

6月全球经济观察——

如何看待海外经济的“衰退”？

投资要点：

- ▶ **本月聚焦：如何看待海外经济的“衰退”？**美国近期公布的数据显示美国经济正在回落：最新的制造业PMI、工业生产指数等供给端经济指标走低，广义货币M2同比增速也降低至历史最低水平。这些数据显示美国经济正在触底，而非仍在高位即将跳水，但当前美国经济并没有被定义为“衰退”，其中很重要的一个原因在于就业。美国就业指标依然强劲，与上述经济指标呈现出“背离”的特征。其实在历史上也曾出现过这种相互背离的数据情况，在失业率和制造业PMI共同走低到一定位置之后，失业率继续走低，而PMI则开启了新一轮上升周期，例如1984-1987年，1994-1997年，2015-2018年。这些看似背离的数据背后可能是劳动力短缺和结构性因素所导致。因此我们认为美国经济已经出现明显下探，目前处于初步触底阶段，而非仍在高位即将跳水。同时，就业市场韧性的存在也使下半年出现严重衰退的可能性减弱。
- ▶ **6月全球主要大类资产中权益市场表现突出。**6月全球主要权益市场普遍上涨；全球长端利率走势不一，10年期国债收益率中，美国和德国涨幅最大；6月人民币较美元贬值，美元指数下跌；6月大宗商品涨跌不一，农产品价格大多上涨。
- ▶ **美国劳动力市场仍具韧性，未来通胀有反弹风险。**美国5月新增非农数据远超预期。美国劳工统计局（BLS）公布了5月新增非农就业人数为33.9万人，远超出市场预期的19万人，前值由新增25.3万人上修至29.4万人。5月失业率为3.7%，高于前值3.4%。
- ▶ **欧洲经济增长疲软，通胀未出现拐点。**6月欧元区制造业PMI值为43.4，低于前值44.8，服务业PMI为52.0，仍处于荣枯线以上，但较前值55.1有所下降。欧洲通胀压力依然较高，能说明通胀未来走势的核心CPI仍处于高位。
- ▶ **日本制造业PMI回落至荣枯线以下。**日本央行行长植田和男表示预计物价将在财年中期开始放缓，将继续坚持货币宽松政策。
- ▶ **10年期美债隐含通胀预期上升，中美利差倒挂幅度加深。**6月美债十年期隐含通胀预期上升至2.22%。而10年期中美利差倒挂幅度加深至111.71BP。
- ▶ **6月美联储官员对年内加息持鹰派态度。**欧洲央行管委意见较为一致，预计年内会继续加息。日本央行行长表示将依旧维持宽松货币政策。
- ▶ **风险提示：美联储加息超预期，国内经济复苏不及预期。**

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱斌
执业证书编号：S0210522050001
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

相关报告

正文目录

1	本月聚焦：如何看待海外经济的“衰退”？	1
2	资产价格：6月全球大类资产表现数据跟踪	4
3	全球经济：6月全球经济基本面概述	7
3.1	美国劳动力市场仍具韧性，未来通胀有反弹风险	7
3.2	欧洲经济增长疲软，通胀未出现拐点	9
3.3	日本制造业 PMI 回落至荣枯线以下	10
4	流动性：6月全球流动性和政策追踪	11
4.1	10年期美债隐含通胀预期上升，中美利差倒挂幅度加深	11
4.2	6月各国央行货币政策动向跟踪	11
5	风险提示	12

图表目录

图表 1：美国制造业 PMI 持续低迷	2
图表 2：美国工业生产指数同比增速下降	2
图表 3：广义货币 M2 同比增速降低至历史最低水平（%）	3
图表 4：历史上也曾出现相互背离的情况（%）	3
图表 5：美国劳动力短缺率处于高位	4
图表 6：6月全球主要大类资产涨跌幅	5
图表 7：6月全球主要权益市场表现分化	6
图表 8：6月全球长端利率走势不一	6
图表 9：6月人民币较美元贬值，美元指数下跌	7
图表 10：6月大宗商品涨跌不一，农产品价格大多上涨	7
图表 11：5月新增非农数据远超预期	8
图表 12：失业率上升，劳动参与率连续3个月持平	8
图表 13：美国5月CPI各分项变动	9
图表 14：欧元区服务业和制造业 PMI 值皆低于前值（%）	10
图表 15：欧洲通胀压力依然较高（%）	10
图表 16：日本制造业 PMI 回落至荣枯线以下（%）	21
图表 17：10年期美债隐含通胀预期回落（%）	21
图表 18：各国央行货币政策动向跟踪	12

