

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是房租止跌回暖，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”，经典特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位，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%，相较上月下滑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。**

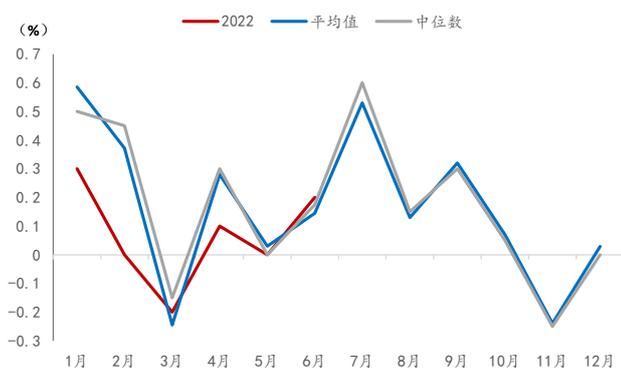
一是核心通胀改善超预期，体现疫后经济的修复。核心CPI同比增速在经历了7个月的下落后首次企稳回升，其内核在于服务业的恢复。6月华东部分地区解封，服务业改善明显，飞机票和旅游价格分别上涨19.2%和1.2%，涨幅比上月分别扩大15.0和0.8个百分点，宾馆住宿价格由上月下降0.7%转为上涨0.3%。

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。

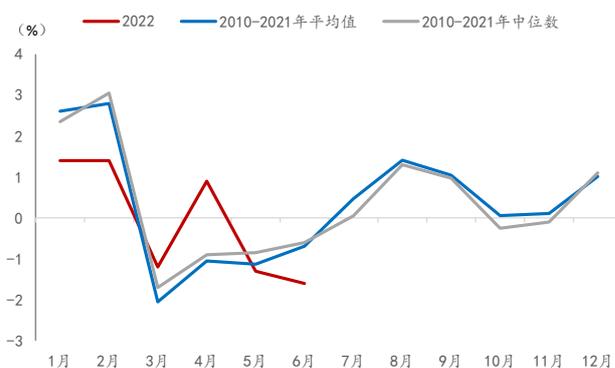
值得一提的是，6月底后猪价上涨较快，蓄肉类CPI同比下滑幅度也大幅收敛，但是猪价上涨最快的时候是7月初，因此猪肉对CPI的正向贡献尚未完全体现在6月数据中，预计7-8月对这一贡献将更为明显。

图1：服务项目CPI月环比强于季节性



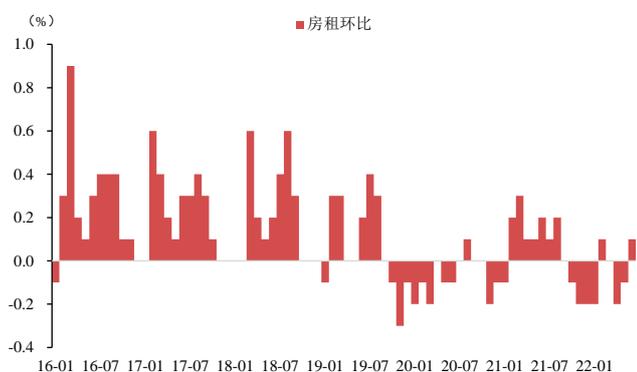
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

