

## 繁荣的顶点？美国库存周期，拐点或现

库存周期向来是经济周期运行的加强项，经历持续近1年的快速补库之后，美国私人部门库存已升至历史高位。订单持续走弱的背景下，库存周期拐点或现。

### ■ 疫情期间，美国库存周期的“异化”？不同环节，库存行为显著分化

美国的私人库存行为滞后于需求而周期往复，是经济周期波动的加强项。美国GDP构成中，私人消费、投资占比分别约为7成、2成。相比而言，私人消费更像经济运行的“压舱石”、波动较小，私人投资往往是波动的重要贡献，其中库存的周期波动为甚。私人库存主要包括制造商、批发商、零售商三大环节，比例约为4:3:3。PMI新订单指数是库存较好的领先指标，一般领先2-4个季度。

不同以往，美国本轮库存周期明显“异化”：补库节奏有异，实际、名义库存背离，结构大幅分化。疫情冲击下，库存增速低位盘整的时间超出过往；伴随疫情影响的逐步减弱，2021年下半年以来美国进入快速补库阶段。以往周期中，实际、名义库存走势基本趋同，且分项的“步调”也基本一致。但本轮周期中，美国名义、实际库存走势背离，且制造商、批发商、零售商的库存行为明显分化。

### ■ 美国库存周期“异化”的背后？疫后大通胀、供应链冲击等

四十年一遇的全球大通胀，导致美国名义库存增速的异常高企。美国本轮名义库存同比增速持续攀升至17.7%，不断创下历史新高，背后的物价贡献不容忽视，相关PPI同比增速也高达15%。跟以往通胀不同的是，本轮大通胀的背后，放水节奏更为突然；能源供给受限问题长期化；持续数十年的温和通胀环境，使得政策应对普遍“慢了一拍”。以上种种因素，使得本轮通胀的持续性超出预期。

供应链冲击等，也是导致美国库存周期“异化”、不同环节库存行为显著分化的重要原因。疫后美国生产修复慢、需求修复快；为满足强劲的内需，疫后商品贸易逆差快速走扩、连续多月高于1000亿美元，因此批发、零售等流通环节补库较为顺利。但是，本土生产为主，或无法通过进口有效满足的板块，库存行为也受到相应抑制。此外，库存“异化”，也与预期扰动下的“牛鞭效应”有关。

### ■ 美国库存周期如何演绎？周期拐点或现，或成步入“衰退”又一助力

需求见顶下，渠道商补库逆转在即，制造商或继续补库、但弹性有限。新订单指数已连续回落3个季度，6月已跌破50%的枯荣线。年初刺激退潮及加息周期的背景下，商品消费降温也已有段时间，意味着批发、零售库存周期逆转在即，拖累经济未来表现。目前，生产行为的修复滞后于需求，仍处于扩张区间，考虑到库存水平仍处于历史低位，制造商库存或继续回补，但支持力度或相对有限。

美国本轮库存周期的拐点或现，未来或成步入“衰退”又一助力。以往库存集中回补一般持续约4-5个季度，本轮回补自去年中以来持续近1年，且处于历史绝对高位；结合新订单指数等领先指标看，库存周期转向的概率明显上升。2季度私人库存对GDP环比拖累超2个百分点，会否是拖累的开始，值得关注。

**风险提示：**美联储加息持续性不达预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人  
caojinqiu@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、周度专题：繁荣的顶点？美国库存周期，拐点或现.....	4
1.1、疫情期间，美国库存周期的“异化”？不同环节，库存行为显著分化.....	4
1.2、美国库存周期“异化”的背后？疫后大通胀、内部供需错位等.....	6
1.3、美国库存周期如何演绎？周期拐点将现，或成步入“衰退”又一助力.....	8
2、数据跟踪：美国经济陷入“技术性衰退”.....	10
2.1、美国经济跟踪：美国 2 季度 GDP 环比为负，PCE 同比持平预期.....	10
2.2、欧洲经济跟踪：欧元区 2 季度 GDP 季环比初值高于预期.....	15
2.3、日本经济跟踪：日本 6 月零售销售同比下滑.....	16
3、重点关注：美国 6 月非农报告.....	16
4、风险提示：.....	17

## 图表目录

图表 1：美国 GDP 主要分项同比.....	4
图表 2：美国私人投资分项同比增速波动较大.....	4
图表 3：美国私人库存波动较大.....	4
图表 4：私人库存一般滞后制造业 PMI 新订单指数变化.....	4
图表 5：2021 年下半年以来美国进入快速补库阶段.....	5
图表 6：美国名义库存同比走势.....	6
图表 7：美国实际库存同比走势.....	6
图表 8：美国名义库存高企，与物价贡献有关.....	6
图表 9：美国 PPI 同比走势.....	6
图表 10：美国商品贸易逆差大幅走扩.....	7
图表 11：本轮批发、零售等渠道商补库较快.....	7
图表 12：美国批发商库存同比增速分位数细项.....	7
图表 13：美国零售商库存同比增速分位数细项.....	7
图表 14：“牛鞭效应”导致需求信息“扭曲”.....	7
图表 15：疫后美国生产修复慢于需求修复.....	7
图表 16：美国商品消费降温、服务消费接力.....	8
图表 17：美国财政刺激持续退潮中.....	8
图表 18：加息周期下，美国汽车贷款需求走弱.....	8
图表 19：加息周期下，美国地产销售需求走弱.....	8
图表 20：疫情期间生产、需求修复不同步.....	9
图表 21：美国制造商分项实际库存同比.....	9
图表 22：美国制造商分项实际库存同比.....	9
图表 23：美国制造业新订单、积压订单同比双双回落.....	9
图表 24：美国 2 季度私人库存拖累 GDP 超 0.7 个点.....	9
图表 25：美国私人去库存未来对经济的拖累值得关注.....	9

图表 26: 美国 2 季度 GDP 环比增速为负 .....	10
图表 27: 美国私人投资增速进一步下滑.....	10
图表 28: 私人投资主要受库存“异常”拖累.....	11
图表 29: 实际非住宅投资对 GDP 的环比拉动率.....	11
图表 30: 设备投资分项对 GDP 的环比拉动率 .....	11
图表 31: 刺激退潮下, 美国政府支出降速乃大势所趋.....	11
图表 32: 私人消费由商品向服务转移.....	11
图表 33: 以家具为代表的耐用品消费大幅下滑.....	11
图表 34: 以食品饮料、能源为代表的非耐用品消费下滑.....	12
图表 35: 以餐饮住宿为代表的服务是主要拉动力.....	12
图表 36: 美国 6 月新屋销售年化总数大幅下滑.....	12
图表 37: 美国 6 月成屋签约销售指数同比不及预期.....	12
图表 38: 美国 6 月耐用品订单环比初值高于预期.....	13
图表 39: 美国 7 月密歇根大学消费者信心指数上升.....	13
图表 40: 美国 6 月商品贸易逆差收窄.....	13
图表 41: 美国不同商品贸易差额.....	13
图表 42: 美国 6 月 PCE 物价指数持平预期.....	14
图表 43: 美国 6 月服务 PCE 同比低于商品.....	14
图表 44: 美国 6 月个人收入上升.....	14
图表 45: 美国 6 月个人收入环比高于预期.....	14
图表 46: 当周, 美国初请失业金人数高于预期.....	15
图表 47: 当周, 美国 EIA 原油库存下滑 .....	15
图表 48: 欧元区 2 季度 GDP 季环比初值高于预期.....	15
图表 49: 欧元区 2 季度 GDP 同比初值下降.....	15
图表 50: 欧元区 7 月 CPI 同比续创历史新高.....	16
图表 51: 欧元区 7 月 CPI 环比上升 .....	16
图表 52: 日本 6 月工业产出同比初值持平前值.....	16
图表 53: 日本 6 月零售销售同比下滑.....	16
图表 54: 下周海外重点数据发布日期情况.....	17

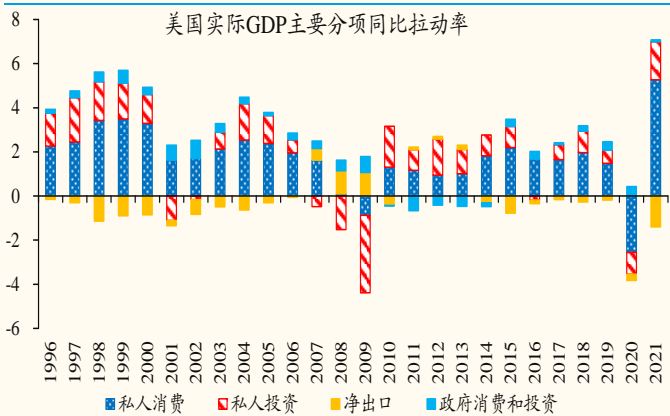
## 1、周度专题：繁荣的顶点？美国库存周期，拐点或现

库存周期向来是经济周期运行的加强项，经历持续近 1 年的快速补库之后，美国私人部门库存已升至历史高位。订单持续走弱的背景下，库存周期拐点或现。

### 1.1、疫情期间，美国库存周期的“异化”？不同环节，库存行为显著分化

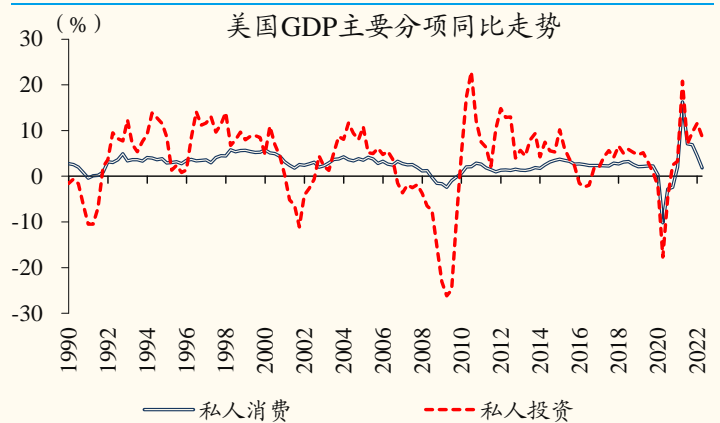
美国的私人库存行为滞后于需求而周期往复，是经济周期波动的加强项；PMI 新订单指数是其较好的领先指标，一般领先 2-4 个季度。美国 GDP 构成中，私人消费、投资占比分别约为 7 成、2 成。相比而言，私人消费更像经济运行的“压舱石”、波动相对较小，私人投资往往是经济波动的重要贡献，其中库存的周期波动为甚。美国私人库存主要包括制造商、批发商、零售商三大环节，占比大约为 37%、33%、30%。从历史走势来看，美国私人库存走势一般跟随制造业 PMI 新订单指数变化，滞后大约 2-4 个季度。

