

类别
宏观策略周报

日期
2022年8月5日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezq@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongb@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198



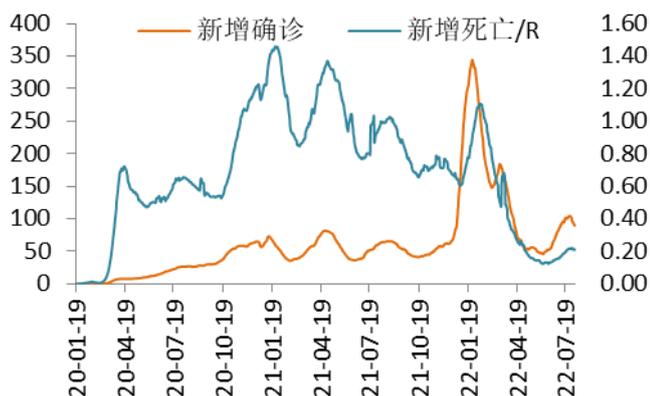
美国 7 月新增非农就业远超预期

一、宏观环境评述

1.1 疫情：第五轮疫情有见顶回落迹象

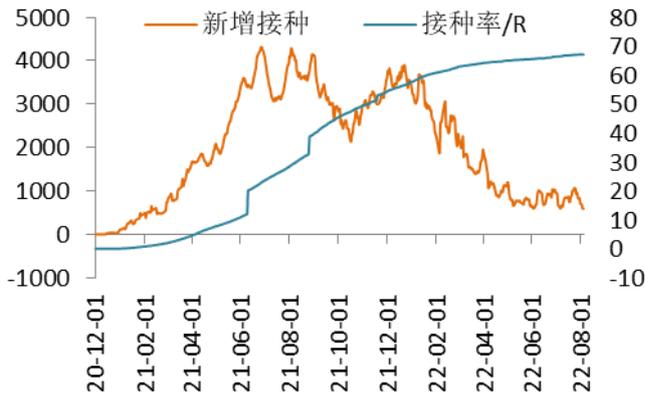
截至8月5日，全球累计确诊新冠病例5.8亿，总体感染率达到7.45%；累计死亡病例642.9万，死亡率小幅下降至1.11%。2019年底以来全球经历了五轮新冠疫情。第一轮是从2019年12月至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球，日均新增确诊病例最高去到29.3万，主要流行毒株为原始株SARS-CoV-2；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化，日均新增确诊病例最高去到74.5万，主要流行毒株为Alpha、beta和Gamma；第三轮是从2021年2月下旬到10月上旬，主要是首发于印度的具有较强传染性的Delta毒株扩散到全球，日均新增确诊病例最高去到82.7万；第四轮是从2021年10月中旬至2022年5月，主要是首发于南非的具有更强传染性的Omicron毒株在欧美消极防疫影响下肆虐全球，日均新增确诊病例最高去到343.7万；第五轮是从2022年6月份至今，主要是多国放松疫情防控措施导致疫情新一轮扩散，同时Omicron变种出现更厉害的变异，7月26日全球日均新增病例数上升到104.3万；在为了稳增长而调整疫情防控措施之后，中国内地疫情也出现多点并发现象，但基本上都能在短时间内得到控制。8月份以来全球疫情出现缓解迹象，截止8月5日全球日均新增确诊病例下降至89.8万。

图1：全球疫情扩散



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：全球疫苗接种



数据来源：Wind，建信期货研投中心

截止8月5日全球接种新冠疫苗123.9亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为599.1万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到53.1亿；全球疫苗接种率达到67.1%，其中高收入与中高收入国家接种率已经超过80%，已经达到通常意义上所说的群体免疫门槛。由于新冠病毒具有高变异性，针对新冠病毒的群体免疫屏障难以建立，宣布疫情已经结束并且取消防疫措施的多个国家在全球第五轮疫

