

宏观周观点

2022 年 7 月 18 日

国内复苏继续 海外紧缩无悬念

宏观周观点 20220718

核心内容:

- **中国二季度 GDP 同比增长 0.4%，复苏进行中** 中国上半年 GDP 为 56.26 万亿元，不变价同比增长 2.5%，其中二季度在疫情导致的封控影响下同比增长 0.4%。二季度中第一产业同比增长 4.4%，第二产业 0.9%，第三产业-0.4%，服务业不振对经济增速拖累明显。在海外周期下行和内需尚在恢复时，下半年保 4 争 5 更加现实。6 月份经济数据依然显示经济复苏稳步进行。
- **业主停贷问题正在发酵** 多地业主因为楼盘延期交付或长期停工而集体宣布停止偿还贷款问题引发关注。银保监会表示将引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作。房住不炒和房地产业三条红线大概率不会发生变化，风险处置方式可能仍然以金融机构配合地方政府和优质房企通过市场化手段盘活资金链出现问题的楼盘为主，从而尽快重新开工，稳定业主和市场的预期。
- **CPI 数据使紧缩无悬念，美联储在 75 和 100bps 间摇摆** 6 月美国消费者价格指数 (CPI) 刷新自 1981 年以来的记录，同比增速从 5 月的 8.6% 上升至 9.1%，剔除能源和食品的核心 CPI 同比增速为 5.9%，比 6 月的 6.0% 继续回落。在 7 月消费者通胀预期和 6 月零售数据公布后，我们依然认为 7 月加息 75bps 的可能性较大，但密切关注即将出炉地产数据对美联储决定的影响。
- **国内流动性宽裕，美元再创新高** 上周流动性“量”上的边际收紧并不意味着央行立场转变，之前的降准和结构性工具释放了大量资金，国内流动性整体环境仍然宽松。央行货币政策支持国内经济继续复苏的立场不改。美元指数在严厉紧缩和衰退预期上行背景下已经处于绝对高位，在主要央行跟随加息后，美元指数未来有望下行。
- **猪肉和蔬菜价格快速上行** 本周物价整体稳定，但蔬菜和猪肉价格上升。新一轮的猪周期开启，猪肉价格短期受看涨因素影响上行较快，但中长期猪肉供给并不支持价格持续高速上涨，下半年带动通胀温和上行概率较大。蔬菜方面，本周蔬菜生产向北转移，北方夏菜开始进场，但山东产区因季节性因素导致部分蔬菜产量减少，整体供给偏少，菜价涨幅高于往年。
- **大宗商品价格全面下行，国内库存下行** 本周国际油价跌幅明显，美国 6 月 CPI 数据依然指向美联储严厉的紧缩，十年和两年美债收益率继续倒挂，衰退预期持续升温，大宗商品整体下行。高炉开工率继续回落，生产仍受需求端压制；随着各地生产逐渐正常化，钢铁库存开始消化，由于地产仍需要更长时间恢复、阴雨天气不利于建筑开工叠加本周多个城市购房者断供问题引发强烈担忧，钢铁价格出现较大下跌。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

特别感谢:

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	7月20日(周三)	中国截至7月20日一年期和五年期贷款市场报价利率(%)
	7月18日(周一)	---
欧洲	7月19日(周二)	欧元区6月调和CPI和核心CPI年率-未季调终值(%)、英国ILO标准失业率(%)和失业人数(万人)
	7月20日(周三)	英国6月零售物价指数年率(%)、英国6月CPI和核心CPI年率、欧元区7月消费者信心指数初值
	7月21日(周四)	欧央行7月主要在融资、存款机制和边际借贷利率(%)
	7月22日(周五)	英国7月GfK消费者信心指数、英国6月季调后零售销售月率(%)、欧元区与德国、法国、英国7月Markit PMI制造业初值
	7月18日(周一)	---
美国	7月19日(周二)	美国5月外资净买入长期证券(亿美元)、美国6月营建许可年化总数初值(万户)、美国6月新屋开工年化总数(万户)
	7月20日(周三)	截至7月15日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国6月成屋销售年化总数(万户)
	7月21日(周四)	美国截至7月16日当周初请失业金人数(万)
	7月22日(周五)	美国7月21日10年期TIPS竞拍-高收益率(%)和总金额(亿美元)
	7月18日(周一)	---
其他	7月21日(周四)	日本7月央行政策余额利率(%)、7月年度基础货币扩容规模(万亿日元)、7月央行10年期国债收益率目标(%)
	7月22日(周五)	日本6月全国CPI和核心CPI年率(%)

