

## 宏观周观点

2022 年 8 月 22 日

**央行降利率回升资金 债券人民币齐跌**

宏观周观点 20220822

## 核心内容:

- **四川限电短暂影响工业生产** 由于四川限电主要是事件性的因素到来,所以虽然限电暂时影响了生产,但其影响是阶段性的,未来会弥补回来。四川是水电大省,能源供给结构有特殊性,而全国来看电煤并不特别短缺,年末供电仍然充足。
- **新能源汽车消费政策延续,政策性银行助力“保交楼”** 8月18日国常会部署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本的措施,加大金融支持实体经济力度;决定延续实施新能源汽车免征车购税等政策,促进大宗消费。降低企业和消费者借贷成本的措施和周一的降息相呼应,暗示 LRP 的下调。地产近期承压,5年期 LPR 下行,政策偏向“保交楼”与促房地产消费。
- **美联储纪要鹰鸽参半,市场对紧缩预期上升** 6 美联储 7 月份 FOMC 会议纪要显示会议前调查的市场预期相对稳定:随着大宗商品价格下降,通胀 2023 年会下行,长期回到 2%是可能的;市场基本期待 7 月加息 75bps,9 月加息至少 50bps,预期利率终点 3.4%附近。
- **央行降低利率,缩量续作 MLF,国内债券收益率下行,人民币跌破 6.8** 央行降低公开市场操作利率以及 MLF 操作利率 10bps,但 MLF 缩量续作,货币市场利率小幅上行。国内债券收益率受到国内经济下滑预期的影响和央行在货币市场降息,使得国内债券收益率大幅走低。国债 30 年期收益率下滑最快,10 年期下滑 16bps。鉴于美元指数再次上行,国内受到四川限电和疫情影响,美元兑人民币汇率再次跌破 6.8 元,人民币汇率未来仍然压力重重。
- **猪肉上行,蔬菜平稳** 本周猪肉价格小幅上涨,从市场反馈看,北方养殖户出栏积极性有所提高,屠宰企业生猪采购难度降低,导致北方猪价涨势有所收窄企稳。但能繁母猪 7 月增加至 4,298 万头,中长期供给充足,产能转化需要时间。综合来看,猪价此前的高增速不会持续,下半年带动通胀温和上行概率较大。
- **大宗商品价格下跌,库存下行** 本周国际油价小幅下降。全球经济数据的下滑减弱了需求预期,但欧佩克仅象征性增产,价格仍在博弈中。山东地炼开工率由上周的 66.23 小幅回落至 65.22。高炉开工率上行,生产稍有回升,钢铁库存继续下行,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,钢铁价格仍然下跌。

## 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 | 8月22日（周一） | 中国8月一年、五年期贷款市场报价利率(%)                                            |
|    | 8月22日（周一） | 英国8月CBI工业出口订单差值                                                  |
| 欧洲 | 8月23日（周二） | 法国、德国、英国、欧元区8月Markit制造业PMI初值、欧元区8月消费者信心指数初值                      |
|    | 8月24日（周三） | 英国8月CBI零售销售差值(0824-0825)                                         |
|    | 8月25日（周四） | 德国第二季度季调后GDP季率修正值(%)、德国8月IFO商业景气指数                               |
|    | 8月26日（周五） | 德国9月GfK消费者信心指数、欧元区7月家庭贷款年率(%)                                    |
| 美国 | 8月22日（周一） | 美国7月芝加哥联储全国活动指数变动                                                |
|    | 8月23日（周二） | 美国7月营建许可月率修正值(%)、美国8月Markit制造业PMI初值、美国7月季调后新屋销售年化总数(万户)          |
|    | 8月24日（周三） | 截至8月19日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国7月耐用品订单月率初值(%)、美国7月季调后成屋签约销售指数月率(%) |
|    | 8月25日（周四） | 美国截至8月20日当周初请失业金人数(万)、美国第二季度实际GDP年化季率修正值(%)                      |
|    | 8月26日（周五） | 美国7月个人支出月率(%)、美国7月PCE物价指数年率(%)                                   |
|    | 8月26日（周五） | 日本8月东京CPI年率(%)                                                   |
| 其他 | 8月26日（周五） | 日本8月东京CPI年率(%)                                                   |