图表 1：美国 GDP 主要分项同比



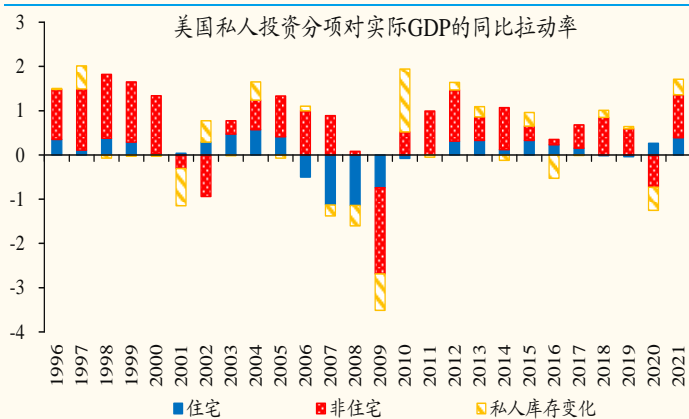
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：美国私人投资分项同比增速波动较大



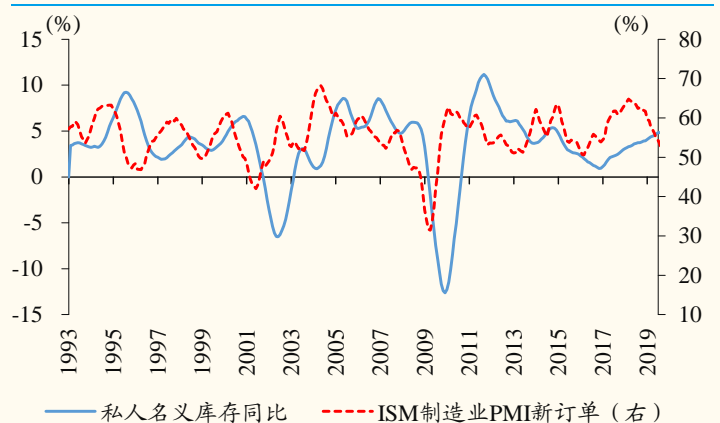
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：美国私人库存波动较大



来源：Wind、国金证券研究所

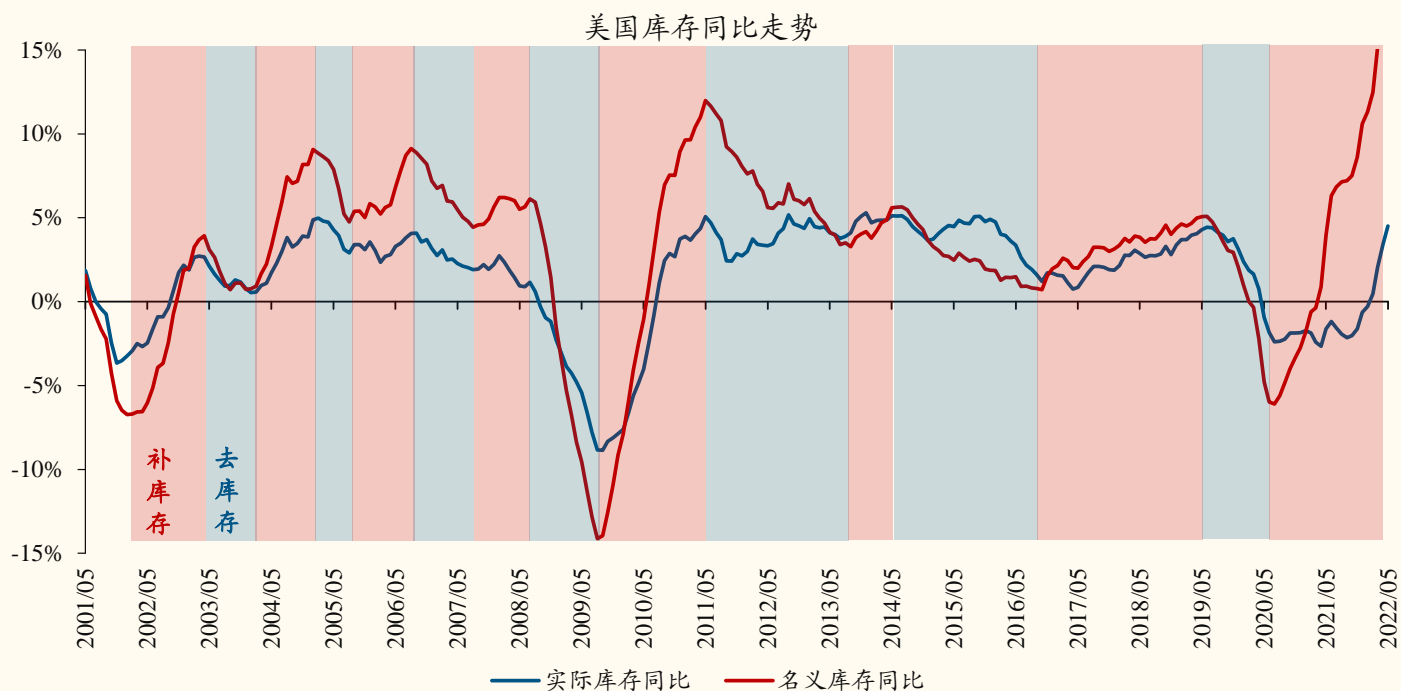
图表 4：私人库存一般滞后制造业 PMI 新订单指数变化



来源：Wind、国金证券研究所

疫情冲击下，库存增速低位盘整的时间超出过往；伴随疫情影响的逐步减弱，2021年下半年以来美国进入快速补库阶段。疫情影响下，库存行为的走势与历史周期规律有所不同。伴随疫情影响的减弱，需求端逐步修复，以新订单指数为表征，2020年下半年开始持续改善，库存行为滞后约12个月反应，进入快速回补阶段。截至2022年5月，私人库存同比已修复至5%，相当于历史百分位的83%水平。历史周期显示，美国快速补库阶段集中在4-5个季度左右，本轮回补自去年中以来持续近1年。

图表 5：2021 年下半年以来美国进入快速补库阶段

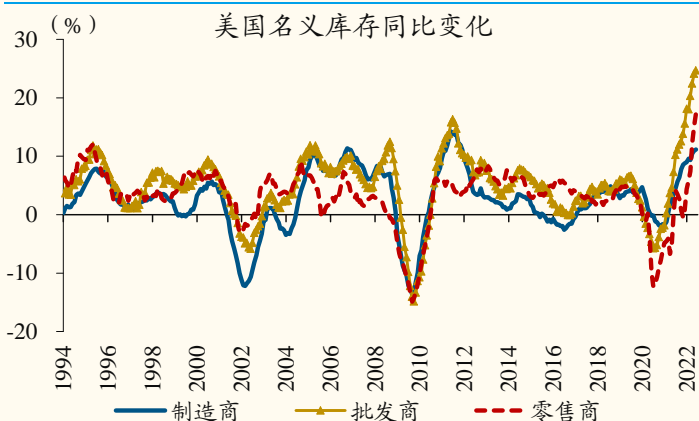


来源：BEA、国金证券研究所

以往周期中，不同环节的库存行为大致趋同；疫情干扰下，本轮库存周期明显“异化”，不同环节的库存行为明显分化。全球大通胀背景下，批发商和零售商的名义库存同比分别达到 24.7%、17.4%，皆创下有数据以来的新高；制造商库存同比也超过 10%、接近历史高点。扣除价格干扰之后，批发商、零售商依然处于历史高位，但制造商的库存持续处于近些年来的历史低位。不同环节库存行为的分化，是以往周期中较为罕见的。