目录

一、中国二季度GDP同比增长0.4%，复苏进行中	3
二、业主停贷问题正在发酵	3
三、CPI数据使紧缩无悬念，美联储在75和100bps间摇摆	4
四、国内流动性宽裕，美元再创新高	5
五、猪肉和蔬菜价格快速上行	7
六、大宗商品价格全面下行，库存下行	9
(一) 能源价格继续下跌	9
(二) 钢铁量价齐跌，库存出现下行	10

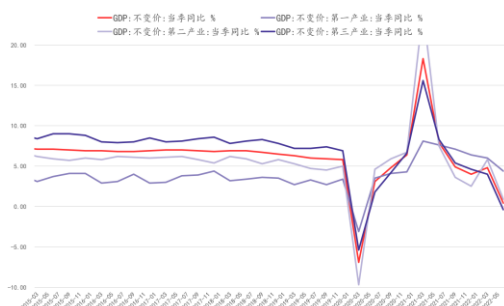
一、中国二季度 GDP 同比增长 0.4%，复苏进行中

中国上半年 GDP 为 56.26 万亿元，不变价同比增长 2.5%，其中二季度在疫情导致的封控影响下同比增长 0.4%，低于市场一致预期的 1.14%。二季度中第一产业同比增长 4.4%，第二产业 0.9%，第三产业-0.4%，服务业不振对经济增速拖累明显。

二季度依然能维持正增长实属不易，其中投资和出口贡献突出。4-6 月份固定资产投资完成额中基建（不含电力）投资累计同比增速分别为 6.5%、6.7%和 7.1%；制造业累计同比 12.2%、10.6%和 10.4%；但房地产业开发投资完成额累计同比-5.4%，仍在下行。而出口同比增速也维持在 3.9%、16.9%和 17.9%，韧性较好。从行业来看，二季度下行最明显的是房地产业、住宿和餐饮业、交运仓储邮政业和租赁及商业服务。上半年经济增速下，全年 5.5%的目标需要下半年同比增速达到 8%以上，在海外周期下行和内需尚在恢复时难度较大，保 4 争 5 更加现实。

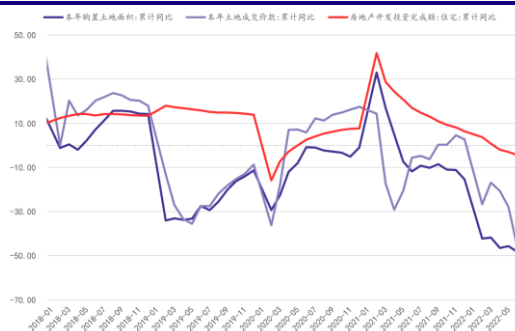
6 月份经济数据依然显示经济复苏稳步进行：工业增加值同比增长 3.9%，高于 5 月 0.7%，其中采矿业保持高增速，通用设备、专用设备、汽车制造、通信设备和计算机等均有比较明显的恢复。社零同比增长 3.1%，显著高于 5 月的-6.7%，政策支持的乘用车改善明显，但整体仍然偏弱。国内经济从谷底复苏使近期数据的上行并不意外，未来偏弱势恢复可能性较大。

图 1：GDP 同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：房地产业表现依然不振（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

二、业主停贷问题正在发酵

近期，以郑州、昆明为首的多地业主因为楼盘延期交付或长期停工而集体宣布停止偿还贷款问题引发关注。根据各地业主在网络上发布的信息整理，已有超过 150 多个楼盘交房出现问题，停贷行为的比例也在不断上升，已经引起了银保监会等相关部门的重点关注。银保监会于 7 月 14 日表示将引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作。

关于停贷风险相对精准的定量测量难度较大，花旗银行初步估算当前存量地产项目在银行的按揭风险敞口超过 5600 亿元人民币。随后，多家银行发布公告称目前未按时交付楼盘的按揭贷款规模较小，总体风险可控。公告银行中工商银行、农业银行、兴业银行认