## 目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、四川限电暂时影响工业生产 .....             | 3  |
| 二、新能源汽车消费政策延续，政策性银行助力“保交楼” ..... | 3  |
| 三、美联储纪要鹰鸽参半，市场对紧缩预期上升 .....      | 4  |
| 四、国内债券收益率下行，人民币跌破6.8 .....       | 6  |
| 五、猪肉上行，蔬菜平稳 .....                | 8  |
| 六、大宗商品价格下跌，库存下行 .....            | 9  |
| （一）能源价格继续下跌 .....                | 9  |
| （二）钢铁价格回落，库存下行 .....             | 11 |

## 一、四川限电暂时影响工业生产

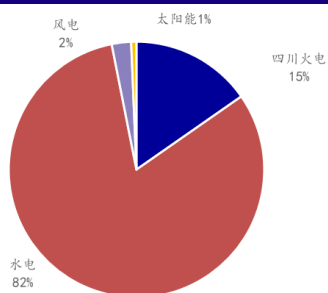
8月14日,为确保电网安全与民生用电,不出现拉闸限电情况,四川省经信厅和国网四川省电力公司联合发布《关于扩大工业企业让电于民实施范围的紧急通知》,要求所有工业用电企业从8月15日到20日生产全停6日,部分严重的去可能延续到8月25日。

四川限电主要是突发因素为主。四川是水电大省,今年不正常的高温少雨是使得四川今年水资源欠缺。6月以来高温热浪席卷四川,截至8月17日,高温持续66天,为1961年以来持续时间最长。高温带来了用电需求大幅增加,同时水电供应大幅下降。四川平均降水量和主要江河水量相比去年大幅减少,四川多个水电站运行水位都创下了历史新低。

在这种情况下四川工业生产会受到一定程度的影响,但如果限电时间不长,之后生产仍然可以弥补。四川的GDP占全国GDP的4.7%,四川的暂时停产对于全国经济影响有限。

四川的限电与2021年全年限电有很大的不同。四川的能源结构特殊,使得四川受到事件性影响(高温)冲击较大。随着时间过去,高温天气逐步缓解,四川用电量下降,供需矛盾会有所缓和。我国仍然是火电大国,而火电用煤并不紧张,对于年末电煤以及发电量无需担忧。

图 1: 四川能源结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、新能源汽车消费政策延续, 政策性银行助力“保交楼”

李克强总理8月18日召开本月首次国常会, 署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本的措施, 加大金融支持实体经济力度; 决定延续实施新能源汽车免征车购税等政策, 促进大宗消费。降低企业和消费者借贷成本的措施和周一的降息相呼应, 暗示 LRP 的下调。地产近期承压, 5 年期 LPR 在 8 月 22 日下调 15 基点至 4.3%, 政策偏向“保交楼”与促房地产消费。

新能源汽车还是消费重要抓手。“一是将已两次延期实施、今年年底到期的免征新能源汽车购置税政策, 再延期实施至明年底, 预计新增免税 1000 亿元。二是保持新能源汽车消费其他相关支持政策稳定, 继续免征车船税和消费税, 在上路权限、牌照指标等方面予以支持。三是建立新能源汽车产业发展协调机制, 坚持用市场化办法, 促进整车企业优胜

劣汰和配套产业发展，推动全产业提升竞争力。大力推进充电桩建设，纳入政策性开发性金融工具支持范围”。

另外，住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门近日向媒体表示<sup>1</sup>正出台措施，完善政策工具箱，通过“政策性银行专项借款方式”支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。各部门的联合表态表明中央开始亲力亲为支持保交楼，虽然房企在地方政府的配合下仍是保交楼的责任主体，但房企获得帮助的渠道在地方地产纾困基金等基础上进一步拓宽。

