

国内国外两重天

核心观点:

本周我们聚焦国内外市场变化。海外方面，美联储鹰声阵阵，为市场预期泼了一盆盆冷水。同时美联储梅斯特给了降息条件指引，即通胀率回落至接近2%的目标。在这个说法推演下，假如美国PCE同比回落至3%以内视为接近2%的目标，根据当前的市场对美国未来通胀的判断，预期美联储降息将发生在明年三季度。

7月，非农就业新增52.8万，远超预期（25万）和前值（37.2万），失业率较6月下降0.1个百分点至3.5%，非农就业总人数为1.525亿。目前无论是失业率还是非农就业总人数均已恢复至疫情前（2020年2月）。总体来看7月非农报告表现非常优异，意味着当前美国经济较为稳健，美联储依然可以延续鹰派作风。

国内方面，7月底8月初，银行间市场利率再度下滑，目前DR001已经低于今年4、5月疫情最为严重期间水平，而DR007不仅如此，还靠近2020年疫情时期水平。我们认为该现象不能长久。

风险提示：疫情及防疫措施变化、全球风险事件传导

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	国内国外两重天.....	3
1.1.	海外：非农抢眼，美联储鹰声嘹亮	3
1.1.1.	美联储鹰声阵阵，降息预期延至明年三季度	3
1.1.2.	美就业市场已基本恢复至疫情前	4
1.2.	国内：超低利率引发高杠杆交易	6
	免责声明.....	9

第1章 国内国外两重天

1.1. 海外：非农抢眼，美联储鹰声嘹亮

1.1.1. 美联储鹰声阵阵，降息预期延至明年三季度

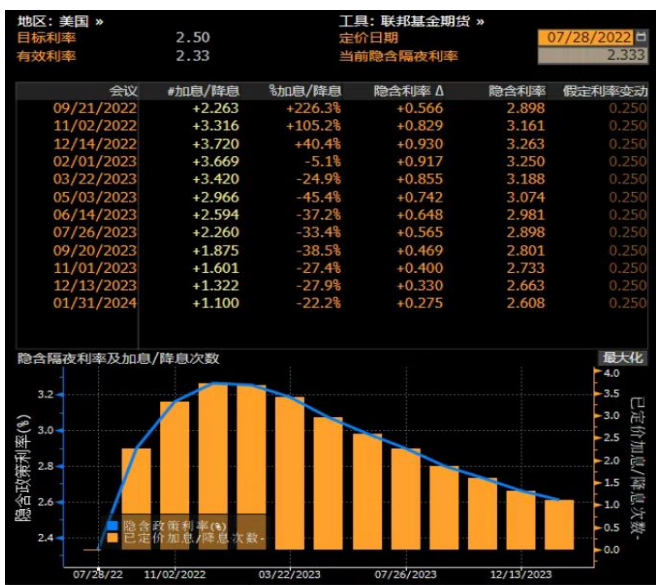
7月美联储议息会议只加息 75bp，加之鲍威尔讲话中提及放缓紧缩节奏可能是合适的，市场理解成 75bp 是加息幅度的顶点，情绪面偏向乐观。联邦基金利率期货显示，12月议息会议后预期利率将升至 3.3%，较会议前回落 0.1 个百分点。进入 2023 年，尽管概率低，但市场预期将进入降息周期。

但我们认为市场对于鲍威尔新闻发言稿的解读有一定偏颇。尽管鲍威尔提及放缓加息节奏可能是合适的，但他也明确说另外一种不同寻常的大规模加息也可能在下次会议出现，具体举措还是依赖于数据演变。

本周市场迎来美联储官员的密集讲话期。不少官员超预期发表鹰派讲话，为市场预期泼了一盆盆冷水。例如圣路易斯联储主席布拉德倾向于“提前”大幅加息来确保美联储公信力，并支持在年底时加息至 3.75%-4%。旧金山联储主席戴利预期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”，而不是像债市体现的明年即降息。明尼亚波利斯联储主席卡什卡利认为美联储明年转为降息的可能性极低。克利夫兰联储主席梅斯特认为美联储应加息至 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。

