

经济弱修复，外部紧缩对国内货币政策制约加大

2022年9月11-9月17日周报

◆ 美联储9月议息会议大概率至少加息75BP，外部紧缩对国内货币政策制约加大

9月以来，市场对美联储9月加息幅度的预期多次摇摆：1，9月2日美国劳工部公布的数据显示，美国8月失业率从7月的3.5%上升到3.7%，时隔5个月首次上升，这让市场对美联储9月继续加息75BP的判断出现一定松动。CME数据显示，市场认为美联储9月加息75BP的概率从9月1日的75%下降到9月3日的57%。2，9月8日，美联储主席鲍威尔在卡托研究所（Cato Institute）第40届年度货币会议上再次发表相对鹰派的言论后，市场对美联储9月加息75BP的预期明显上升。CME数据显示，截止9月9日，市场预测美联储9月加息75BP的概率已经高达91%。3，9月13日，美国公布了8月通胀数据。美国8月季调CPI同比升8.3%，预期升8.1%，前值升8.5%；未季调核心CPI同比升6.3%，预期升6.1%，前值升5.9%；核心CPI环比升0.6%，预期升0.3%，前值升0.3%。超预期的通胀数据公布后，当日美股三大指数大幅下挫，均录得2020年6月以来最大单日跌幅，市场对美联储9月加息幅度的预期再次明显升高。CME数据显示，截止9月16日，市场预期美联储9月加息75BP和100BP的概率分别是85%和15%。

美联储9月议息会议即将在9月21日召开，站在当前时点看，美联储9月加息75BP已经是大概率事件，甚至不排除出于尽快控制通胀的目的而加息100BP的可能。美联储的激进加息，叠加此前欧洲央行管理委员会出于控通胀的目的，决定将欧洲央行三个关键利率上调75个基点，外部货币政策短期内的持续收紧对我国维持相对宽松的货币政策形成较大压力。截止9月16日，我国和美国10年期国债收益率分别较9月9日上行4个BP和12个BP左右。截止9月16日，美中十年期国债利差78bp，较9月9日扩大8bp。9月16日，在岸美元兑人民币汇率在2020年8月之后再次破7元/美元，今年4月以来人民币累计贬值幅度达到10%。后续人民币汇率能够为国内利率独立性提供的缓冲空间已经较为有限，外部紧缩对国内货币政策的制约将更加明显。

◆ MLF缩量等价续作，国内流动性依然充裕

本周（9月13日-9月16日），货币市场利率方面，截止9月16日，DR007和SHIBOR1W分别为1.61%和1.64%，较9月9日均上行16个BP。近期货币市场利率持续抬升，但依然明显低于逆回购招标利率的2.0%，总体市场流动性保持充裕。

本周（9月13日-9月16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，9月15日，在6000亿元1年期MLF到期的情况下，央行投放1年期MLF4000亿元，利率维持2.75%。继8月MLF小幅缩量2000亿元之后，9月MLF继续同频小幅缩量。我们认为此次缩量属于当前货币市场流动性充裕（货币市场利率持续低于政策利率）环境下的合理操作，适当缩量可以为后续加量留出空间。

主要数据

上证指数	3126.3977
沪深300	3932.6826
深证成指	11261.4984

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

8月经济超预期修复，但内外需拉锯考验复苏持续性 —2022-09-17
金融市场分析周报 —2022-09-14
年内CPI破3概率下降，PPI转负风险抬升 —2022-09-11

9月15日，工农中建交邮储国有六大行下调存款利率，3个月、6个月、1年期、2年期、5年期的定期存款利率均下调10个基点；3年期定期存款利率下调15个基点至2.60%。这是继4月份后年内第二次存款利率的下调。存款利率的下调有助于银行节约资金成本，为后续LPR进一步调降，降低实体经济融资成本打开了空间。

