

宏观周观点

2022 年 8 月 9 日

国内保持平稳 美联储与市场出现分歧

宏观周观点 20220808

核心内容:

- **美国非农就业数据强劲，推迟美联储转向**美国劳工数据局（BLS）8 月 5 日公布 7 月非农就业相关数据。7 月新增非农就业 52.8 万人，为 25 万人的市场预期两倍，非农时薪同比增速 5.21%，环比增速 0.47%且比前两个月加快，劳动参与率下滑 0.1%至 62.1%。总体上，非农就业数据反映了劳动市场出乎意料的韧性，供需依然严重不平衡，工资仍在上涨。7 月 FOMC 会议决议和美国二季度 GDP 数据公布后市场开始预期美联储因经济的衰退而提前转向，这种预期过分乐观，本周美债收益率和 CME 的加息预期都反映市场上修了美联储紧缩的力度。数据发布之后，美债下跌，美股上行，美元仍然在观望。就业的韧性和通胀的反复将导致的更长时间紧缩会使市场更加痛苦，衰退交易未来依然是主线。美债收益率和美元指数都有回落空间。
- **国内流动性宽裕，美元因非农就业超预期走强**国内流动性整体环境继续宽松，本周人民银行召开下半年工作会议，要求“综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，保持贷款持续平稳增长；引导实际贷款利率稳中有降”，可以看出三季度央行对流动性态度不会发生变化。美元指数较上周回升至 106.57，兑人民币略有升值。美元指数在流动性收紧下依然处于高位，超预期的非农就业数据和美联储一众官员的鹰派发声指向坚定的加息，劳动市场支撑美国经济不被判定为衰退，这些因素推动了美元再次走高。
- **猪肉和蔬菜价格回落**猪肉和蔬菜价格不断上涨的势头减缓。猪肉价格小幅下跌，但仍然高于猪周期开启前期的历史水平。猪肉价格之前由于浓厚看涨情绪和压栏涨幅较大，但随着猪价上涨，利润进入合理区间，加之发改委发生调控价格，近期猪价开始平稳震荡。蔬菜方面，菜价向季节性平均水平靠拢，按照季节性经验来看，菜价近期还有小幅上涨的可能，近一个月会保持高位，同时运输（能源）和人力成本下半年可能带动涨价，猪菜的共振将抬升 CPI。
- **原油大幅下跌，国内钢材库存下行**国际油价大幅下跌，已经基本回到俄乌冲突前水平。虽然本周 OPEC+ 决定每日只增产 10 万桶并不及预期，原油供给仍然不足，但 EIA 本周称其估算的原油需求已经跌至 2020 年同期以下，经济放缓预期还在上行，同时伊核协议谈判可能增加原油供给，多种因素叠加导致油价大跌。

全国高炉开工率 72.70%，高炉开工率小幅回升，随着各地生产逐渐正常化以及钢厂减产，钢铁库存开始消化，但地产仍需要更长时间恢复；近期高热也不利于基建和其他建筑项目开工，工业生产处于淡季。钢厂减产社会库存和钢厂库存持续消化，价格小幅改善带动开工略微回暖，新基建落地也对钢铁需求有一定支撑，边际需求可能从 7 月低点转好。

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9日(周二)	中国7月社会融资规模-单月(亿人民币)(0809-0815)
	8月10日(周三)	中国7月CPI年率(%)、中国7月PPI年率(%)
欧洲	8月8日(周一)	瑞士7月末季调失业率(%)、欧元区8月Sentix投资者信心指数
	8月9日(周二)	英国7月BRC同店零售销售年率(%)
	8月10日(周三)	德国7月CPI年率终值(%)
	8月11日(周四)	德国7月批发物价指数年率(%) (0811-0816)
	8月12日(周五)	英国第二季度生产法GDP年率初值(%)、英国6月工业产出月率(%)
美国	8月8日(周一)	美国7月谘商会就业趋势指数
	8月9日(周二)	美国第二季度非农生产力初值(%)
	8月10日(周三)	截至8月5日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国7月CPI年率末季调(%)、美国6月批发库存月率终值(%)
	8月11日(周四)	美国截至8月6日当周初请失业金人数(万)、美国8月IPSOS主要消费者情绪指数PCSI、美国7月PPI年率(%)
	8月12日(周五)	美国7月进口物价指数月率(%)、美国8月密歇根大学消费者信心指数初值
其他	8月8日(周一)	日本6月贸易余额-国际收支基点(亿日元)
	8月11日(周四)	新加坡截至8月10日当周燃料总库存(万桶)