在什么条件下美联储会开始降息，市场一直都很关切。本周美联储梅斯特给了一定指引，即通胀率回落至接近 2% 的目标。在这个说法推演下，假如美国 PCE 同比回落至 3% 以内视为接近 2% 的目标，根据当前的市场对美国未来通胀的判断，预期美联储降息将发生在明年三季度。

图 1.1.1：7 月 28 日联邦基金期货预示加息/降息概率



数据来源：Bloomberg 南华研究

图 1.1.2：8 月 5 日联邦基金期货预示加息/降息概率



数据来源：Bloomberg 南华研究

表 1.1.1: 本周美联储官员讲话

人物	身份	内容
布拉德	2022 年 FOMC 票委、圣路易斯联储主席	倾向于“提前”大幅加息来确保美联储公信力，并支持在年底时加息至 3.75%-4%。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。
埃文斯	2023 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席	9 月再升息 50 个基点比较“合理”，但再升息 75 个基点“也可能没问题”
戴利	旧金山联储主席	任何人都应该把近期的大幅加息视为央行逐步退出加息的迹象，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。相反，她说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”
卡什卡利	2023 年 FOMC 票委、明尼亚波利斯联邦储备银行主席	美联储明年转为降息的可能性极低。
梅斯特	2022 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席	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。一旦通胀率回落至接近 2% 的目标，美联储就会降息。

资料来源：新闻网站 南华研究

表 1.1.2: 市场预期美国通胀走向

价格指数	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
CPI (同比%)	8.4	7.3	5.8	3.9	3.2	2.7
PCE (同比%)	6.2	5.5	4.3	3.1	2.6	2.4
核心 PCE (同比%)	4.8	4.4	3.7	3.3	2.9	2.6

资料来源：Bloomberg 南华研究

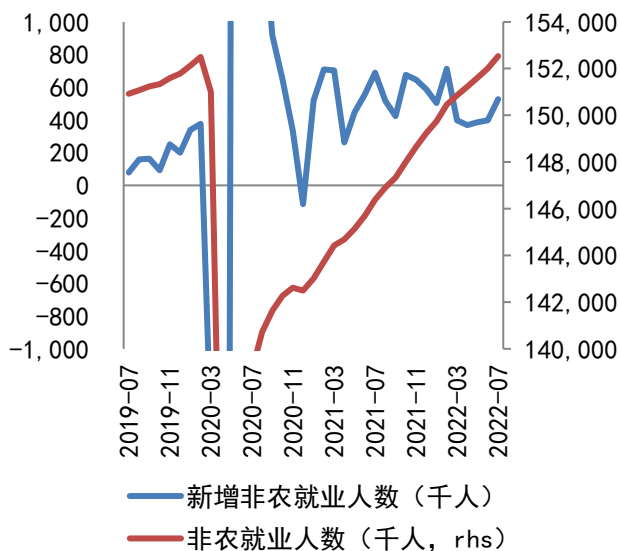
1.1.2. 美就业市场已基本恢复至疫情前

7 月，非农就业新增 52.8 万，远超预期（25 万）和前值（37.2 万），与此同时 5 月和 6 月的非农就业数据同时被上修（5 月从 38.4 万人修正至 38.6 万，6 月份从 37.2 万人修正至 39.8 万），失业率较 6 月下降 0.1 个百分点至 3.5%，非农就业总人数为 1.525 亿。目前无论是失业率还是非农就业总人数均已恢复至疫情前（2020 年 2 月）。

就业人数增量主要来自于服务业，具体为休闲和酒店业、教育和保健服务以及专业和商业服务。其中专业和商业服务就业人数已经恢复至疫情前，而教育和保健服务还差 10.3 万人，休闲和酒店业还差 121.4 万人，仍有较大增长空间。总体来看，私人部门总就业人数已高于疫情前 62.9 万人，政府部门则仍有 59.7 万人的差距。