1 本月聚焦：如何看待海外经济的“衰退”？

美国近期公布的数据显示美国经济正在回落：最新的制造业 PMI、工业生产指数等供给端经济指标走低，广义货币 M2 同比增速也降低至历史最低水平。美国 ISM 协会公布的 6 月制造业 PMI 录得 46.0, 低于预期值 47.0 和前值 46.9。各分项数据也均位于荣枯线以下，具体来看，内、外需表现分化，新订单较上月有所好转，上升 3.0 个百分点至 45.6，而新出口订单下降 2.7 个百分点至 47.3。生产端走弱，产出指数较上月大幅下降 4.4 个百分点至 46.7，就业有所降温，较上月下降 3.3 个百分点至 48.1。客户库存下降 5.2 个百分点至 46.2，为近 8 个月以来最低值，反映了未来新增需求有回升的可能性。5 月美国工业生产指数同比下降 0.12%，前值 0.93%，仍处于低位。4 月美国 M2 同比增速降至 -4.63%，为历史最低水平。这些数据显示美国经济处于筑底阶段，而非仍在高位即将跳水，但当前美国经济并没有被定义为“衰退”，其中很重要的一个原因在于就业。

美国就业指标依然强劲，与上述经济指标呈现出“背离”的特征。5 月新增非农就业人数为 33.9 万人，远超出市场预期的 19 万人，前值由新增 25.3 万人上修至 29.4 万人。失业率为 3.7%，略高于前值 3.4%，但仍处于较低位置。

事实上，从整体来看，美国失业率从 2008 年金融危机之后呈现单边回落趋势（除了 2020 年疫情导致的失业率飙升），一方面是由于美国婴儿潮一代（1946-1964 年出生）陆续步入退休年龄，人口老龄化导致劳动力供给减少；另一方面，2008 年以后，政府采取的一系列经济刺激措施以及互联网、移动技术、人工智能等新兴技术的兴起创造了大量的就业机会，美国劳动力市场需求持续上升。劳动力市场的供不应求使失业率自 2008 年以后呈单边回落趋势，目前失业率也回落至疫情前水平。

其实在历史上也曾出现过这种相互背离的数据情况，在失业率和制造业 PMI 共同走低到一定位置之后，失业率继续走低，而 PMI 则开启了新一轮上升周期，例如 1984-1987 年，1994-1997 年，2015-2018 年。失业率和制造业 PMI 共同走低的数据背后可能是劳动力短缺和结构性因素所导致。从图表 5 中可以看到，这些阶段劳动力短缺率都有所上升，2017-2018 年劳动力短缺率自 1970 年以来首次上升至 0 以上。当前劳动力短缺率处于较高位置，往后看，就业指标出现大幅回落的可能性较低。

因此我们认为美国经济已经出现明显下探，目前处于初步触底阶段，而非仍在高位即将跳水。同时，就业市场韧性的存在也使下半年出现严重衰退的可能性减弱。

图表 1：美国制造业 PMI 持续低迷

分项数据	6月上升 百分比点数	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3	2023/2	2023/1	2022/12	2022/11	2022/10	2022/9
ISM: 制造业PMI	-0.9	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9
新订单	3.0	45.6	42.6	45.7	44.3	47.0	42.5	45.1	47.2	49.2	47.1
新出口订单	-2.7	47.3	50	49.8	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5	47.8
订单库存	1.2	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3	50.9
产出	-4.4	46.7	51.1	48.9	47.8	47.3	48.0	48.6	51.5	52.3	50.6
就业	-3.3	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.4	50.0	48.7
供应商交付	2.2	45.7	43.5	44.6	44.8	45.2	45.6	45.1	47.2	46.8	52.4
自有库存	-1.8	44.0	45.8	46.3	47.5	50.1	50.2	52.3	50.9	52.5	55.5
客户库存	-5.2	46.2	51.4	51.3	48.9	46.9	47.4	48.2	48.7	41.6	41.6
物价	-2.4	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6	51.7
进口	2.0	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8	52.6