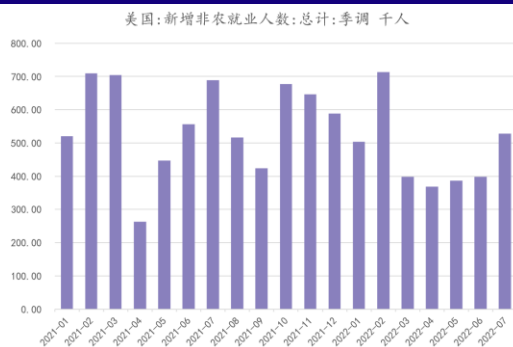
目录

一、非农就业数据韧性强，市场修正预期	3
二、国内流动性宽裕，美元因非农就业超预期走强	4
三、猪肉和蔬菜价格回落	7
四、原油大幅下跌，库存下行	8
(一) 原油价格下跌	8
(二) 钢厂开工继续回落，库存下行	9

一、非农就业数据韧性强，市场修正预期

美国劳工数据局(BLS)8月5日公布了7月非农就业相关数据。7月新增非农就业52.8万人,为25万人的市场预期两倍,失业率下滑至3.5%的低点,非农时薪同比增速5.21%,环比增速0.47%且比前两个月加快,劳动参与率下滑0.1%至62.1%。总体上,非农就业数据反映了劳动市场出乎意料的韧性,供需依然严重不平衡,工资仍在上涨,美联储还需保持紧缩防止工资-物价螺旋加大通胀。

图 1: 新增非农就业 (千人)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

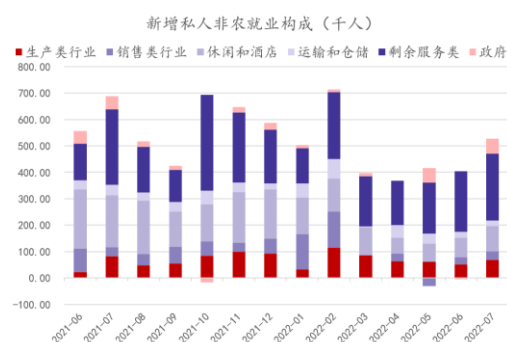
图 2: 劳动参与率依然低于疫情前 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

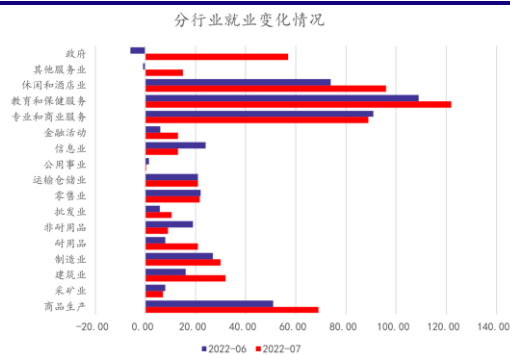
从结构上来看,服务业仍是新增就业的集中区,教育和保健服务以及专业和商业服务多雇佣了21.1万人,休闲和酒店业雇佣了9.6万人;改善明显的还有政府雇员、其他服务业、金融业和批发业,零售业新增人员则保持了增幅。服务业的整体改善反映服务消费韧性很强,核心通胀粘性大。同时,生产类就业出现反弹,虽然非耐用品制造人员继续萎缩,耐用品却比6月多增1.3万人,相关消费可能回暖。建筑业也出现反弹,新增3.2万人,比上月多增1.6万人,虽然数据显示地产投资和新房销售都在下滑,但结构性人员短缺还是会推升工资。