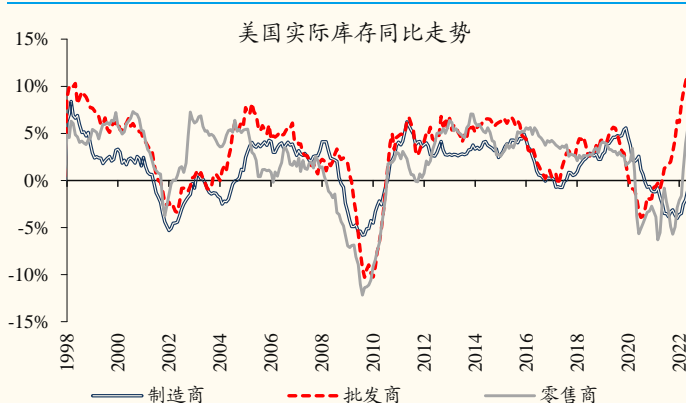


图表 6: 美国名义库存同比走势



来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 美国实际库存同比走势

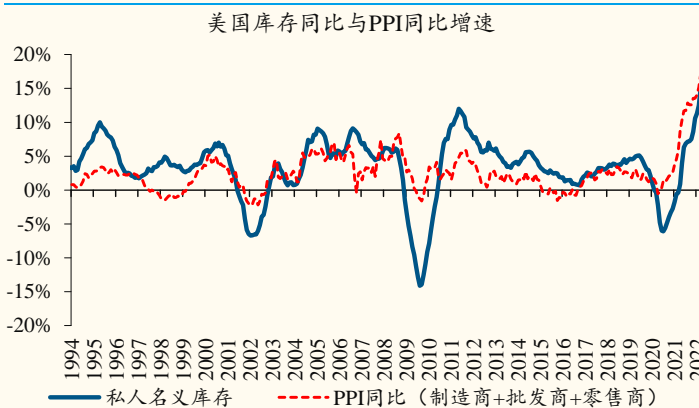


来源: BEA、国金证券研究所

### 1.2、美国库存周期“异化”的背后？疫后大通胀、内部产需错位等

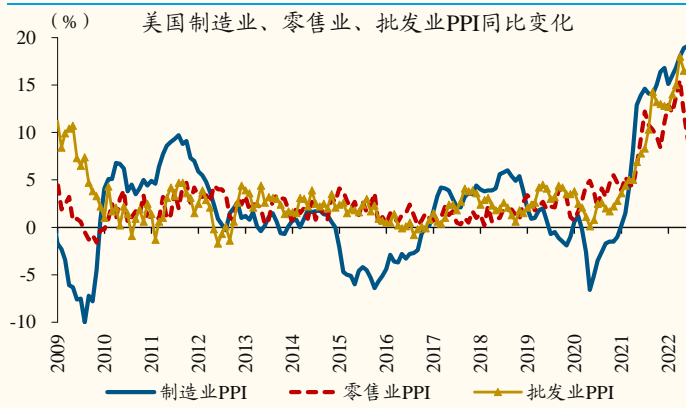
四十年一遇的全球大通胀，导致美国名义库存增速的异常高企。美国本轮名义库存同比增速持续攀升至 17.7%，不断创下历史新高。名义库存高增的背后，物价的贡献不容忽视，相关 PPI 同比增速也高达 15%。跟以往通胀不同的是，本轮大通胀的背后，放水节奏更为突然；能源供给受限问题长期化；持续数十年的温和通胀环境，使得政策应对普遍“慢了一拍”。以上种种因素，使得本轮通胀的持续性超出预期。

图表 8: 美国名义库存高企，与物价贡献有关



来源: Wind、国金证券研究所

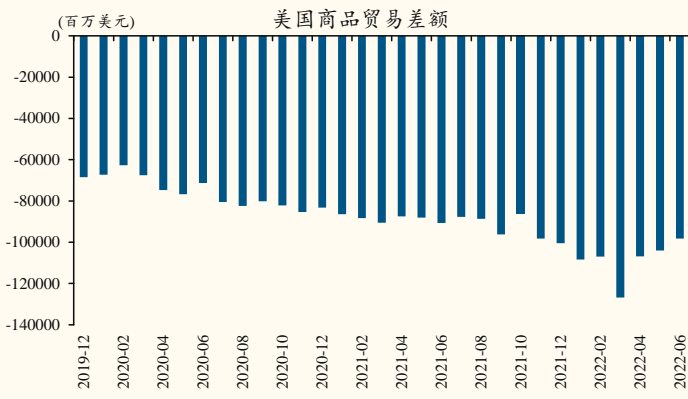
图表 9: 美国 PPI 同比走势



来源: Wind、国金证券研究所

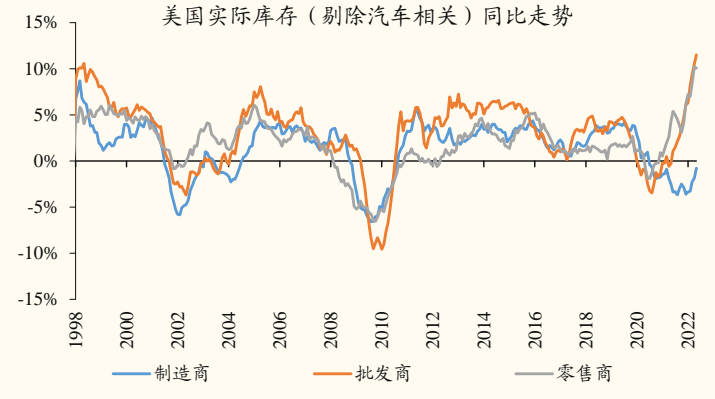
供应链冲击，也是导致美国库存周期“异化”、不同环节库存行为显著分化的重要原因。疫情期间，不同经济体的救助政策思路不同，导致国别间生产与需求端修复的分化。美国生产修复慢、需求修复快；为满足强劲的内需，疫后商品贸易逆差快速走扩、连续多月高于 1000 亿美元，因此批发、零售等流通环节补库较为顺利。但是，本土生产为主，或无法通过进口有效满足的板块，库存行为也受到相应抑制。因此，在剔除掉受供应链影响较大的汽车及零部件库存后，零售商、批发商库存实际走势分别为 11.5%、10.1%，均高于制造商。

图表 10: 美国商品贸易逆差大幅走扩



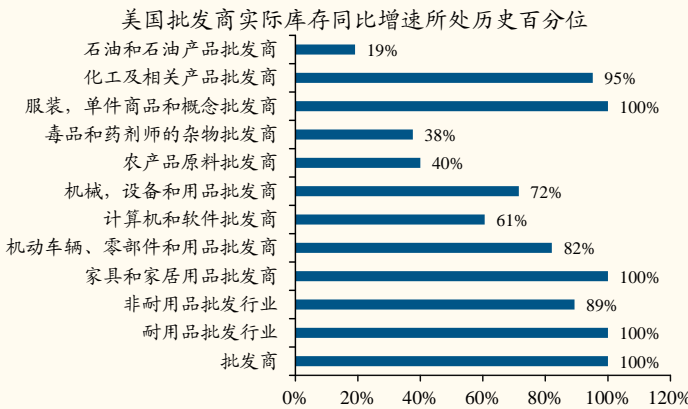
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 本轮批发、零售等渠道商补库较快



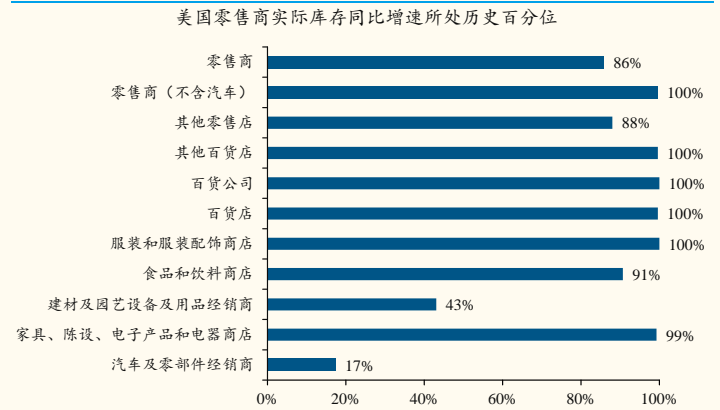
来源: BEA、国金证券研究所

图表 12: 美国批发商库存同比增速分位数细项



来源: BEA、国金证券研究所

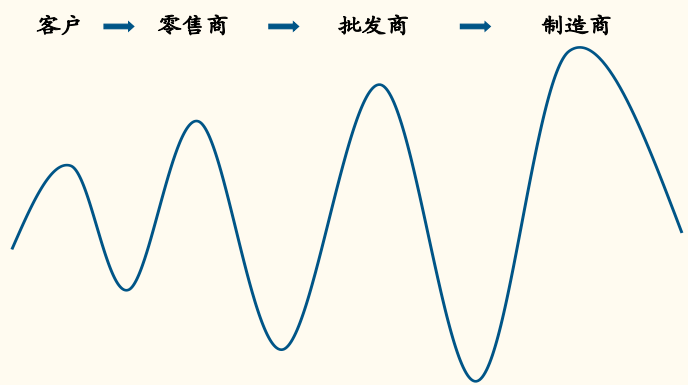
图表 13: 美国零售商库存同比增速分位数细项



来源: BEA、国金证券研究所

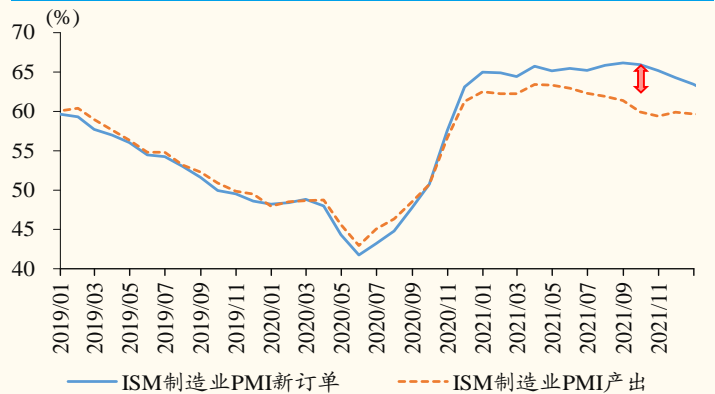
疫情期间, 不同环节库存行为的明显分化, 与预期扰动下库存行为的“牛鞭效应”有关。所谓“牛鞭效应”, 指供应链的需求变异放大现象。在疫后需求刚刚回升、供应受限的阶段, 渠道商库存快速去化, 随后开始增加大量订单、维持正常的备货水平。但是, 上游生产一直无法满足需求, 表现为制造业 PMI 新订单指数持续位于 65% 左右, 但产出指数“仅仅”在 60% 附近。生产持续低迷下, 因担心未来备货不足, 渠道商的“囤货意愿”快速攀升, 使得订购量一般会超过实际需求。“牛鞭效应”下, 渠道商库存回补远超制造商库存。

