

海外宏观双周报

经济增速与就业数据背离，美国经济能否软着陆？

核心观点

GDP 数据显示商品消费走弱，美国企业开始主动去库存：结构上来看，美国二季度居民服务消费强劲，商品消费趋弱。与服务消费相比，商品消费受疫情冲击的影响较小，恢复较快。由于商品消费前期强势复苏，后期上升动力不足，叠加防疫限制放开，服务消费需求释放，因而表现商品消费疲软，服务消费强劲。

就美国企业的库存投资来看，一方面受居民商品消费变弱、新订单与订单库存的景气度下滑影响，企业开始主动去库存。另一方面，美联储加息增加了企业投资的借贷成本，削弱了企业库存投资意愿。

就业数据显示美国劳动力市场依旧强劲：结构上来看，教育和保健服务、专业和商业服务以及休闲和酒店服务三个分项的就业贡献增加明显，同时，上述三个行业 6 月的职位空缺率明显超过了整体空缺率水平，反映美国服务业的劳动力需求依旧旺盛。

2020 年 3 月塌陷的“就业坑”直到 2022 年 7 月才完全修复，表现就业市场修复缓慢。就业市场匹配效率下降或是就业市场修复缓慢的主要原因。疫情后美国贝弗里奇曲线经历了两次外移，我们认为疫情大流行和政府大规模的疫情救助政策降低了美国居民的就业意愿，员工的离职率上升，企业需要提高工资来挽留员工，就业市场错配程度上升。

我们对美国经济增速和就业数据背离的解释是就业数据对于经济基本面的反映滞后。企业面对裁员较为谨慎，除非需求端有趋势性的走弱，否则企业不会贸然进行大规模裁员，推动失业率上升。

美国经济能成功软着陆吗？我们认为美国通胀将继续维持高位，美联储货币政策调整的可能性不大，美国经济“软着陆”难度较大。

通胀方面来看，7 月通胀数据回落主要因能源价格下降所致，能源价格受国际油价的影响较大，波动往往较为剧烈。扣除能源分项的 7 月 CPI 同比依旧处于高位，通胀并未出现趋势性回落。

经济增长方面来看，我们认为在通胀尚未明显缓解、美联储不调整货币政策的背景下，支撑美国经济企稳的核心是消费动能保持强劲。接下来的主要关注点在居民的工资增速能否维持在较高水平。

风险提示：海外疫情再度爆发对经济影响程度超预期、全球大宗商品价格再迎上涨、极端气候对全球供应链造成冲击。

经济研究 · 宏观周报

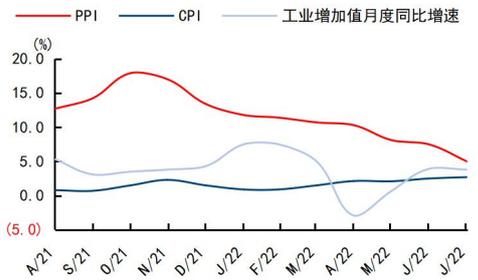
证券分析师：董德志
 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

证券分析师：季家辉
 021-61761056
 jijiahui@guosen.com.cn
 S0980522010002

基础数据

固定资产投资累计同比	5.70
社零总额当月同比	2.70
出口当月同比	18.00
M2	12.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-国信高频宏观扩散指数持续上升》——2022-08-15
- 《宏观经济宏观周报-海外高通胀继续刺激国内出口增长》——2022-08-09
- 《宏观经济宏观周报-预期走弱拖累国内 7 月 PMI，8 月预期改善可期》——2022-08-01
- 《海外宏观双周报-欧元下行压力几何—复盘欧元汇率波动的宏观驱动力》——2022-07-26
- 《宏观经济宏观周报-7 月食品价格明显上涨，生产资料价格明显下跌》——2022-07-25

内容目录

经济增速与就业数据背离，美国经济能否软着陆？	4
GDP 数据显示商品消费走弱，美国企业开始主动去库存	4
就业数据显示美国劳动力市场依旧强劲	5
美国经济能成功软着陆吗？	7
美联储官员发言与市场加息预期跟踪	8
上两周主要资产走势概览	9
美股	9
美债	10
伦敦金和美元指数	11
布伦特原油和伦敦铜	11
免责声明	13