定的存在风险的按揭贷款规模相对较大，分别为 6.37 亿元、6.6 亿元和 16 亿元，但占一手按揭贷款余额比例都较小（农行 0.017%，工行 0.01%）；鉴于停贷的业主当前仍只是存在交房问题楼盘业主中的一小部分，相关的银行按揭贷款在风险处置不当的情况下还是存在上升的可能，关键在“保交楼”能不能迅速落实防止停贷风潮继续发酵。

停贷问题暂时不会形成系统性风险，虽然银保监会已经发声，市场和业主都还在等待决策层在将要到来的政治局会议上对该事件以及房地产业指导性的表态。我们认为在经济结构转型摆脱对地产业依赖的大背景下，房住不炒和房地产业三条红线大概率不会发生变化，风险处置方式可能仍然以金融机构配合地方政府和优质房企通过市场化手段盘活资金链出现问题的楼盘为主，从而尽快重新开工，稳定业主和市场预期。如果处置迅速妥当，防止情绪面进一步恶化，那么银行目前公布的较低的按揭贷款风险敞口就不会进一步上升，相关风险会较为可控。

三、CPI 数据使紧缩无悬念，美联储在 75 和 100bps 间摇摆

6 月美国消费者价格指数（CPI）刷新自 1981 年以来的记录，同比增速从 5 月的 8.6% 上升至 9.1%，剔除能源和食品的核心 CPI 同比增速为 5.9%，比 6 月的 6.0% 继续回落。环比方面，CPI 增速为 1.4%，核心 CPI 增速为 0.7%，均比上个月的 1.1% 和 0.6% 加快。从构成来看，之前的主要通胀拉动项目中只有二手车同比增速继续下行，能源商品、能源服务、食品价格和居住成本都出现了上涨；环比方面服务和商品相关项目背后的动能依然有所加强，通胀从去年的供给侧瓶颈主导过渡到内需主导阶段。随着 7 月以来衰退预期的上行叠加美联储的紧缩使能源品价格下滑、美国消费数据边际走弱，供应链持续改善，CPI 可能已经到达最高区域，四季度大概率下行。不过，消费项目和不受美联储控制的居住成本的粘性造成核心通胀下行较慢的趋势仍将保持，迫使其继续收紧金融环境，通过打压总需求控制通胀。

图 3：6 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)

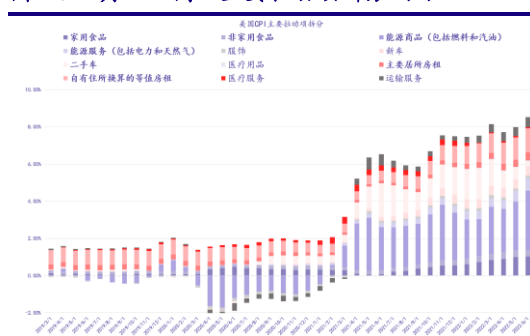
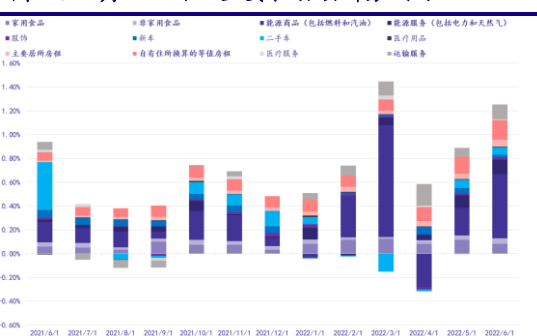


图 4：5 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



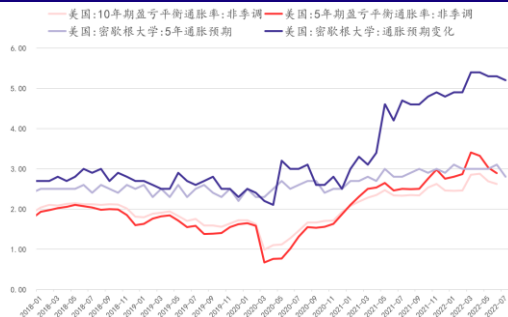
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