监管强调了本次专项借款精准聚焦“保交楼、稳民生”，严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付，实行封闭运行、专款专用。通过专项借款撬动、银行贷款跟进，支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。专项贷款的标准严格，更像是地方保交付手段后的又一道防线，可能对仅靠地方力量确实难以为继的项目才会发放。除了直接纾困外，专项贷款注重于撬动更多的银行资金缓解压力，在银行流动性充裕的背景下，中央偏积极的信号有利于银行和房企间信贷梗阻的缓解。在房地产继续下滑的当下，稳定交楼才能遏制消费者购房信心的进一步恶化，带动预期回暖，为稳经济助力。

### 三、美联储纪要鹰鸽参半，市场对紧缩预期上升

关于金融市场情况，美联储7月份FOMC会议纪要显示会议前调查的市场预期相对稳定：随着大宗商品价格下降，通胀2023年会下行，长期回到2%是可能的；市场基本期待7月加息75bps，9月加息至少50bps，预期利率终点3.4%附近，2024利率2.4%，对通胀的估计有所下降。流动性方面，隔夜逆回购（ONRRP）用量上行主要由于短期国债发行量减少和不确定性导致的短期投资需求上升，未来将会下降。9月缩表按计划提升至600亿国债和350亿MBS，但实际操作可能低于计划数量。隔夜逆回购的高用量反映货币市场基金并未很好的给银行承接缩表卖出的证券提供流动性，银行准备金仍在消耗，对按计划缩表构成一定压力。

参会美联储官员对当前经济形式的讨论认为经济实际比二季度GDP初值要好，引导仍偏乐观。虽然居民消费、房地产、商业投资、工业生产都比2021年明显下滑，但劳动市场很强。地产的下行反映总需求放缓，消费下行的原因包括刺激性政策退坡、实际收入受通胀压缩和对一些物品需求的下降，外部经济下行更不利于美国出口。一些委员表示他们联系的企业有的认为劳动市场供需不平衡在改善，能较好招聘和保留劳动力的企业涨工资压力减弱。委员们认为经济比GDP数据反映的要好，最终二季度GDP数据可能会上修。通胀方面，委员们担忧能源价格下行只是短期缓解因素，供给端仍有一定限制，降低总需求对控制通胀至关重要。由于长期通胀预期稳定，美联储暂不担心工资物价螺旋，但大宗商品仍可能构成价格向上的压力。全体委员都同意7月加息75bps，纪要的重点还是关于未来的讨论：

1. 加息还是灵活取决于经济数据（全体委员，中性）
2. 委员们都同意未来某个时点放缓加息节奏并评估影响是合适的（全体委员，鸽）
3. 部分委员认为当利率达到足够的限制性水平后，应该在该水平维持一段时间以确保通胀向2%靠拢。（部分委员，鹰）
4. 当前货币政策对物价和实体经济的影响还没有完全传导。（全体委员，中性偏鸽）

<sup>1</sup> 多部门出台措施推进“保交楼、稳民生”工作\_滚动新闻\_中国政府网 (www.gov.cn)

5. 利率进入限制性区域是合适的，从风险控制角度考虑，如果通胀比预期的高，美联储加息至限制性区域后位置更有利。委员们都认为一个重要风险是**如果民众质疑美联储控通胀的决心，那么控通胀会变得更困难**。（全体委员，鹰）

6. **部分委员担心加息控制物价的幅度可能超过必要的水平**。（部分委员，鸽）

总体上，美联储声调边际转鸽，但总体维持鹰派。加息的终值范围暂时没有抬升，也比较符合市场预期，而加息的节奏可能放缓。纪要最重点的两个信息第一是利率达到限制性水平后，如果通胀没有显著放缓则很可能坚持不降息，所以在经济和通胀不超预期回落的情况下，明年上半年不宜期待降息；第二是部分委员对过度加息的担忧可能意味着未来单次加息的力度有望缓和。虽然纪要新信息鹰鸽参半，但美联储的紧要任务还是展现鹰派态度，向民众传达控通胀决心。