图表目录

图 1: 美国商品消费受疫情影响不大, 恢复进度领先服务消费	4
图 2: 美国制造业新订单和订单库存景气度持续下降	5
图 3: 服务业职位空缺率高于整体水平	6
图 4: 疫情爆发后美国累计新增非农就业人数 (千人)	6
图 5: 美国贝弗里奇曲线 (红色为 2020 年之后)	6
图 6: 美国 GDP 拐点领先于失业率拐点 (%)	7
图 7: 剔除能源分项的 CPI 同比尚未回落 (%)	7
图 8: 历史上供给型通胀拐点往往落后于失业率上升拐点 (%)	7
图 9: 美国居民储蓄率已低于疫情前的水平 (%)	8
图 10: 美国居民工资增速同比依然居高位 (%)	8
图 11: 市场预期 9 月加息概率 (截至 8 月 17 日)	9
图 12: 市场预期 2022 年内加息幅度概率	9
图 13: 标普 500 指数 (截至 2022-8-18)	10
图 14: 道琼斯工业指数 (截至 2022-8-18)	10
图 15: 纳斯达克指数 (截至 2022-8-18)	10
图 16: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2022-08-18)	11
图 17: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2022-08-18)	11
图 18: 伦敦金价 (美元/盎司) (截至 2022-08-18)	11
图 19: 美元指数 (截至 2022-08-18)	11
图 20: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2022-08-18)	12
图 21: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2022-08-18)	12
表 1: 非农就业数据分项一览	5
表 2: 近期美联储官员发言一览	9

经济增速与就业数据背离，美国经济能否软着陆？

GDP 数据显示商品消费走弱，美国企业开始主动去库存

二季度 GDP 数据中，商品消费和库存投资为 GDP 环比的主要拖累项，分别拖累 GDP 环比下降 1.08%和 2.01%。

结构上来看，美国二季度居民服务消费强劲，商品消费趋弱。与服务消费相比，商品消费受疫情冲击的影响较小，恢复较快。可以看到，商品消费在经历了 2020 年 4 月收缩后，于 2020 年 5 月迅速回升，且在 2020 年下半年至 2021 年底增速持续维持高位。而服务消费同比增速直到 2021 年的 4 月才首次转正。由于商品消费前期强势复苏，后期上升动力不足，叠加防疫限制放开，服务消费需求释放，因而表现商品消费疲软，服务消费强劲。

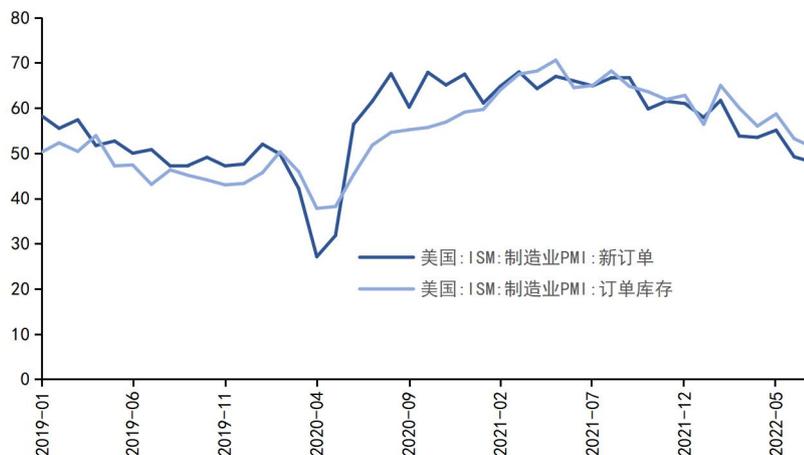
图1：美国商品消费受疫情影响不大，恢复进度领先服务消费



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

就美国企业的库存投资来看，一方面受居民商品消费变弱、新订单与订单库存的景气度下滑影响，企业开始主动去库存。另一方面，美联储加息增加了企业投资的借贷成本，削弱了企业库存投资意愿。

