

南京银行资金运营中心金融市场研究部 王丽君 邓露 刘怡庆

内容摘要：

宏观经济方面，7 月数据显示在 6 月短暂的反弹后，经济下行压力再度增大。尤其是地产投资的加速下行，对相关行业的需求减弱，使得上下游产业链的生产增速也放缓。同时制造业投资逐步进入去库存周期，消费反弹也较为乏力，使得经济数据整体不及预期。7 月表现较为亮眼的主要为基建投资和汽车制造业，基建仍然保持较高增速，汽车行业呈现供需两旺的局面，对经济形成一定支撑。

8 月以来资金利率多下行，仍然处于低位，政策利率超预期下调 10bp，传递出引导资金流向实体和推动降低企业综合融资成本的信号。向后看，货币政策预计仍以稳增长为主要目标，经济下行压力较大，短期内恐难收紧。但同时也面临海外货币政策收紧以及结构性通胀上行的压力，继续宽松的空间有限。预计资金面保持合理充裕，资金利率缓慢向政策利率回归。广义流动性方面，随着地产低位企稳及政策性银行开发性金融工具的发行，预计社融增速将再度回升。

7 月以来收益率整体下行，主要原因一是经济下行压力增大，地产停贷使得预期更为悲观；二是资金面始终保持宽松，政策利率再度下调。向后看，从经济基本面来看，内外需仍有下行压力，短期内基建和汽车有一定支撑，基本面对债市有利。实体经济融资需求仍然较弱，使得狭义流动性被动宽松，资金利率向政策利率的收敛预计较为缓慢。海外货币政策加速收紧，短端中美利差倒挂幅度加大，资金流出压力仍存。目前债市收益率下行至震荡区间的下沿，做多情绪浓厚。建议交易盘谨慎追多，可择机做窄期限利差。配置盘继续盘活存量、结构调整，配置品种目前 3Y、7Y 政金债较优。

目录

一、宏观经济：经济下行压力增大，地产拖累显著	3
（一）地产持续形成拖累，制造业及消费反弹乏力	3
1、地产投资拖累固定资产投资加速下行。	3
2、地产竣工开始回升，销售受停贷影响降幅较大。	4
3、消费反弹幅度不及预期，6月促销形成挤出。	6
4、失业率继续下降，结构性矛盾仍然突出。	6
5、出口延续反弹趋势，贸易顺差创新高	7
（二）生产：地产相关行业受到拖累，汽车制造业增速回升。	10
（三）CPI 继续上行，PPI 延续下行趋势。	11
1、食品价格带动 CPI 环比上涨。	12
2、三季度 CPI 维持高位，PPI 延续下行趋势。	12
二、流动性及货币政策：资金面宽松，央行超预期降息。	14
（一）流动性回顾：隔夜维持在 1%附近，资金利率整体下行。	14
（二）金融数据：社融大幅低于预期，实体需求亟待提振	18
（三）二季度货币政策：结构性通胀压力加大，丰富完善结构性货币政策工具	19
（四）下阶段流动性展望：加大实体经济信贷支持，资金利率缓慢回归。	20
三、利率债策略：区间下沿谨慎追多，择机做窄期限利差。	20
（一）利率债走势回顾	20
1、收益率整体下行。	20
2、隐含税率继续下行。	23
（二）利率债影响因素分析	23
1、疫情反复、地产投资加速下行，经济下行压力增大。	23
2、下半年通胀中枢上移，对货币政策影响有限。	23
3、社融增速回落，融资需求较差。	24
4、资金被动宽松，银行间杠杆持续攀升。	25
5、后续利率债供给规模低于往年，机构存在一定配置压力。	26
6、中美利差短端倒挂幅度加重，债市资金流出压力仍然较大。	27