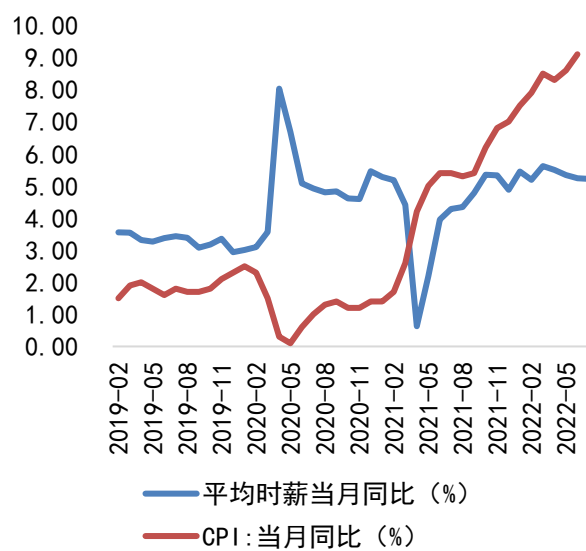
7 月劳动力参与率为 62.1%，略低于前值 62.2%，也明显低于疫情前。平均时薪同比增长 5.2%，与前值基本持平，从绝对水平看，依然处于高点，工资-物价螺旋上升的担忧持续。年率 5.2% 依然明显小于 CPI 8% 以上的涨幅，通胀继续侵蚀美国人民购买力。

图 1.1.3: 新增非农就业人数超预期



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.1.4: 工资通胀螺旋持续



数据来源: Bloomberg 南华研究

表 1.1.3: 各行业较疫情前变化 (千人)

	非农就业 人数	私人	商品生产	采矿业	建筑业	制造业
2020-02	152,504	129,625	21,095	686	7,624	12,785
2022-07	152,536	130,254	21,167	635	7,706	12,826
较疫情前 增减	32	629	72	(51)	82	41
	制造业: 耐用品	制造业: 耐用品: 汽车及零 部件	制造业: 非耐用品	服务生产	批发业	运输仓储 业
2020-02	8,007	988	4,778	108,530	5,893	5,795
2022-07	7,956	987	4,870	109,087	5,872	6,540
较疫情前 增减	(51)	(1)	92	557	(21)	745
	公用事业	信息业	金融活动	零售业	专业和商业 服务	教育和保 健服务
2020-02	547	2,903	8,870	15,598	21,393	24,598
2022-07	542	3,020	8,965	15,805	22,379	24,495
较疫情前 增减	(6)	117	95	208	986	(103)
	休闲和酒 店业	其他服务 业	政府	联邦政府	州政府	地方政府
2020-02	16,983	5,951	22,879	2,861	5,310	14,708

2022-07	15,769	5,700	22,282	2,869	5,260	14,153
较疫情前 增减	(1,214)	(251)	(597)	8	(50)	(555)