图2：美国制造业新订单和订单库存景气度持续下降



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

就业数据显示美国劳动力市场依旧强劲

在 GDP 数据连续两个季度为负，表现美国经济陷入“结构性衰退”的同时，美国 7 月的就业数据依旧强劲。美国 7 月失业率录得 3.5%，非农就业增长 52.8 万人。

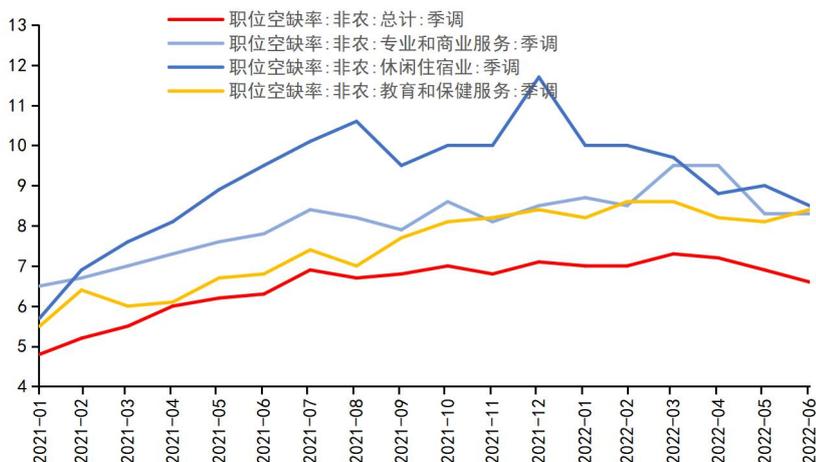
结构上来看，教育和保健服务、专业和商业服务以及休闲和酒店服务三个分项的就业贡献增加明显，同时，上述三个行业 6 月的职位空缺率明显超过了整体空缺率水平。可以看出，美国服务业的劳动力需求依旧旺盛，这也与经济数据反映的情况相符。

表 1：非农就业数据分项一览

单位（千人）	2022 年 5 月	2022 年 6 月	2022 年 7 月	3 个月平均
新增非农就业人数（总计）	386	398	528	437
私营部门（总计）	331	404	471	402
商品生产	61	51	69	60
采矿和挖掘	7	8	7	7
建筑业	35	16	32	28
制造业	19	27	30	25
服务生产	270	353	402	342
批发贸易	13.1	5.7	10.5	10
零售贸易	-43.7	22.1	21.6	0
交运和仓储	38.1	21	20.9	27
公共事业服务	0.6	1.4	0.4	1
信息服务	26	24	13	21
金融服务	10	6	13	10
专业和商业服务	69	91	89	83
教育和保健服务	78	109	122	103
休闲和酒店服务	69	74	96	80
其他服务	10	-1	15	8
政府部门	55	-6	57	35

