造业景气度有所下滑，制造业企业观望情绪加重，投资意愿边际走弱；7月房地产投资增速-12.1%，较6月-2.4PCTS，5月同比降幅缩窄后，6月、7月连续2个月降幅扩大，带动7月固投同比下行3.3PCTS。7月商品房销售金额和面积下滑幅度较上月加深，施工端虽然竣工面积下滑幅度较上月减小（但下滑幅度仍然较大），但新开工面积下滑幅度继续加深，房地产开发到位资金仍然低于去年同期较多。全国各地频发的烂尾楼断贷风波冲击之下，前期略微恢复的居民购房意愿再

主要数据

上证指数	3258.0784
沪深300	4151.0738
深证成指	12358.5453

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 —2022-08-16
经济疲弱，央行降息的效果与代价有待观察 —2022-08-15
宽货币或已达阶段性高点 —2022-08-14

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

次下滑，房企预期也有所转弱，房地产行业继续筑底；7月基建投资同比+11.5%，较6月-0.5PCTS，但仍然是2018年以来第3高的增速，带动固投上行3.6PCTS。今年上半年财政靠前发力明显，全年专项债额度基本发行完毕。后续若不采取提前下达2023年专项债额度的举措为基建加码，预计基建投资可能有一定降速，但考虑到从融资到资金投入项目有一定时间差，在今年上半年已经取得大量资金的基础上，下半年基建投资仍将维持一定韧性，基建仍然是固投的重要支撑项。7月固投及其主要构成项制造业投资、基建投资和房地产投资当月增速均较上月下行，其中房地产投资对7月固投同比增速向下拉动3.3PCTS，是7月固投的主要拖累项。

7月工业生产边际走弱：2022年7月，工业增加值同比+3.8%（市场预期+4.6%），较6月-0.1PCTS。已公布当月增加值增速的17个子行业中，8个行业增加值同比增速为负，增速为负的行业较上月增加了4个。全部17个行业中，仅3个行业同比涨幅较上月上行，其余行业均出现同比涨幅较上月回落或跌幅较上月加深的情况，显示7月工业生产的边际走弱具有全面性，体现了传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等多因素的综合影响。往后看，8月初以来全国范围内疫情平稳，下游行业成本压力逐渐减轻，预计工业生产仍能继续保持一定韧性。

◆ 市场流动性依然充裕，央行超预期降息稳经济

本周（8月15日-8月19日），逆回购方面，每日到期7D逆回购20亿元的情况下，央行投放7D逆回购20亿元，利率从2.1%降至2.0%，此外，在6000亿元1年期MLF到期的情况下，央行投放1年期MLF4000亿元，利率由上月的2.85%降为2.75%。

货币市场利率方面，截止8月19日，DR007和SHIBOR1W分别为1.44%和1.51%，较8月12日分别上行9个BP和10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。本周五，我国10年期国债收益率较上周五下行15个BP，美国10年期国债收益率较上周五上行14个BP，中美10年期国债收益率倒挂程度加深。

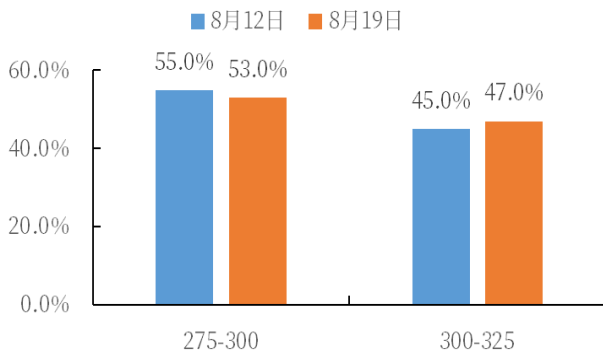
在央行二季度货币政策执行报告专栏强调了通胀压力并表示“不搞大水漫灌”、外部存流动性收紧约束以及国内流动性实际非常宽松的客观现实下，本周央行的降息超市场预期。我们认为，央行此次降息的直接原因是7月金融数据及经济数据均表现较差，特别是金融数据的塌方，集中反映目前需求低迷。MLF利率的降低为8月22日LPR调降进一步打开了空间，1年和5年期LPR有望跟随下调，进一步提升对房地产业的刺激力度。