◆ 8月消费弱复苏，9月消费复苏力度或仍存变数

2022年8月，社零同比+5.4%，高于市场预期的+4.2%，较上月+2.7PCTS。刨除价格因素，8月社零实际同比+2.2%，3月以来首次录得正值。8月社零同比高于预期，特别是社零实际同比3月以来录得正值，显示消费较7月有一定修复，但这种修复的力度仍然不强：今年8月社零环比录得-0.05%，继上月之后继续为负，是历年8月社零环比唯一的负值，显示消费复苏并不强势；去年8月受疫情影响，社零本身即处在低点，低基数效应对今年8月社零同比较7月的回升亦有一定贡献。展望9月，消费能否持续复苏，仍存在一定变数，主要原因在于9月开始全国各地疫情有一定的抬头趋势。居民出行的再次受限，叠加居民消费倾向仍然较低、居民资产负债表受损和未来预期仍然较弱等相对中长期因素，9月消费复苏能否在8月的基础上加大力度，仍存在一定变数。

◆ 8月固投同比增速较7月上行，房地产投资仍是拖累项

2022年8月，固投同比+6.5%，较7月+3.0PCTS，制造业和基建投资增速的上行，带动了8月固投增速较7月回升，房地产投资继续成为固投的主要拖累项，同比降幅较上月加深。

2022年8月，制造业投资增速+10.6%，较7月+3.0PCTS，带动8月固投同比增长5.0PCTS。8月，在全国范围内疫情平稳、中下游制造业成本压力逐渐减轻等有利因素带动下，制造业景气度有所恢复、预期有所好转，投资同比增速较7月上行。

2022年8月房地产投资增速-13.8%，较7月-1.8PCTS，6月、7月和8月连续3个月降幅扩大，带动8月固投同比下降4.1PCTS。总体上看，8月房地产投资相关数据仍然不强：8月房地产投资较7月下滑幅度加深；8月商品房销售额和销售面积下滑幅度虽较上月缩窄，但同比去年依然下滑20%以上；8月房屋施工面积和土地购置面积依然较去年同比下滑40%和50%以上，且下滑幅度较上月加深；8月房企开发到位资金下滑幅度较上月缩窄，但仍较去年同期低20%以上。居民购房意愿低、房企预期较弱依然对房地产投资制约较大。

2022年8月，基建投资同比+15.4%，较7月+3.9PCTS，是2018年以来最高增速，带动固投同比增长5.4PCTS。疫情明显缓和、基建项目开工明显恢复，叠加前期项目加速推进下，8月基建投资实现较高增速。上半年新增专项债额度基本用尽后，6月之后新增专项债发行明显减量。专项债发行下滑之下，基建投资可能有一定降速，但考虑到：1，从融资到资金投入项目有一定时间差。2，9月7日国常会决定依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，且要求各地要在10月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。预计后续月份基建投资仍将维持韧性，仍然是固投的重要支撑项。

◆ 制造业景气度回升，支撑8月工业增加值同比增速较7月上行

2022年8月，工业增加值同比+4.2%（市场预期+3.9%），较7月+0.4PCTS，增加值占比较高的制造业增加值增速的上行，支撑了8月工业增加值增速较7月回升。往后

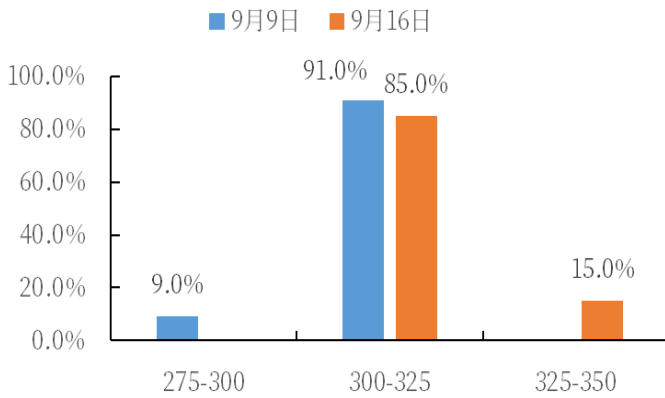
看，工业生产下一步走势较不明朗：1，9月初以来疫情有抬头趋势，对工业生产的影响仍需观察。2，8月出口增速明显下滑，全球紧缩周期下，外需持续走弱，后续出口产业链相关工业增加值增速可能会承压。3，汽车、电气机械等行业景气度较高，预计后续仍将对工业增加值增速提供支撑。