图 2：市场对降息预期延后

| 7月非农数据超预期后            |         |         |         |         |         | 7月 FOMC 会议纪要公布后       |         |         |         |         |         |         |         |         |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         | MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |
| MEETING DATE          | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | MEETING DATE          | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 |
| 2022/9/21             | 0.0%    | 28.5%   | 71.5%   | 0.0%    | 0.0%    | 2022/9/21             | 0.0%    | 60.0%   | 40.0%   | 0.0%    | 0.0%    |         |         |         |
| 2022/11/2             | 0.0%    | 0.0%    | 16.3%   | 53.0%   | 30.7%   | 2022/11/2             | 0.0%    | 0.0%    | 31.1%   | 49.6%   | 19.3%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2022/12/14            | 0.0%    | 0.0%    | 3.1%    | 23.2%   | 48.8%   | 2022/12/14            | 0.0%    | 0.0%    | 4.4%    | 33.7%   | 45.3%   | 16.5%   | 0.0%    | 0.0%    |
| 2023/2/1              | 0.0%    | 0.0%    | 2.4%    | 19.0%   | 43.4%   | 2023/2/1              | 0.0%    | 0.0%    | 3.0%    | 24.1%   | 41.5%   | 26.0%   | 5.4%    | 0.0%    |
| 2023/3/15             | 0.0%    | 0.0%    | 2.2%    | 17.5%   | 41.2%   | 2023/3/15             | 0.0%    | 0.0%    | 2.0%    | 17.1%   | 35.7%   | 31.1%   | 12.2%   | 1.8%    |
| 2023/5/3              | 0.0%    | 0.4%    | 5.1%    | 22.0%   | 39.3%   | 2023/5/3              | 0.0%    | 0.1%    | 2.6%    | 17.9%   | 35.5%   | 30.3%   | 11.8%   | 1.7%    |
| 2023/6/14             | 0.2%    | 2.7%    | 13.2%   | 30.3%   | 33.3%   | 2023/6/14             | 0.0%    | 0.7%    | 6.3%    | 22.2%   | 34.3%   | 25.9%   | 9.4%    | 1.3%    |
| 2023/7/26             | 1.1%    | 6.6%    | 19.6%   | 31.4%   | 27.1%   | 2023/7/26             | 0.2%    | 2.0%    | 10.0%   | 25.0%   | 32.3%   | 22.0%   | 7.5%    | 1.0%    |

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

市场方面，当天股市下行，美债利率上升。同一天的零售数据同比 10.28% 的高增速是由于低基数，环比季调后仅有 0.03%，不季调则负增长；建材和汽车销售放缓明显，加油站消费减少主因大概率是油价下降，食品继续上行。消费数据和美联储纪要都显示尽管经济下行，速度却没有预期那么快，市场在纪要公布前主要关注了鸽派信息，其对美联储更快转鸽并放缓加息的期待在纪要中的鹰派讨论公布后显得过分乐观，新的 CME 数据反映了明年预期降息时点的推后。通胀和劳动市场数据依然支持继续紧缩，核心通胀的粘性意味着总需求还要降低，衰退依然在路上。美债仍处于机会期，美股在 7 月 FOMC 会后的偏乐观情绪下已有不少反弹，后期还需警惕经济持续下滑后公司盈利表现，下周鲍威尔在杰克森霍尔会议上的表态也可能对估值构成短期冲击。