来源：Wind，华福证券研究所

图表 2：美国工业生产指数同比增速下降

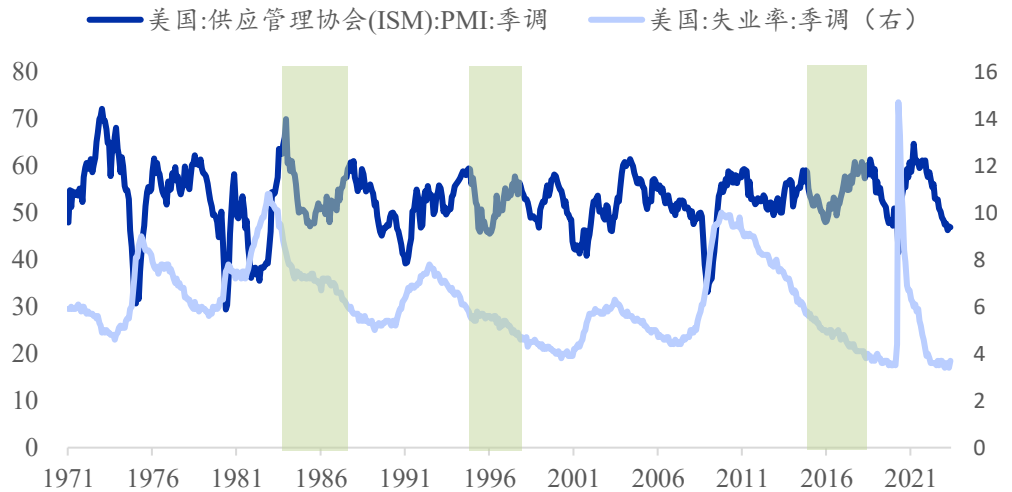

来源：Wind，华福证券研究所

图表 3：广义货币 M2 同比增速降低至历史最低水平（%）



来源：Choice，华福证券研究所

图表 4：历史上也曾出现相互背离的情况（%）



来源：Choice，华福证券研究所

图表 5: 美国劳动力短缺率处于高位

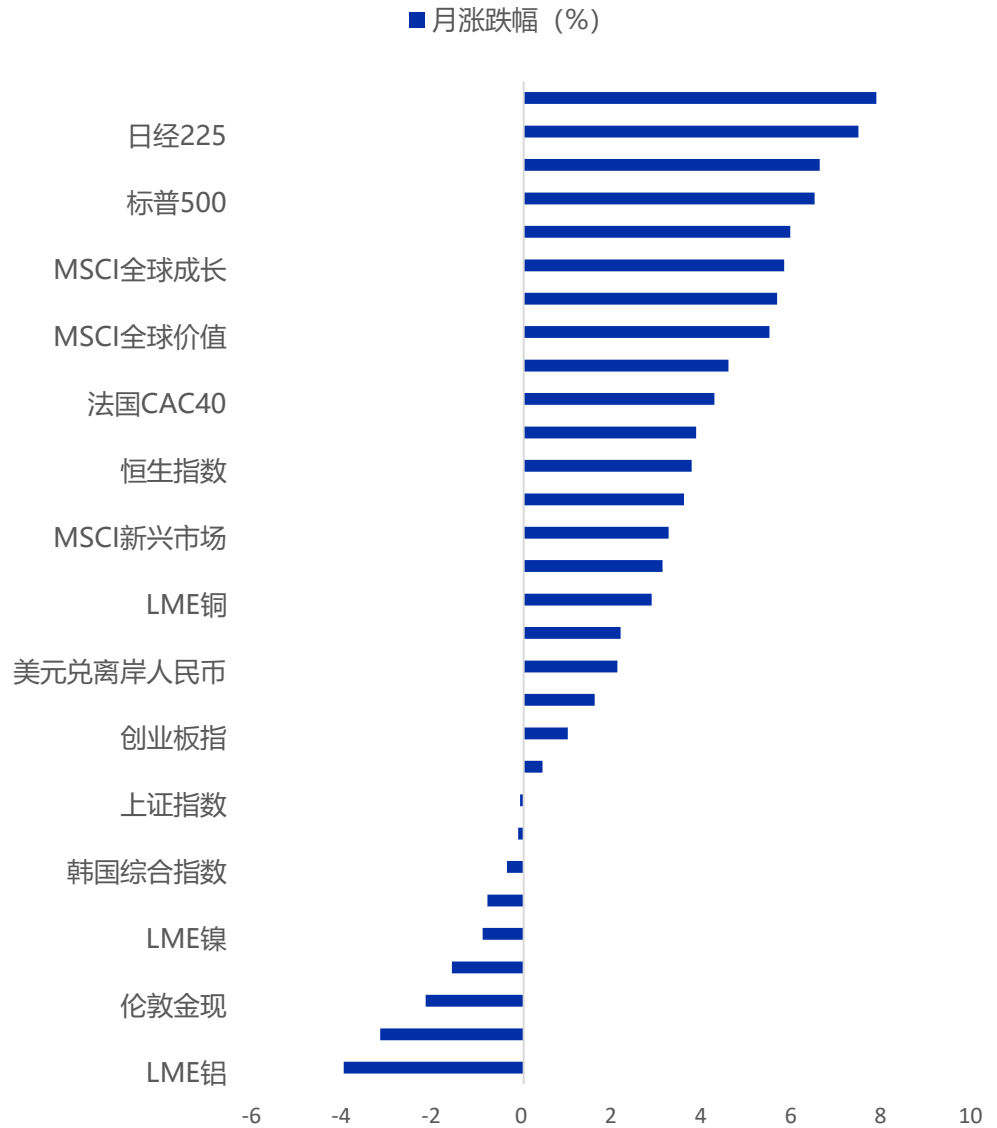


来源: Wind, 华福证券研究所整理

2 资产价格：6月全球大类资产表现数据跟踪

6月全球主要大类资产中权益市场表现突出。恒生科技(7.85%)涨幅最大, 日经225(7.45%), 纳斯达克指数(6.59%), 标普500(6.47%), MSCI 发达市场(5.93%), MSCI 全球成长(5.80%)涨幅居前。LME 铝(-4.01%)跌幅最大, 伦敦银现(-3.19%), 伦敦金现(-2.18%), SHFE 镍(-1.60%), LME 镍(-0.91%), 美元指数(-0.81%)跌幅居前。