图表 14: “牛鞭效应”导致需求信息“扭曲”



来源: 国金证券研究所

图表 15: 疫后美国生产修复慢于需求修复

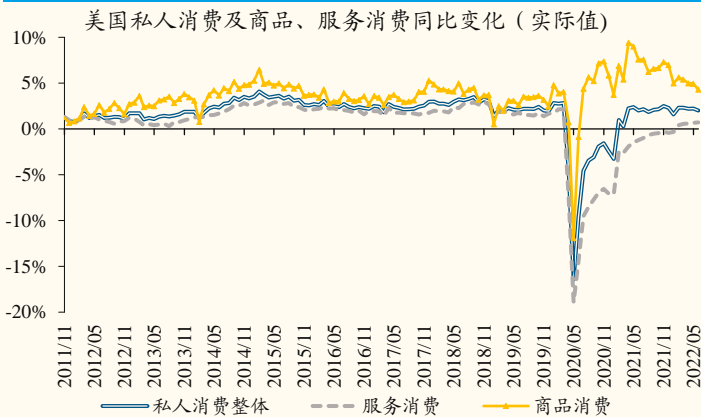


来源: Wind、国金证券研究所

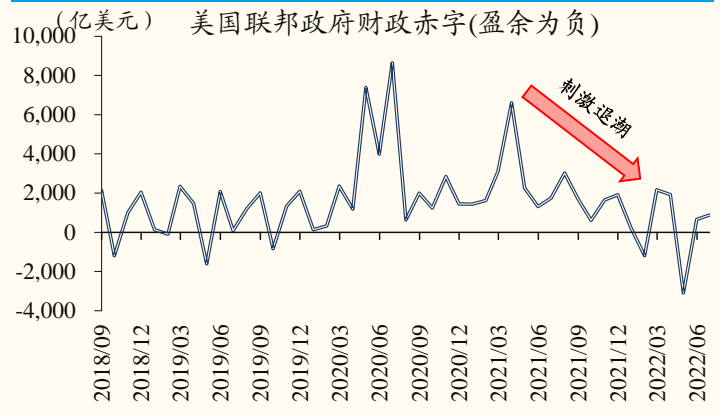
### 1.3、美国库存周期如何演绎？周期拐点将现，或成步入“衰退”又一助力

新订单指数已连续回落 3 个季度，6 月已跌至枯荣线以下，年初以来，商品消费降温也已有段时间；库存周期逆转在即，拖累经济未来表现。制造业 PMI 新订单指数已回落至 50% 的荣枯线以下，预示补库存周期的力量已经大幅弱化。刺激退潮下，美国消费商品消费自高位持续回落。货币政策收紧的背景下，汽车等利率敏感性消费行为也开始显露疲态。需求走弱的背景下，滞后的库存行为也已到达拐点，未来可能持续拖累经济表现。

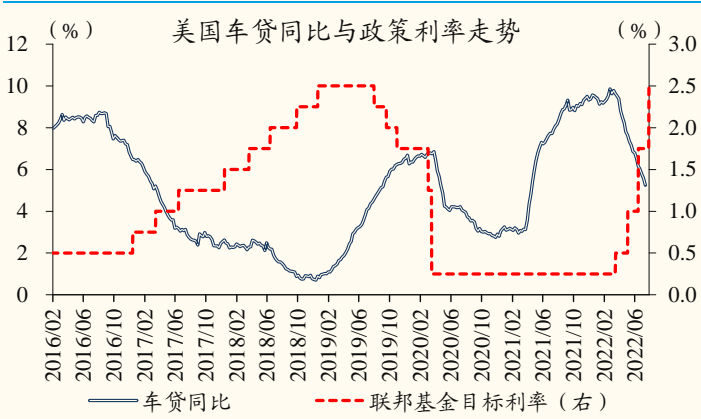
图表 16：美国商品消费降温、服务消费接力



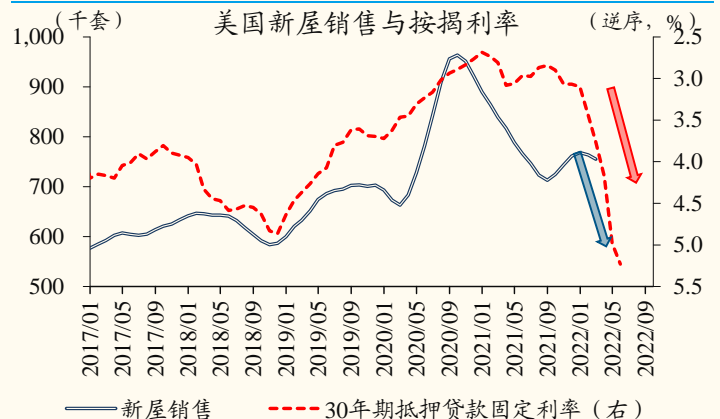
图表 17：美国财政刺激持续退潮中



图表 18：加息周期下，美国汽车贷款需求走弱



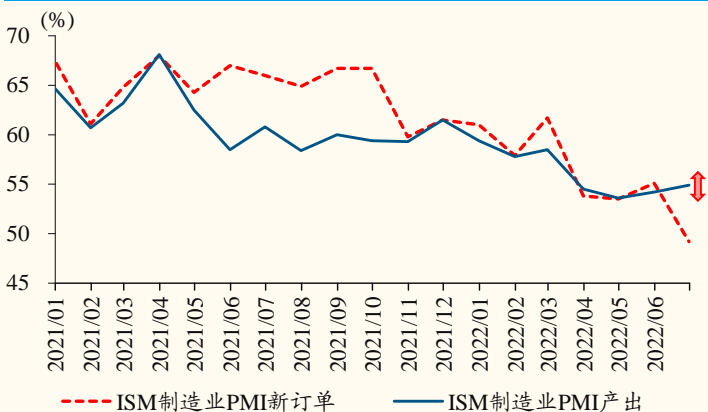
图表 19：加息周期下，美国地产销售需求走弱



生产行为的修复滞后于需求，仍处于扩张区间，考虑到库存水平仍处于历史低位，制造商库存或继续回补，但经济支持力度或相对有限。与新订单指数快速回落不同，PMI 生产指数稳步在运行在 50% 的荣枯线以上。再考虑到制造商实际库存增速依然为负，积压订单增速维持在 20% 左右的高位，预示制造商库存未来一段时期将持续回补。不过，制造商占比略超 1/3，对总量指标贡献小；且终端需求走弱迹象已经显露，生产性需求环节的补库行为空间可能受阻。

