

## 比起衰退，更应担心海外收紧

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

研究助理：王丰

研究助理：马骏

### 相关报告

1 宏观专题 20220308：防疫放松需要满足什么条件？

2 宏观专题 20220315：持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望

3 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？

4 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？

5 宏观专题 20220419：食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一

6 宏观专题 20220502：关于缩表，需要担心什么？

7 宏观专题 20220517：特别国债会如何安排？

8 宏观专题 20220526：疫情后居民财富有何变化？

9 宏观专题 20220608：加征关税取消，美国通胀能回落多少？

10 宏观专题 20220623：居民拒绝债务，是插曲还是序幕？

11 宏观专题 20220705：美国通胀还会上行么？

12 宏观专题 20220722：关税一旦取消，出口提振多少？

13 宏观专题 20220723：退税和减税，有什么不同？

### 投资要点

#### ■ 宏观交流与思考：比起衰退，更应担心海外收紧

■ **美国衰退担忧尚早。**虽然“技术性衰退”已经出现，但真正的衰退应该是劳动者切实面对的经济形势，这其中就业显得尤为重要。7月美国新增非农就业远超此前水平，失业率也有所下降，意味着对于美国经济衰退的担心可能为时尚早。

■ **冲击损失尚可承受。**即便美国衰退真的到来，对于我国经济的影响可能也相对有限。从已往美国的历次衰退来看，在衰退时期美国进口需求平均损失4%左右。在今年上半年我国出口增速达15%左右的背景下，衰退冲击我们尚可承受。

■ **美债利率还会走高。**相比于海外经济衰退，更应担心货币政策持续紧缩所带来的影响。虽然或许会看到美国通胀水平的短期见顶，但压力依然不容小觑。而欧元区的情况可能更加严重，这意味着货币收紧的脚步不停，而此举无疑会推升无风险利率水平。

■ **警惕通胀加速上行，国内利率或将迎调整。**目前市场利率水平已经显著地低于政策利率，且维系时间较长，在很难进一步降息的情况下，最终的路径大概率是市场利率向政策利率的靠拢，而外部利率上行很可能会充当国内利率调整的催化剂。此外，国内物价水平的走高很可能也是触发利率调整的因素之一。7月通胀水平很可能就会接近于3%，比之前的预期提前约2-3个月，这意味着到三季度末四季度初时，CPI增速的高点可能再超预期，对于债市利率的制约也会加码。

#### ■ 一周扫描：

■ **疫情：国内疫情散点爆发，欧洲疫情持续好转。**截至8月4日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超450例和15万例。除我国港澳台地区外，现存**1198个中高风险地区**。欧洲疫情持续好转。欧洲本周新增约174万，较上周大幅下降**35.2%**，欧洲各国新增确诊普遍回落。欧洲多国死亡人数下行。我国首次检出**BA.5.1.3**。经流行病学调查和病毒基因测序分析，发现引起我国海南三亚“8·1”疫情的是新冠病毒奥密克戎变异株**BA.5.1.3**。日本拟下调新冠传染病级别。全球加强针接种率稳步上升。多国加强猴痘应对措施。截至8月2日，全球猴痘病例累计报告总数超**25000例**，较上周大幅上升**36.4%**。

■ **海外：美国新增非农就业大超预期，英国央行加息50bp。**美国政府官员否认经济衰退。自美国连续两个季度GDP录得负增长，市场认为美国经济已陷入技术性衰退，但美国政府官员否认经济陷入衰退。欧洲能源危机加剧。欧洲央行管委会预计，由于能源和粮食价格的持续压力以及定价链传导的压力，通货膨胀将在一段时间内保持在高位。英国央行加息**50bp**，创27年来最大加息幅度。美国新增非农就业大超预期。失业率和劳动参与率均回落。非农时薪同比持平、环比上行。各行业时薪变动幅度不大。美联储或继续大幅加息。美国服务业PMI逆势上行。