◆ 预计下一阶段货币政策重点将转向结构性工具

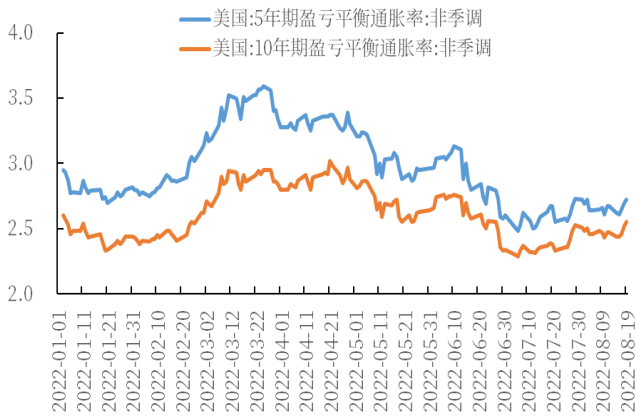
目前货币市场利率和政策利率倒挂严重，DR007利率8月以来始终处在1.3%-1.5%区间，低于政策利率50BP以上，1年期AAA同业存单利率也明显低于MLF利率，反映市场整体并不缺乏流动性，宽信用的主要约束不在资金供应端，而在市场主体融资意愿不足。同时，中美利差倒挂下，宽松面临外部均衡压力，持续降息的必要性和可行性都不足。总体上我们认为，本次降息并不代表新一轮持续宽松的开启，降息的成效和代价值值得关注。

8月18日国常会提出“要贯彻党中央、国务院部署，有针对性加大财政、货币政策支持实体经济力度，进一步巩固经济恢复基础，保持经济运行在合理区间”，再次定调稳经济的基本宏观政策组合。对于目前货币市场流动性充足而信贷不振的情况，会议有针

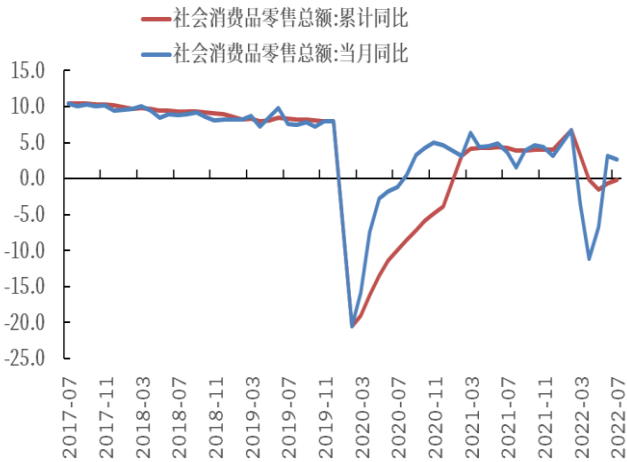
对性提出“完善市场化利率形成和传导机制，发挥贷款市场报价利率指导作用，支持信贷有效需求回升，推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”。因此，基于外部流动性制约和内部市场主体融资意愿不足的情况，虽然新一轮持续宽松开启概率较小，但预计流动性超预期收紧的可能性同样较低，预计下一阶段货币政策重点将转向结构性工具。

图1 CME 预测美联储9月会议目标利率


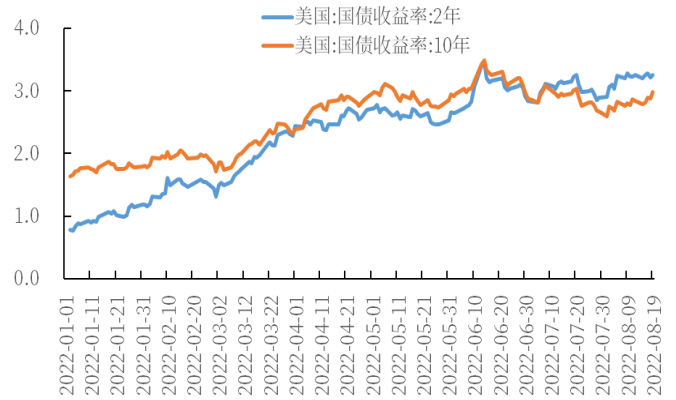
资料来源：CME，中航证券研究所

图3 美国通胀预期仍然高于美联储长期目标 (%)