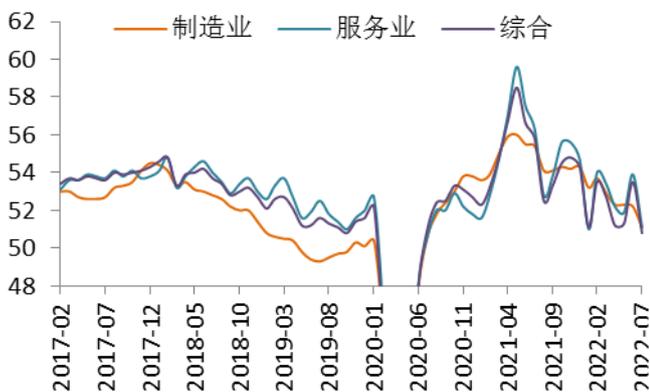
情中疫情有明显恶化。但由于新冠病毒暂时没有进化出致死率更强的变种，因此越来越多的国家加入躺平开放队列，即使是坚持动态清零策略的中国也在稳增长压力下适当调整防疫措施。故第五轮疫情对全球经济的直接影响非常小，更多是通过影响劳动力市场来压低经济潜在增速。

1.2 经济：经济数据良莠不齐

7月份摩根大通全球制造业 PMI 录得 51.1%，较6月份回落 1.1 个百分点，为 2020 年 8 月份以来的新低。除中国 7 月份制造业 PMI 因新冠疫情扩散、市场需求偏弱、传统生产淡季等因素影响而重返萎缩区间外，7 月份美国、欧元区、日本和韩国等主要经济体制造业 PMI 均环比回落，其中欧元区和韩国制造业 PMI 进入萎缩区间。美国 7 月份制造业 PMI 虽然位于扩张区间，但新订单分项连续两个月低于 50%，就业分项连续三个月低于荣枯分界线，说明下半年美国制造业景气度滑入萎缩区间的可能性非常大。总体上看受新冠疫情长期化、乌克兰战争扩大化以及通货膨胀压力等因素影响，全球制造业景气度自 2021 年 5 月份以来持续降低，目前距离萎缩区间仅一步之遥。

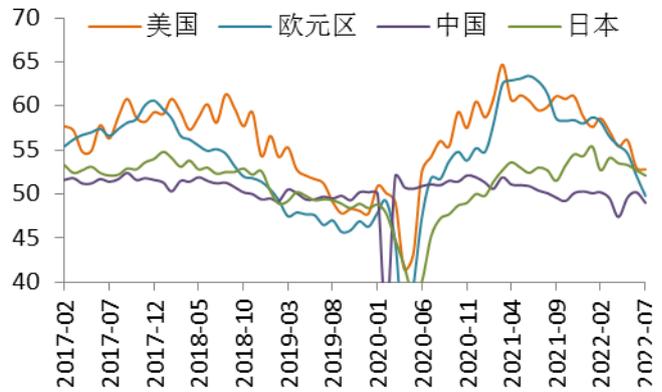
2022 年 2 月份之后欧美宣布抗疫成功并陆续取消防疫措施，经济全面开放使得欧美服务业景气度有所提升；但新冠病毒的易变异性说明难以成功建立针对新冠病毒的群体免疫屏障，累积感染率的不断上升意味着新冠后遗症对社会经济正常秩序的影响也越来越大，而且欧美消极抗疫使得全球其他地区的抗疫压力陡然上升，因此 2022 年以来摩根大通全球服务业 PMI 在 51%至 55%之间波动，并没有因为欧美经济全面开放而突破性回升，反而有突破性下跌的风险，因为全球最大经济体欧元区的服务业 PMI 因受到乌克兰战争的直接冲击而大幅回落，而且制造业的不景气迟早也会通过收入效应传递到服务业上面。