- **物价：农产品批发价格持续下行，国际油价持续回落。**本周农产品批发价格指数持续下行，牛肉、水果、蔬菜平均价格环比持续下跌，鸡蛋、羊肉平均价格上行幅度减小。国际油价下跌幅度扩大，国内螺纹钢价格持续上行。
- **流动性：短端资金利率下行，人民币小幅贬值。**本周 R007 周度均值环比下行 22.3bp，DR007 周度均值环比下行 21.9bp，R001 周度均值环比下行 2.8bp，DR001 周度均值环比下行 1.4bp；3 个月期 Shibor 利率周度均值环比下行 9.9bp，3 个月存单发行利率周度均值环比下行 7.8bp，票据利率周度均值小幅上行。美元兑人民币即期汇率均值环比上行 0.11%。本周央行公开市场共进行了 100 亿元逆回购，同时累计有 160 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场操作净回笼 60 亿元。下周央行公开市场共有 80 亿元逆回购与 400 亿元国库定存到期。
- **大类资产表现：上证指数小幅下跌，国债收益率持续下行。**本周国内股票跌幅前三的行业为家用电器、房地产和汽车，涨幅前三的行业为电子、计算机和国防军工。本周 10 年期国债收益率周度均值环比下行 4.5bp，10 年期国开债收益率周度均值环比下行 5.8bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

## 内容目录

1. 宏观交流思考：比起衰退，更应担心海外收紧 .....	- 6 -
2. 疫情：国内疫情散点爆发，欧洲疫情持续好转 .....	- 7 -
3. 海外：美国非农就业大超预期，英国央行加息 50bp .....	- 10 -
4. 物价：农产品批发价格下行，国际油价回落 .....	- 14 -
5. 流动性：短端资金利率下行，人民币小幅贬值 .....	- 17 -
6. 大类资产表现：上证指数略跌，国债收益率持续下行 .....	- 19 -

## 图表目录

图表 1: 美国非农就业人数 (万人)	- 7 -
图表 2: 中国大陆及港澳台地区每日新增感染 (七日移动平均, 例)	- 7 -
图表 3: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 8 -
图表 4: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 5: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 9 -
图表 6: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 9 -
图表 7: 各经济体人口流动情况 (七日移动平均)	- 9 -
图表 8: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 10 -
图表 9: 各经济体每日新增确诊猴痘病例数量 (七日移动平均, 例)	- 10 -
图表 10: 美国各行业非农新增就业人数 (千人)	- 12 -
图表 11: 美国劳动力市场失业率和劳动参与率 (%)	- 12 -
图表 12: 非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)	- 13 -
图表 13: 各行业平均时薪同比增长 (%)	- 13 -
图表 14: 市场预期美联储 9、11、12 月加息次数 (次)	- 14 -
图表 15: 各经济体服务业 PMI 指数 (%)	- 14 -
图表 16: 农产品批发价格 200 指数	- 15 -
图表 17: 食用农产品价格指数	- 15 -
图表 18: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 19: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 20: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 16 -
图表 21: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 16 -
图表 22: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 17 -
图表 23: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 17 -
图表 24: R001 和 DR001 利率 (%)	- 17 -
图表 25: R007 和 DR007 利率 (%)	- 17 -
图表 26: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 18 -
图表 27: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 18 -
图表 28: 央行公开市场操作 (亿元)	- 18 -
图表 29: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 19 -
图表 30: 美元指数	- 19 -
图表 31: 全球主要股指表现 (%)	- 19 -
图表 32: 申万行业表现 (%)	- 20 -
图表 33: 国外主要商品期货表现 (%)	- 20 -

图表 34: 国内主要商品期货表现 (%) .....	- 21 -
图表 35: 10Y 国债和国开债收益率 (%) .....	- 21 -
图表 36: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%) .....	- 21 -

## 1. 宏观交流思考：比起衰退，更应担心海外收紧

**美国衰退担忧尚早。**接连两个季度美国 GDP 环比的负增长，使得市场对于美国经济衰退的担忧日益升温，虽然“技术性衰退”已经出现，但真正的衰退不应该是靠个别技术指标来刻画的某个区间，而应该是居民特别是劳动者切实面对的经济形势，这其中就业显得尤为重要。7 月美国新增非农就业人数超过 50 万人，远超此前水平，失业率也有所下降，意味着对于美国经济衰退的担心可能为时尚早。

**冲击损失尚可承受。**德银对投资者的调查结果显示，仅有 20% 的受访者预计今年美国就会出现经济衰退。而即便美国衰退真的到来，对于我国经济的影响可能也相对有限。从已往美国的历次衰退来看，在衰退时期美国进口需求平均损失 4% 左右，即便考虑到全球主要发达经济体的同步衰退，其进口需求损失大体上也在这一水平。在今年上半年我国出口增速达 15% 左右的背景下，衰退冲击我们尚可承受。