◆ 稳增长压力仍然较大，货币政策外紧内松仍将持续

与7月相比，8月经济有所复苏，但基础仍不牢固，后续稳增长压力仍然不小。总体上，后续外需下滑风险对内需恢复提出了更高的要求，内外需拉锯之下，经济复苏基础依然并不稳固：1，**房地产企稳仍需时日**。8月房地产投资同比降幅较7月加深，此外，我们统计的50个大中城市商品房销售数据显示，9月上旬商品房销售仍较去年同期下滑30%以上，居民购房意愿低迷持续制约房地产景气度修复。2，**消费复苏仍存不确定性**。8月社零同比虽然较7月上行且高于市场预期，但环比为负值，录得历年8月最低值。此外，9月开始疫情有抬头趋势，18个城市地铁客流量显示居民出行再次受到抑制。据文旅部数据，今年中秋节假期全国国内旅游出游人次同比-16.7%，仅恢复至2019年同期的72.6%，国内旅游收入同比-22.8%，仅恢复至2019年同期的60.6%。3，**海外持续紧缩的货币政策下外需收缩，出口面临下行压力**。8月出口金额以美元计同比增+7.1%，5月以来首次低于两位数，外需走弱对我国出口的压力初步显现。

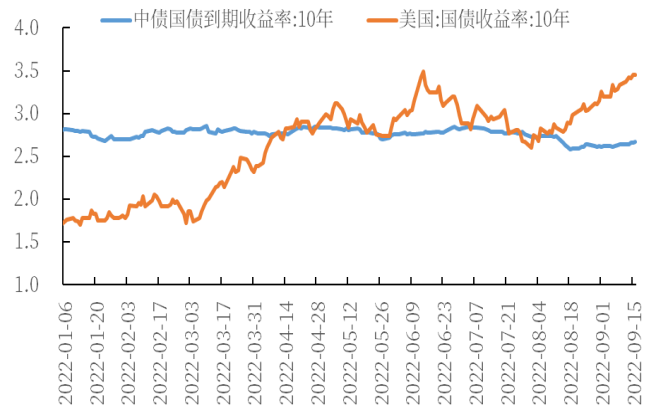
虽然目前较弱的国内通胀对货币政策制约力度较弱，但美联储持续加息之下，我国货币政策面临的外部压力并未减轻。考虑到我国稳增长面临的较大压力，短期内货币政策预计仍将维持相对宽松态势，货币政策上外紧内松的局面仍将维持。除总量层面相对宽松的政策外，鉴于目前我国货币市场流动性仍然充裕，从稳增长效率的角度看，相比总量层面进一步宽松，下一阶段政策发力的重点可能在进一步为市场主体减负，提高市场主体预期，推动宽货币向实体经济宽信用的有效转变方面。

图1 美联储9月大概率至少加息 75BP



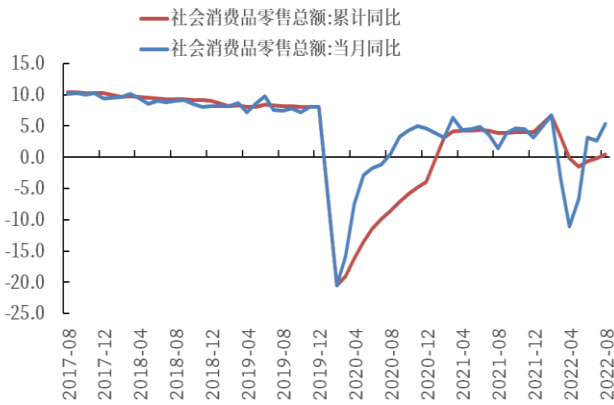
资料来源: CME, 中航证券研究所

图2 中美利差持续倒挂 (%)