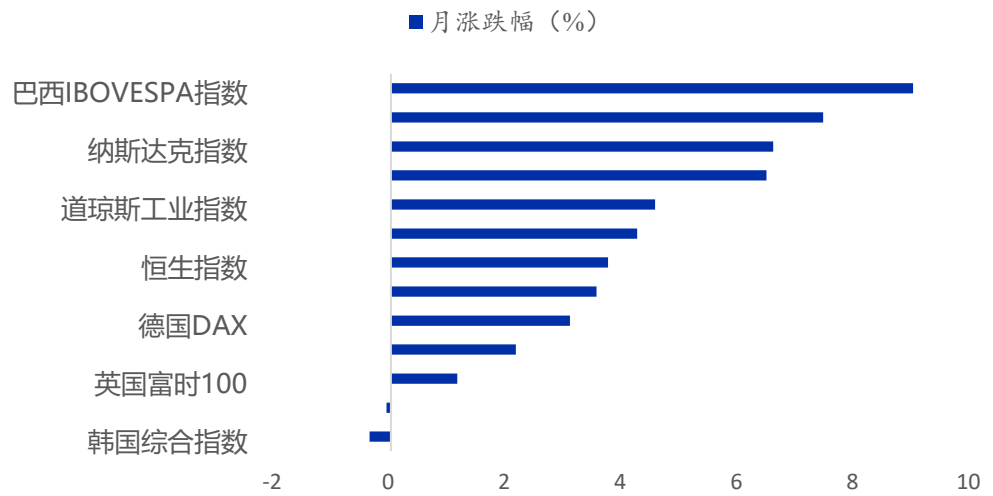
图表 6: 6 月全球主要大类资产涨跌幅



来源: Wind, 华福证券研究所

6 月全球主要权益市场普遍上涨。其中, 巴西 IBOVESPA 指数 (9.00%) 涨幅最大, 日经 225 (7.45%), 纳斯达克指数 (6.59%), 标普 500 (6.47%), 道琼斯工业指数 4.56%), 法国 CAC40 (4.25%) 涨幅居前, 韩国综合指数 (-0.37%) 跌幅最大, 上证指数 (-0.08%) 跌幅居前。

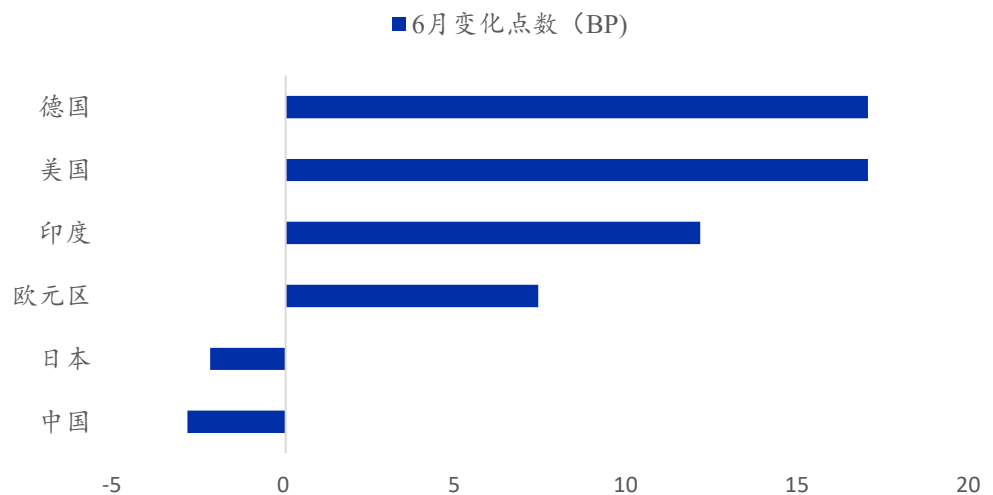
图表 7：6 月全球主要权益市场表现分化



来源：Wind，华福证券研究所

6 月全球长端利率走势不一。10 年期国债收益率中，德国从 2.27% 上涨 17BP 至 2.44%，美国从 3.64% 上涨 17BP 至 3.81%，印度从 6.989% 上涨 12.1BP 至 7.110%，欧元区从 2.3838% 上涨 7.37BP 至 2.4575%，日本从 0.448% 下跌 2.2BP 至 0.426%；中国从 2.7216% 下跌 2.87BP 至 2.6929%。