表格 1：FOMC 重点内容



|         | 2022-06 FOMC会议重点                                                                                                                                                                                                                                     | 2022-07 FOMC会议重点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 经济和就业状况 | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 整体经济活动在二季度环比下滑后再次加速，消费仍然旺盛，但是二季度商业固定资产投资开始放缓，房地产业活动也由于大幅上行的固定房贷利率而有所缓和</li> <li>2. 劳动力市场十分紧张，新增就业强势，失业率保持低位；PCE通胀和失业率预期上调</li> <li>3. 中国疫情封锁的影响仍可能使供应链进一步恶化</li> <li>4. 俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响</li> </ol>   | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 近期的支出和生产指标已经弱化；消费支出由于降低的实际可支配收入和收紧的金融条件放缓，房地产业活动由于房贷利率上行走弱，二季度商业固定资产投资也已经下行</li> <li>2. 劳动力市场十分紧张，失业率达到50年低点，职位空缺是历史高位，工资上涨，这反映总需求依然强劲</li> <li>3. 剔除中国疫情封锁影响使供应链进一步恶化的表述</li> <li>4. 俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响</li> </ol>                                                                                            |
| 通胀      | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 通胀已经过高，控制通胀是最首要的（overarching）目标，维持强劲并使所有人受益的就业市场需要控制通胀</li> <li>2. 今年来首次提及CPI增速</li> <li>3. 俄乌冲突造成的汽油和粮食涨价以及中国疫情相关的封锁正加大通胀压力</li> </ol>                                                                    | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 通胀已经过高，虽然近期经济活动放缓但总需求依然较强，供给限制比预期的更大且更持久</li> <li>2. 在PCE基础上继续提及CPI增速</li> <li>3. 尽管一些商品价格近期有所放缓，俄乌冲突造成的汽油和粮食涨价正加大通胀压力</li> <li>4. 控制通胀回到2%目标的过程可能伴随着低于正常趋势的经济增长和劳动力市场情况的弱化</li> </ol>                                                                                                                            |
| 货币政策    | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 联邦基金利率增加75bps至1.50%-1.75%（一位票委反对）</li> <li>2. FOMC预测的2022年底利率中位数是3.4%；对未来两年利率的预测中位数为3.8%和3.4%</li> <li>3. 缩表按照之前公布的计划进行</li> <li>4. 继续加息将是合适的，未来货币政策取决于相关数据的变化</li> <li>5. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化</li> </ol> | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 联邦基金利率增加75bps至2.25%-2.50%（全体票委同意）</li> <li>2. 加息将按逐次会议方式决定，下次会议再次有不寻常的高加息仍是可能的，但取决于数据变化，通胀变化仍可能超预期</li> <li>3. 随着货币政策持续收紧，未来放缓加息节奏以评估对经济和通胀的影响可能是合适的</li> <li>4. 部分委员认为当利率达到足够的限制性水平后，应该在该水平维持一段时间以确保通胀向2%靠拢</li> <li>5. 部分委员担心加息幅度可能超过必要水平</li> <li>6. 缩表按照之前公布的计划进行</li> <li>7. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化</li> </ol> |