CPI 数据公布后，CME 期货反映美联储 7 月末加息 100bps（此前前瞻性指引是 75bps）的概率陡然超过 80%，次日回落到 40% 附近，市场正怀疑美联储连续两个月打破自己的指引。我们依然认为 7 月加息 75bps 的可能性较大，但密切关注即将出炉地产数据对美联储决定的影响。鉴于美联储 7 月 16 日才进入静默期，理事沃勒在 14 日表态称他仍支持 75bps，但对 100bps 持开放态度并提及了地产和零售数据是关注重点；圣路易斯联储主席布拉德

也声明更支持 75bps 的加息。同时，美联储 6 月打破前瞻性指引的一个重要原因是居民中长期通胀预期升高，而周五晚间公布的密西根大学通胀预期调查显示 7 月份消费者对未来 1 年的通胀预期由 5.3% 下滑至 5.2%、5 年通胀预期由 3.1% 大幅回落至 2.8%，这意味着美联储不必担忧民众怀疑其控制通胀的亿元而加息 100bps。6 月份零售同比增速 8.94%，但能源食品是主要拉动，像机动车和电子电器同比负增长，服装、餐饮和办公文具礼品等同比增速也出现了放缓，耐用商品的消费继续下滑，紧缩的效果逐步显现。

图 5：7 月消费者通胀预期并未上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：6 月零售同比增速-未季调（%）

	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10
零售总计	8.94	8.30	8.25	7.39	17.57	13.44	16.05	19.92	15.00
机动车及零部件	-0.02	-4.19	-1.15	-1.09	17.79	12.84	8.72	16.06	8.37
汽车	-1.06	-6.58	-1.69	-1.66	17.72	12.43	7.73	15.74	7.96
零件和轮胎	0.00	13.95	5.98	6.03	18.56	17.71	22.02	19.80	13.31
家具和家居电子和家电	-0.63	-0.56	-0.10	-0.57	6.70	-0.78	9.28	13.58	13.02
家具和家居	4.82	2.18	2.06	1.06	7.76	-0.09	7.50	16.92	10.88
电子和家用电器	-5.78	-4.92	-3.62	-3.15	4.98	-1.83	11.52	9.10	16.44
建筑材料和园林设备	6.67	8.06	-0.82	3.41	14.50	9.33	12.02	15.14	5.96
建筑材料	/	8.59	0.15	4.90	15.99	10.68	11.54	15.00	5.76
食品饮料	7.51	6.73	9.18	7.58	7.86	7.08	9.45	7.69	7.74
烟酒、葡萄酒、啤酒	/	-1.68	1.15	-1.20	2.99	-1.83	5.75	5.04	1.00
超市和杂货店	/	7.66	9.93	8.62	8.09	7.79	9.54	7.21	8.14
加油站	49.92	46.29	37.95	39.97	37.43	32.72	42.29	52.87	44.19
加油站	0.19	3.71	12.07	6.49	27.37	17.73	25.68	37.41	23.28
服装	/	5.70	12.21	9.19	25.90	18.56	23.42	34.28	19.95
服装	/	-4.55	-1.87	-6.17	19.95	-2.03	15.45	24.77	11.87
酒店	/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
运动用品、书和音乐、娱乐软件	2.37	1.49	-0.60	-6.17	14.16	0.80	16.30	23.11	15.46
日用品商场	2.07	1.10	1.85	-1.64	6.60	4.12	11.55	11.10	11.67
百货公司（不包括杂货店）	-0.78	-1.47	6.73	-2.81	13.97	6.84	17.83	17.14	15.48
其他日用品商场	/	1.61	0.95	-1.46	5.31	3.67	10.08	9.89	10.97
办公、文具、礼品店	15.12	25.15	18.67	18.81	28.39	21.50	21.34	30.76	26.07
无店铺销售	9.64	8.37	7.83	5.05	14.76	14.66	9.62	16.71	11.14
电子商务和网购	/	7.34	7.59	3.19	14.43	13.66	9.25	16.14	11.56
酒店住宿	48.16	39.99	37.61	25.02	37.08	22.10	48.59	28.42	
餐饮服务	13.74	17.02	21.45	22.54	35.55	25.25	44.92	38.68	32.33

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

事实上，在通胀居高不下的背景下，短期严厉紧缩已是必然，美联储加息 75 或 100 个基点更多只是对市场展现其严厉程度和对公众展现其快速打击通胀的决心。在如此迅速的加息中市场已经过渡到衰退交易，加息预期也处于较高水平，因此美债可能进入值得观察和配置的阶段，而美股尽管已经出现较大回撤，在加息靴子落地时仍会受到衰退更快到来的预期和无风险利率及盈利杀估值的冲击。