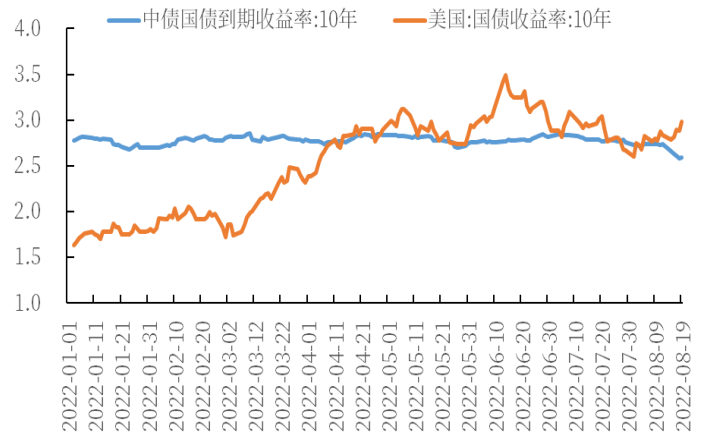
资料来源：wind，中航证券研究所

图5 7月社零再次走弱 (%)


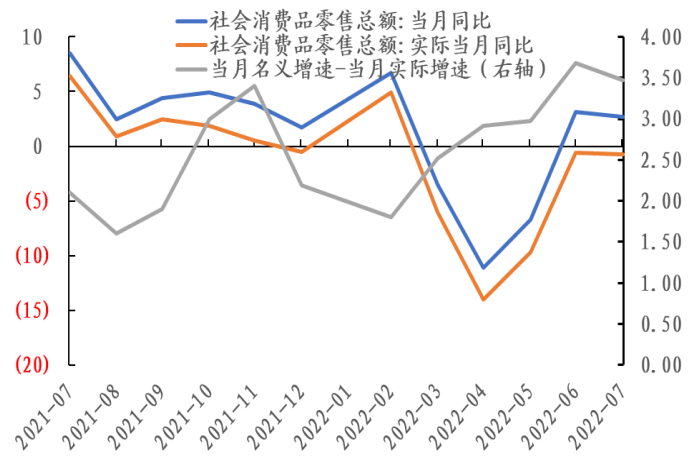
资料来源：中航证券研究所

图2 美债长短期收益率倒挂 (%)