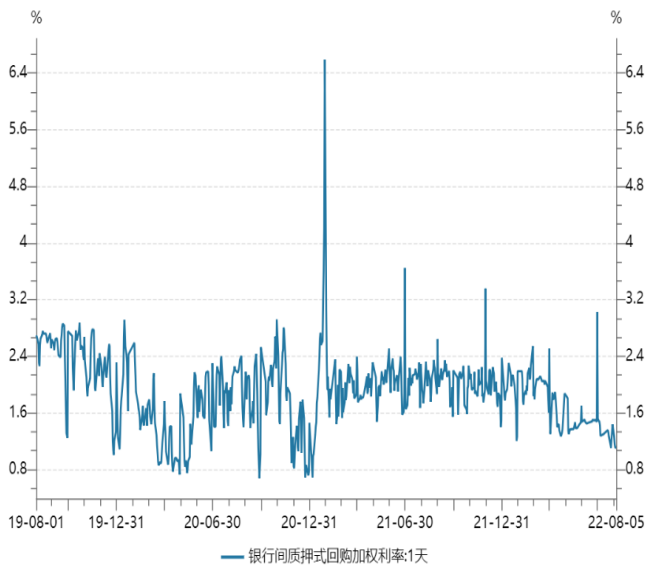
资料来源: Wind 南华研究

总体来看,7月非农数据表现非常优异,意味着当前美国经济较为稳健,美联储依然可以延续鹰派作风。非农数据公布后,9月加息75BP概率从45%上升至70%,10年期美国国债收益率从2.7%跳涨至2.8%,2年期国债收益率则从3.06%跳涨至3.2%,倒挂程度进一步加深。

1.2. 国内: 超低利率引发高杠杆交易

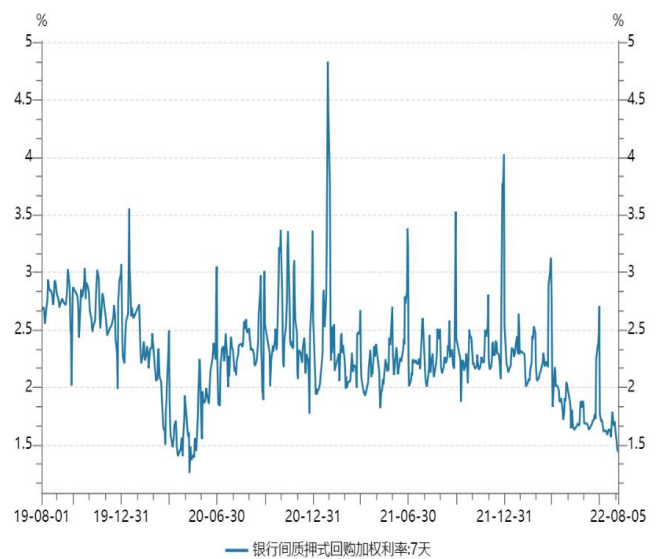
7月底8月初,银行间市场利率再度下滑,目前DR001已经低于今年4、5月疫情最为严重期间水平,而DR007不仅如此,还靠近2020年疫情时期水平。与此同时,国债收益率再下一台阶,目前10年期国债现券收益率已跌至2.73%,10年期国债期货则突破前期震荡走势,最高录得101.505。在7月政治局会议明确不再保经济目标以后,市场获得上升动力,加之佩罗西访台导致台海局势紧张,多头力量得以增强。

图 1.2.1: DR001 已低于今年 4、5 月份



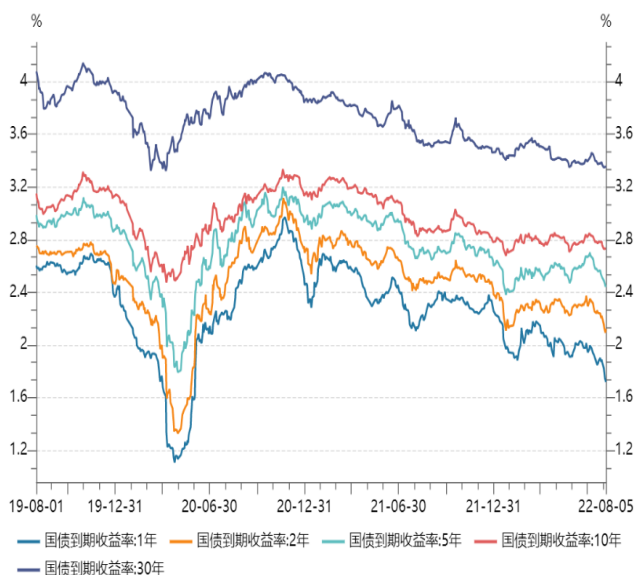
数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.2: DR007 已处于 2020 年疫情时期水平



