



“弱预期”遇上“强现实”

2022 年 7 月 9 日

近期海外频繁交易衰退预期，近期大宗商品价格也在异动。

结合美国就业和国内通胀数据，我们发现，近期交易的是“弱预期”，即全球经济动能走弱；然而面临的是“强现实”宏观状态，即经济较强。

➤ 所谓“弱预期”，市场近期交易海外经济衰退。

近期美国的衰退担忧成为海外市场交易主线。

美国是本轮经济周期的发动机，对美国经济的担忧，本质上是担忧本轮经济周期是否步入衰退。

近期衰退交易同时在美债和大宗市场上体现。

美债利率从 6 月中旬高位回落，近期大宗价格也在快速下行。因为担心美国经济快速衰退，美股也经历了较大幅度回撤。

➤ 所谓“强现实”，海外经济数据一再强于预期。

先看海外就业数据，6 月美国就业状况显示当前美国经济非常强劲。

6 月美国新增非农就业 37.2 万人，高于预期的 26.5 万人。6 月美国失业率录得 3.6%，与 5 月份持平，基本处于历史最低水平。

美国职位空缺仍在历史高位水平，劳动力供需不平衡导致美国工资增速仍偏高。5 月份美国私人非农部门时薪的环比增速录得 0.31%，同比增速为 5.11%，均显著高于疫情前水平。

再看国内通胀数据，国内通胀结构同步印证当前现实供需基本面较有韧性。

金属类大宗价格涨跌更易受预期影响，能化类价格涨跌更多与现实紧密联动。6 月 PPI 同比中，能化类涨价，金属类跌价。反映近期大宗价格更多受交易层面扰动，而非实际供需状况。

6 月国内需求修复推进。6 月 CPI 反弹较快，猪肉价格上行之外，这个月通胀令人惊喜之处在于房租止跌回暖，或意味着就业数据改善值得期待。

➤ 未来猪肉价格推涨 CPI，然而单纯猪肉价格不会影响货币政策取向。

未来猪肉价格推动 CPI，这一点已经成为市场共识。后续猪肉价格上行幅度并能在多大程度推动 CPI，我们保持跟踪。目前市场存有分歧，CPI 是否破 3，破 3 之后是否会引发货币政策调整。尤其近期央行“地量”投放操作，放大市场对国内货币政策转向担忧。

我们认为，CPI 是否引发货币政策收紧，关键不在 CPI 的绝对水平。尤其当 CPI 仅由猪肉价格推涨，这种情况下，CPI 即便破 3，央行都不会因此收紧货币，典型参考时间段是 2019 年。我们更加关注的是核心通胀变动情况，因为核心通胀关系更广泛意义的居民物价，也真正表征实际经济修复状况。

➤ 再度提示“大通胀”趋缓的两重含义。

第一，大通胀尖峰时刻已经过去。

上半年全球经历了通胀“尖峰时刻”，经典表征是超预期通胀引发超预期美联储货币收缩，引发全球资本市场“地震”。

第二，大通胀趋缓阶段中需求强于预期。

下半年我们仍将面临大通胀的趋缓阶段。所谓趋缓阶段，即商品价格涨幅最快时期已过，同时海外经济体需求仍有一定韧性。因而大通胀趋缓阶段，大宗绝对价格，尤其原油能化价格仍偏高，通胀下行速度和斜率并不会太强。

大通胀趋缓或为中国资本市场提供一个更好的外部环境：海外需求韧性带动出口韧性，支撑中国经济增长；通胀尖峰时刻已过，全球流动性冲击消退。

➤ 风险提示：美联储加息节奏超预期风险；海外地缘政治风险；美国通胀失控风险；对美联储货币政策误判风险；国内经济走势超预期风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008
电话：15601683648
邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谢文迪

执业证书：S0100522060001
电话：18807906838
邮箱：xiewendi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017
电话：18221912539
邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 美国衰退可能会迟到——2022 年下半年海外经济展望
2. 迟暮的“大通胀”——2022 年下半年通胀展望
3. 大宗急跌和“大通胀”趋缓

目 录

1 居民通胀错位回归显示经济改善.....	3
2 上游通胀结构分化体现弱预期和强现实	5
3 美国就业增长强劲，疫情重启特征明显	6
4 就业市场供需不平衡持续，经济衰退预期降温	7
5 风险提示	8
插图目录	9

2022年7月9日，统计局公布2022年6月通胀数据。6月份，PPI同比读数6.1%，较上月下滑0.3pct；CPI同比读数2.5%，较上月上行0.4%。此外，PPI和CPI的环比读数均持平。