图 3: 新增私人非农就业构成 (千人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 各行业新增就业人数变化



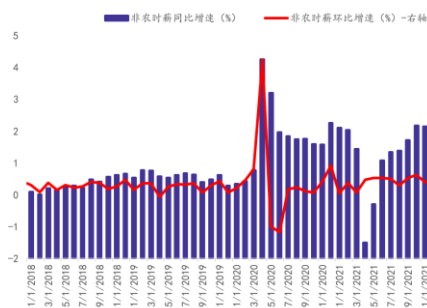
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

私人部门非农工资同比增速保持高位,环比的上行还有所加快。从细项的环比增速看,只有运输和仓储业和耐用品的薪资出现萎缩,而休闲和酒店业环比上涨了1.00%,结合大幅上行的新增就业人数可以看出其供需缺口仍然较大,岗位的空缺还会给薪资提供上行动力。其他工资增速较快的还有信息业、采矿业、教育及保健服务和批发业。整体上,7月的工资增速大概率依然慢于通胀增速,不利于消费,但需求的短期韧性结合较大的劳动市

场供需缺口（6 月份约为 479 万人）迫使服务业雇主继续提高工资，这会通过工资-物价螺旋反映在通胀上。

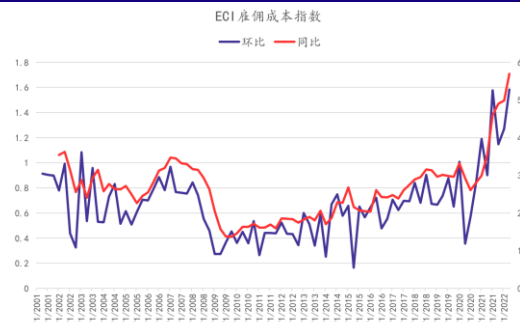
在 7 月 FOMC 会议决议和美国二季度 GDP 数据公布后市场开始预期美联储因经济的衰退而提前转向，我们提示过这种预期过分乐观，本周美债收益率和 CME 的加息预期都反映市场上修了美联储紧缩的力度。经济指标的下滑和失业率的上升都是美联储在控制通胀之路上需要看到的，而滞后的就业数据相当的粘性可能会迫使美联储在加息到位后保持更长时间不降息。由于美联储对中长期通胀预期控制较好，加息目标的终值再大幅上调的概率相对较小，而在加息完成后坚持不降息则是持续打击需求、压低核心通胀的可行方式。相比于加息后快速打击经济和就业然后放松，就业的韧性和通胀的反复将导致的更长时间紧缩会使市场更加痛苦，衰退交易未来依然是主线。美债收益率和美元指数都有回落空间。

图 5：非农时薪增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：雇佣成本指数增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：非农数据概览