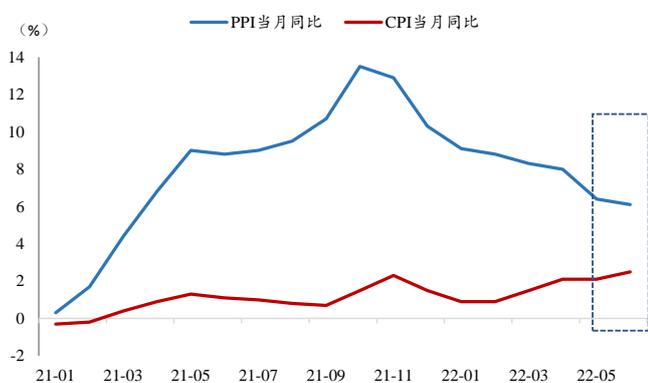
2 上游通胀结构分化体现弱预期和强现实

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。

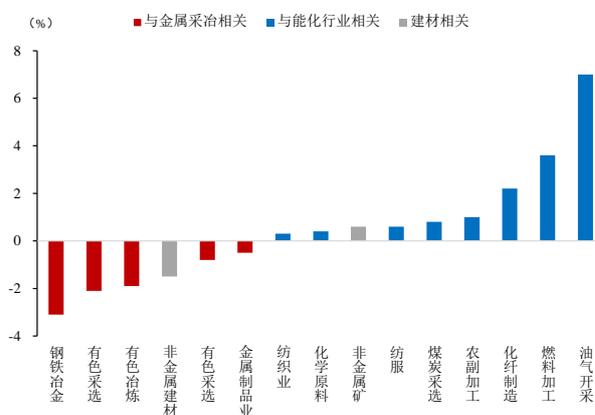
上游价格从广谱上涨到结构分化，证明上游通胀最强阶段已过，我们已步入“大通胀”趋缓阶段。受限于供给约束，我们预计后期上游资源品采掘业的盈利高位运行，但是快速加息将制约金属价格，从而在成本端改善中下游制造业的盈利。

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。

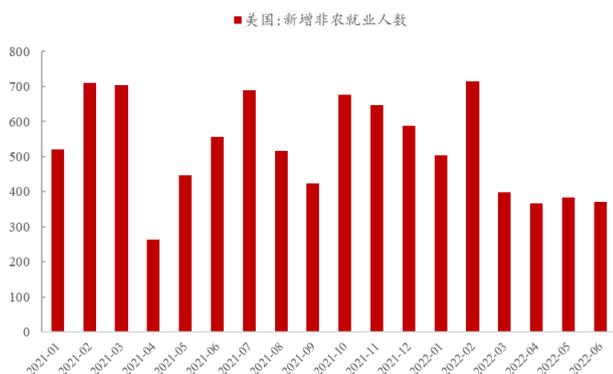
3 美国就业增长强劲，疫情重启特征明显

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。**

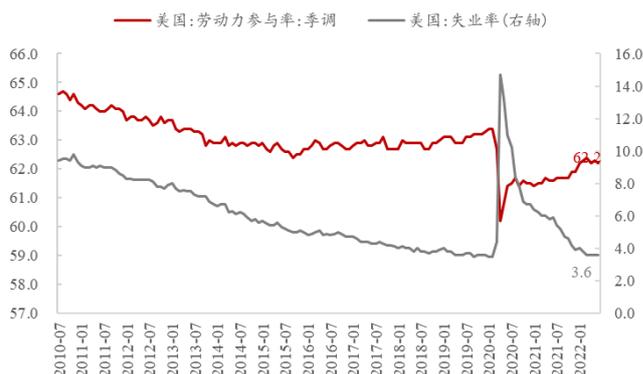
分行业看，新增就业仍以服务业为主，显示疫情影响的消退。6 月新增非农集中在休闲和酒店业（6.7 万）、教育和保健服务（9.6 万）和医疗保健（7.8 万）。**除采矿业外的绝大多数行业在疫情期间的岗位均已恢复，显示美国就业市场仍十分强劲。**采矿业就业的空缺表明，在绿色能源转型背景下，美国在能源方面的供给仍然不足。

