

政治局会议指明方向，对下半年经济应给予更多信心

2023年7月24日-7月30日周报

报告摘要

◆ 美联储重启加息，或为本轮加息最后一次

当地时间7月26日下午（北京时间7月27日凌晨），美联储公布7月的议息会议决议，美联储决定重启加息，将联邦基金利率的目标区间上调25BP至5.25%-5.5%，符合市场预期。此外委员会将按之前公布的计划缩减购债，每月缩减600亿美元国债和350亿美元机构债券和抵押贷款支持证券(MBS)。本次会议为季中会议，未公布新的经济预测和点阵图。

本次会议声明并未提供重要的增量信息与前瞻指引，大部分重申6月措辞，表示委员会将继续评估更多的信息及其对货币政策的影响，会考虑货币政策紧缩的累积效应、货币政策对经济和通胀的滞后影响以及经济和金融发展的变化情况，将以2%的长期通胀目标综合做出利率决议。

新闻发布会上，美联储主席鲍威尔对9月是否加息持保留态度，反复强调利率决议是通过会议逐次做出的(meetingbymeeting)，需要继续借助后续的数据来持续评估是否需要继续加息。此外，鲍威尔表示今年不会降息，后续开启降息的时点取决于美联储对通胀回落至目标的信心程度。

当地时间7月27日早上（北京时间7月27日晚上），美国商务部经济分析局公布的首次预估数据显示，美国2023年第二季度实际国内生产总值(GDP)年增长率为+2.4%，高于第一季度的+2%。美国第二季度核心PCE物价指数年化初值环比+3.8%，低于预期的+4%和第一季度终值的+4.9%；同比+4.4%，低于第一季度终值的+4.6%。美国2季度的超预期的经济数据进一步显示出美国经济的韧性，低于预期的通胀数据显示美国通胀虽然仍处在历史相对高位，且保持了相当的韧性，但已经处在回落的趋势中。

从政策空间角度，当前美国较高的经济韧性一定程度上拓展了美联储的政策空间。除美国2季度GDP增速高于1季度外，7月美国密歇根大学消费信息指数、制造业PMI等相关经济数据亦有改善（美国密歇根大学消费信息指数录得72.6，较6月的64.4大幅反弹；美国7月制造业PMI回升至49）。因此，站在当前时间点，虽然本次加息大概率是本轮加息周期的终点，但并不能完全排除美联储9月进一步加息25BP的可能。从市场预期看，截止2023年7月29日，CME数据显示美联储9月会议维持联邦基金目标利率不变的概率为80%，加息25BP的概率为20%。当前市场预期的政策利率路径是当前的联邦基金目标利率（5.25%-5.5%）将持续到明年4月，明年5月会议上美联储将开启降息。

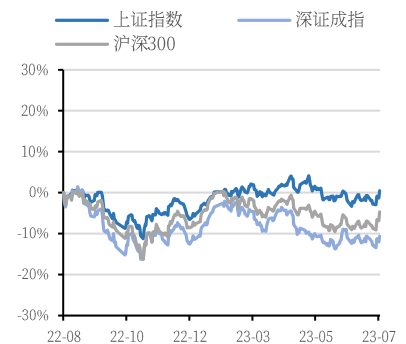
◆ 7月我国通胀依然疲软，房地产销售仍无起色

从高频数据来看，7月CPI和PPI依然延续疲软态势。CPI方面：7月猪肉价格因

主要数据

上证指数	3275.9257
沪深300	3992.7376
深证成指	11100.3951

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	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

美联储重启加息，对后续政策保留灵活空间	—2023-07-28
金融市场分析周报	—2023-07-26
对下半年经济和市场应给予更多信心	—2023-07-25