1 居民通胀错位回归显示经济改善

此次居民通胀进一步回暖符合预期，但是有3个特征，服务价格改善强于季节性，食品价格弱于季节性，房租价格环比转正，**这三点均显示了经济正处于修复通道当中。**

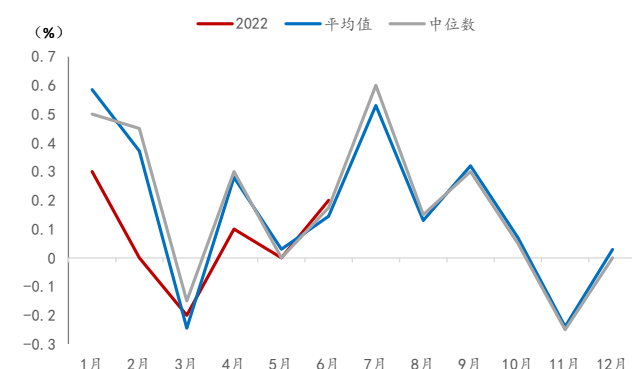
一是核心通胀改善超预期，体现疫后经济的修复。核心CPI同比增速在经历了7个月的下滑后首次企稳回升，其内核在于服务业的恢复。6月华东部分地区解封，服务业改善明显，飞机票和旅游价格分别上涨19.2%和1.2%，涨幅比上月分别扩大15.0和0.8个百分点，宾馆住宿价格由上月下降0.7%转为上涨0.3%。

二是食品价格弱于季节性，看似不佳，但实则反映供应链的恢复。今年4-5月因导致货运不畅，终端食品价格大幅上升。6月份物流恢复，水果、鲜菜等前期溢价较高的商品价格出现明显回调。

房租止跌回暖，就业数据改善值得期待。全国房租在经历了连续两个月的下跌后本月环比反弹。房租变化在一定程度上反映了居民部门所感受到的经济景气度变化，在过去两年与失业率息息相关，6月房租环比改善，可能预示着6月就业数据有所回暖。

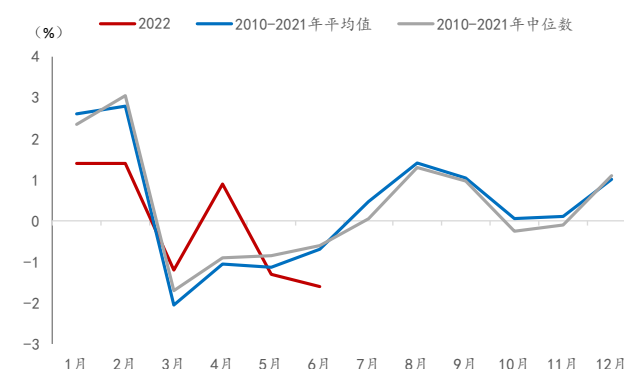
值得一提的是，6月底后猪价上涨较快，蓄肉类CPI同比下滑幅度也大幅收敛，但是猪价上涨最快的时候是7月初，因此猪肉对CPI的正向贡献尚未完全体现在6月数据中，预计7-8月对这一贡献将更为明显。

图1：服务项目CPI月环比强于季节性



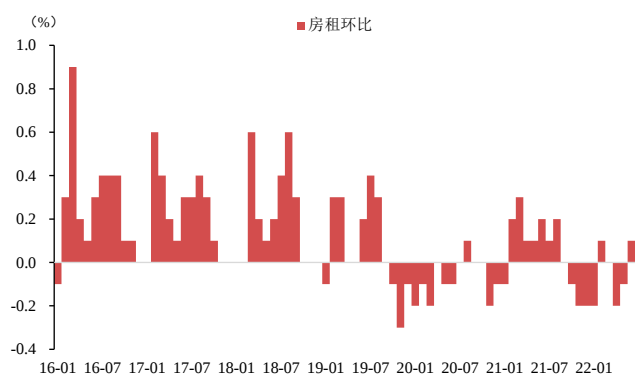
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：食品CPI月环比弱于季节性反映供应链恢复



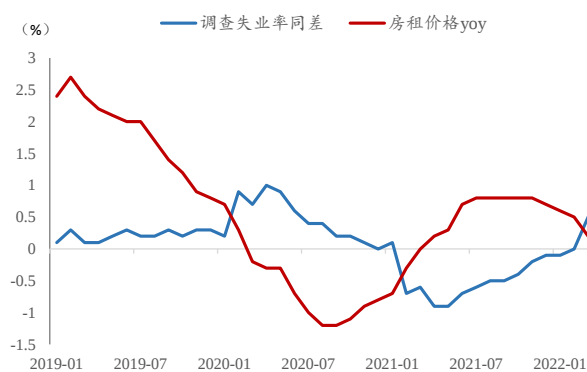
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：房租价格月环比转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：房租与失业率负相关