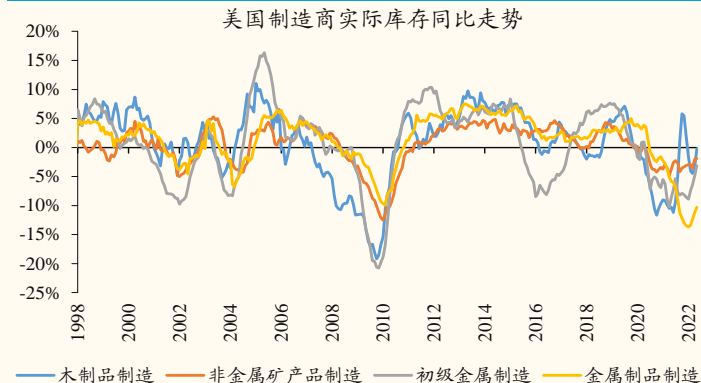


图表 20: 疫情期间生产、需求修复不同步



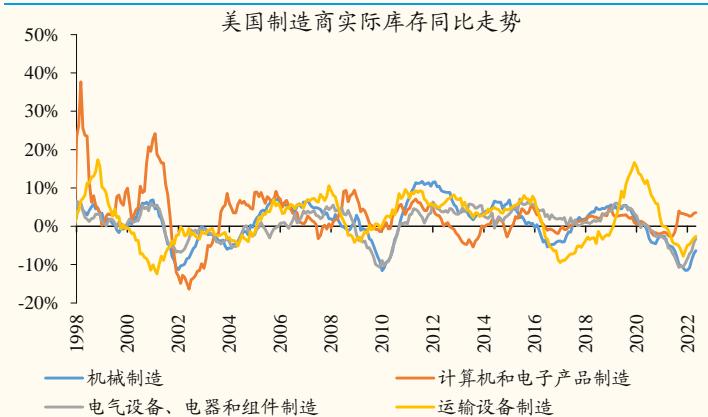
来源: BEA、国金证券研究所

图表 21: 美国制造商分项实际库存同比



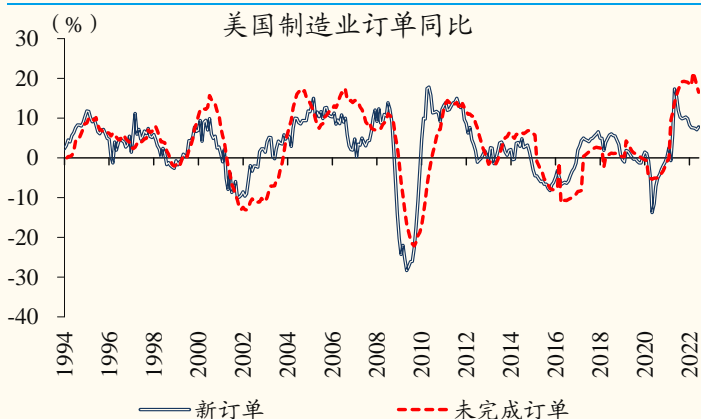
来源: BEA、国金证券研究所

图表 22: 美国制造商分项实际库存同比



来源: BEA、国金证券研究所

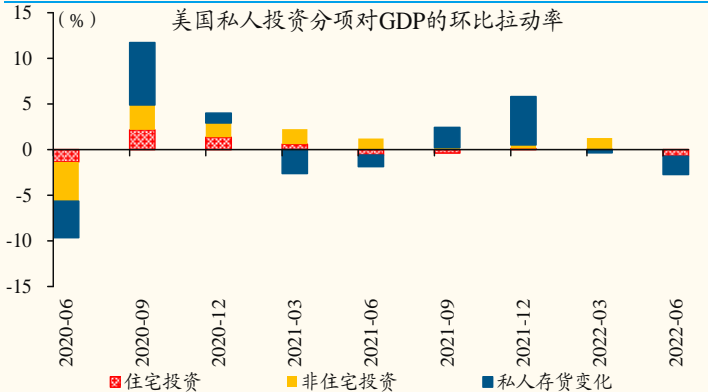
图表 23: 美国制造业新订单、积压订单同比双双回落



来源: Wind、国金证券研究所

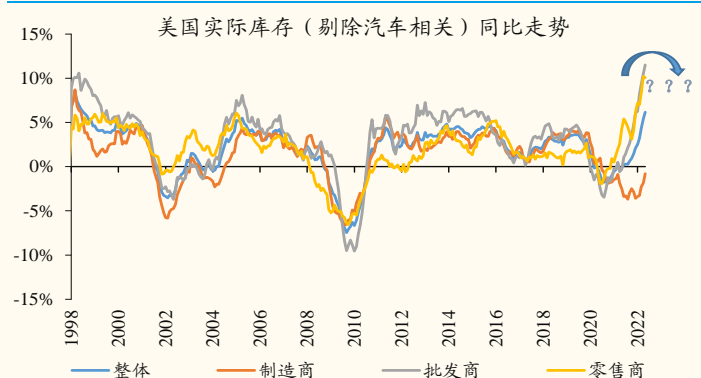
美国本轮库存周期的拐点或现，未来或成步入“衰退”又一助力。传统周期，库存集中回补一般在 4-5 个季度左右，本轮回补自去年中以来已持续近 1 年，而且已经处于历史绝对高位；结合新订单指数等领先指标来看，库存周期转向的概率在明显上升。2 季度私人库存对 GDP 环比拖累超 2 个百分点，会否是库存行为对经济形成拖累的开始，值得关注。

图表 24: 美国 2 季度私人库存拖累 GDP 超 0.7 个点



来源: BEA、国金证券研究所

图表 25: 美国私人去库存未来对经济的拖累值得关注



来源: BEA、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 美国的私人库存行为滞后于需求而周期往复，是经济周期波动的加强项；PMI 新订单指数是其较好的领先指标，一般领先 2-4 个季度。不同以往，疫后美国本轮库存周期明显“异化”：补库节奏有异，实际、名义库存背离，结构大幅分化。
- 四十年一遇的全球大通胀，导致美国名义库存增速的异常高企。供应链冲击，也是导致美国库存周期“异化”、不同环节库存行为显著分化的重要原因。疫情期间，不同环节库存行为的明显分化，与预期扰动下库存行为的“牛鞭效应”有关。所谓“牛鞭效应”，指供应链的需求变异放大现象。
- 新订单指数已连续回落 3 个季度，6 月已跌至枯荣线以下，年初以来，商品消费降温也已有段时间；库存周期逆转在即，拖累经济未来表现。制造商库存或继续回补，但经济支持力度或相对有限。整体来看，美国本轮库存周期的拐点或现，未来或成步入“衰退”又一助力。

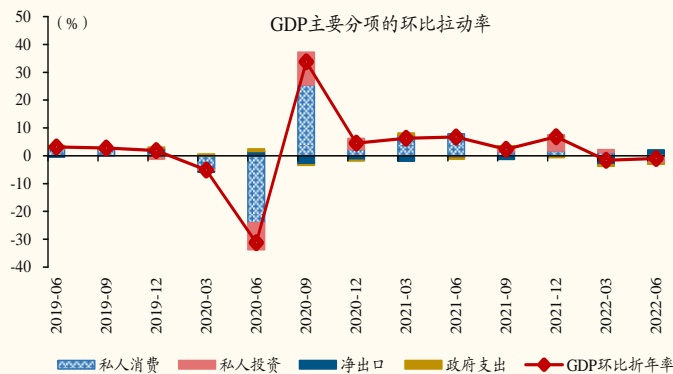
## 2、数据跟踪：美国经济陷入“技术性衰退”

### 2.1、美国经济跟踪：美国 2 季度 GDP 环比为负，PCE 同比持平预期

#### ■ 2.1.1、美国 2 季度 GDP 环比为负，消费仍有韧性，投资为主要拖累

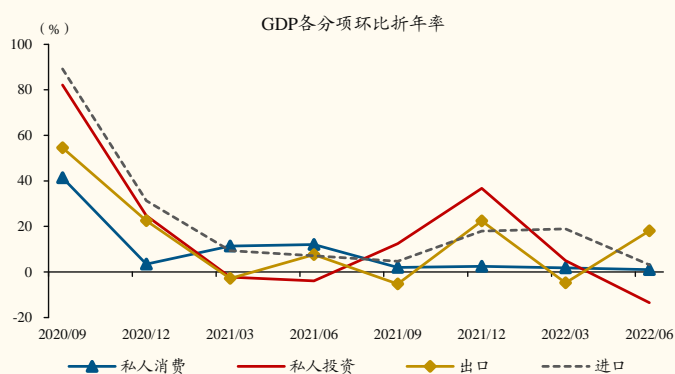
当周（7 月 25 日-7 月 29 日），美国公布 2 季度实际 GDP 数据。继 1 季度之后，美国 2 季度 GDP 环比增速再度为负，从而陷入“技术性”衰退。具体来看，2 季度 GDP 环比（折年率，下同）-0.9%，低于预期 0.6%，高于前值-1.6%。主要分项中，私人消费环比由 1.8% 下滑至 1%；私人投资环比-13.5%，远低于前值的 5%，对 GDP 环比拖累 2.73 个百分点；净出口对 GDP 环比贡献 1.43 个百分点；政府支出环比-1.9%，对 GDP 环比拖累 0.33 个百分点。

图表 26：美国 2 季度 GDP 环比增速为负



来源：Wind、国金证券研究所

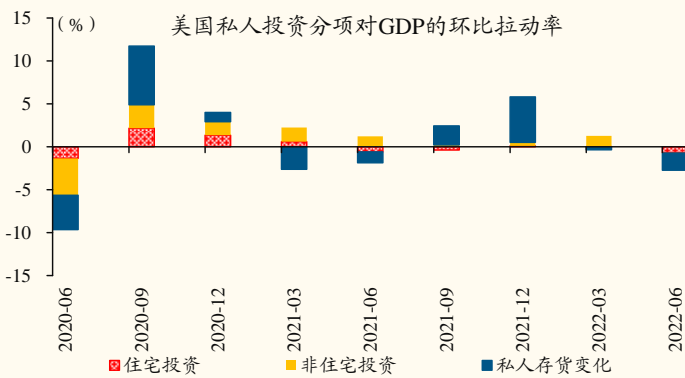
图表 27：美国私人投资增速进一步下滑



来源：Wind、国金证券研究所

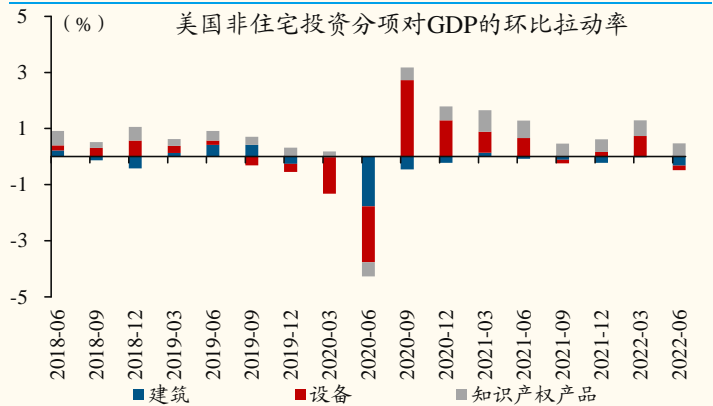
私人投资及政府支出环比大幅下滑，是 2 季度 GDP 的主要拖累。具体来看，私人库存变动、住宅投资对 2 季度 GDP 拖累分别超 2、0.7 个百分点，是 2 季度 GDP 的核心拖累项。其他投资方面，住宅投资拖累 0.71 个百分点，建筑（非住宅）投资和设备投资拖累 0.32、0.16 个百分点，无形资产反而贡献 0.47 个百分点。此外，联邦政府、州和地方政府支出分别拖累 GDP 0.2、0.13 个百分点。