**货币紧缩脚步不停。**相比于海外经济衰退，我们更应担心货币政策持续紧缩所带来的影响。虽然或许会看到美国通胀水平的短期见顶，但压力依然不容小觑，一方面，工资增速还在上行，对通胀的推升可能有所加剧；另一方面，我们预计，年底美国通胀水平或仍然在 6% 左右的高位，这样的物价增速尚不足以使美联储停下货币政策紧缩的脚步，虽然加息的步伐可能不像前期持续抬升，但加息的进程预计将不会停止。除美国之外，欧元区的情况可能更加严重，俄乌冲突持续使得通胀依然维持高位，且不排除随着制裁的加强进一步上行。

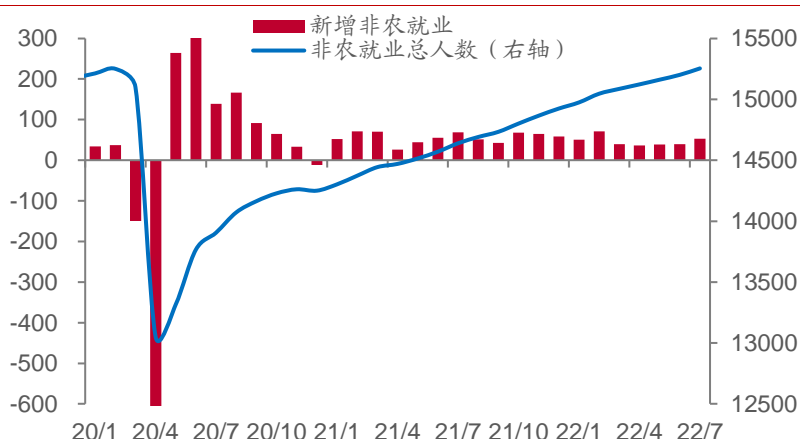
**美债利率还会走高。**持续的货币收紧无疑将推升无风险利率水平，我们预计，下半年美债利率仍会面临一轮冲高。按照过往经验来看，在美联储缩表叠加加息的周期之中，美债利率的高点将出现在加息进程停止的前后，而今年大概率我们不会看到加息中止情况的出现，因而长端美债利率在短端利率水平随加息不断走高之下，也会随之逐渐上移。

**国内利率或将迎调整。**上一轮美债利率的走高，对于国内债市利率水平的影响不大，据此不少投资者认为，即便再有一轮美债利率的上行，国内利率可能也同样会波澜不惊。但需要特别注意的是，当前环境已经出现了明显的变化。一是二季度人民币汇率曾出现快速贬值，这在很大程度上抵消掉了外部政策收紧的压力，进而维持了国内的低利率环境。二是目前市场利率水平已经显著地低于政策利率，且维系时间较久，在很难进一步降息的情况下，最终的路径大概率是市场利率向政策利率的靠拢，而外部利率上行很可能会充当国内利率调整的催化剂。

**警惕通胀加速上行。**除此之外，即便不考虑外部变化的影响，国内物价水平的走高很可能也是触发利率调整的因素之一。由于猪价的涨势渐起，通胀上行的速度超出此前市场预期，很可能 7 月通胀水平就会接近于 3% 左右，比我们之前的预期提前约 2-3 个月，这意味着到三季度末四季度初时，CPI 增速的高点可能再超预期。所以，如果到时候仍靠牺牲汇率来抵消外部调整压力，则 CPI 上行很可能再有加速，对于债市利率的制约也会加码。



图表 1: 美国非农就业人数 (万人)