一、宏观经济：经济下行压力增大，地产拖累显著

7 月份以来，经济在短暂的反弹后再度回落。7 月经济数据显示下行压力再度加大，地产对供需两端的拖累显著，制造业逐步进入去库存阶段，消费反弹也较为乏力。

从 PMI 指数来看，制造业 PMI 在连续 2 个月环比上升后再次下降，且落入 50% 以下，表明经济运行受国内疫情散发、多地高温等因素影响有所波动。分项指数变化显示，7 月市场需求有所回落，企业生产经营活动放缓。但企业成本压力明显下降，就业保持相对稳定，新动能仍保持上升势头。非制造业保持较好的恢复节奏，就业相对稳定，企业成本压力趋缓，但需求恢复的稳定性偏弱。行业来看，随着政府扶持政策效果的持续释放，投资相关活动持续向好；停贷风波背景下，各地政府积极推动“保交楼”，地产相关活动改善；商品流通趋于顺畅，接触型服务业活动继续加快恢复。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

	PMI	生产	新订单	新出口 订单	在手 订单	产成品 库存	采购量	进口	出厂 价格	购进 价格	原材料 库存	从业 人员	配送 时间	经营 预期
2022-07	49.0	49.8	48.5	47.4	42.6	48.0	48.9	46.9	40.1	40.4	47.9	48.6	50.1	52.0
2022-06	50.2	52.8	50.4	49.5	44.2	48.6	51.1	49.2	46.3	52.0	48.1	48.7	51.3	55.2
变动	-1.2	-3.0	-1.9	-2.1	-1.6	-0.6	-2.2	-2.3	-6.2	-11.6	-0.2	-0.1	-1.2	-3.2

(一) 地产持续形成拖累，制造业及消费反弹乏力

1、地产投资拖累固定资产投资加速下行。

1-7 月，固定资产投资累计同比增速为 5.7%，增速较前值（6.1%）下降 0.4 个百分点。固定资产投资增速加速下行，主要受地产投资和制造业投资的拖累。

从当月增速来看，固定资产投资增速整体从 5.62% 下降至 3.75%，降幅为 1.87

个百分点。其中地产和制造业降幅最大，基建投资增速小幅下行。向后看地产投资短期内预计维持低位，制造业投资进入去库存周期，基建投资仍然是支撑固定资产投资的主要因素。

图表 2 固定资产投资当月同比增速 (%)

指标名称	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建
2022-07	3.75%	-12.33%	7.55%	11.48%
2022-06	5.62%	-9.41%	9.92%	12.04%
2022-05	6.21%	-4.02%	10.60%	8.16%

从制造业各行业来看，7月多数行业累计同比增速下行，上行幅度较大的主要为医药制造业和汽车制造业。主要受疫情相关需求上升以及汽车消费刺激政策提振。其余多数行业累计同比增速下行。

2、地产竣工开始回升，销售受停贷影响降幅较大。

2022年7月，房地产投资累计增速-6.4%，较前值（-5.4%）下降1个百分点。当月同比增速从-9.4%下降至-12.3%，地产投资延续下行趋势。

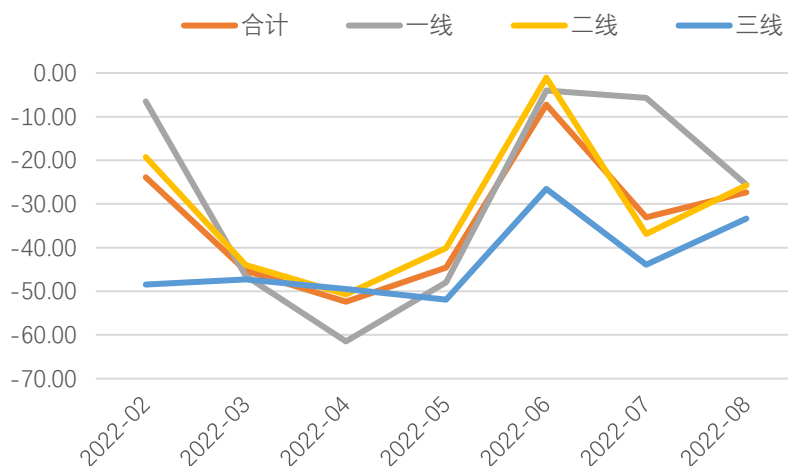
从当月增速来看，竣工和购地面积当月同比增速有所上行，其余分项继续下行。具体来看，竣工增速和购地面积增速分别回升4.7、5.5个百分点，与7月份停贷风波以来，各地纷纷出台保交楼政策有关。地产销售和新开工增速继续下行，显示7月份房地产市场仍然很低迷，尤其是销售增速受停贷影响降幅较大。

图表 3 房地产分项当月同比增速 (%)

房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源	购地面积
2022年7月	-28.88	-12.33	-45.39	-36.01	-25.82	-47.33
2022年6月	-18.28	-9.41	-45.08	-40.73	-23.59	-52.81
变动	-10.6	-2.9	-0.3	4.7	-2.2	5.5

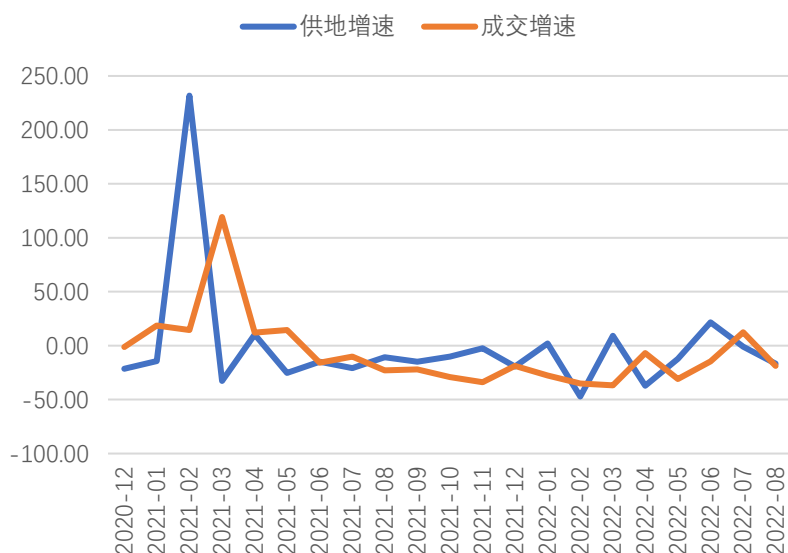
30大中城市地产销售数据显示，8月份地产销售增速有所回升，同比增速从-33%回升至-27.3%。其中一线城市销售增速下行，二、三线城市销售增速反弹。具体来看，一线城市销售同比增速从-5.73%下降至-25.55%，二线城市销售同比增速从-36.85%反弹至-25.69%，三线城市销售同比增速从-43.92%反弹至-33.34%。二、三线城市销量的回升显示近期的保交楼及限购放松政策对预期有所提振。

图表 4 30 大中城市日均成交面积同比增速 (%)



从土地成交情况来看，7 月土地市场成交增速有所反弹，但 8 月上旬再度下滑。8 月每周成交面积为 1218 万平，较 7 月的 2347 万平下降，同比增速从 12.55% 下降至-18.78%。供地面积增速同步下降，每周平均供地面积从 7 月的 2174 万平下降至 1954 万平，同比增速从-0.92%下降至-16.54%。

图表 5 100 大中城市土地成交面积同比增速 (%)



向后看，随着7月政治局会议提出落实地方政府责任保交楼，预计各地将陆续出台解决方案，带动竣工增速继续回升。但销售增速的回升可能较为缓慢，一方面各地限购、首付比例等逐步放开能够对销售有所提振，但另一方面居民资产负债表仍处于修复过程中，收入预期下降，倾向于多储蓄、少投资，购房

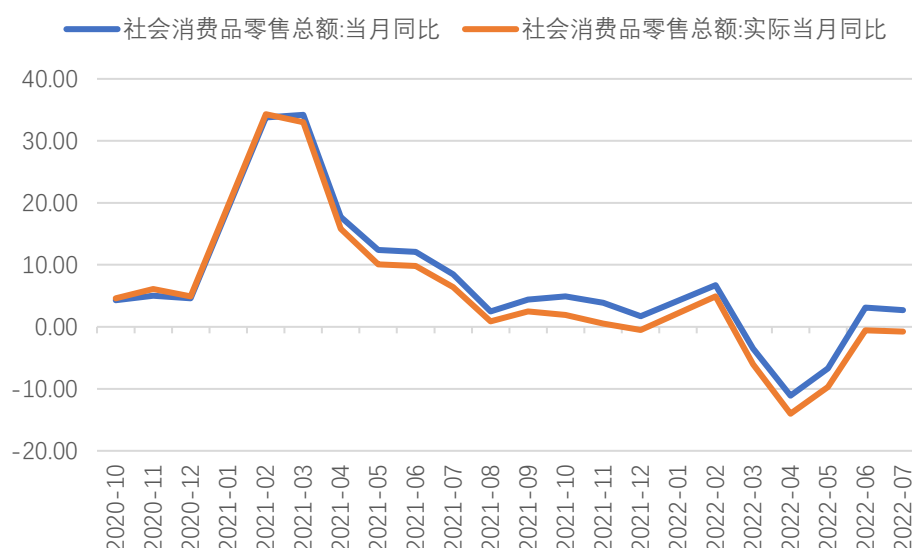
热情较低，将使得销售回升较为缓慢。

3、消费反弹幅度不及预期，6月促销形成挤出。

7月消费当月同比增速从3.1%回落至2.7%，低于市场预期。

从细项看，7月消费增速回升的分项主要有餐饮、家电家具、金银珠宝，其余分项增速均回落。主要呈现以下特点：一是线下消费继续修复，餐饮当月同比增速从-4%反弹至-1.5%。二是6月促销活动对7月消费形成一定挤出，化妆品、日用品类消费增速降幅较大，分别回落7.4、3.6个百分点。三是汽车消费增速高位回落，从13.9%下降至9.7%。

图表6 社会消费品零售总额当月同比增速（%）



向后看消费增速的反弹可能较为曲折，一方面疫情期间居民预防性储蓄意愿较强，消费意愿恢复较慢。另一方面近期奥密克戎在多地反弹，对居民出行、旅游等行业也形成不利影响。但汽车消费数据较好，7、8月乘用车销量增速均保持高位，能够对消费形成一定提振。

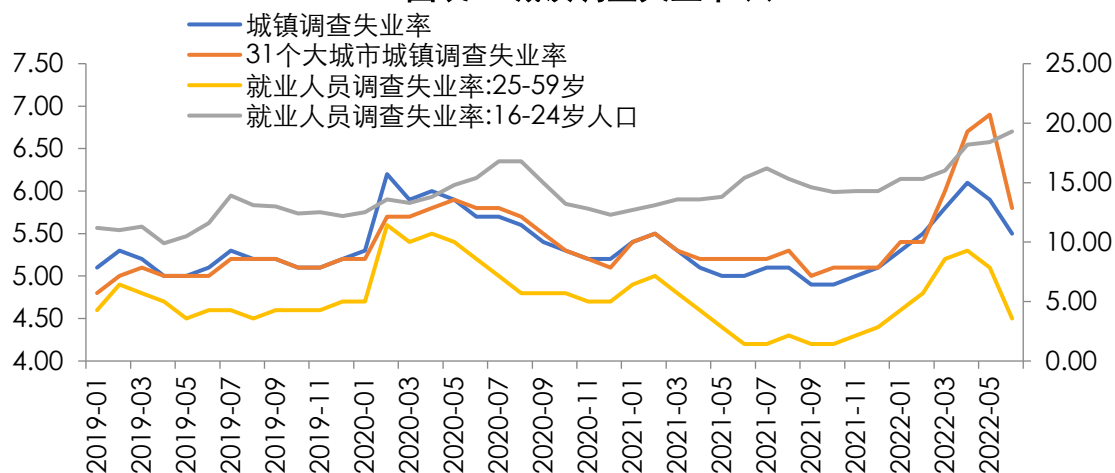
4、失业率继续下降，结构性矛盾仍然突出。

7月，全国城镇调查失业率5.4%，较6月下降0.1个百分点。31个大城市

城镇调查失业率为 5.6%，较前值下降 0.2 个百分点。

7 月调查失业率延续下行趋势，但年龄结构矛盾仍然突出。16-24 岁群体调查失业率从 19.3% 进一步上升至 19.9%，25-59 岁群体人口调查失业率从 4.5% 下降至 4.3%。青年团体失业率继续攀升，与毕业季季节性升高也有关系，8 月预计能够从高位逐步回落。

图表 7 城镇调查失业率(%)



从PMI指数看，7月PMI从业人员再度下降，从48.7%下降至48.6%。BCI企业招工前瞻指数小幅反弹，从51.67%反弹至55.64%，显示中小企业用人需求有所改善。

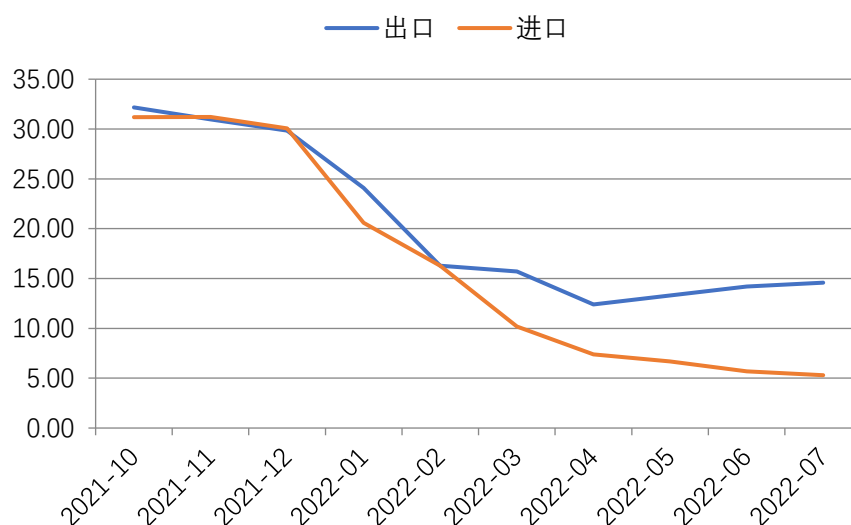
5、出口延续反弹趋势，贸易顺差创新高

从进出口数据来看，7月出口韧性延续，出口增速超预期反弹，但进口增速低于预期，显示内需较为疲弱，贸易顺差继续扩大。

(1) 出口继续反弹，国内产业链竞争优势仍然较强。

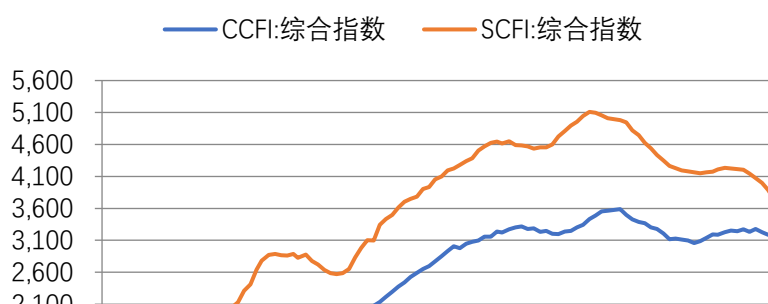
按美元计，7月份出口累计同比增速为14.6%，较前值提高0.4个百分点，出口增速延续反弹趋势。当月出口同比增速为18%，较前值小幅反弹0.1个百分点。

图表 8 中国进出口累计增速（以美元计，%）



7月出口增速高于预期。主要拉动一是前期积压订单的反弹，二是海外出行类产品需求较好，三是汽车行业出口保持较高景气度。预计短期内上述三点仍然能够对出口形成一定支撑。但从高频数据来看，7月以来出口集装箱运价指数再度下行，显示海运需求逐步下降。发达经济体PMI也持续回落，外需下行将对出口形成拖累。

图表 9 集装箱运价指数走势 (%)



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_45387