	新增非农就业-季调（千人）			非农时薪-季调（美元）			新增非农离职（千人）			时薪变化
	2022-07	2022-06	2022-05	2022-07	2022-06	2022-05	2022-07	2022-06	2022-05	
非农总计	528.0	398.0	386.0				228.0	4289.0	4434.0	
非农私人合计	471.0	404.0	331.0	32.1	32.0	32.0	134.0	4036.0	4244.0	
商品生产	69.0	51.0	61.0	32.4	32.3	32.3				
采矿业	7.0	8.0	7.0	36.1	35.8	35.7	0.0	3.0	0.0	
建筑业	32.0	16.0	35.0	34.7	34.6	34.6	-29.0	0.0	-28.0	
制造业	30.0	27.0	19.0	30.9	30.9	30.8	25.0	-33.0	-16.0	
耐用品	21.0	8.0	8.0	32.4	32.5	32.4	8.0	-27.0	1.0	
非耐用品	9.0	19.0	11.0	28.2	28.1	28.1	17.0	-6.0	-17.0	
服务生产	402.0	353.0	270.0	32.0	31.9	31.9				
批发业	10.5	5.7	13.1	27.6	27.6	27.6	17.0	-32.0	32.0	
零售业	21.6	22.1	-43.7	35.1	34.8	34.9	37.0	-19.0	29.0	
运输仓储业	20.9	21.0	38.1	22.9	22.8	22.9				
公用事业	0.4	1.4	0.6	27.9	28.1	28.2				
信息业	13.0	24.0	26.0	47.3	47.2	47.3	3.0	0.0	7.0	
金融活动	13.0	6.0	10.0	46.2	45.8	45.7	-12.0	-86.0	80.0	
专业和商务服务	89.0	91.0	69.0	41.1	41.0	41.0	-20.0	-109.0	200.0	
教育和保健服务	122.0	109.0	78.0	38.6	38.6	38.7	71.0	19.0	67.0	
休闲和酒店业	96.0	74.0	69.0	31.7	31.5	31.4	26.0	72.0	22.0	
其他服务业	15.0	-1.0	10.0	20.2	20.0	19.9	-8.0	11.0	-19.0	
政府	57.0	-6.0	55.0							

单元格标红：大于前值；月份为公布时间

资料来源：中国银河证券研究院整理

二、国内流动性宽裕，美元因非农就业超预期走强

本周短期流动性宽裕，公开市场投放 100 亿元，回笼 160 亿元，净回笼 60 亿元。国内流动性整体环境继续宽松，本周人民银行召开下半年工作会议，要求“综合运用多种货币

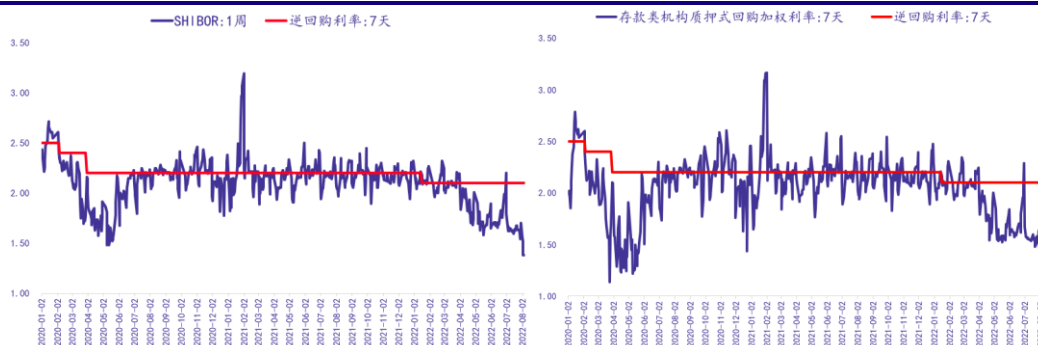
政策工具，保持流动性合理充裕；引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，保持贷款持续平稳增长；引导实际贷款利率稳中有降”，可以看出三季度央行对流动性态度不会发生变化。银行间质押式回购成交量继续上升，低隔夜资金成本叠加实体融资需求不足使加杠杆情绪较浓，台海问题的恶化可能也有扰动。市场利率依然明显低于同期政策利率，DR007本周五低于7天逆回购利率80.37bps，创下新高，资金量并未收紧且价格很低。

8月5日,SHIBOR隔夜收于1.0190%,比上周同期下行23.50bps,7天利率收于1.3840%,比上周下行32.10bps。存款类机构质押式回购7天加权利率收于1.2963%,比上周下行32.66bps。本周银行间质押式回购平均成交量6.8360万亿元。7月22日1年期、3年期、5年期国债分别收于1.7575%、2.2629%和2.4608%，分别比上周变化-9.35bps、-5.99bps、-7.35bps，10年期国债收益率收于2.7356%，比上周下行1.84bps。