四、国内流动性宽裕，美元再创新高

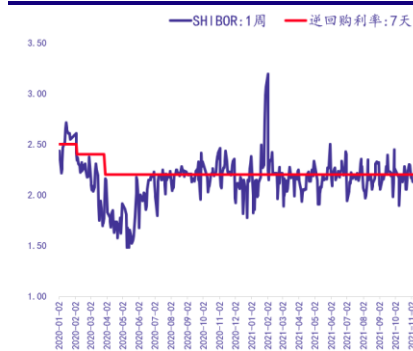
本周短期流动性依然相对宽裕，公开市场投放 150 亿元，回笼 150 亿元，净投放 0 亿元。上周流动性“量”上的边际收紧并不意味着央行立场转变，之前的降准和结构性工具释放了大量资金，国内流动性整体环境仍然宽松。市场利率低于同期政策利率，DR007 本周五依然低于 7 天逆回购利率 53.98bps，央行之前在货币政策执行报告中也表示不应过分关注操作量，市场利率近一段时间的低位运行并不支持紧缩这一类的担忧。央行近期举动一方面可能是为回收低效率的流动性，预防过分加杠杆，另一方面也是引导市场利率向政策利率靠拢，但货币政策支持国内经济继续复苏的立场不改。

7 月 15 日，SHIBOR 隔夜收于 1.2110%，比上周同期下行 0.50bp，7 天利率收于 1.5930%，比上周下行 5.80bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.5602%，比上周上行 0.60bp。银行间质押式回购成交量 6.4787 万亿元。7 月 15 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 1.9595%、2.3883% 和 2.5831%，分别比上周变化 -6.45bps、-11.00bps、-10.3bps，10 年期国债收益率收于 2.7820%，比上周下行 5.88bps。

债券收益率小幅下行，未来中枢可能缓慢上行，经济恢复仍在观察期所以短期维持波动。稳增长前期已经为金融机构提供充裕流动性，负债端压力不大，资产业务开始恢复，6

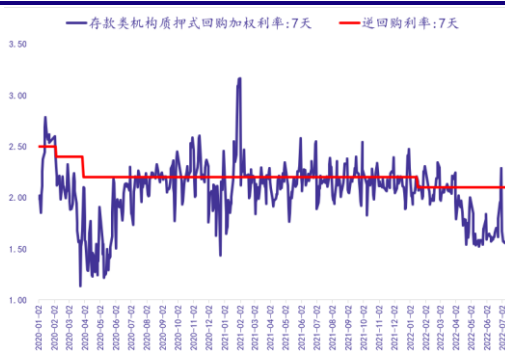
月社融数据体现出企业中长期贷款的上行，但居民部门依然负增长。流动性未来将保持充沛，结构性工具大概率是下半年主线，但如果基本面恢复不及预期，总量政策仍有可能。美国6月CPI数据为1981年来最高，超过预期，美联储紧缩力度将维持，7月至少加息75bps。十年美债收益率下行至2.9230%，两年期3.1350%，继续保持倒挂，中长端收益率依然全线高于中国国债。

图 7: SHIBOR 利率 (%)



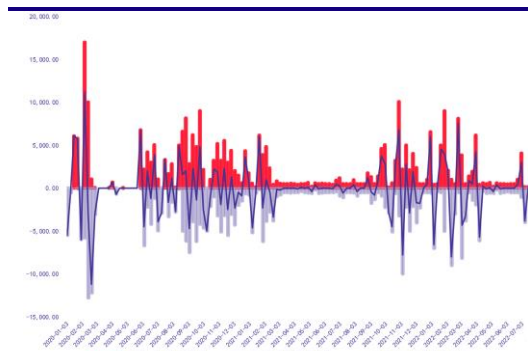
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: DR007 利率 (%)

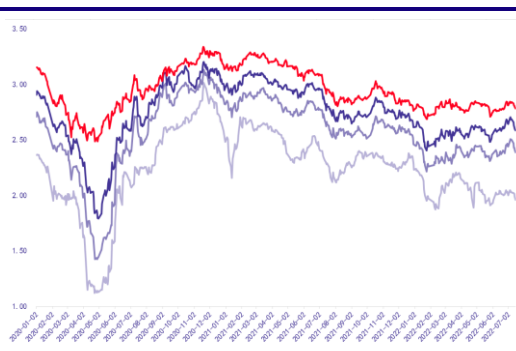


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 10: 国债收益率 (%)