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.3: 国债收益率再下台阶



数据来源: Wind 南华研究

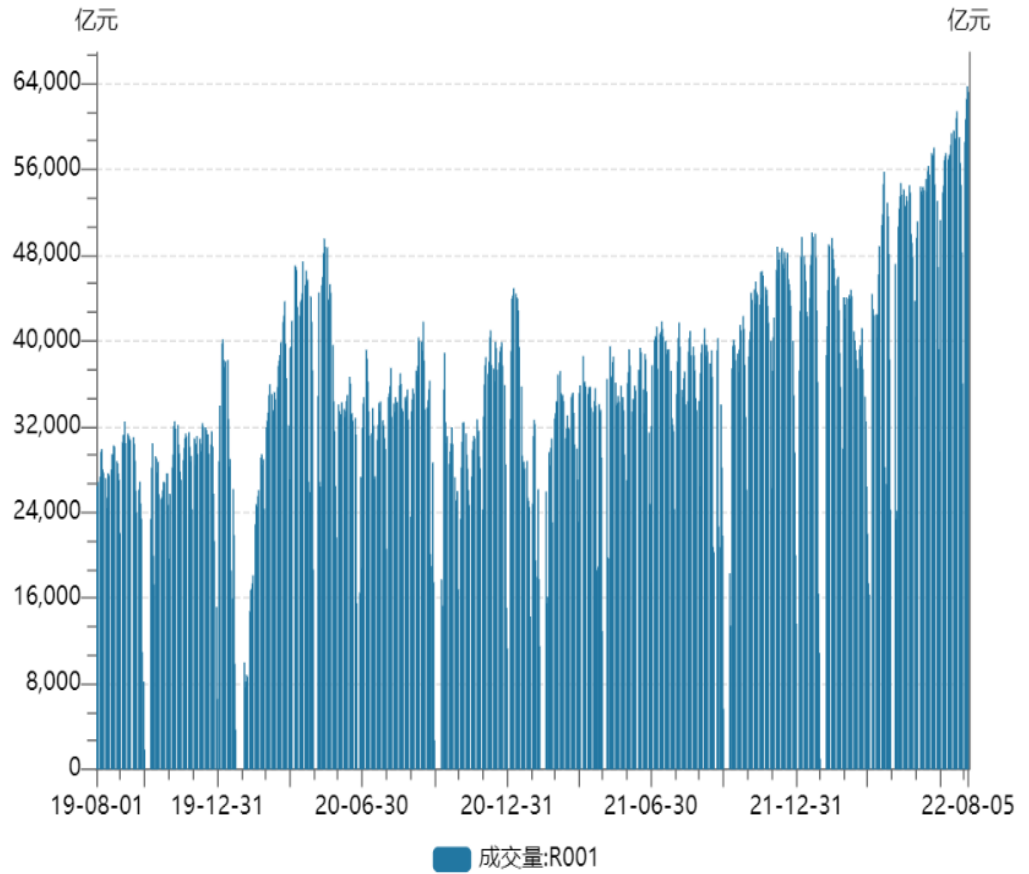
图 1.2.4: 10 年期国债期货突破新高



数据来源: Wind 南华研究

然而我们认为该现象不能长久,一方面,当前经济正处于复苏期,经济困难程度不及4、5月份,更加不及2020年时期,因此,利率不至于低至现在水平,另一方面,由于短期利率相对过低,导致隔夜回购交易成交量大幅上升,进入8月后,除1号外,其余交易日成交量都高于6万亿,说明杠杆交易盛行。历史经验证明在高杠杆交易下,虽然部分交易者能获得高收益,但市场脆弱性会极度上升,金融市场抵御外部冲击的能力则大幅下降,一旦资金面面临不利变化,容易造成严重冲击。此外,通常情况下,高杠杆交易也是央行所不能容忍的,因此从监管层面来看,当前的情况也不可持续。

图 1.2.5：隔夜回购交易成交量大幅上升



资料来源：Wind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点