债券收益率继续下行，经济恢复仍在观察期，银行在资金成本较低时加杠杆购债。银行系统负债端压力不大，资产业务开始恢复，企业中长期贷款6月有所回升，但居民部门依然负增长，房地产业持续低迷也不利于信用派生。央行近期的重点仍然是引导对实体经济贷款投放，继续降低企业实际融资成本，三季度难有新增量政策，四季度的政策要视经济恢复情况决定。美国新增非农就业两倍于预期，虽然美国经济在滑向衰退，但就业市场的供不应求更迫使美联储保持紧缩力度来防止工资-物价螺旋。市场开始修正美联储提前转向的预期，十年美债收益率回升至2.8300%，两年期3.2400%，深度倒挂，三月期2.5800%。

图 8: SHIBOR 利率 (%)

图 9: DR007 利率 (%)

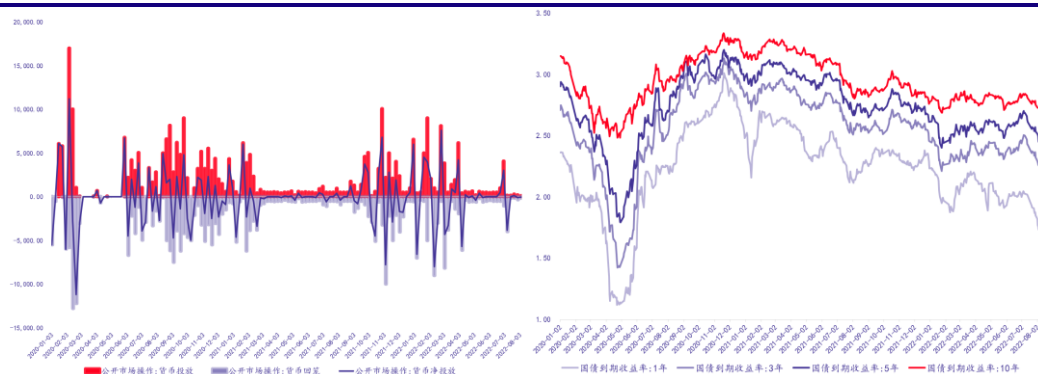


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿)

图 11: 国债收益率 (%)

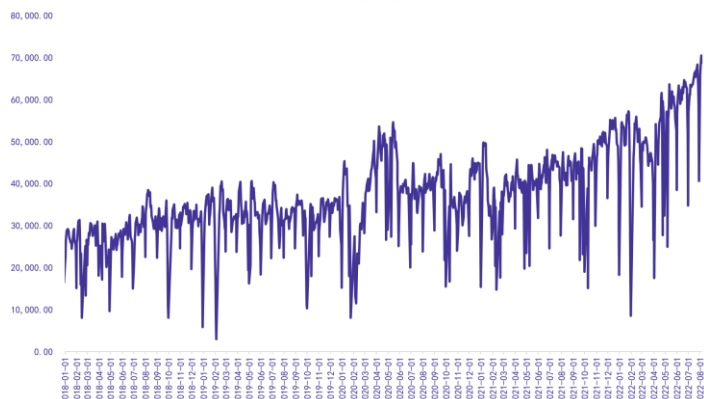


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 银行间质押式回购成交量 (亿元)