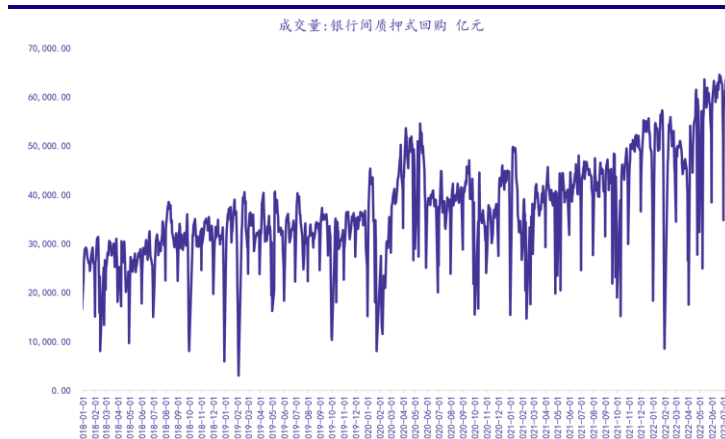


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 银行间质押式回购成交量 (亿)

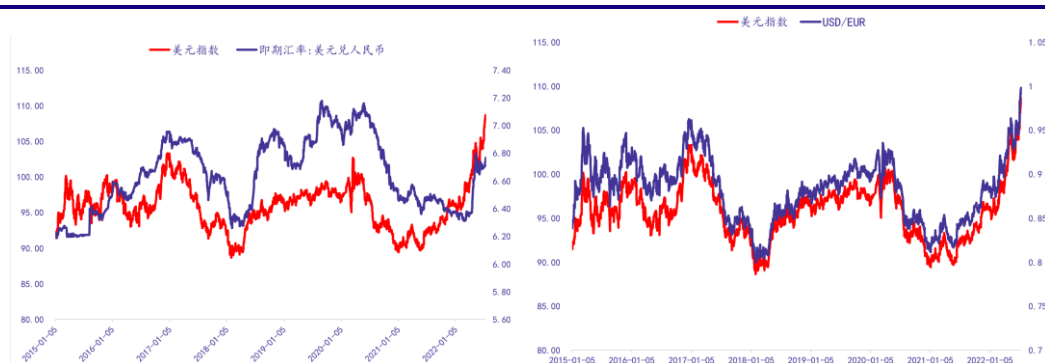


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数较上周继续上行至 107.98 的高位，兑人民币小幅升值，中美央行流动性继续错位。美元指数在紧缩叠加衰退预期之下表现强劲，本周的 CPI 和上周的非农数据牢牢将美联储按在紧缩之路上。欧洲央行在 7 月停止资产购买计划中的净购买并且加息 25bps 的计划不变，同时 9 月也会加息，缩表暂时不在考虑中。同时，将推出反碎片化工具支持南欧国家债券（本周意大利政坛震荡，货币政策经验丰富的总理德拉吉可能辞职，为该国若隐若现的债务问题增加不确定性），欧洲更弱的基本面和加息与债务问题的碰撞使欧元兑美元跌破平价。日央行依然坚持收益率曲线控制，日元相比其他货币成本降低，虽然目前兑美元汇率仍在下滑，但利差交易未来可能重新青睐日元。美元指数已经处于绝对高位，在主要央行跟随加息后，美元指数未来有望下行。

图 12：美元兑人民币（元）

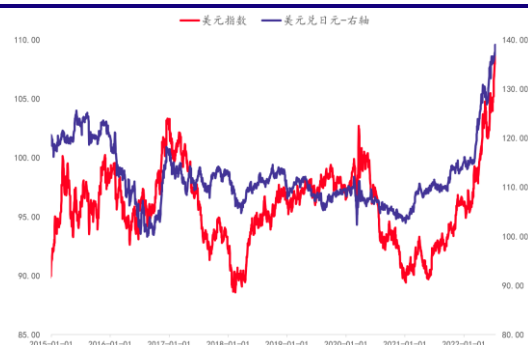
图 13：欧元与美元指数（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：美元兑日元（元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44065