资料来源：Wind，民生证券研究院

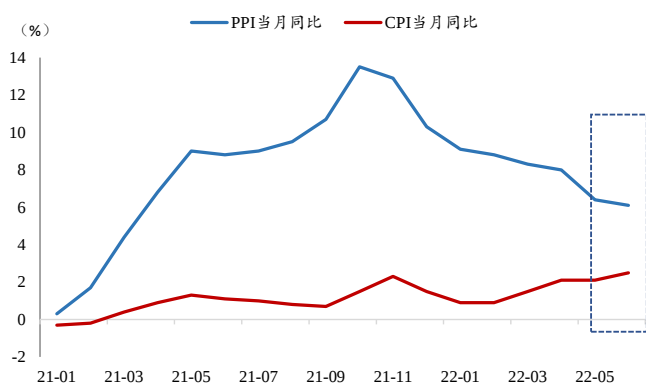
2 上游通胀结构分化体现弱预期和强现实

6月通胀数据中，PPI的结构呈现能化类涨价，金属类跌价的组合。

金属价格与预期密切相关，能源价格与现实关联度更大，且两者海内外表现同步，因而能化行业出厂价格和金属类价格的下跌主要本质上反映的是市场对后期经济看淡，但是当前需求仍具韧性。

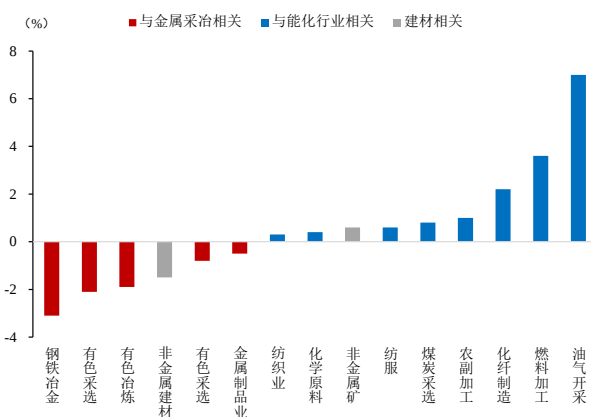
上游价格从广谱上涨到结构分化，证明上游通胀最强阶段已过，我们已步入“大通胀”趋缓阶段。受限于供给约束，我们预计后期上游资源品采掘业的盈利高位运行，但是快速加息将制约金属价格，从而在成本端改善中下游制造业的盈利。

图5：PPI与CPI同比增速收敛趋势维持



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：6月PPI环比显示金属和能化显著分化



资料来源：Wind，民生证券研究院

6 月份中国 PPI 数据呈现了强烈的结构分化,且反映了全球经济“强现实,弱预期”的特征。我们认为,海外市场当前的衰退交易热潮是“弱预期”背后的主要推手。不过,我们一直强调下半年美国经济的韧性不可忽略,而 6 月份美国强劲的非农就业数据亦印证了我们的观点。

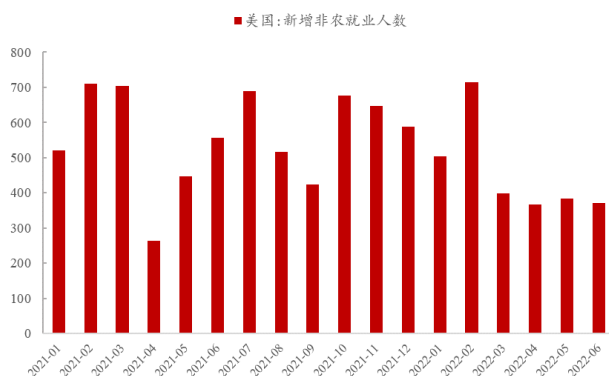
3 美国就业增长强劲,疫情重启特征明显

6 月美国非农就业增长强劲,失业率维持低位。疫情后经济重启背景下,非农就业增长继续由服务业拉动。

6 月美国新增非农就业 37.2 万人,高于预期的 26.5 万人。6 月美国失业率录得 3.6%,与 5 月份持平。6 月劳动参与率为 62.2%,较 5 月份的 62.3%小幅回落。**非农和失业率数据显示美国就业异常强劲,但劳动参与率仍有缺口。**

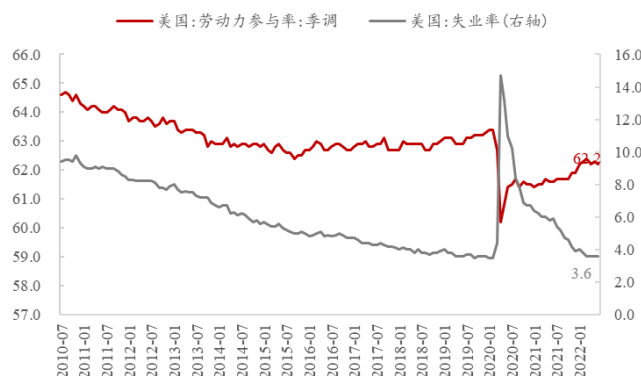
分行业看,新增就业仍以服务业为主,显示疫情影响的消退。6 月新增非农集中在休闲和酒店业(6.7 万)、教育和保健服务(9.6 万)和医疗保健(7.8 万)。**除采矿业外的绝大多数行业在疫情期间损失的岗位均已恢复,显示美国就业市场仍十分强劲。**采矿业就业的空缺表明,在绿色能源转型背景下,美国在能源方面的供给仍然不足。

图 7：美国新增非农就业情况（单位：千人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：美国失业率和劳动参与率（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：美国各行业非农就业新增和就业恢复比率情况（左：千人）



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_43712