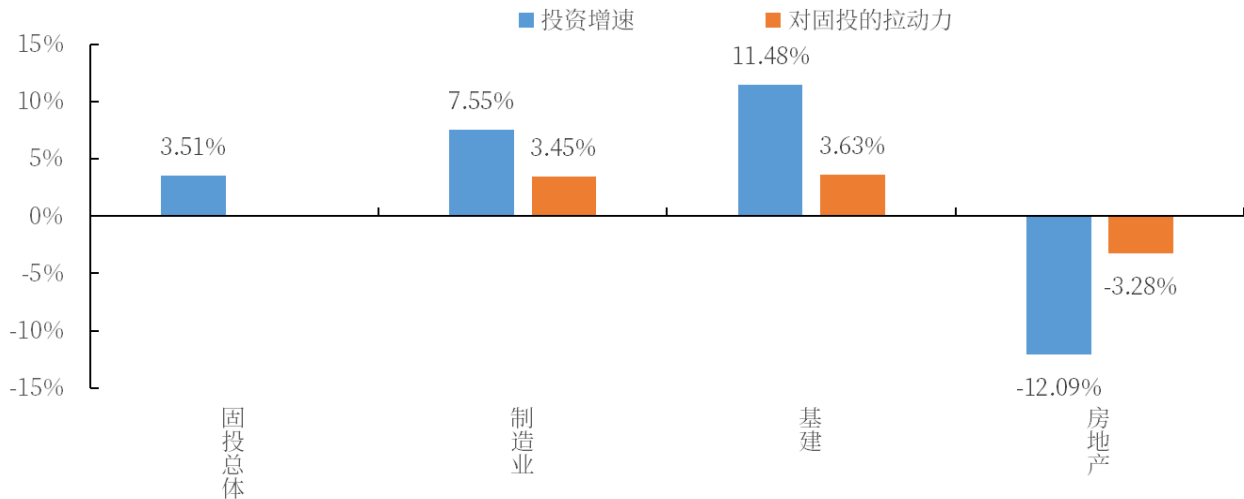
资料来源：wind，中航证券研究所

图4 中美利差倒挂程度加深 (%)


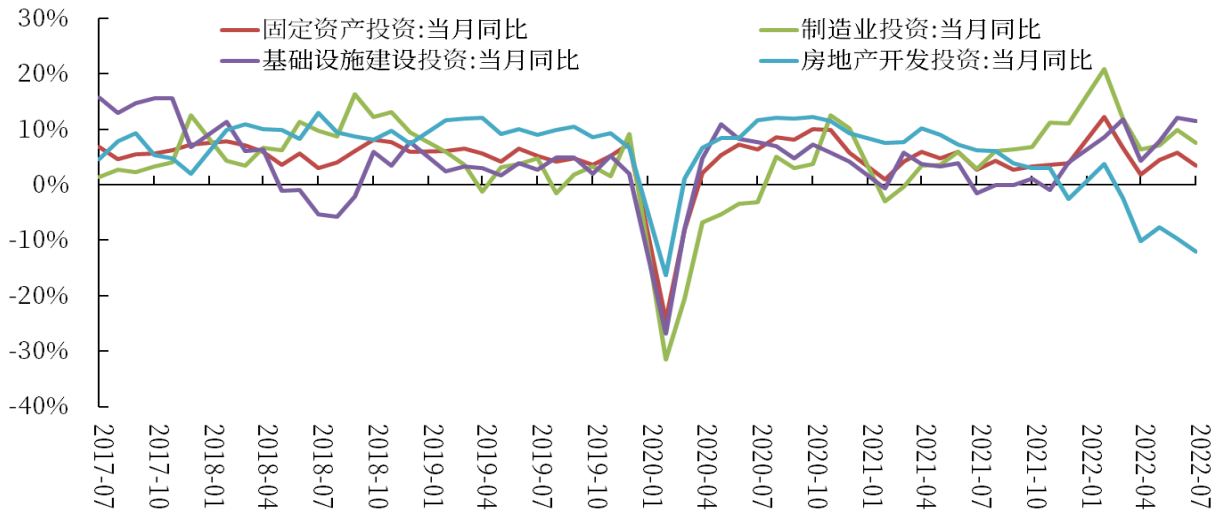
资料来源：wind，中航证券研究所

图6 7月实际社零增速为负 (%)