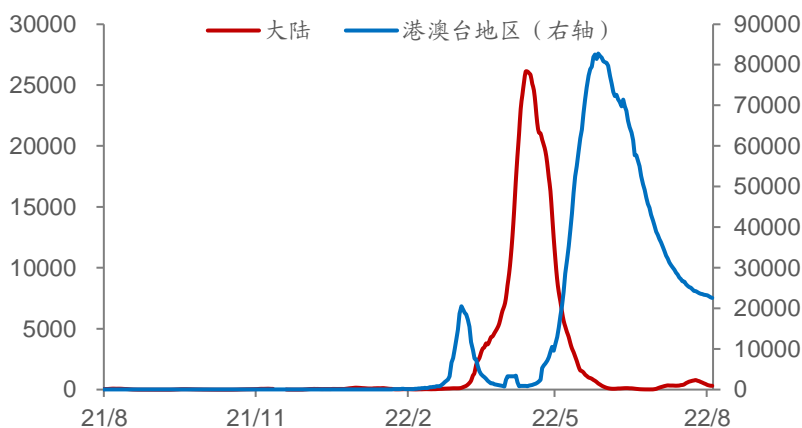


来源: WIND, 中泰证券研究所

## 2. 疫情: 国内疫情散点爆发, 欧洲疫情持续好转

**国内疫情散点爆发。**截至 8 月 4 日, 我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 450 例和 15 万例。除我国港澳台地区外, 现存 **1198 个中高风险地区**。**海南三亚**疫情引发关注, 本轮疫情为境外输入引起, 崖州中心渔港是此次疫情的始发输入地, 通过渔民与境外渔民交易渔获时输入的可能性较大, 疫情处于上升阶段, 存在发生城区社区传播的风险。**浙江义乌“8.2”**疫情发生以来, 累计报告本土新冠病毒阳性感染者 70 例, 现正对密切接触者、次密切接触者进行紧急排查。中国工程院院士**张伯礼**表示, 在应对这次新冠疫情当中, 需要推动中医药早期干预、全程使用、全面覆盖。特别是形成“有团队、有机制、有措施、有成效”的**中西医结合、中西药并用**的医疗模式。

图表 2: 中国大陆及港澳台地区每日新增感染 (七日移动平均, 例)

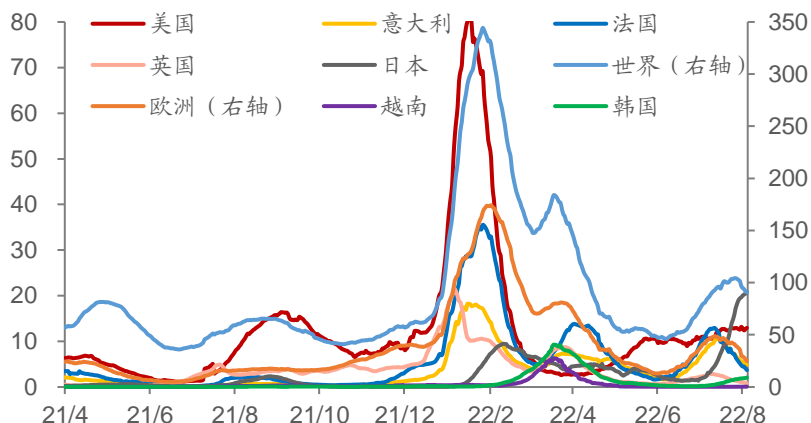


来源: WIND, 中泰证券研究所

**欧洲疫情持续好转。**截至 8 月 4 日, 全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约 635 万, 相较前一周下降 **12.4%**。欧洲本周新增约 174 万, 较上周大幅下降 **35.2%**。欧洲各国新增确诊普遍回落, 其中, **英国**本周新增约 5 万例, 较上周大幅下降 **37.2%**, **法国**本周新增约 25 万例, 较上周大幅下降 **38.2%**。亚洲多国本周增幅较上周有所好转, **日本**本周新增 145 万例, 较上周上升

13.5%，韩国本周新增 62 万例，较上周上升 18.8%。

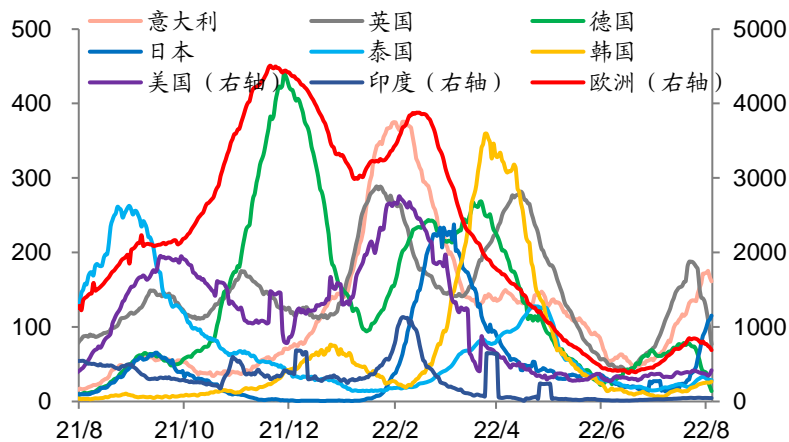
图表 3: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

欧洲多国死亡人数下行。截至 8 月 4 日，全球新冠肺炎一周新增死亡病例 14000 余人，较上周下降 1.8%。欧洲一周新增死亡 4800 余人，较上周下降 14.4%。本周，德国、英国等欧洲多个国家新增死亡人数显著下行。德国本周新增死亡约 90 例，相较上周大幅下降 74.7%。英国本周新增死亡约 500 例，相较上周大幅下降 49.7%。

图表 4: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

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\\_44869](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44869)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn