

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

美国非农数据存在疑问，国内经济修复加速

——大宗商品宏观&中观周度观察20220807

大宗商品策略研究团队

研究员

姜秀铭

从业资格号 F3062206

投询资格号 Z0016472

jiangxiuming@citicsf.com

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

zhengfeifan@citicsf.com



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

- **7月非农就业数据：超预期向好，为美联储提供弹药。**7月新增非农就业52.8万（前值39.8万，预期25.0万），失业率录得3.5%（前值3.6%），劳动参与率降至62.1%（前值62.2%）。本次新增非农就业主要来自服务业，制造业中建筑业上升显著。教育和保健上升12万，休闲与酒店上升10万，专业和商业服务上升9万人，建筑业上升3.2万人。
- **如果将数据与ISM PMI中行业经济报告进行验证可以发现，数据和说明有较大的不一致性。**ISM报告中，对于医疗服务的说明是，“业务继续低于疫情危机前的水平。（病人）普查和访问有所增加，但在过去六个月期间似乎停滞不前”，在扩张行业中排名第十；在雇佣部分中报告医疗保健和社会援助就业下降。但在非农就业贡献中，教育保健中医疗新增却贡献最大（7月新增9.66万人，前值8.84万人）。此外，美国6月建筑支出出现下降，为近11个月首次，也与就业数据不符。
- **美联储货币政策的目的是：预期管理，使通胀预期回落，降低输入通胀和衰退压力。**由于周五非农数据意外向好，非农时薪环比出现上升，使得加息预期提升，9月75bp加息预期由28%一天内提升至68%，同时通胀预期——盈亏平衡通胀率实现回落，美债利率反弹，美元指数上升，美国输入性通胀压力、衰退压力均下降。**但正如我们之前分析，美联储调控10年期实际利率和通胀预期均有临界值，分别为0.89%和2.30%，因此即使鹰派，对市场影响也有边界，因此更多是调控作用。**
- **ISM制造业和非制造业数据出现背离，但不同口径数据同样存在较大分歧。**美国7月ISM PMI跌至52.8（前值53），但非制造业PMI意外上行至56.7（前值55.3），**与非农就业中服务业向好一致。然而另一统计口径，Markit服务商务活动指数却大幅下降，7月录得47.30（前值52.70），显示本次服务业复苏以及就业复苏的些许不一致性。**其他数据方面，费城联储7月新订单继续暴跌，录得-24.80（前值-12.40），**连续第二个月继续在负值区域下跌，6个月后制造业预期指数录得-18.6，为2000年以来最低值，与美债长短利差继续倒挂一致。**

- **实体经济修复，社融强势反弹。** 5月底召开的全国稳住经济大会对相关稳增长政策的落地起到明显的推动作用，6月在各方努力下，整体社融增长实现了较为强势的反弹。M2的持续高增主要体现的是财政支出力度较大。由于6月留抵退税规模低于4、5月，因此前期M2增速高增的主要贡献项——留抵退税将不是核心增量，本月保持高增的核心因素可能与前期发行的专项债集中拨款有关。
- **收入强势复苏，支出持续提升。** 6月财政收入反弹更多是疫后的自然反弹，考虑到本月土地成交面积修复但政府性基金收入降幅持续扩大，未来财政收入仍然是不容乐观。财政持续发力叠加国内疫情缓解，6月基建投资持续高增。
- **地产拐头向下，资金压力仍存。** 进入5月份，政策继续大幅发力，央行下调首套房贷利率下限20BP，5月LPR调降15个PB，地方也频繁发布降低首付比、放松限购限售等政策，房地产销售在经过一段时间的政策效果催化后迎来一定回升，但考虑到这部分需求更多的是疫后的回补，对于是否能真正刺激到相关的购房需求仍存在较大疑问，考虑到第三季度的偿债高峰，目前地产资金压力仍然较高。
- **制造业为政策重点，增速韧性更强。** 6月国内制造业仍保持着较强的内生动能，核心驱动在于政策的加持，国内制造业产业持续升级，高技术产业强力支持本轮制造业投资增长，并且货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑。6月以来，疫情对生产影响渐弱，在政策支持下各地复工复产加快，出口主要代表性商品包括汽车等均收益于上海全面解封而得以加速修复。
- **因地产预期持续改善，未来国内经济修复进程有望加速。** 7月召开的中央政治局提到“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，对此要保持战略定力，坚定做好自己的事”，这意味着政府下半年大概率不会为了短期目标而出台过度的刺激措施，同时也反映出来当前经济增长仍然有不少问题。7月份的PMI再次跌入收缩区间也反映出当前经济修复仍然是较为漫长的过程。本周地针对前期地产保交楼的问题，不同金融机构和地方政府均有相关政策落地，对应商品房成交同比跌幅处于缩窄的过程中，预计在地产稳住的背景下整体经济有望复苏。

■ 建筑业景气度跟踪：地产竣工端预期好转，基建端实物工作量出现加速落地

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**7月初的高温天气叠加疫情导致螺纹表需小幅回落，本周天气影响趋弱叠加资金到位好转使得螺纹表观消费量有所回升。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃库存开始出现小幅去库，表观需求近期持续回升，PVC近期需求有回升趋势，库存转为去库。
- **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费：**实物工作量开始回升。
- **挖机与重卡：**随着地产调控趋松，基建蓄力，去年12月以来挖机与重卡的销量同比有见底迹象，随着近期疫情逐渐减弱，6月份挖掘机销售明显走强，初步确认见底拐点。

■ 制造业景气度跟踪：汽车产销增速放缓，空调排产显著修复，内外贸均有回升迹象

- **发电量：**3月以来，全国多地疫情散发，一方面需求受到冲击，另一方面供应链受损，因此工业生产受到影响，发电量明显回落。4月中旬及下旬发电量已经明显回升。随着复工复产推进以及国内经济复苏，近期耗煤回升较快。
- **汽车：**车购税减半政策的效果在政策启动前期的6月较突出，随后进入平稳的政策实施中期，政策拉动消费的效果环比初期减弱，叠加7月的市场淡季，7月同比增速较6月放缓。
- **家电：**根据空调排产数据，8月空调产量同比跌幅显著收窄，预计空调企业通过6-7月调低生产计划降低库存压力之后，随着商品房销售逐渐改善后，空调产量有所恢复。
- **出口：**本周近期八大枢纽港口内外贸集装箱吞吐量同比均出现明显改善，其中外贸表现更为优秀。韩国7月出口同比9.4%，预计国内贸易需求仍有一定支撑。

■ 总结：

- **进入8月，从建筑相关景气度来看，本周螺纹表需与水泥出货率出现一定回升。制造业方面，汽车产销在6月政策刺激后增速在7月有所回落，8月的家电排产数据出现显著回升，本周内外贸持续上涨或预示国内外需求仍有一定支撑。综合整体中观需求的角度来看，经济复苏进度正处于逐渐加速的状态。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 **衰退预期正在发酵，主要交易逻辑正在变化**

美国经济 **7月非农数据超预期，但与其他经济指标存在矛盾**

欧洲经济 **预期极度悲观，同步指标仍未发酵，但需关注风险**

疫情跟踪 **全球疫情出现反弹，美国维持高位**

一、海外总览：衰退预期正在发酵，主要交易逻辑正在变化

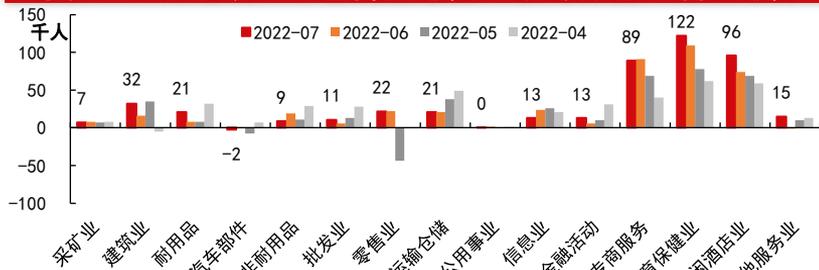
- 当前欧美经济走向衰退已越来越被证实，关注点逐渐转向通胀回落后货币政策可能的变化。7月美国Markit制造业PMI录得52.30（前值52.70）；欧元区Markit制造业PMI录得52.10（前值49.60）。欧元区PMI正式进入衰退区间。随着美国加息效果短期已经达到临界值，以欧元区为代表，部分受到输入通胀影响的国家开始跟进加息，这使得美元指数趋于见顶。而近期海运费价格、供应商发货延迟和上游原材料价格下降显示供应链出现缓和。尽管7月非农数据和ISM PMI服务数据出现意外干扰，但我们发现其细分项和指标存在部分矛盾之处，因此对美元指数和美债虽存在支撑，但或很难形成趋势性反转，改变近期商品价格逻辑。

制造业PMI	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07
全球	55.40	54.10	54.10	54.30	54.20	54.30	53.20	53.70	52.90	52.30	52.30	52.20	51.10
美国	63.40	61.10	60.70	58.40	58.30	57.70	55.50	57.30	58.80	59.20	57.00	52.70	52.20
欧元区	62.80	61.40	58.60	58.30	58.40	58.00	58.70	58.20	56.50	55.50	54.60	52.10	49.80
德国	65.90	62.60	58.40	57.80	57.40	57.40	59.80	58.40	56.90	54.60	54.80	52.00	49.30
法国	58.00	57.50	55.00	53.60	55.90	55.60	55.50	57.20	54.70	55.70	54.60	51.40	49.50
意大利	60.30	60.90	59.70	61.10	62.80	62.00	58.30	58.30	55.80	54.50	51.90	50.90	48.50
英国	60.40	60.30	57.10	57.80	58.10	57.90	57.30	58.00	55.20	55.80	54.60	52.80	52.10
澳大利亚	60.80	51.60	51.20	50.40	54.80	48.40	48.40	53.20	55.70	58.50	52.40	54.00	52.50
日本	53.00	52.70	51.50	53.20	54.50	54.30	55.40	52.70	54.10	53.50	53.30	52.70	52.10
中国	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40	49.60	50.20	49.00
印度	55.30	52.30	53.70	55.90	57.60	55.50	54.00	54.90	54.00	54.70	54.60	53.90	56.40
巴西	56.70	53.60	54.40	51.70	49.80	49.80	47.80	49.60	52.30	51.80	54.20	54.10	54.00
俄罗斯	47.50	46.50	49.80	51.60	51.70	51.60	51.80	48.60	44.10	48.20	50.80	50.90	50.30
南非	46.10	49.90	50.70	48.60	51.70	48.40	50.90	50.90	51.40	50.30	50.70	52.50	52.70
越南	45.10	40.20	40.20	52.10	52.20	52.50	53.70	54.30	51.70	51.70	54.70	54.00	51.20