图表 28: 私人投资主要受库存“异常”拖累



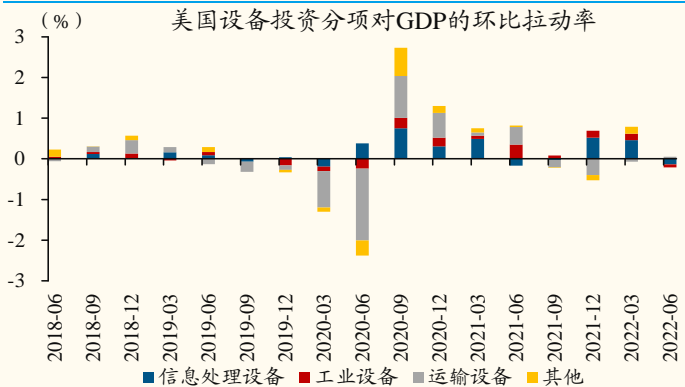
来源: BEA、国金证券研究所

图表 29: 实际非住宅投资对GDP的环比拉动率



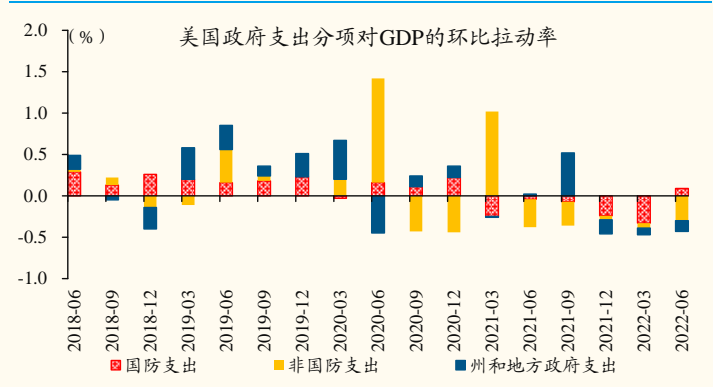
来源: BEA、国金证券研究所

图表 30: 设备投资分项对GDP的环比拉动率



来源: BEA、国金证券研究所

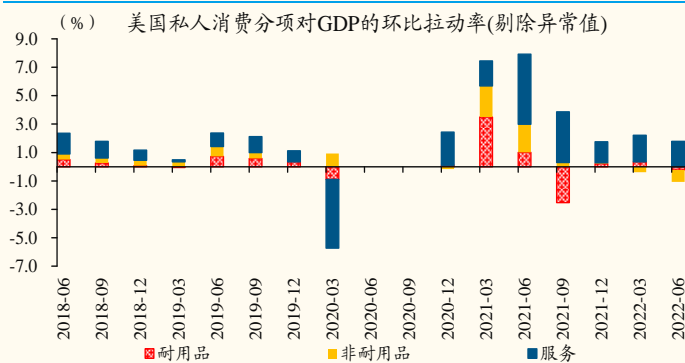
图表 31: 刺激退潮下, 美国政府支出降速乃大势所趋



来源: BEA、国金证券研究所

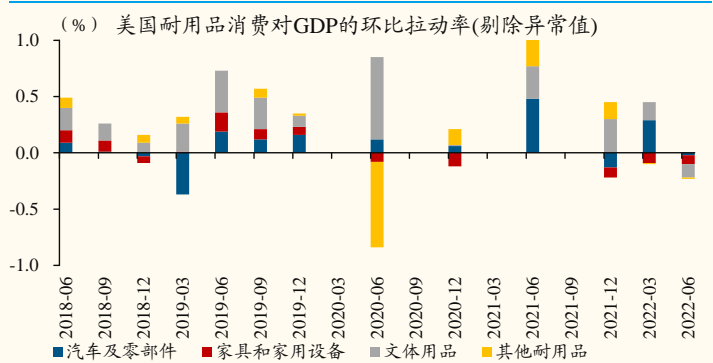
私人消费依然具有韧性, 是 2 季度 GDP 的主要支撑, 净出口也形成正向贡献。分结构来看, 服务消费继续修复、对 GDP 环比贡献 1.78 个百分点, 但商品消费环比拖累 1.08 个百分点。其中, 耐用品、非耐用品消费分别拖累 0.22、0.85 个百分点。与 1 季度进口拖累 2.7 个百分点不同, 2 季度进口拖累大幅收窄至 0.5 个百分点, 叠加出口表现亮眼, 净出口对 GDP 环比贡献超过 1.4 个百分点。

图表 32: 私人消费由商品向服务转移



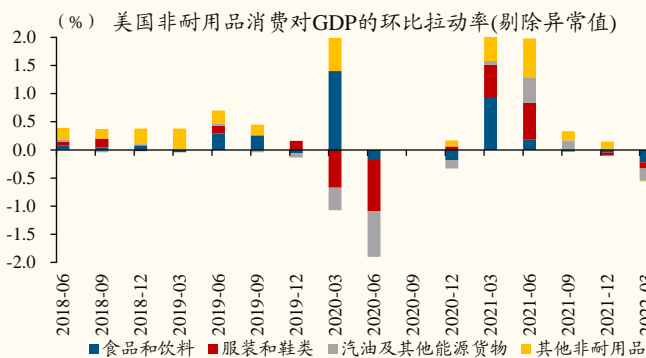
来源: BEA、国金证券研究所

图表 33: 以家具为代表的耐用品消费大幅下滑



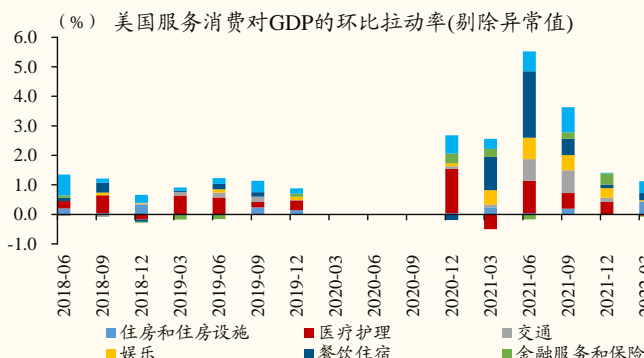
来源: BEA、国金证券研究所

图表 34: 以食品饮料、能源为代表的非耐用品消费下滑



来源: BEA、国金证券研究所

图表 35: 以餐饮住宿为代表的服务是主要拉动力

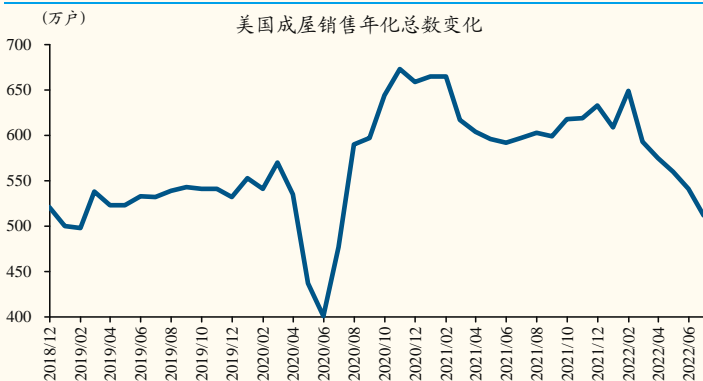


来源: BEA、国金证券研究所

■ 2.1.2、美国 6 月新屋销售大幅下滑，成屋签约销售指数同比不及预期

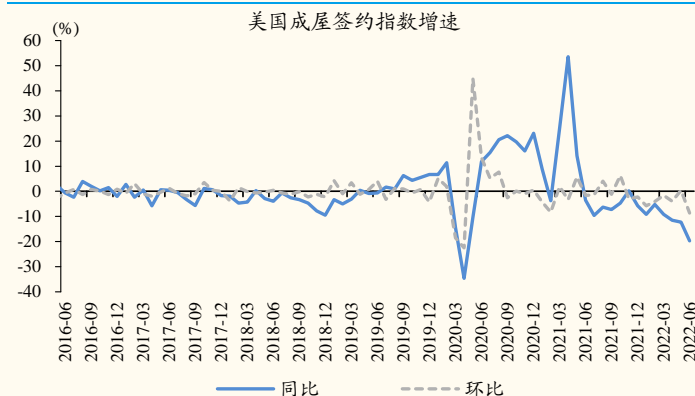
当周(7月25日-7月29日)，美国公布6月新屋开工和成屋签约销售指数同比数据。其中，美国6月新屋销售年化总数为59万户，低于预期的65.9万户，前值由69.6万户下修至64.2万户；6月新屋销售总数环比增速为-8.1%，低于预期-5.4%，前值由10.7%下修至6.3%。美国6月成屋签约指数同比下降19.8%，差于预期的下降13.5%、前值的下降12%；环比方面，美国6月成屋签约指数环比下降8.63%，差于预期的下降1.5%，前值的上升0.47，为2020年4月以来最大降幅。

图表 36: 美国 6 月新屋销售年化总数大幅下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 美国 6 月成屋签约销售指数同比不及预期

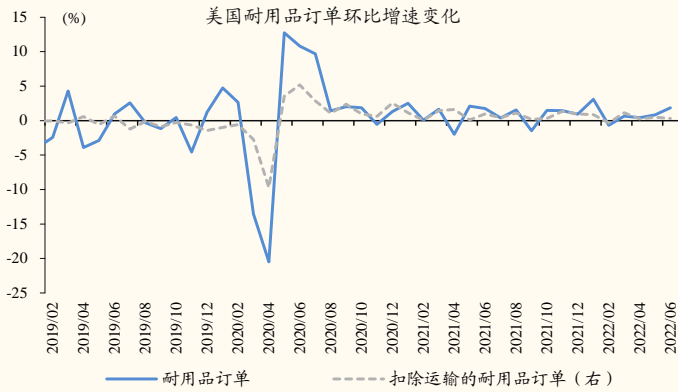


来源: Wind、国金证券研究所

■ 2.1.3、美国 6 月耐用品订单环比及 7 月密歇根大学消费者信心指数高于预期

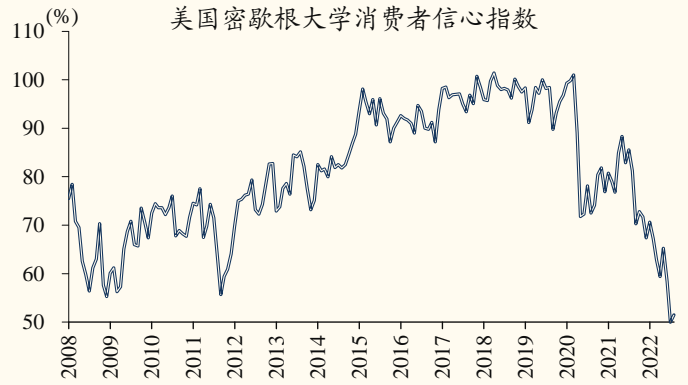
当周(7月25日-7月29日)，美国公布6月耐用品订单环比和7月密歇根大学消费者信心指数终值数据。其中，美国6月耐用品订单环比初值由0.8%升至1.9%，高于预期的-0.4%；扣除变动较大的运输类，6月耐用品订单环比由0.6%下滑至0.5%，高于预期的0.2%。美国7月密歇根大学消费者信心指数终值为51.5%，高于预期和前值51.1%。