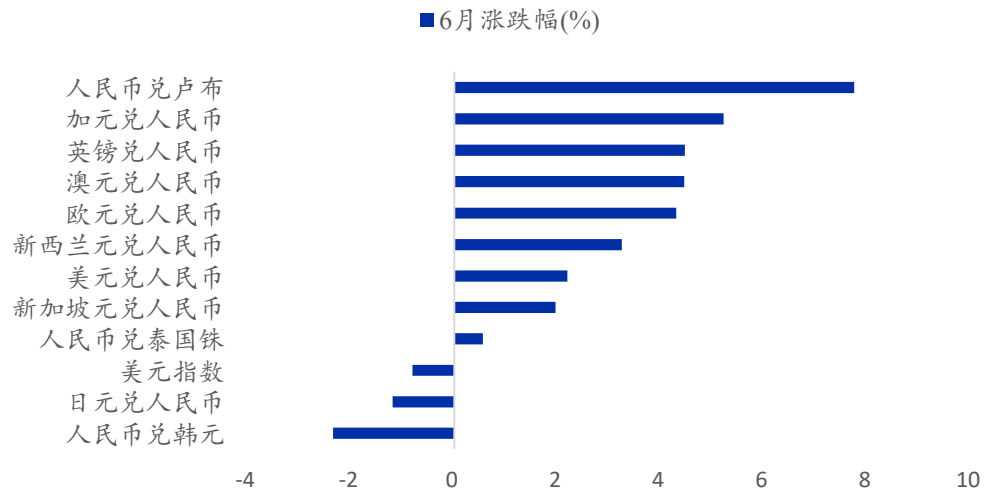
图表 8：6 月全球长端利率走势不一



来源：Wind，华福证券研究所

6 月人民币较美元贬值，美元指数下跌。加元(5.21%)，英镑(4.46%)，澳元(4.45%)，欧元(4.30%)，新西兰元(3.24%)，美元(2.19%) 相较人民币升值；日元(-1.20%) 相较人民币贬值。此外，美元指数下跌 0.81%，人民币兑卢布上涨 7.75%，人民币兑泰铢上涨 0.55%，人民币兑韩元下跌 2.35%。

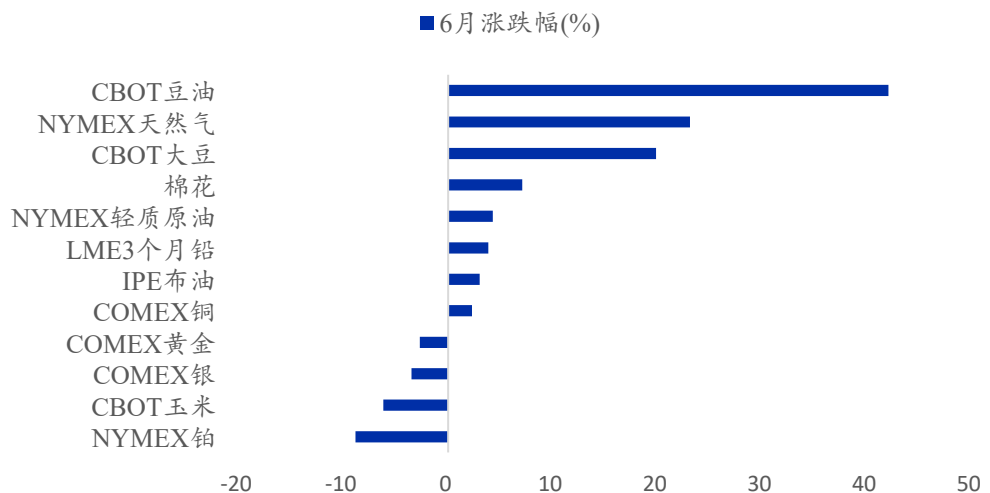
图表 9：6 月人民币较美元贬值，美元指数下跌



来源：Wind，华福证券研究所

6 月大宗商品涨跌不一，农产品价格大多上涨。CBOT 豆油（42.07%）涨幅最大，NYMEX 天然气（23.12%），CBOT 大豆（19.87%），棉花（7.08%），NYMEX 轻质原油（4.26%），LME3 个月铅（3.83%），IPE 布油（3.03%），COMEX 铜（2.30%）涨幅居前。NYMEX 铂（-8.84%）跌幅最大，CBOT 玉米（-6.20%），COMEX 银（-3.50%），COMEX 黄金（-2.70%）有所下跌。