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

去年同期基数的走高，同比下滑幅度进一步加深，对CPI同比的拖累作用较6月显著增强；除猪肉外，7月重要食品中，粮食、鱼类、鸡蛋和生鲜乳同比价格亦录得负值。食品项对CPI支撑作用的下降，叠加消费疲软下核心CPI的弱势预期和原油等重要非食品项同比依然下滑幅度较深，7月CPI大概率录得2021年3月以来的首个负值。我们预计7月CPI同比录得-0.2%左右。PPI方面：截止7月29日的数据显示，7月50种流通中重要的生产资料中，7月环比为负的有15种，较6月的36种大幅减少，但由于前期价格的持续下行，各类生产资料价格相对去年同期依然普遍处在低位，因此7月PPI虽较6月有所回暖，但大概率仍然录得负值。我们预计7月PPI同比录得-4.0%左右。

我们统计的43个城市商品房销售数据显示，7月一线、二线及三四线城市一手房销售面积同比仍然录得负值。具体来说，7月（今年和去年7月数据均为7月1日—7月28日）一线城市商品房销售面积同比-8.6%，较6月的-11.5%降幅略缩窄，二线城市商品房销售面积同比-26.8%，较6月的-23.2%降幅加深，三四线城市商品房销售面积同比-39.3%，同样较6月的-25.0%降幅加深。

◆ 政治局会议指明方向，对下半年经济应给予更多信心

中共中央政治局7月24日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

会议提出，疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。

近期稳增长政策已经有所加码，7月政治局会议进一步明确了下半年宏观调控将加大力度，积极的财政政策将进一步发挥效力，货币政策预计保持宽松，房地产调控政策也大概率继续边际放松，这些政策总体上预计会对内需形成支撑。

在外需方面，虽然高基数影响下6月出口同比增速较5月有所下行，但是出口金额环比+0.5%，国内全产业链韧性犹存使得出口规模相对稳定。往后看，一带一路持续推进之下，新兴市场对出口的支撑作用有望继续体现，叠加美国经济软着陆的概率上行，外需进一步大幅下行的概率不大，整体来看出口有望筑底企稳。

综合来看，我们预计在政策积极发力的前提下，对下半年经济无需悲观，二季度GDP环比0.8%有望为全年低点，3季度的经济表现有望好于2季度。

◆ 央行增大公开市场操作规模呵护流动性，三季度降准或可期

本周（7月24日-7月28日），逆回购方面，临近月末流动性需求季节性上升，截止本周四央行逐日加大了7D逆回购的投放规模平抑资金市场波动，周内累计投放7D逆回购3410亿元，到期1120亿元，净投放流动性2290亿元，利率维持1.90%。货币市场方面，截止7月28日，DR007报收1.82%，较上周五上行1BP；SHIBOR1W报收1.83%，较上周五持平，周内货币市场资金利率边际下行，银行体系流动性维持合理充裕状态。

7月24日召开的政治局会议对货币政策的定调较二季度有所转松，市场对于下半年降准乃至降息的期待上升。会议强调，要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。作为宏观政策逆周期调控的重要抓手，货币政策进一步放松的呼声较高。考虑到当前银行经历6月的一轮降息后息差压力上升，三季度或降准以对冲MLF大规模的置换需求，保持中长期流动性供给。

降息方面的操作或更加谨慎，需要外部环境和内部需求双向推动。外部环境上，政治局会议强调，“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，6月以来人民币汇率承压的态势尚未得到根本缓解，LPR调降的空间收窄。此外，6月OMO政策利率引导的一轮降息的重要条件是银行存款利率的下调，打开息差空间后引导降息落地。当前引导银行存款利率下调，缓解息差压力仍需时间推进。综上，虽然经济恢复不及预期，二轮降息的必要性上升，但我们认为降息时点或晚于市场预期的四季度。

◆ 汇率风险引重视，政治局会议强调要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定

截至7月28日，我国10年期国债收益率报收2.65%，较上周五上行4BP；美国10年期国债收益率录得3.96%，较上周五上行14BP，中美利差处于高位，人民币汇率承压，美元兑人民币汇率持续位于7.10以上。

美国国债收益率方面，本周四美联储公布了最新的议息会议决议，加息25BP，符合市场预期。新闻发布会上，美联储主席鲍威尔对9月是否加息持保留态度，反复强调利率决议是通过会议逐次做出的，需要继续借助后续的数据来持续评估是否需要继续加息。当前通胀虽有所放缓，但核心通胀保持了相当的韧性。此外，美国政府公布，美国GDP二季度折合成年率增长2.4%。美国经济增长的主要引擎消费者支出增长1.6%，企业在石油钻井平台和新制造工厂等设备和结构上的支出也提振了GDP。美国经济软着陆甚至跨过衰退的前景使得市场加息预期高涨，十年期美债收益率大幅上升至4%以上。综合通胀和经济两方面，如果近两个月通胀尤其是核心通胀下行的速度不及预期，则不能完全排除美联储进一步加息的可能，并且年内降息的概率不大，人民币汇率承压的外部环境或难改善。

在中美货币政策周期背离的基本面下，人民币贬值压力高企，近期央行和国家外汇局已采取了包括人民币外汇交易中间价、跨境融资宏观审慎调节参数等多种工具调节汇率。7月召开的政治局会议强调，“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，增强了汇率稳定的信心。往后看，短期内交易者仍在观望经济企稳、政策落地的实质性迹象，政治局会议提到的措施转化为实际行动的过程还有待市场观察和验证，短期内人民币汇率或将维持震荡格局。

◆ 政治局会议稳增长政策超预期，债市长端收益率脉冲式回调

截至7月28日，我国10年期国债收益率报收2.65%，较上周五上行4BP。7月24日政治局会议召开，稳增长政策超预期，会议进一步明确了下半年宏观调控将加大力度，积极的财政政策将进一步发挥效力，货币政策预计保持宽松，房地产调控政策也继续边际放松。7月27日住房和城乡建设部部长倪虹在近日召开的企业座谈会上表示，要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施，房地产调控政策的落地节奏加快，对内需或形成支撑，经济基本面对债市形成一定压力。

截止7月27日，各等级、各期限的中短期票据、城投债以及企业债收益率出现回升，其中AAA级3年期中短期票据的收益率较一周前上行5.18BP，录得2.72%；信用利差至35.53BP，较一周前上涨2.59BP。AAA级3年期城投债收益率录得2.73%，较一周前上行4.82BP；信用利差录得35.84BP，较一周前上行3.13BP。往后看，7月政

政治局会议稳增长政策加码，会议结束后，债市长端收益率回升至 2.66%，其后三个交易日有所修复，长端利率的脉冲式回调表明债市对政策定力较足，市场进入关键的政策验证期，未形成显著的利空。此外，这波回调也释放了前期一致看涨预期下的高杠杆和高集中度。长期来看，以居民和企业为主的私人部门杠杆率到达历史高位，加杠杆空间有限；内需不足仍是我国经济运行的主要矛盾。通胀低迷之下，经济体的实际利率被动升高，长期内进一步降息的必要性正在升高，经济体利率中枢的下移是长期趋势。

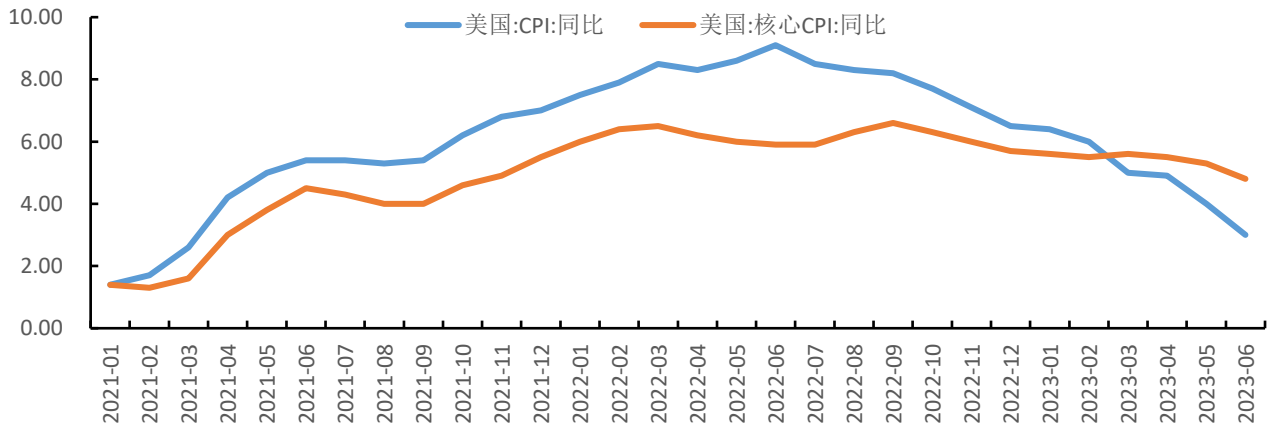
风险提示：海外宏观经济下行超预期，国内稳增长政策不及预期，国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 市场主流预期美联储明年5月开启降息