资料来源：美国劳工部，国信证券经济研究所整理

图3: 服务业职位空缺率高于整体水平

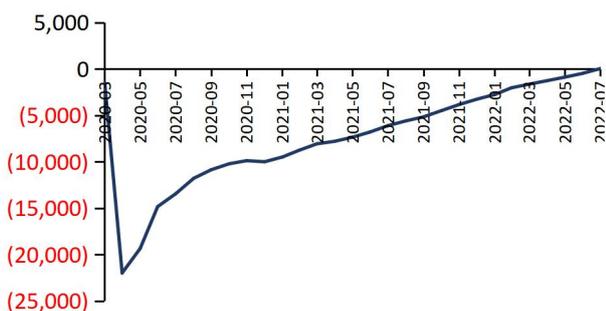


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

可以看到, 2020年3月塌陷的“就业坑”直到2022年7月才完全修复, 表现就业市场修复缓慢。

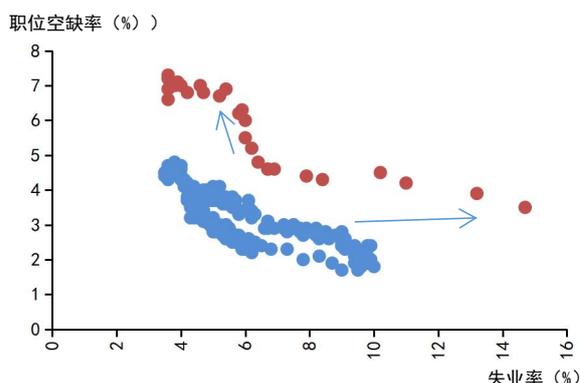
就业市场匹配效率下降或是就业市场修复缓慢的主要原因。贝弗里奇曲线反映了就业市场的错配程度, 以失业率和职位空缺率作散点图。一般来说, 当贝弗里奇曲线外移时, 表示劳动力市场的错配程度增加, 反之则说明就业市场的匹配效率上升。可以看到, 疫情后贝弗里奇曲线经历了两次外移, 我们认为疫情大流行和政府大规模的疫情救助政策降低了美国居民的就业意愿, 员工的离职率上升, 企业需要提高工资来挽留员工, 就业市场错配程度上升。

图4: 疫情爆发后美国累计新增非农就业人数 (千人)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 美国贝弗里奇曲线 (红色为2020年之后)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

而为何美国经济增速和就业数据背离, 我们对此的解释为就业数据对于经济基本面的反映滞后。可以看到, 2000年以来, 失业率走势的拐点大部分情况下滞后于经济下滑的拐点 (有且仅有2020年滞后的特征不明显)。对此, 我们认为企业面对裁员较为谨慎, 除非需求端有趋势性的走弱, 否则企业不会贸然进行大规模裁员, 推动失业率上升。

图6: 美国 GDP 拐点领先于失业率拐点 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

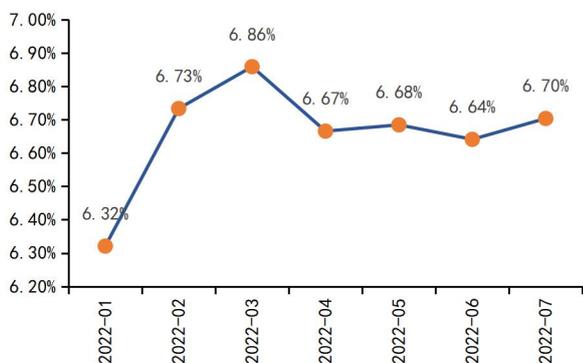
美国经济能成功软着陆吗?

之前美联储官员对美国经济“软着陆”的口径是在失业率不大幅上升的前提下实现通胀的趋势性下降。由于7月通胀数据出现回落，市场开始预期通胀见顶，美联储加息放缓，恰逢就业市场强劲，美国经济平稳落地似乎存在可能。

但我们认为，现在谈论“经济软着陆”还为时尚早。通胀是否趋势性回落，仍有待考量。尽管从数据上看，7月CPI同比较6月的高点略微下降，但主要是能源分项环比下跌所致。能源价格受国际油价的影响较大，波动往往较为剧烈。我们扣除能源分项，将食品与核心通胀整合，7月同比数值依然位居高位，尚未看见回落的迹象。为此，我们认为，7月CPI同比的回落可能和4月相似，仅仅是油价波动带动通胀数据短暂回落。

另一方面，参考历史经验，供给型通胀回落的拐点往往滞后于失业率上升的拐点，这也是符合逻辑的，经济需要牺牲一部分的实际需求来实现物价的趋势性下降。目前美国的失业率依旧位于较低水平，也印证了美国通胀尚未得到明显控制。

图7: 剔除能源分项的CPI同比尚未回落 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 历史上供给型通胀拐点往往落后于失业率上升拐点 (%)



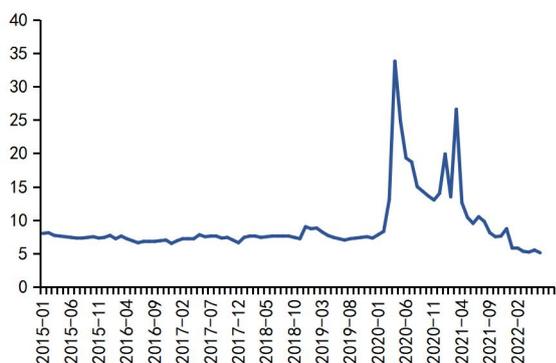
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