图表 10：6 月大宗商品涨跌不一，农产品价格大多上涨



来源：Wind，华福证券研究所

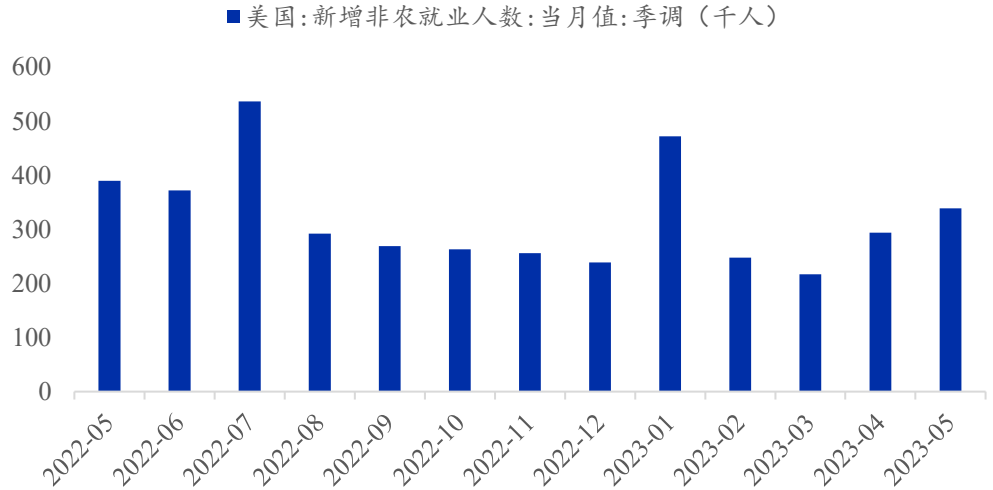
3 全球经济：6 月全球经济基本面概述

3.1 美国劳动力市场仍具韧性，未来通胀有反弹风险

美国劳动力市场仍具韧性，新增非农数据远超预期。美国劳工统计局（BLS）公布的

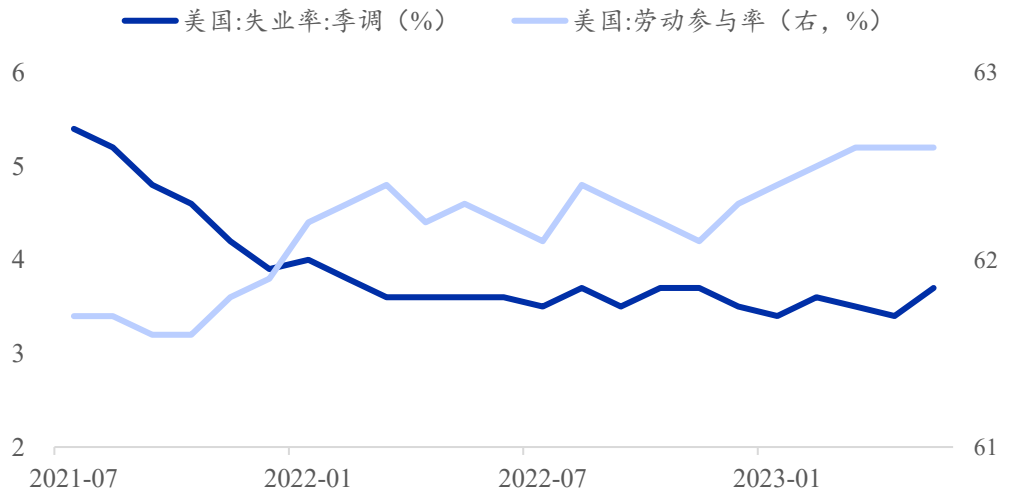
5月新增非农就业人数为33.9万人，远超出市场预期的19万人，前值由新增25.3万人上修至29.4万人。5月失业率为3.7%，高于前值3.4%。劳动参与率为62.6%，连续3个月持平。

图表 11：5月新增非农数据远超预期



来源：Wind，华福证券研究所

图表 12：失业率上升，劳动参与率连续3个月持平



来源：Wind，华福证券研究所

北京时间6月14日，美国劳工部公布的数据显示美国5月CPI同比升4.0%，预期升4.1%，前值升4.9%，环比升0.1%，预期升0.2%，前值升0.4%；核心CPI同比升5.3%，预期升5.3%，前值升5.5%，环比升0.4%，预期升0.4%，前值升0.4%。

CPI中能源分项同比下降11.7%（前值-5.1%），同时环比下降3.6%（前值0.6%），能源分项的下降是5月CPI下降的重要贡献项。往后看，能源项对CPI的贡献有限，在俄乌冲突导致的高基数效应消失后，能源项的同比下行空间受限，同时6月OPEC+会议决