图表 38: 美国 6 月耐用品订单环比初值高于预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 39: 美国 7 月密歇根大学消费者信心指数上升

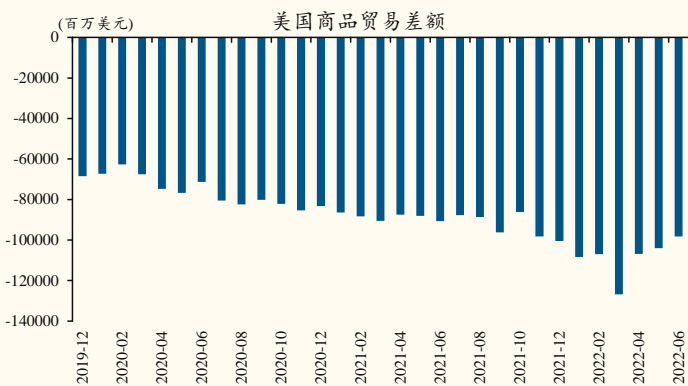


来源: Wind、国金证券研究所

#### 2.1.4、美国 6 月商品贸易逆差收窄，工业产品贸易差额大幅增加

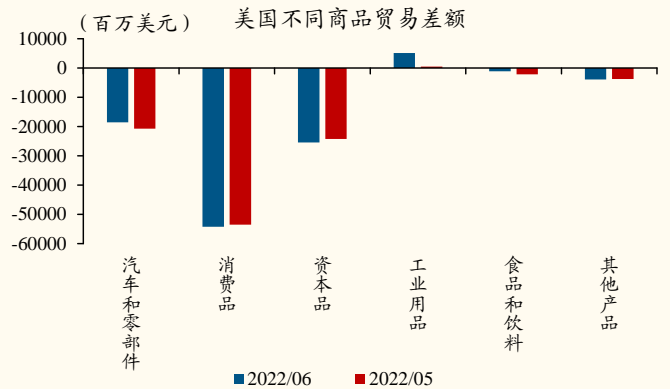
当周 (7 月 25 日-7 月 29 日)，美国公布 6 月商品贸易帐数据。其中，美国 6 月商品贸易逆差由 1043 亿美元收窄至 982 亿美元，低于预期 1030 亿美元。主要商品中，汽车和零部件、食品和饮料类商品贸易逆差收窄，消费品、资本品以及其他产品贸易逆差小幅走扩，工业产品贸易差额由 5 亿美元上升至 51 亿美元。

图表 40: 美国 6 月商品贸易逆差收窄



来源: Wind、国金证券研究所

图表 41: 美国不同商品贸易差额



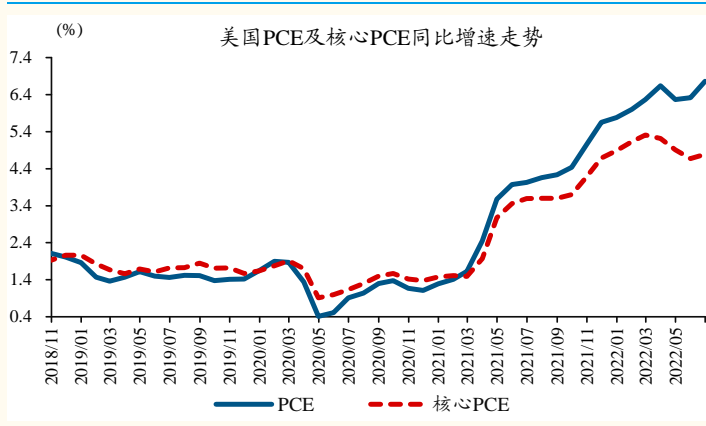
来源: Wind、国金证券研究所

#### 2.1.5、美国 6 月 PCE 同比持平预期，非耐用品物价同比大幅上升

当周 (7 月 25 日-7 月 29 日)，美国公布 6 月 PCE 同比数据。具体来看，美国 6 月 PCE 物价指数同比上升 6.8%，持平预期，高于前值的上升 6.3%；6 月核心 PCE 物价指数同比上升 4.8%，高于预期和前值的上升 4.7%。主要分项中，耐用品、非耐用品物价同比分别达到 6.1%、13%；服务物价同比升至 4.9%。

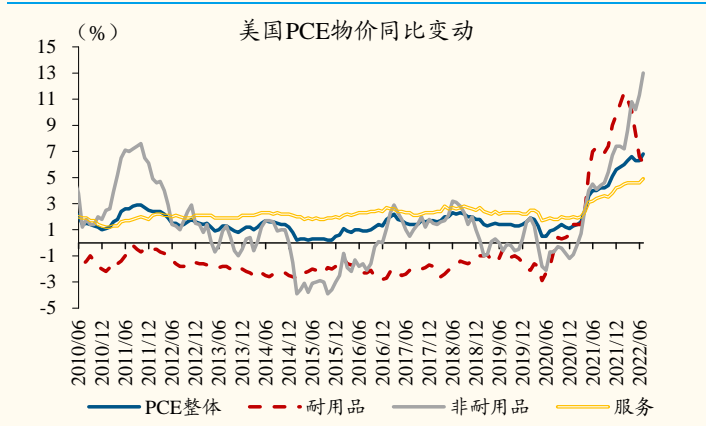


图表 42: 美国 6 月 PCE 物价指数持平预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 43: 美国 6 月服务 PCE 同比低于商品

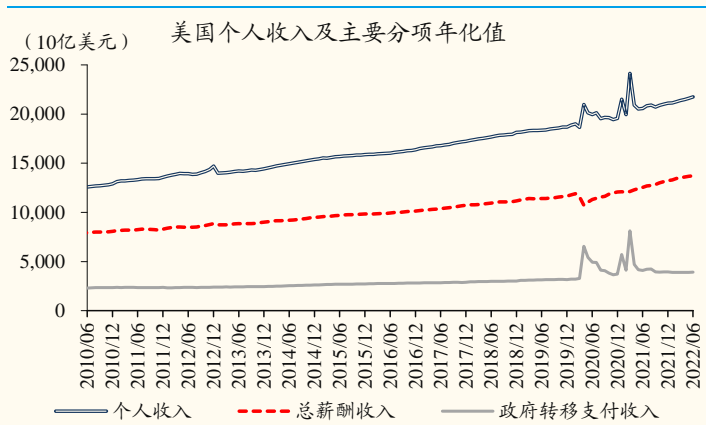


来源: Wind、国金证券研究所

■ 2.1.6、美国 6 月个人收入环比高于预期

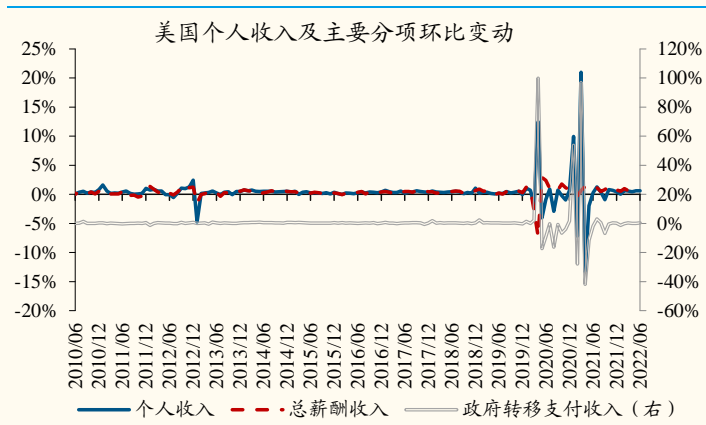
当周(7月25日-7月29日),美国公布6月个人收入环比数据。具体来看,美国6月个人收入环比录得0.6%,高于预期的0.5%,前值由0.5%上修至0.6%。主要分项中,总薪酬收入环比录得0.5%,持平前值;政府转移支付环比升至0.4%。