因此，我们认为美国高通胀的状态依旧会维持一段时间，预计美联储年内不会改变其加息节奏，接下来三次会议分别加息 75bp、50bp 和 25bp，年底利率区间在【3.75-4%】。

软着陆的另一个前提是失业率不会大幅上升。目前来看，主要是服务业劳动力需求支撑了劳动力市场强劲，为此我们可以通过分析服务消费需求的变化来判断未来失业率的走向。

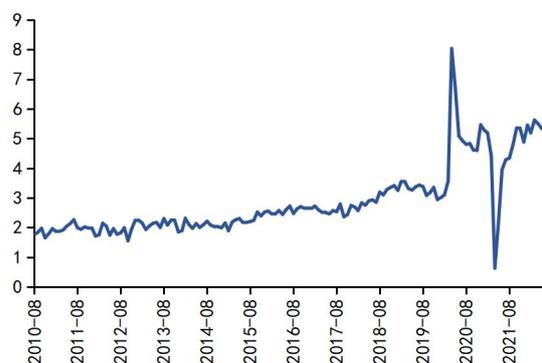
影响美国居民消费的主要因素有储蓄、信用卡借贷成本、工资增速、居民财富和物价水平。现在来看，通胀尚未缓解、美国居民的储蓄率已下降至疫情前的水平、美联储加息推升循环借贷利率持续上升。接下来的主要关注点在居民的工资增速能否维持在较高水平。

图9：美国居民储蓄率已低于疫情前的水平（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：美国居民工资增速同比依然位居高位（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

总体来看，当前美国经济基本面是在走弱的，主要表现在企业投资下滑、商品消费偏弱。虽然服务消费强劲支撑了就业市场，但能否保持仍存在疑问。后市来看，我们认为美国通胀将继续维持高位，美联储货币政策调整的可能性不大，美国经济“软着陆”难度较大。

美联储官员发言与市场加息预期跟踪

近期美联储官员主要针对通胀前景和加息幅度发表了观点。尽管7月通胀数据回落，但部分官员仍表示需要看到通胀连续几个月下降才认为通胀得到控制。部分官员表示不排除9月加息75bp。大部分官员认为今年加息到3.75-4%的区间是合理的。此外，部分官员对经济能否“软着陆”存在分歧。

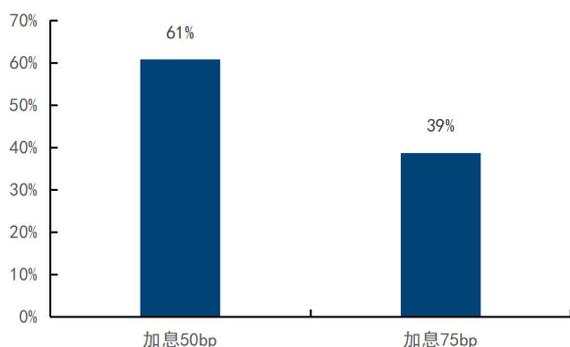
表2: 近期美联储官员发言一览

姓名	职位 (*为 2022 年票委)	发言日期	发言内容
James Bullard	圣路易斯联储行长*	8月3日	预计年底利率区间升至 3.75-4%，美联储如今的信誉较高，有望实现软着陆。如果经济按预期发展，9月加息 50bp 是合理的。需要看到连续几个月的通胀下降才能表示通胀见顶。通胀读数下降是好消息，但美联储还有很多工作要做，预计明年利率将达到 4%。美联储的抗通胀任务尚未结束，不希望金融环境放松，不排除 9月加息 75bp。美联储距控制通胀还很远，没有看到通胀变化，将政策利率在年底前提高到 3.9%，到 2023 年底提高到 4.4% 是必要的，不排除控制通胀带来衰退的可能性。希望看到通胀持续得到控制一段时间，哪怕经济出现疲软，美联储也要继续加息直至通胀明显达到 2% 的目标水平，以免出现类似于 1970 年代的政策失误。宣布战胜通胀还为时过早。我们将继续加息至合适的水平。核心服务业通胀仍在上升。9月份加息 50 或 70 个基点是合理的。倾向 9月加息 75bp。
Mary C. Daly	旧金山联储行长	8月3日	
Loretta J. Mester	克利夫兰联储行长*	8月4日	
Charles L. Evans	芝加哥联储行长	8月10日	
Mary C. Daly	旧金山联储行长	8月11日	
Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储行长	8月11日	
Tom Barkin	里士满联储行长	8月13日	
Mary C. Daly	旧金山联储行长	8月18日	
James Bullard	圣路易斯联储行长*	8月18日	