成交量:银行间质押式回购 亿元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

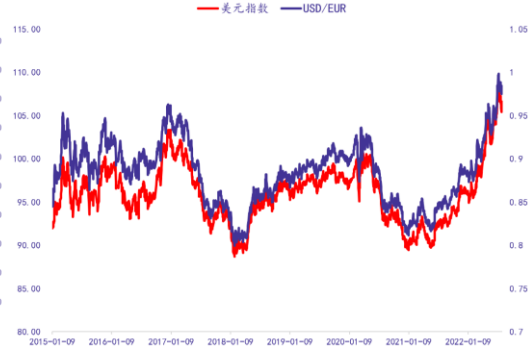
美元指数较上周回升至 106.57, 兑人民币略有升值。美元指数在流动性收紧下依然处于高位, 超预期的非农就业数据和美联储一众官员的鹰派发声指向坚定的加息, 劳动市场支撑美国经济不被判定为衰退, 这些因素推动了美元再次走高。但是在通胀不继续超预期的情况下, 美联储紧缩的“终点”并没有显著抬升, 衰退仍在路上, 除日本外的其他各大央行也都在快速加息, 美元指数像此前一样快速上扬的可能性不大。英央行本周加息 50bps, 并预测英国年末通胀可能达到 13%并陷入长达 15 个月的衰退。欧央行加息后, 德法和南欧国债收益率出现回落, TPI 起到稳定信心作用, 但欧洲面临严峻的天然气不足, 衰退概率继续上升。日央行依然坚持收益率曲线控制, 本周兑美元贬值, 但我们认为世界经济风险的上升和美欧衰退概率提高可能带来日元从历史低位升值的短期机会。而处于高位的美元未来有望下行。

图 13: 美元兑人民币

图 14: 欧元与美元指数

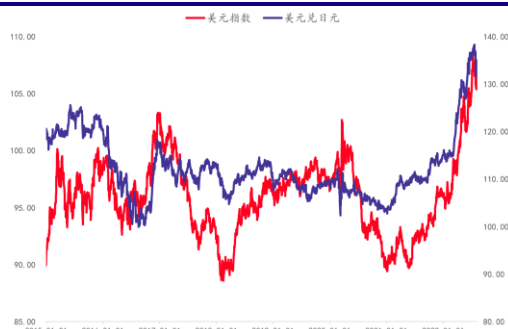


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 美元兑日元



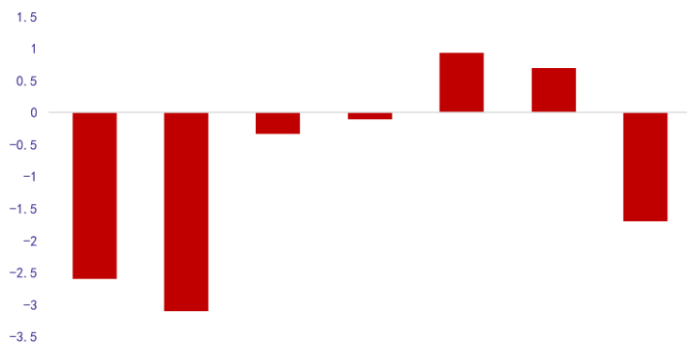
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、猪肉和蔬菜价格回落

本周物价整体变化不大,猪肉和蔬菜价格不断上涨的势头减缓,价格出现回落。本周猪肉价格小幅下跌,但仍然高于猪周期开启前期的历史水平。猪肉价格之前由于浓厚看涨情绪和压栏涨幅较大,但随着猪价上涨,利润进入合理区间,加之发改委发生调控价格,近期猪价开始平稳震荡。能繁母猪的去化在4月份停止,5、6月连续增加达到4277万头,高于4100万头的正常水平,中长期供给仍然充足。养殖户尚能抗价压栏也说明短期猪肉供给并不是十分充裕,中长期的产能转化还需时间,短期猪肉因养殖户供给收缩而涨价仍有可能。综合来看,猪肉价格短期有震荡上行空间,不过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。

蔬菜方面,本周菜价回落,向季节性平均水平靠拢。近期的雨水和闷热天气更易引发病虫害,保鲜和运输成本较高,但随着新一轮蔬菜上市,经销商为防止蔬菜腐败会降价销售。新一轮北方蔬菜开始入市,但由于季节问题质量不高,各种菜品供应量稳步增加,弥补了此前的需求缺口。下周主要产区仍有降雨,不利于蔬菜的生长、采摘和运输,但北方菜产量继续扩大,质量下降,下周价格可能平稳下行。按照季节性经验来看,菜价近期还有小幅上涨的可能,近一个月会保持高位,同时运输(能源)和人力成本下半年可能带动涨价,猪菜的共振将抬升CPI。

图 16: 商务部统计 7 月 18 日-24 日物价变动 (%)



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_45003