定自愿削减协议延长至 2024 年底，并且沙特阿拉伯宣布将额外自愿每天减产 100 万桶石油，对能源价格构成较大支撑。

图表 13：美国 5 月 CPI 各分项变动

	同比（非季调）					环比（季调）				
	2023/1	2023/2	2023/3	2023/4	2023/5	2023/1	2023/2	2023/3	2023/4	2023/5
CPI	6.4%	6.0%	5.0%	4.9%	4.0%	0.5%	0.4%	0.1%	0.4%	0.1%
食品	10.1%	9.5%	8.5%	7.7%	6.7%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.2%
能源	8.7%	5.2%	-6.4%	-5.1%	-11.7%	2.0%	-0.6%	-3.5%	0.6%	-3.6%
核心CPI	5.6%	5.5%	5.6%	5.5%	5.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
核心商品	1.4%	1.0%	1.5%	2.0%	2.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.6%	0.6%
服装	3.1%	3.3%	3.3%	3.6%	3.5%	0.8%	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%
新车	5.8%	5.8%	6.1%	5.4%	4.7%	0.2%	0.2%	0.4%	-0.2%	-0.1%
医疗护理商品	3.4%	3.2%	3.6%	4.0%	4.4%	1.1%	0.1%	0.6%	0.5%	0.6%
核心服务	7.2%	7.3%	7.1%	6.8%	6.6%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
住房	7.9%	8.1%	8.2%	8.1%	8.0%	0.7%	0.8%	0.6%	0.4%	0.6%
医疗护理服务	3.0%	2.1%	1.0%	0.4%	-0.1%	-0.7%	-0.7%	-0.5%	-0.1%	-0.1%
教育与交流	2.8%	2.9%	3.3%	3.1%	2.8%	0.5%	0.2%	0.3%	0.1%	-0.2%

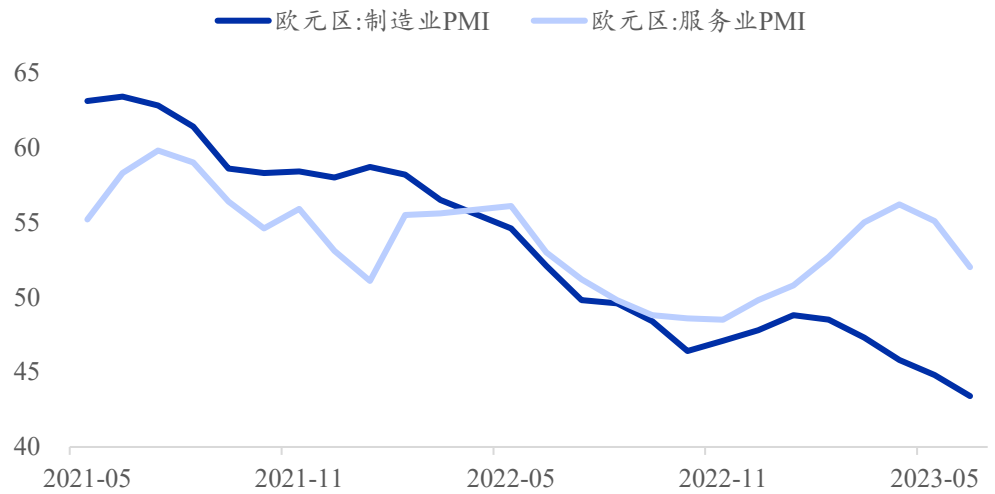
来源：Wind，华福证券研究所

3.2 欧洲经济增长疲软，通胀未出现拐点

欧洲经济增长较为疲软。6 月欧元区制造业 PMI 值为 43.4，低于前值 44.8，服务业 PMI 为 52.0，仍处于荣枯线以上，但较前值 55.1 有所下降。

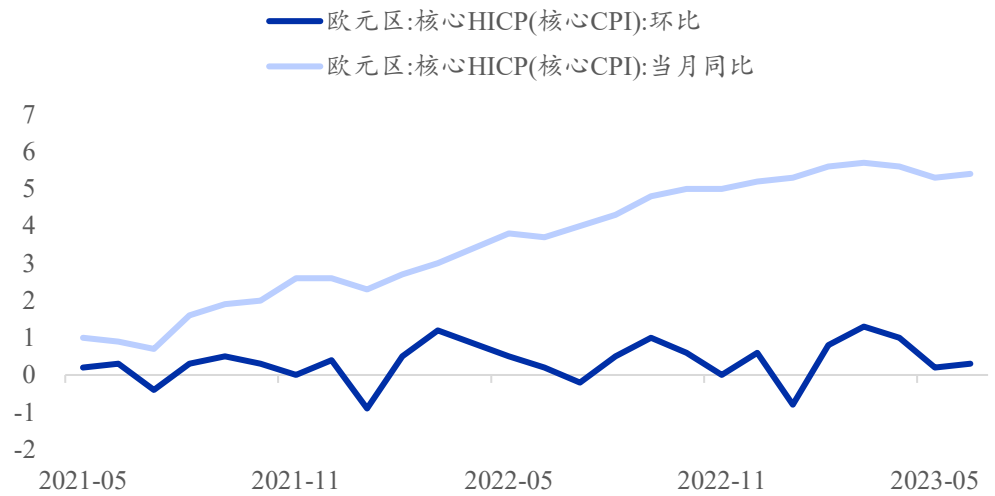
欧洲通胀压力依然较高，能说明通胀未来走势的核心 CPI 仍处于高位。6 月欧元区核心 CPI 同比上升 5.4%，高于前值 5.3%，环比上升 0.3%，高于前值 0.2%。欧央行行长拉加德表示，没有看到足够的实质性证据表明基础通胀正在下降，加息是目前使用的主要工具。