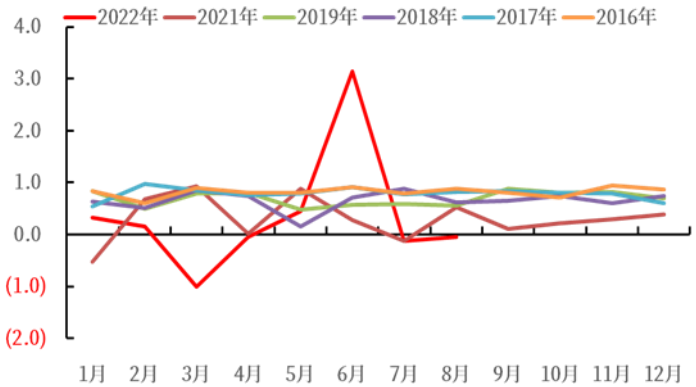
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 8月社零同比反弹 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 图3 8月社零环比比较历史同期依然较弱 (%)

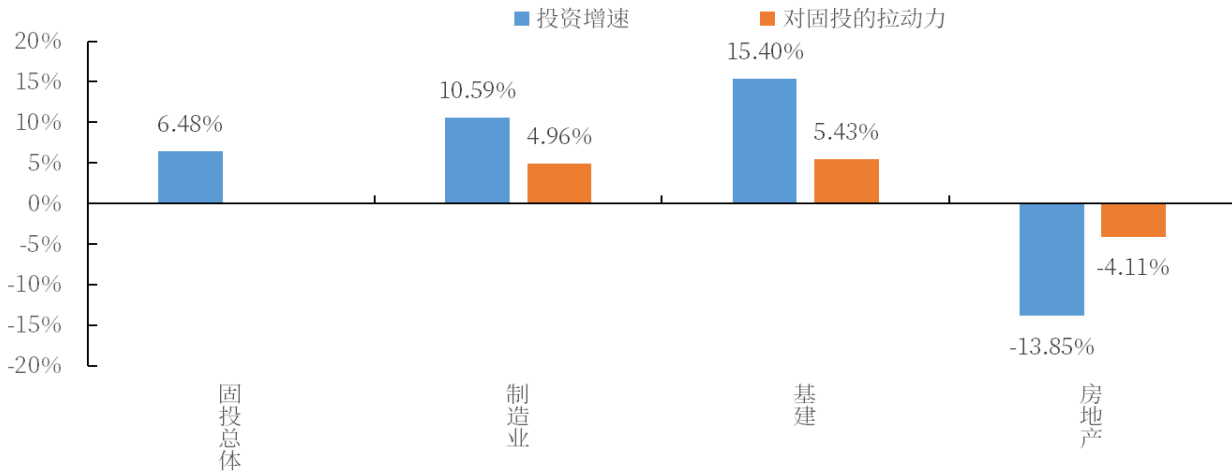


资料来源: wind, 中航证券研究所

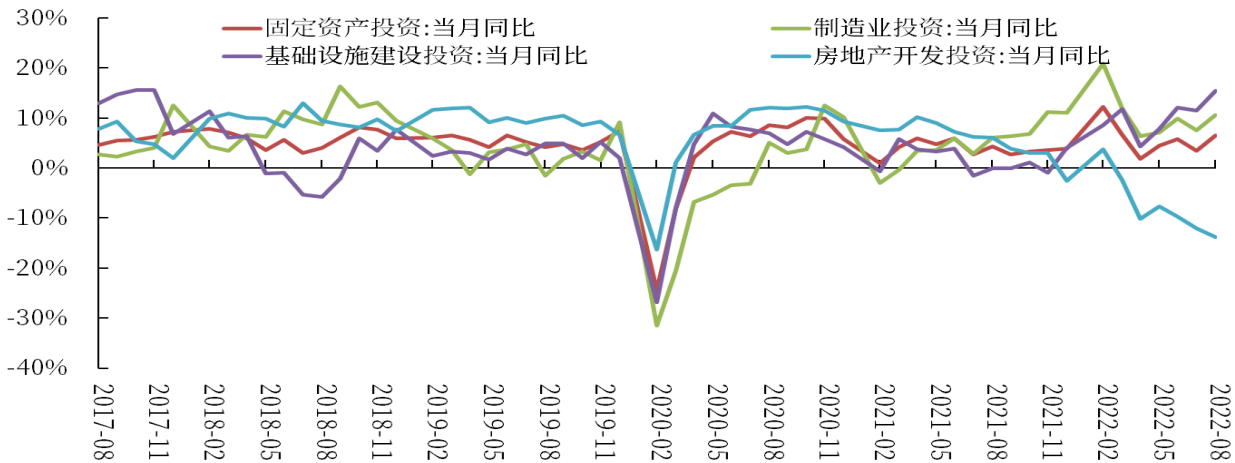
图5 9月上旬多数城市地铁客流量同比为负

时间区间	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
9月上旬	5	-21.3%	-12.7%	-12.2%	-10.9%	-90.9%	26.7%	-17.1%	-3.1%	13.5%	-	-26.7%	-53.8%	38.0%	-9.9%	-7.6%	-3.2%	-67.4%	6.0%	27.0%