图3：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：主要经济体制造业PMI



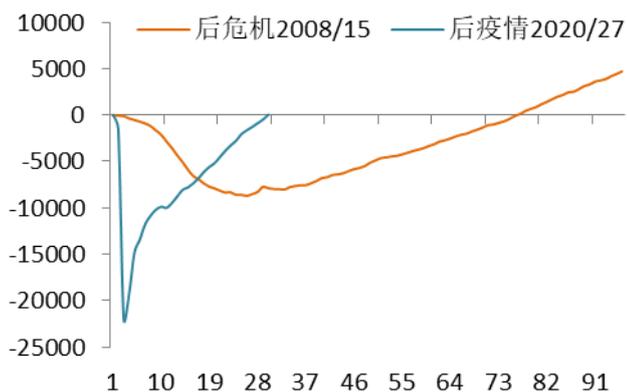
数据来源：Wind，建信期货研投中心

7月份摩根大通全球综合PMI录得50.8%，环比回落2.7个百分点，为2020年7月份以来最低值。我们判断2022年下半年全球经济衰退风险较高，主要影响因素包括绵绵不绝的新冠疫情、乌克兰战争对全球经济通胀和地缘政治的冲击、主要央行持续紧缩对全球需求的抑制以及债务压力下中国难以大规模稳增长。虽然经济出现技术性衰退以及通胀增速环比回落之后美联储应该会放缓紧缩步伐，但在通胀预期明显回落至目标值之前，预计美联储仍将继续紧缩货币政策，因此全球经济衰退风险并不会因为美联储放缓紧缩步伐而减少。

美国7月份新增非农就业52.8万，远超市场主流预期的25万，同时失业率也有所回落，说明美国就业市场依然十分紧俏。良好的就业数据缓解了市场对美国经济衰退的担忧，但同时市场也预期美联储将维持紧缩步伐以压低通胀预期。故就业数据公布后，美元指数和美债收益率上升，黄金和美股承压调整，工业商品有适度的反弹动力。

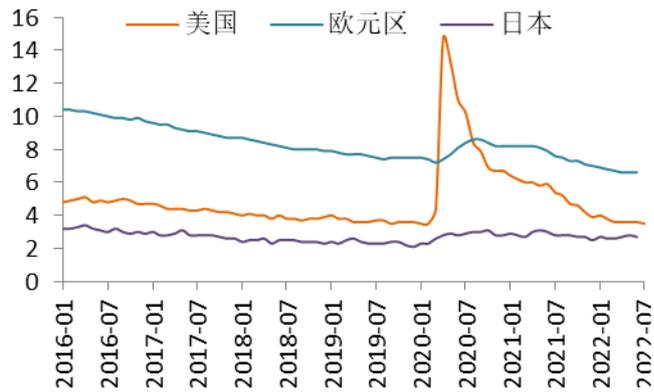
在7月份新增52.8万非农就业之后，美国就业市场终于从新冠疫情冲击中完全恢复过来。与2008年金融危机爆发后美国就业市场用了65个月才恢复过来相比，这次疫情冲击后美国就业市场完全恢复只用了29个月，可以说是非常迅速。但是从细分行业看，受疫情影响最大的休闲和酒店业就业人数依然比疫情前少了121.4万，占到全行业就业人数的7.1%，教育和保健业就业人数比疫情前少了10.3万，说明美国就业市场还有相当的改善空间。

图5：美国累积新增就业



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：美欧日失业率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

7月份美国失业率小幅下降0.1个百分点至3.5%，已经达到疫情前的最低水平，甚至低于美联储所认为的潜在失业率(4%)，这也增强了美联储继续收紧货币政策以抑制通胀预期的信心，因为即使失业率小幅上升到4%，美国经济仍可能避免衰退(区别于市场通常以连续两个季度实际GDP环比萎缩来定义的技术性衰退)。

横向比较，6月份欧元区失业率6.6%，已经低于疫情前水平（7.2%）；6月份日本失业率2.7%，距离疫情前水平（2.1%）尚有一定距离。失业率的横向和纵向差异，受到各个经济体就业市场政策、新冠疫情对就业市场的结构性影响和经济恢复程度的综合影响。

7月份美国私营企业平均时薪32.27美元，同比增速为5.22%，连续4个月回落，但回落幅度并不大；环比增速为0.47%，也是年内次高水平。说明在美国整体CPI增速继续冲高以及美国就业市场异常紧俏的情况下，美国就业薪资增速继续维持在较高水平，通胀预期难以有效下降。这也说明美联储要继续紧缩货币政策，直至引起经济衰退的程度，才能通过抑制总需求来压低通货膨胀；如果在目前通胀和薪资增速依然较高的情况下就停止加息，通胀和薪资螺旋上升的正反馈机制将难以化解。

