

## 外胀内滞仍是主要矛盾

### 2022年8月21-8月27周报

#### ◆ 鲍威尔鹰派讲话后，联储加息预期再走强

本周，市场对美联储加息预期呈现反复变化：周一和周二，由于担心美联储加息和经济进一步走弱，美股持续下跌；周三开始，加息预期走弱，美股周三、周四两天连续走强；周五，尽管美国商务部数据显示，美国7月PCE物价指数同比增长6.3%，低于市场预期的6.4%，同时美国7月PCE物价指数环比下降0.1%，为2020年4月以来首次下降，但联储主席鲍威尔稍后在怀俄明州杰克逊霍尔发表年度政策讲话时鹰派立场明显：鲍威尔表示7月份的较低通胀数据值得欢迎，但还不足以让央行相信通胀正在下降，美联储加息“没有空间可以停下来或暂停”，美联储将继续以一种会给美国经济带来“一些痛苦”的方式加息。鲍威尔的鹰派表态表明，虽然目前美国经济衰退的概率仍然不小（美国10年期和2年期国债收益率持续倒挂），但基于美国通胀形势仍然较严峻（10年期盈亏平衡通胀率仍然高于长期目标的2%），目前美联储仍将控通胀放在稳经济之前，作为政策核心目标，其表态也阶段性终结了市场对美联储9月议息会议加息暂缓的预期：截止上周末，市场对美联储9月会议加息幅度仍存在争议，预期美联储9月议息会议加息50BP和75BP的概率差别不大，分别为53%和47%。本周五鲍威尔讲话后，对美联储9月会议加息75BP的预期已成为主流，预期9月会议加息75BP的概率为61%，加息50BP的概率为39%。

#### ◆ 市场流动性依然充裕，LPR非对称调降，支持楼市意图明显

本周（8月22日-8月26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，利率维持2.0%，此外，本周有400亿元1个月国库现金定存招标，利率较前次下降35BP。

货币市场利率方面，截止8月26日，DR007和SHIBOR1W分别为1.71%和1.75%，较8月19日分别上行27个BP和24个BP左右，货币市场利率依然明显低于逆回购招标利率的2.0%，但在央行持续稳健的公开市场操作下，市场利率和政策利率之间的差有所收窄，总体上看市场流动性依然充裕。本周五，我国10年期国债收益率较上周五上行6个BP左右，美国10年期国债收益率较上周五上行6个BP左右，中美10年期国债收益率依然倒挂。

8月22日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年8月22日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.65%（前值3.70%），5年期以上LPR为4.3%（前值4.45%）。在此前MLF利率调降10个BP的基础上，本次LPR调降在预期之内，值得关注的主要是：1，5年期LPR调降15个BP，超过MLF调降幅度，表明重要银行流动性比较充裕，推动长期贷款、尤其是房地产相关贷款增加的意愿较强。符合8月22日央行召开的部分金融机构货币信贷形势分析座谈会上表示的“主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维，充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性”、“要增加对实体经济贷款投放，进一步做好对小微企业、绿色发展、科技

#### 主要数据

上证指数	3236.2226
沪深300	4107.5455
深证成指	12059.7068

#### 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 —2022-08-22  
7月经济转弱，内松外紧的分歧加剧 —2022-08-21  
金融市场分析周报 —2022-08-16

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

创新等领域的信贷支持工作”、“要保障房地产合理融资需求”。2, 1 年期 LPR 降幅 5 个 BP, 5 年期以上 LPR 报价降幅 15BP, 表明政策上定向支持楼市意图较明显。5 年期及以上 LPR 利率与房贷利率挂钩。本次调降后, 目前按照央行政策能够执行的首套房最低利率已经达到 4.10% (根据各地加点政策不同, 各地的最低利率亦不同), 低于 2009 年的最低水平 (基准利率的 7 折), 后续是否会对 9 月居民购房形成刺激值得关注。

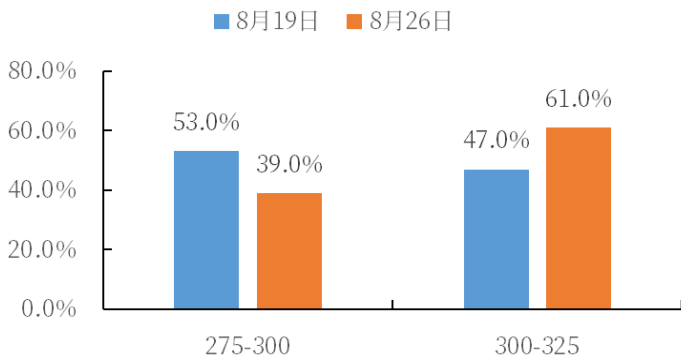
#### ◆ 外胀内滞仍是目前主要矛盾

当前, 我国经济恢复基础仍然薄弱, 除出口表现较好、制造业投资保持韧性外, 房地产投资因房地产行业下行持续拖累经济增长, 基建投资因靠前发力下新增专项债额度用尽, 面临减速风险, 消费因消费场景受限和居民收入增速下降持续不振。在这种情况下,