8月下旬	9	-0.1%	4.2%	-5.1%	13.3%	-18.4%	61.0%	37.5%	-24.2%	19.0%	-	-45.7%	-15.0%	53.5%	-8.4%	11.7%	-8.9%	-33.3%	3.0%	39.2%
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%	-52.8%	-13.1%	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%
8月	12	7.2%	7.1%	-12.2%	10.1%	-7.1%	125.6%	81.0%	5.2%	22.9%	-	-14.7%	-9.3%	106.0%	15.6%	9.4%	-3.0%	21.2%	10.9%	40.1%
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%

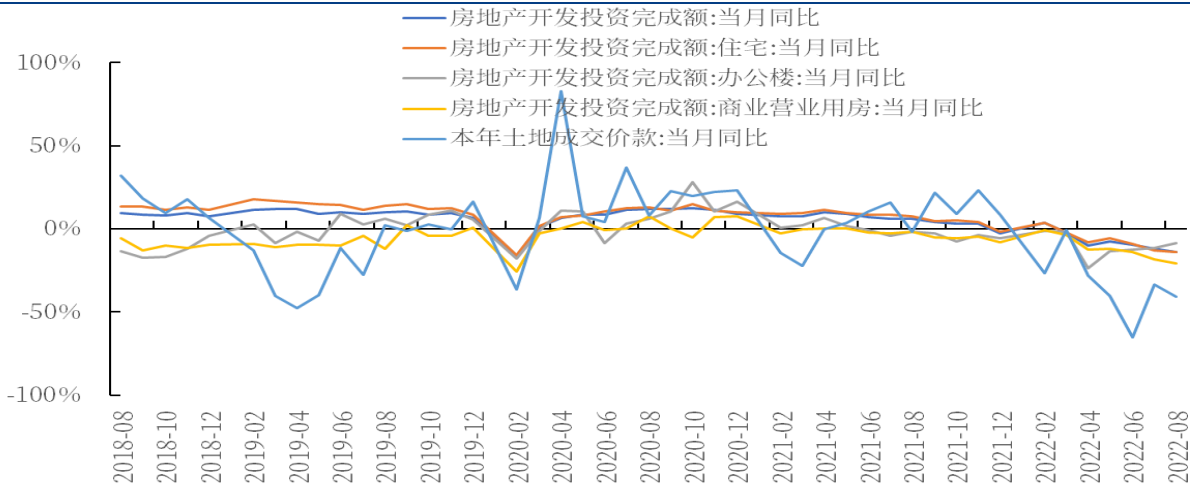
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 7月下旬之后合计计数剔除郑州)