图7：美国薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：联邦基金利率目标区间预期

MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2022/9/21	0.0%	32.0%	68.0%	0.0%	0.0%
2022/11/2	0.0%	0.0%	18.0%	52.3%	29.7%
2022/12/14	0.0%	0.0%	4.3%	26.1%	46.9%
2023/2/1	0.0%	0.0%	3.2%	20.6%	41.7%
2023/3/15	0.0%	0.0%	2.9%	19.1%	39.8%
2023/5/3	0.0%	0.6%	6.1%	23.1%	37.9%
2023/6/14	0.2%	2.9%	13.5%	29.5%	32.6%
2023/7/26	1.3%	6.9%	19.4%	30.7%	26.9%

数据来源：Fedwatch，建信期货研投中心

美国7月非农就业数据公布后，市场对美联储在9月21日议息会议上加息75BP的概率从34%上升到68%，本轮紧缩周期联邦基金利率目标区间顶峰水平提升25BP至[3.5%, 3.75%]；但是市场依然认为美联储2023年将停止进一步升息，而且美联储最早在2023年7月份将开始降息。这个紧缩步伐预期与美联储6月份议息会议给出的利率点阵图相比依然较弱，在美联储9月份议息会议之后两者的分歧有望缩小。

1.3 政策：欧美央行继续紧缩步伐

8月1日中国央行召开2022年下半年工作会议称，要综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，保持金融市场总体稳定；因城施策实施好差别化住房信贷政策，保持房地产信贷、债券等融资渠道稳定，加快探索房地产新发展模式。

8月2日三位美联储决策者表示，他们及其同僚仍坚定不移、团结一致地致力于升息至能够更明显地抑制经济活动的水平，使通胀率从1980年代以来的最高水平降下来。旧金山联储总裁戴利表示，她对债市走势感到不解，债市价格反映出投资者预期美联储将在明年上半年转为降息，而她的预期是美联储短期内将继续加息，然后在他们认为合适的水平保持一段时间。克利夫兰联储总裁梅斯特也采取了类似的鹰派基调，她指出通胀尚未见顶。明尼亚波利斯联邦储备银行总裁卡什卡利表示，美联储明年转为降息的可能性极低。圣路易斯联邦储备银行总裁布拉德表示，美联储将坚定不移地提高利率，使运行在四十年高位的通胀率回到联储2%的目标。克利夫兰联邦储备银行总裁梅斯特表示，美联储应加息至4%以上，以帮助降低通胀，且必须致力于在明年上半年继续收紧政策。

8月4日英国央行加息50个基点，幅度为27年来最大，尽管其警告称，随着央行快速采取行动遏制通胀上升，长期经济衰退即将到来。由于俄罗斯入侵乌克兰导致能源价格飙升，英国央行货币政策委员会以8比1的投票结果将指标利率从1.25%提高到1.75%，这是2008年底以来的最高水平。

1.4 地缘：台海紧张气氛升温

8月1日一艘运载乌克兰粮食的船只周一离开敖德萨港驶向黎巴嫩，在全球粮食危机日益恶化之际，这提供一线希望。被称为欧洲粮仓的乌克兰希望出口2,000万吨储粮和4,000万吨目前正在收获的粮食，最初将从敖德萨出口。

8月2日至3日美国众议院议长佩洛西窜访台湾，中国对此予以谴责，称这是对台湾海峡和平与稳定的威胁。中国外交部深夜紧急召见美国驻华大使。外交部称，佩洛西访台是重大政治挑衅，中方必将采取一切必要措施。中国东部战区2日晚起在台岛周边开展联合军事行动，包括在东部海域常导火力试射。

8月4日乌克兰总统泽连斯基本周称乌国武装部队在乌东顿巴斯地区承受地

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_44968