资料来源: FED、国信证券经济研究所整理

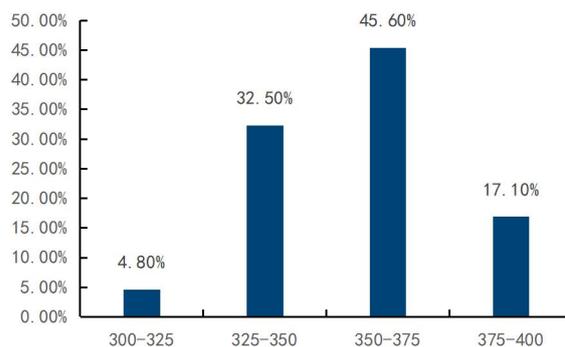
美国 7 月通胀数据回落带动市场的加息预期回落。截至 8 月 17 日，市场预期 9 月加息 75bp 概率为 39%，加息 50bp 概率为 61%。年内最有可能加息 350bp。预计接下来 4 次会议分别加息 50bp、50bp、25bp。

图 11: 市场预计 9 月加息概率(截至 8 月 17 日)



资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

图 12: 市场预计 2022 年内加息幅度概率

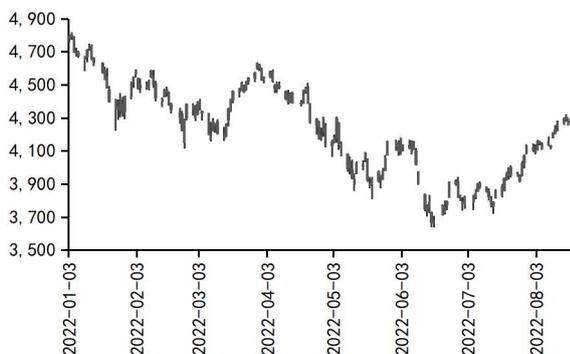


资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

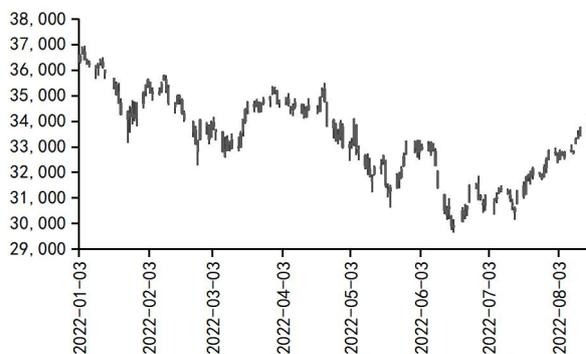
上两周主要资产走势概览

美股

在过去的两周内，美国三大股指继续上行。截至 8 月 18 日收盘，道琼斯工业指数报 33999.04 点，近两周上涨 1272.22 点，涨幅为 3.89%。标普 500 指数收报 4283.74 点，近一个月上涨 131.8 点，涨幅为 3.17%。