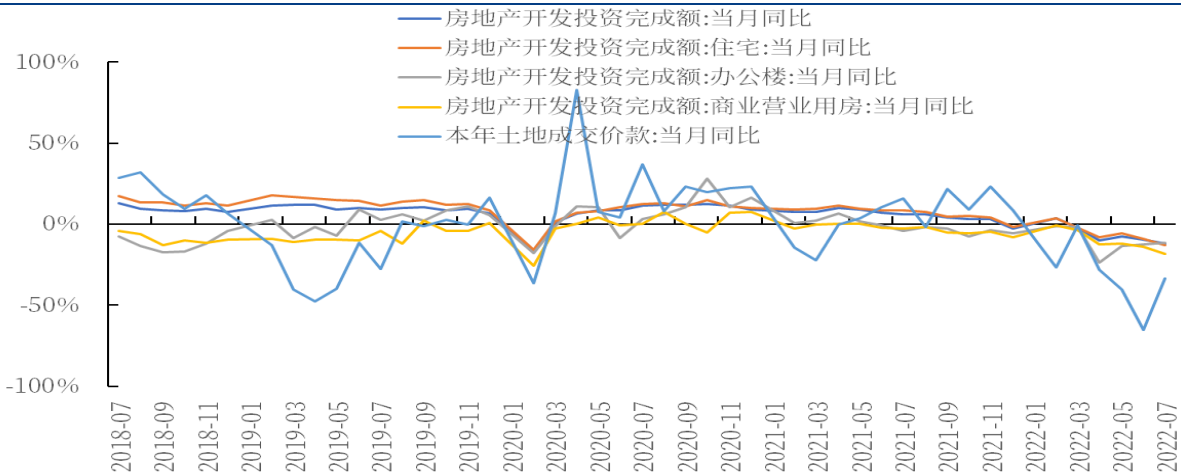
资料来源：中航证券研究所

图7 2022年7月固投及主要分项投资增速及拉动力


资料来源: wind, 中航证券研究所

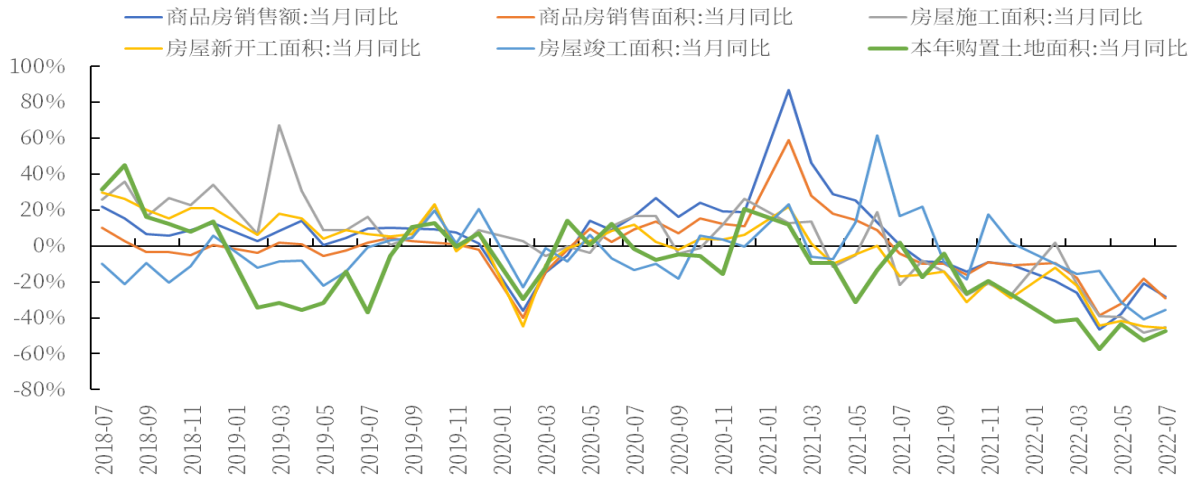
图8 固投及主要分项当月同比走势


资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图9 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势


资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图10 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图11 8月上旬多数城市地铁客流量同比转正

	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
8月上旬	15	18.6%	14.8%	-12.0%	11.0%	3.9%	283.0%	108.2%	46.5%	29.5%	-	22.1%	-4.5%	216.0%	40.9%	4.9%	7.9%	66.0%	74.1%	43.0%
7月下旬	8	-10.2%	-20.3%	-22.2%	-3.8%	-33.4%	109.2%	-1.2%	-8.7%	9.3%	-	0.3%	-22.9%	22.3%	21.9%	-7.5%	-1.9%	11.6%	13.8%	21.8%
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%	-14.9%	-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	-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%
7月	11	-12.7%	-23.6%	-32.4%	0.7%	-16.9%	6.4%	1.0%	-20.7%	-9.2%	3.8%	-1.4%	-13.8%	12.1%	15.2%	1.6%	3.0%	4.4%	7.9%	11.9%
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月下旬和8月上旬合计数剔除郑州）

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