图 7：美国新增非农就业情况（单位：千人）



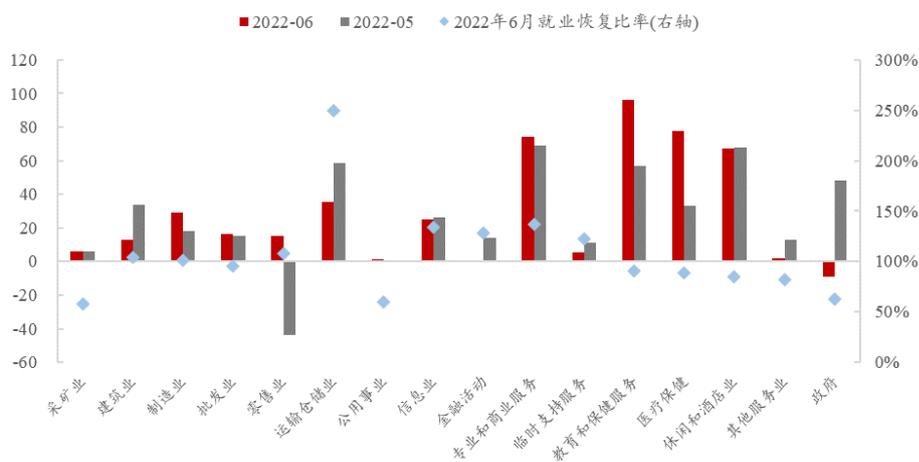
资料来源：Wind，民生证券研究院

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）



资料来源：Wind，民生证券研究院

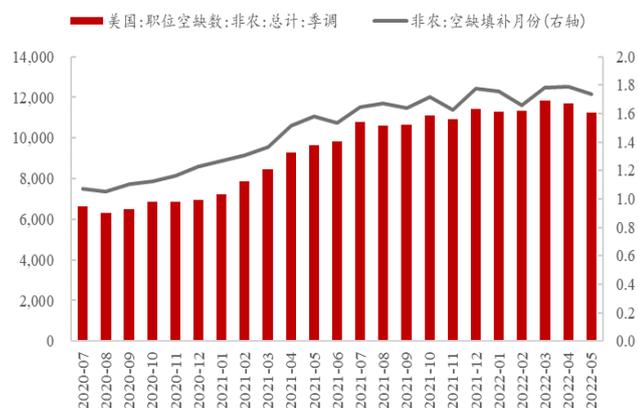
4 就业市场供需不平衡持续，经济衰退预期降温

美联储压制高通胀的主要手段之一是打压劳动力市场需求，使美国劳动力市场重回供需均衡。

但最新数据显示，美国劳动力需求不减。5月份美国职位空缺数录得1125万人，虽然较4月份的1168万人边际降低，但仍处于历史高位。同时，按每月美国非农就业雇佣数的速度去填补职位空缺的话，则需要1.73个月，这一填补空缺的时长也位于历史高位。总的来说，美国企业对劳动力的需求仍非常旺盛。

提前退休和外来移民减少等因素制约劳动力供给恢复。从劳动参与率看，壮年人口（25-54岁）和老年人口（55岁以上）的劳动力参与率均较疫情前水平有一定差距。这体现了移民数量降低，和疫情期间老年人提前退休的影响。

图 10：美国职位空缺情况（左：千人，右：月）



资料来源：Wind，民生证券研究院

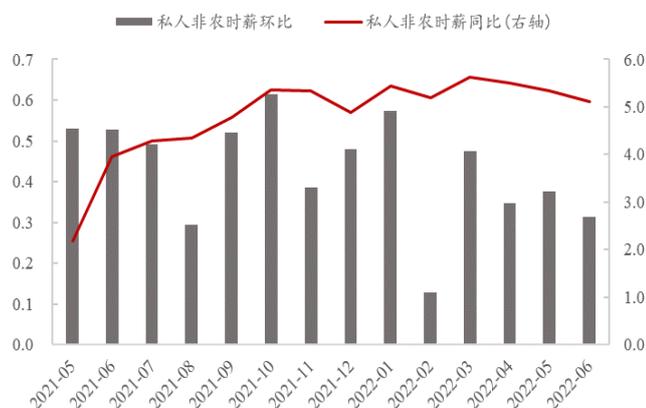
图 11：美国各年龄段劳动参与率（单位：%）



资料来源：BLS，民生证券研究院

劳动力供需不平衡下，工资增速维持高位，且市场对美国经济的衰退预期有所降温。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%。两者较上月有所下降，但仍显著高于疫情前水平。偏高的工资增速表明，美联储对劳动力需求压制的效果不佳。且高收入在未来会支撑居民消费，因此，在非农数据公布后，市场对未来美国经济衰退的预期有所降温，美债利率携美股与大宗商品一同反弹。

图 12：美国私人非农部门时薪增速（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：非农数据发布后美债利率反弹（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

5 风险提示

- 1) 美联储加息节奏超预期风险。
- 2) 海外地缘政治风险。若俄乌冲突深化导致大宗商品价格再度大幅上升，美联储可能加快紧缩步伐。
- 3) 美国通胀失控风险。若美国中长期通胀预期失控，美联储紧缩步伐还将超预期加快。
- 4) 对美联储货币政策误判风险。
- 5) 中国经济走势超预期风险。经济大幅度变动。

插图目录

图 1：服务项目 CPI 月环比强于季节性	3
图 2：食品 CPI 月环比弱于季节性反映供应链恢复	3
图 3：房租价格环比转正	4
图 4：房租与失业率负相关	4
图 5：PPI 与 CPI 同比增速收敛趋势维持	5
图 6：6 月 PPI 环比显示金属和能化显著分化	5
图 7：美国新增非农就业情况（单位：千人）	6
图 8：美国失业率和劳动参与率（单位：%）	6
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）	6
图 10：美国职位空缺情况（左：千人，右：月）	7
图 11：美国各年龄段劳动参与率（单位：%）	7
图 12：美国私人非农部门时薪增速（%）	8
图 13：非农数据发布后美债利率反弹（单位：%）	8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001