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

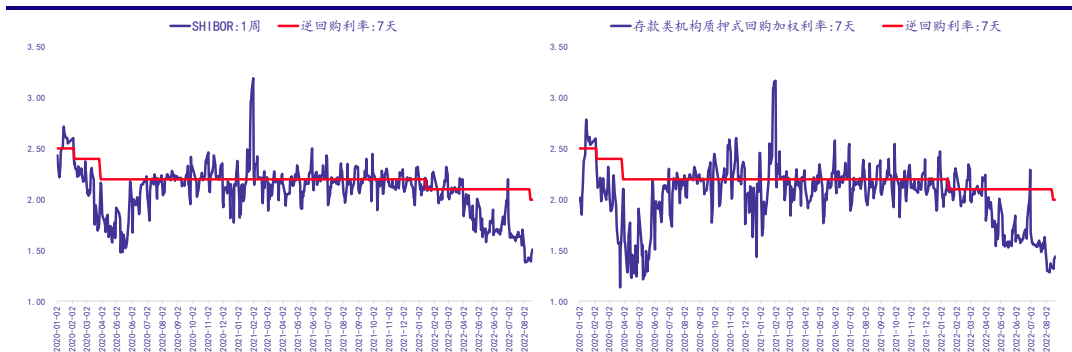
## 四、国内债券收益率下行，人民币跌破6.8

本周短期流动性依然相对宽裕，公开市场投放100亿元，回笼100亿元，净投放0亿元。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56.09bps。8月15日央行将OMO和一年期MLF下调10bps至2.00%和2.75%，但对到期的6000亿MLF仅缩量续作4000亿。央行的意外降息可能一方面是由于7月社融和经济数据在疫情扰动下较弱，“经济恢复基础不牢”致单边恢复的预期被打破，故而需要降息支持稳经济；另一方面，下周LPR的报价也会受引导而下调，有利于进一步降低融资成本、帮助消费和房地产修复、释放银行间淤积流动性。而MLF的缩量续作后货币市场利率上行，央行在有意回收货币。

8月19日，SHIBOR隔夜收于1.2110%，比上周同期上行16.7bps，7天利率收于1.5090%，比上周上行9.60bps。存款类机构质押式回购7天加权利率收于1.4391%，比上周上行9.05bps。当周平均银行间质押式回购成交量6.8611万亿元。8月19日1年期、3年期、5年期国债分别收于1.7236%、2.2240%和2.3671%分别比上周变化-13.84bps、-11.15bps、-12.78bps，10年期国债收益率收于2.5800%，比上周下行-16.15bps。

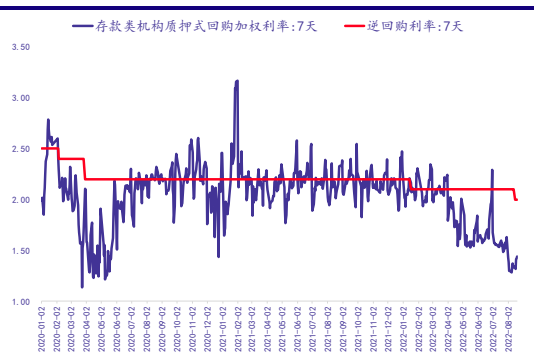
债券收益率下降，经济恢复不及预期和银行间流动性的宽松利于收益率在短期下行，等待经济继续恢复。稳增长前期已经为金融机构提供充裕流动性，负债端压力不大，资产业务仍然不振。8月高频数据目前显示经济依然受到疫情、高温和需求疲弱的困扰，仅靠降息对信贷派生的提振可能有限，房地产困境还需进一步政策支持。十年美债收益率上行至2.9790%，两年期3.2440%，继续保持倒挂，中长端收益率依然全线高于中国国债。

图 3: SHIBOR 利率 (%)



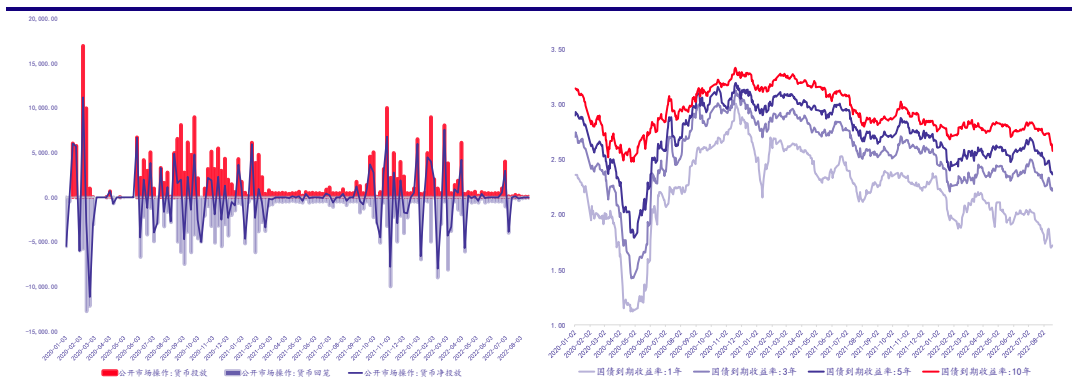
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