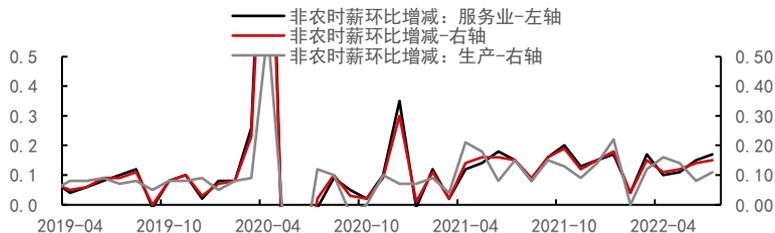
二、7月非农分析：数据超预期向好为美联储提供弹药，但有疑问

- **美国7月非农就业数据超预期，7月失业率和劳动参与率均下降。**7月新增非农就业52.8万（前值39.8万，预期25.0万），失业率录得3.5%（前值3.6%），劳动参与率降至62.1%（前值62.2%）。
- **本次新增非农就业主要来自服务业，制造业中建筑业上升显著。**教育和保健上升12万，休闲与酒店上升10万，专业和商业服务上升9万人，建筑业上升3.2万人。**但是如果将数据与ISM PMI中行业经济报告进行验证可以发现，数据和说明有较大的不一致性。**ISM报告中，对于医疗服务的说明是，“业务继续低于疫情危机前的水平。（病人）普查和访问有所增加，但在过去六个月期间似乎停滞不前”，在扩张行业中排名第十，但在非农就业贡献中，教育保健中医疗新增却贡献最大（7月新增9.66万人，前值8.84万人）。此外，美国6月建筑支出出现下降，为近11个月首次，也与就业数据不符。

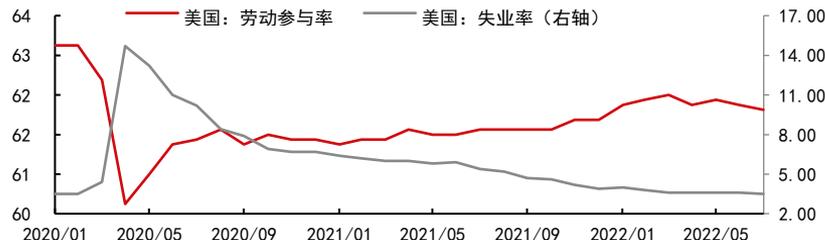
非农：来自建筑、专也商业服务、教育保健、酒店服务



7月非农时薪环出现上升，为加息预期提供理由



7月劳动参与率下降，失业率下降



6月美国职位空缺率继续下降



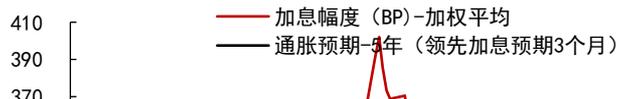
二、美联储货币政策的目的是：预期管理，使通胀预期回落

- 由于周五非农数据意外向好，非农时薪环比出现上升，使得加息预期提升，9月75bp加息预期由28%一天内提升至68%，同时通胀预期——盈亏平衡通胀率实现回落，美债利率反弹，美元指数上升，美国输入性通胀压力、衰退压力均下降。
- 但正如我们之前分析，美联储调控10年期实际利率和通胀预期均有临界值，分别为0.89%和2.30%，因此即使鹰派，对市场影响也有边界，因此更多是调控作用。

美联储联邦基金利率期货预期：9月预期50bp

目标利率(BPS)	概率(%)			
	现在	一天前	一星期前	一月前
		2022年7月29日	2022年7月22日	2022年6月30日
250-275	0.00%	0.00%	0.00%	14.30%
275-300	32.0%	32.0%	72.0%	79.5%
300-325	68.0%	68.0%	28.0%	12.7%
325-350	0.00%	0.00%	6.60%	0.00%

通胀预期预测加息预期将出现回落



抗通胀债券和盈亏平衡通胀率重新下降



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_44956