8 月 24 日, 国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 部署稳经济一揽子政策的接续政策措施, 加力巩固经济恢复发展基础。我们认为, 政治局核心政策主要有三个:  
**1, 在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上, 再增加 3000 亿元以上额度; 依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额。**今年财政靠前发力明显, 前 6 月已基本用尽全年专项债新增额度。根据我们的统计, 7 月和 8 月 (截止 8 月 28 日), 全国新增专项债发行分别为 613 亿元和 446 亿元, 较前 6 月明显下滑。而此次国常会明确用好结存的 5000 多亿限额, 并要求在 10 月底前发行完毕, 有望在 9 月和 10 月实现专项债发行较 7、8 月的上行, 对基建形成持续支撑。**2, 进一步明确“允许地方“一城一策”灵活运用信贷等政策, 合理支持刚性和改善性住房需求”。**今年以来房地产行业下行明显, 尤其是居民购房意愿, 商品房购置面积虽然 6 月有小幅反弹, 但 7 月继续下滑。高频数据显示, 继 7 月之后, 8 月居民购房继续低迷。此次国常会进一步明确“因城施策”的大方针, 配合 5 年期及以上 LPR 调降对购房成本的降低, 有望刺激居民购房意愿在 9 月有所回升, 具体政策效果仍待观察。**3, 加强对地方稳增长工作的督导。**会议提出, “国务院即时派出稳住经济大盘督导和服务工作组, 由国务院组成部门主要负责同志带队, 赴若干经济大省联合办公, 用“放管服”改革等办法提高审批效率, 压实地方责任, 加快政策举措落实。国务院大督查将地方稳经济工作纳入督查和服务范围。”这一举措意在激发地方政府稳增长的积极性, 有望加强相关稳增长政策的落地执行。而这一点对各地稳增长的积极作用可能不亚于增加专项债额度等融资方面的支持。

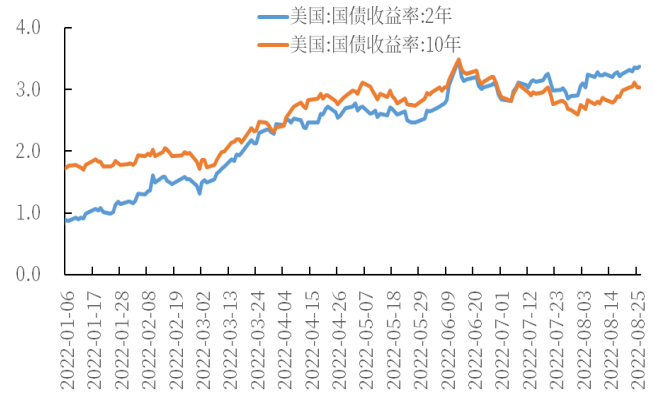
总体上看, 目前“外胀内滞”仍是主要矛盾。美联储加息控通胀的决心较坚决, 持续对我国货币政策形成制约。但国内因为经济下行压力大, 不得不在国内通胀和美联储加息的双重压力下, 维持相对宽松的货币环境。国内流动性短期无忧, 长期仍取决于经济恢复的情况、通胀发展情况和美联储政策走向。

图1 CME 预测美联储9月会议目标利率



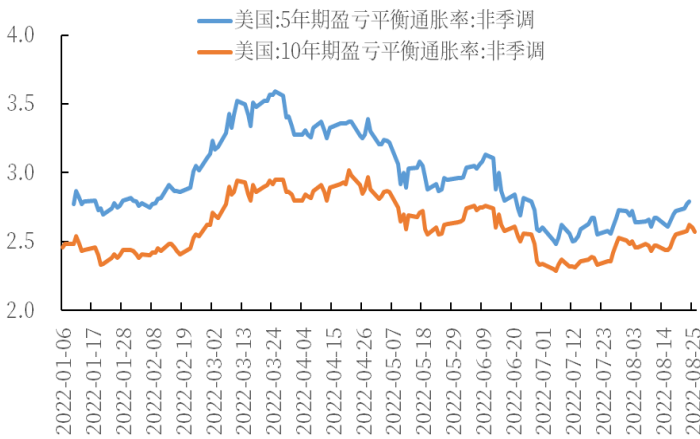
资料来源: CME, 中航证券研究所

图2 美债长短期收益率倒挂 (%)



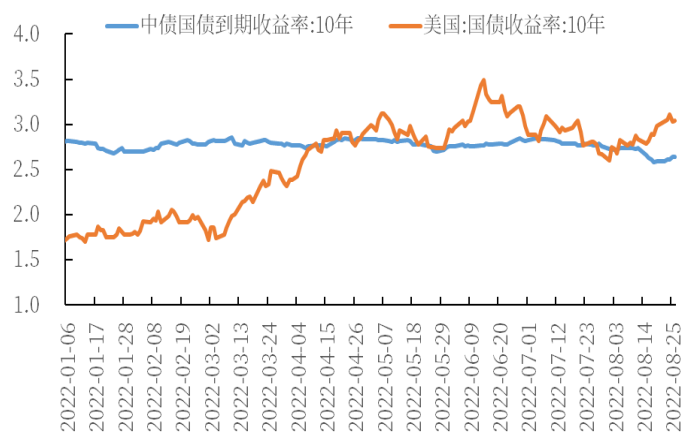
资料来源: wind, 中航证券研究所

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4 中美利差倒挂程度加深 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 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月中旬	11	4.8%	3.2%	-19.6%	6.1%	-3.3%	130.6%	123.0%	3.0%	20.9%	-	-12.2%	-7.9%	100.6%	16.9%	11.6%	-6.5%	46.1%	-26.6%	38.2%
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月下旬开始剔除郑州数据)

### 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