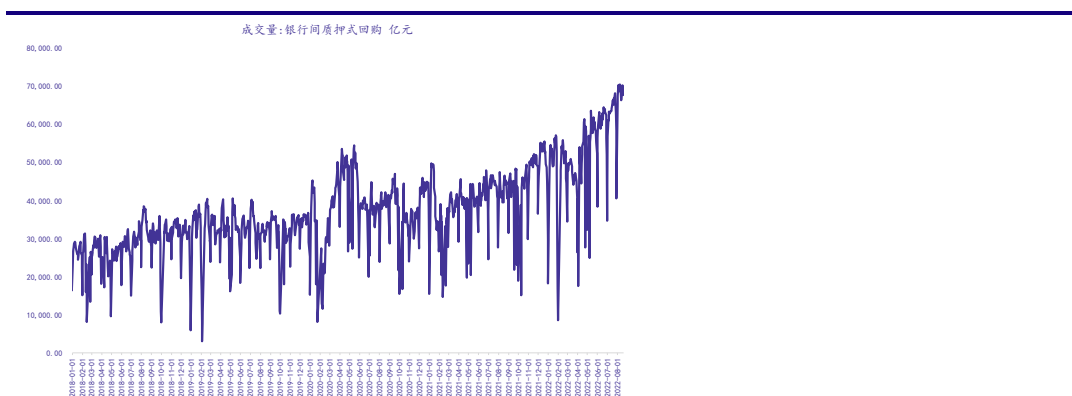
图 5: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 6: 国债收益率 (%)



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 7: 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

美元指数上行至 108.1102, 兑人民币略有升值, 中美央行流动性继续错位。美联储 7 月 FOMC 纪要显示其比市场预期更加鹰派, 加息到限制区间后可能会维持一段时间控制通胀, 紧缩预期回升下美元指数走强。中国经济数据不及预期、内需疲弱叠加美元指数走强

导致人民币年内首次跌破 6.8。欧洲央行预计 9 月加息，高通胀意味着加息幅度可能至少 50bps。美元兑日元升至 136.85，日央行坚持收益率曲线控制，日元对美元变动更敏感。

图 8：美元兑人民币（元）

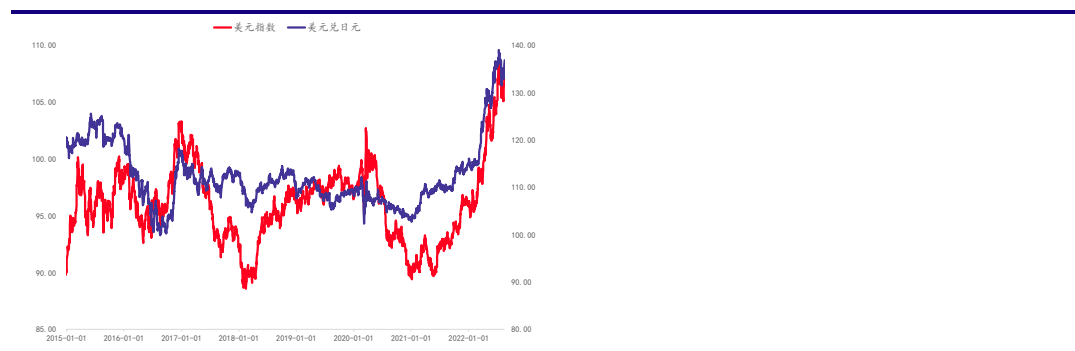
图 9：欧元与美元指数（%）



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 10：美元兑日元（元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 五、猪肉上行，蔬菜平稳

本周物价整体变化不大，但蔬菜价格跌幅明显。本周猪肉价格小幅上涨，从市场反馈

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\\_45526](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45526)