图表 44: 美国 6 月个人收入上升



来源: BEA、国金证券研究所

图表 45: 美国 6 月个人收入环比高于预期

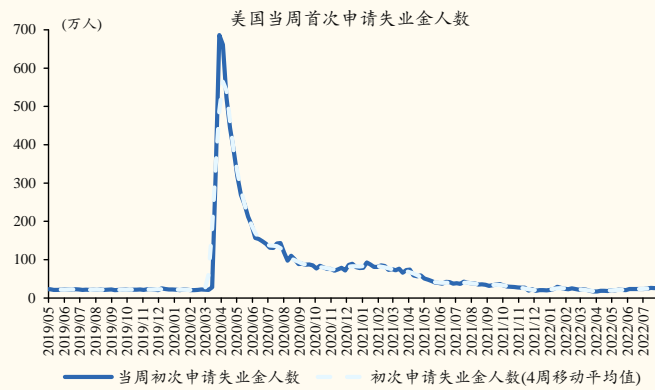


来源: BEA、国金证券研究所

■ 2.1.7、美国当周初请失业金人数高于预期, EIA 原油库存下滑

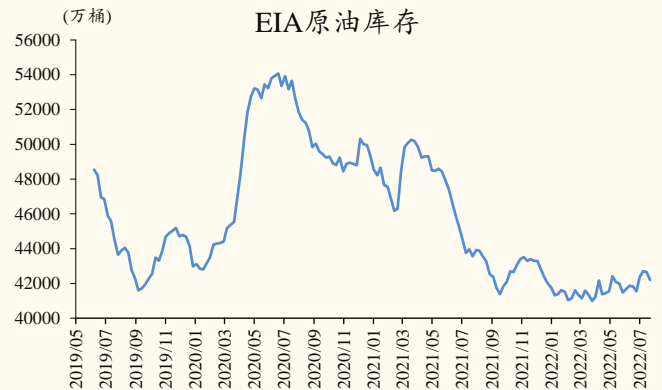
当周(7月25日-7月29日),美国公布7月23日当周初请失业金人数和7月22日当周 EIA 原油库存数据。其中,当周初请失业金人数为 25.6 万人,预期为 25 万人,前值由 25.1 万人上修至 26.1 万人。当周 EIA 原油库存下滑 452.3 万桶,预期值为下滑 150 万桶,前值为下滑 44.5 万桶。

图表 46: 当周, 美国初请失业金人数高于预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 47: 当周, 美国 EIA 原油库存下滑



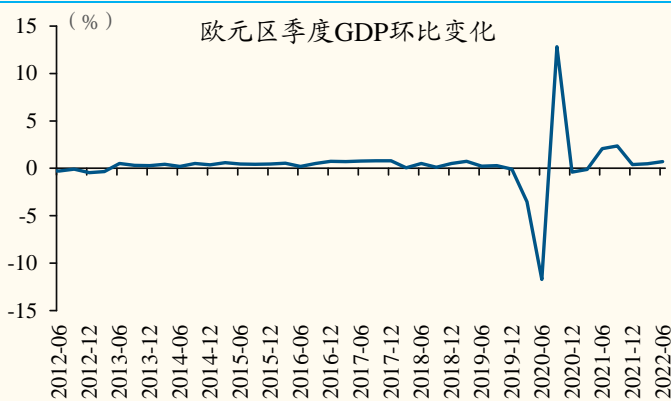
来源: Wind、国金证券研究所

## 2.2、欧洲经济跟踪: 欧元区 2 季度 GDP 季环比初值高于预期

### ■ 2.2.1、欧元区 2 季度 GDP 季环比初值下滑

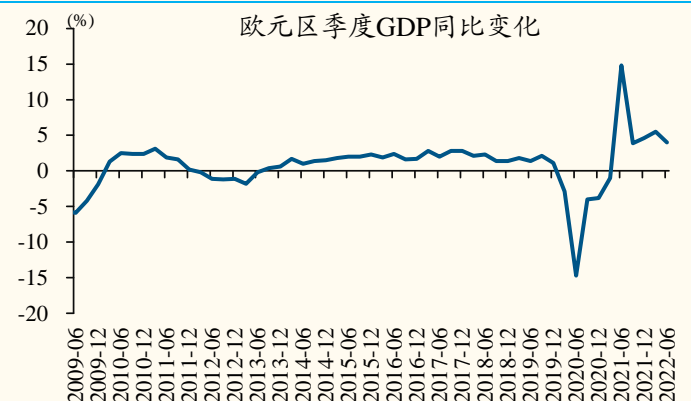
当周(7月25日-7月29日), 欧元区公布 2 季度 GDP 季环比初值。具体来看, 欧元区 2 季度 GDP 季环比初值录得 0.7%, 预期 0.2%, 前值为 0.6%。同比方面, 欧元区 2 季度 GDP 同比初值录得 4%, 预期 3.4%, 前值为 5.4%。

图表 48: 欧元区 2 季度 GDP 季环比初值高于预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 49: 欧元区 2 季度 GDP 同比初值下降

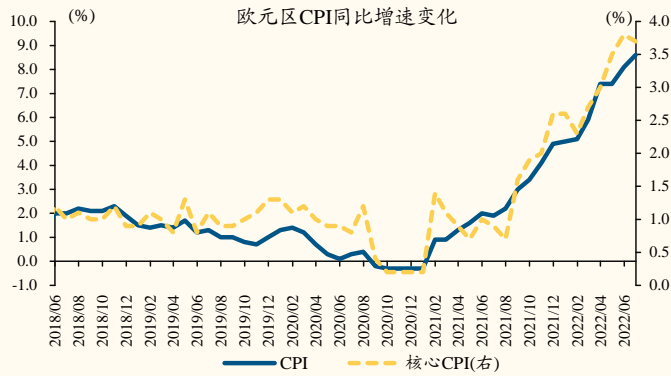


来源: Wind、国金证券研究所

### ■ 2.2.1、欧元区 7 月调和 CPI 同比初值续创历史新高

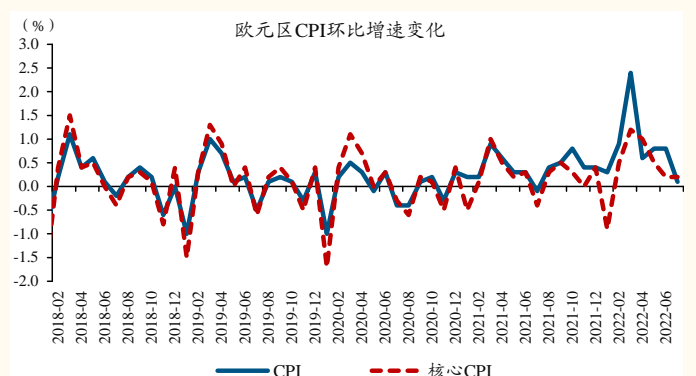
当周(7月25日-7月29日), 欧元区公布 7 月调和 CPI 同比初值。具体来看, 欧元区 7 月 CPI 同比增长 8.9%, 高于预期 8.7%、前值 8.6%, 续创历史新高; 环比方面, 欧元区 7 月 CPI 环比增长 0.1%, 高于预期的-0.1%、低于前值 0.8%。

图表 50: 欧元区 7 月 CPI 同比续创历史新高



来源: Wind、国金证券研究所

图表 51: 欧元区 7 月 CPI 环比上升



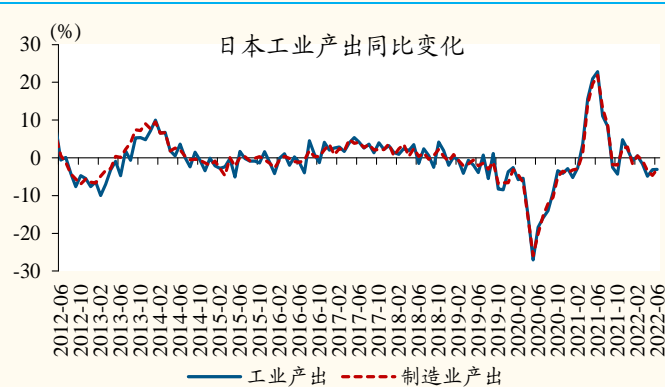
来源: Wind、国金证券研究所

### 2.3、日本经济跟踪: 日本 6 月零售销售同比下滑

#### ■ 2.3.1、日本 6 月工业产出同比初值持平前值, 零售销售同比下滑

当周(7月25日-7月29日),日本公布6月工业产出同比初值和零售销售同比数据。具体来看,日本6月工业产出同比初值录得-3.1%,预期-7%,前值为-3.1%。6月零售销售同比录得1.5%,低于预期2.9%和前值3.6%。

图表 52: 日本 6 月工业产出同比初值持平前值



来源: Wind、国金证券研究所

图表 53: 日本 6 月零售销售同比下滑



来源: Wind、国金证券研究所

### 3、重点关注: 美国 6 月非农报告

**图表 54: 下周海外重点数据发布日期情况**

经济体	日期	经济指标	期间	预期	前值
	8/2	美联储埃文斯(2023票委)主持媒体早餐会, 讨论美国经济和货币政策	-	-	-
	8/3	美联储布拉德(2022票委)向货币市场经销商发表讲话	-	-	-
	8/5	美联储梅斯特(2022票委)就货币政策发表讲话	-	-	-
美国	8/1	ISM制造业指数	7月	52.1	53
		营建支出环比	6月	0.3%	-0.1%
		扣除飞机国防资本耐用品订单环比终值	6月	-	0.5%
		耐用品订单环比终值	6月	-	1.9%
	8/3	ISM非制造业指数	7月	53.9	55.3
		EIA原油库存变动(万桶)	7月29日当周	-	-452.3
		首次申请失业救济人数(万人)	7月30日当周	-	-
	8/4	贸易帐(亿美元)	6月	-815	-855
		失业率	7月	3.6%	3.6%
	8/5	非农就业人口变动(万人)	7月	25	37.2
欧元区	8/4	欧洲央行公布经济公报	-	-	-
	8/1	制造业PMI终值	7月	49.6	49.6
		失业率	6月	6.6%	6.6%
	8/3	零售销售环比	6月	0%	0.2%
德国	8/1	制造业PMI终值	7月	49.2	49.2
	8/4	季调后工厂订单环比	6月	-1.7%	0.1%
	8/5	工业产出环比	6月	-0.60%	0.2%
英国	8/4	英国央行公布利率决议和会议纪要	-	-	-
		英国央行行长贝利召开货币政策新闻发布会	-	-	-
	8/4	央行政策利率	-	1.75%	1.25%

来源: Bloomberg、国金证券研究所

#### 4、风险提示:

1、**美联储加息持续性不达预期。**本轮美联储加息周期的持续性比预期更短, 进而影响内生需求的运行规律。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402