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.1%	29.7%	3.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	62.1%	26.2%	2.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	23.2%	52.5%	19.9%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.1%	35.5%	38.8%	12.4%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	8.9%	30.2%	38.1%	18.2%	3.6%	0.3%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.0%	17.3%	33.3%	30.2%	12.4%	2.3%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	13.4%	28.6%	31.1%	17.7%	5.3%	0.8%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.2%	2.3%	11.1%	25.2%	30.6%	20.6%	8.0%	1.8%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.7%	8.6%	21.3%	29.1%	23.4%	11.5%	3.5%	0.6%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.2%	6.3%	17.0%	26.4%	25.3%	15.6%	6.3%	1.6%	0.3%	0.0%	0.0%

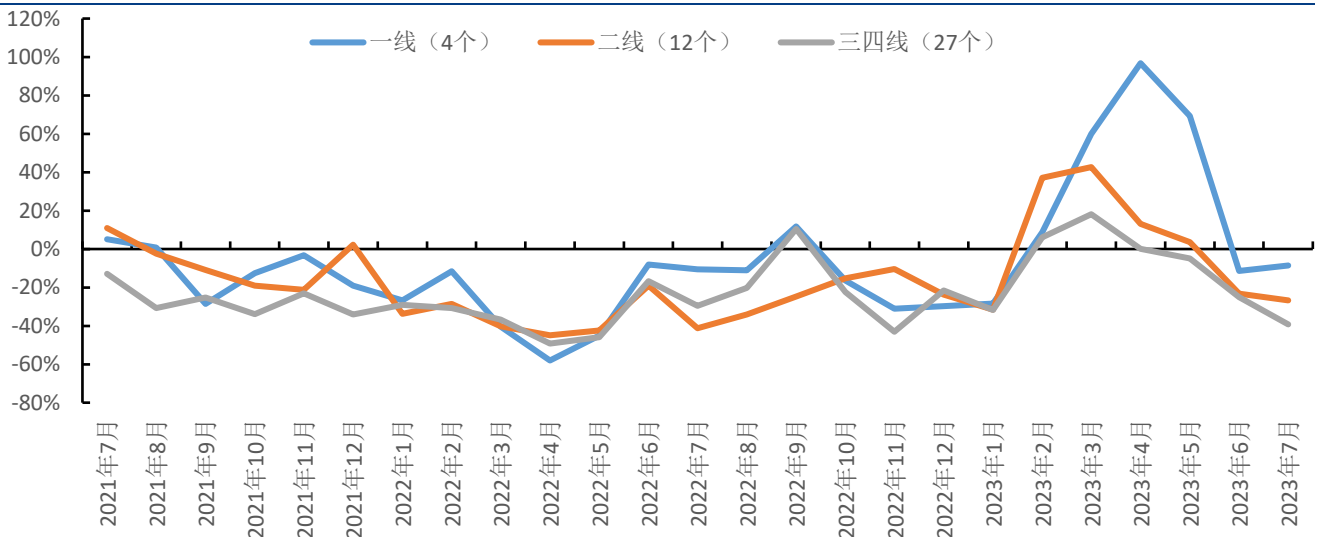
资料来源: wind, 中航证券研究所 (数据截止 7 月 29 日)

图2 美国通胀趋缓 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 7月我国商品房销售依然疲软



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效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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