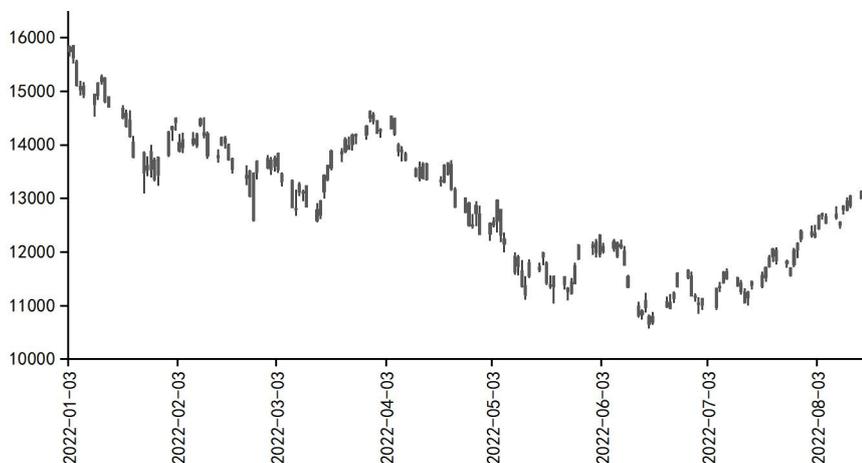
图 13: 标普 500 指数（截至 2022-8-18）


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 道琼斯工业指数（截至 2022-8-18）


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

纳斯达克指数截至 8 月 18 日收盘报 12965.34 点，近一个月上涨 244.76 点，涨幅为 1.92%。

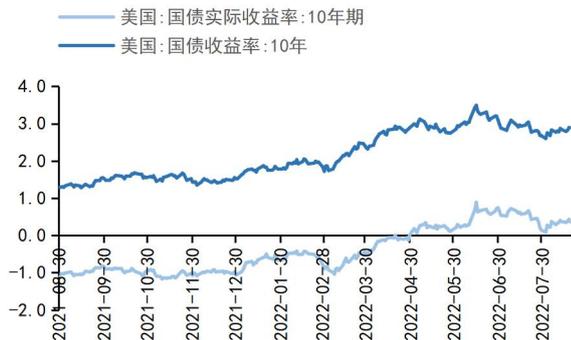
图 15: 纳斯达克指数（截至 2022-8-18）


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美债

近两周 2 年期和 10 年期国债收益率走势震荡上行。截至 8 月 18 日，美国 10 年期国债利率报 2.88%，近两周以来上行 20bp，10 年期国债实际利率上行 14bp 至 0.36%；2 年期国债利率报 3.22%，近两周以来上行 19bp。

图16: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2022-08-18)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2022-08-18)

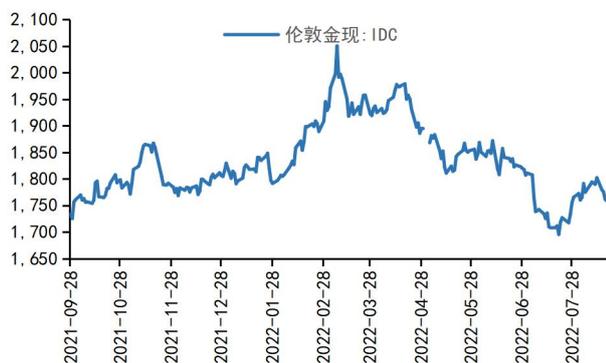


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

伦敦金和美元指数

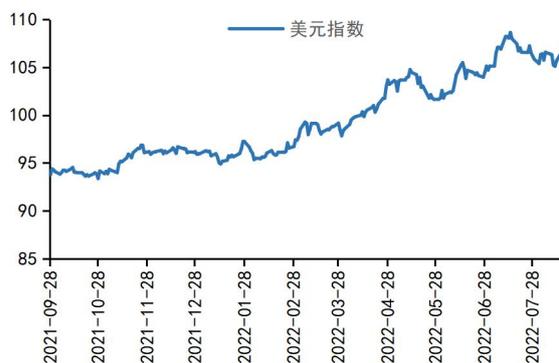
近两周伦敦金价和美元指数走势反转，黄金跌美元涨。截至 8 月 18 日，伦敦金价报 1758.24 美元/盎司，近两周共下降 32.66 美元/盎司，跌幅 1.82%。美元指数报 107.52 点，近两周共上涨 1.77 个点。

图18: 伦敦金价 (美元/盎司) (截至 2022-08-18)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 美元指数 (截至 2022-08-18)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

布伦特原油和伦敦铜

近两周布伦特原油价格走势震荡，截至 8 月 18 日，布伦特原油价格报 96.59 美元/桶，两周以来共上涨 2.47 美元/桶，涨幅为 2.62%。

近两周伦敦铜价震荡上涨，截至 8 月 18 日，伦敦铜价报 8045.25 美元/吨，近两周以来共上涨 325.05 美元，涨幅为 4.21%。

图20: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2022-08-18)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2022-08-18)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032