图6 2022年8月固投及主要分项投资增速及拉动力


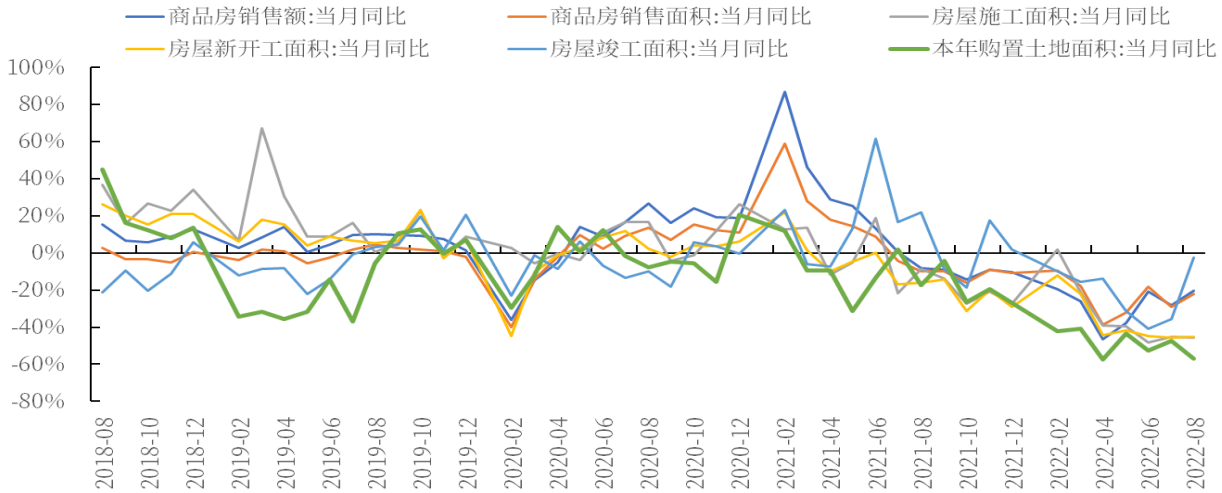
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 固投及主要分项当月同比走势


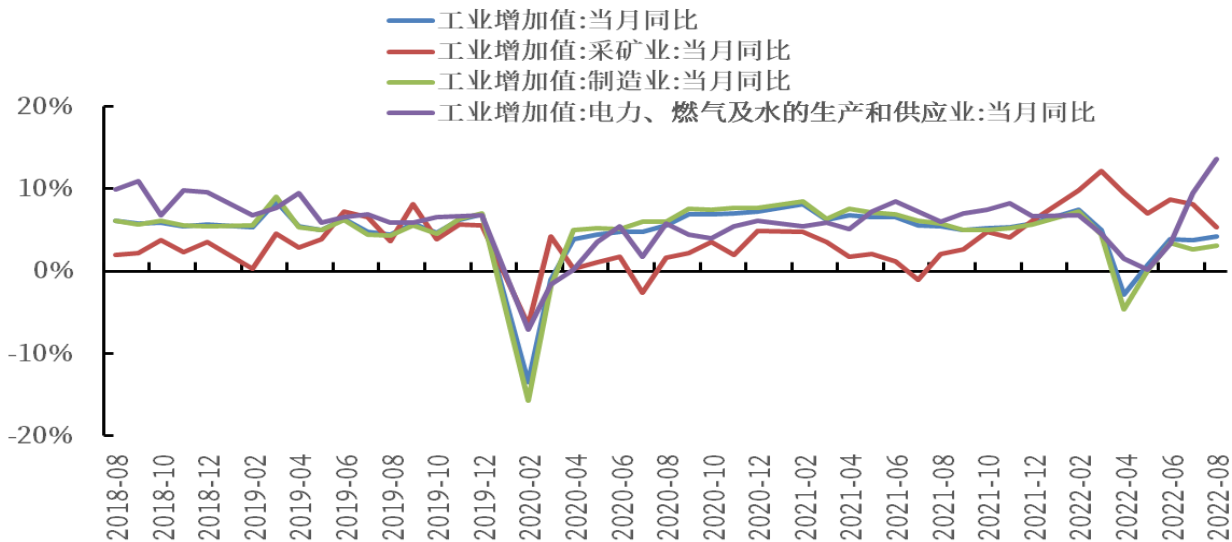
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图8 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9 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10 三大工业子行业增加值当月同比走势 (%)


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