图表 14: 欧元区服务业和制造业 PMI 值皆低于前值 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 15: 欧洲通胀压力依然较高 (%)

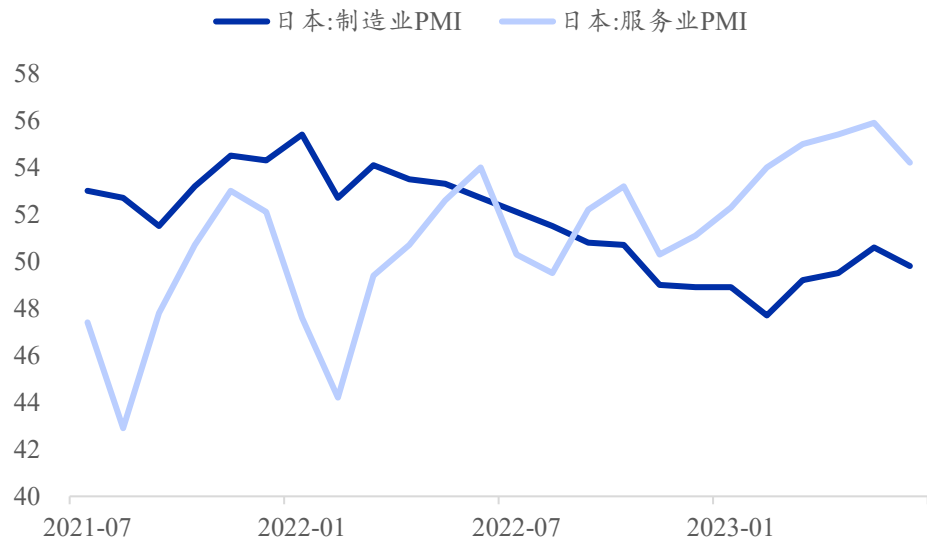


来源: Wind, 华福证券研究所

3.3 日本制造业 PMI 回落至荣枯线以下

6月日本制造业 PMI 为 49.8, 低于前值 50.6, 再次回到荣枯线以下。6月服务业 PMI 为 54.0, 前值 55.9, 仍位于荣枯线以上。日本央行行长植田和男表示预计物价将在财年中后期开始放缓, 将继续坚持货币宽松政策。

图表 16: 日本制造业 PMI 回落至荣枯线以下 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

4 流动性: 6月全球流动性和政策追踪

4.1 10年期美债隐含通胀预期上升, 中美利差倒挂幅度加深

6月美债十年期隐含通胀预期上升至 2.22%。而 10 年期中美利差倒挂幅度加深至 111.71BP。

图表 17: 10年期美债隐含通胀预期回落 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

4.2 6月各国央行货币政策动向跟踪

总体来看，6月美联储官员对年内加息持鹰派态度。欧洲央行管委意见较为一致，预计年内会继续加息。日本央行行长表示将依旧维持宽松货币政策。

图表 18：各国央行货币政策动向跟踪

国家	发言人	主要货币政策观点
美国	博斯蒂克 亚特兰大联储主席	不排除需要进一步加息，有概率会连续加息两次，没有看到鲍威尔所见的那种加息的紧迫性。基线是不会再加息但2024年也不会降息。
	鲍威尔 美联储主席	大多数FOMC成员预计年底前将进行两次或更多次加息，加息的时间和幅度将取决于经济情况，我们还没有排除连续采取加息行动的可能性。
	戴利 旧金山联储主席	今年再加息两次是“非常合理”的预测。
	巴尔金 里士满联储主席	不能确信经济走弱已经对通胀产生了影响，需求相比疫情前仍处高位，这助推了通胀。
欧洲	Simkus 欧洲央行管委	至少还需要一次加息。
	埃尔南德斯德科斯 欧洲央行管委	欧洲银行业具有韧性。对是否在九月会议上加息保持开放态度，现在无法预测欧洲央行利率在下半年可能发生的情况。
	连恩 欧洲央行首席经济学家	7月加息是合理的，9月尚不确定，我们将会有一段持续的限制性利率时期。预期我们会快速降息是不合理的。
	Vujcic 欧洲央行管委	9月加息的可能性很大，认为我们仍然可以实现软着陆。
加拿大	加拿大央行会议纪要	管委会一致认为经济仍明显处于过度需求状态，供需的再平衡可能需要比之前预期的时间更长。
德国	德国央行月度报告	德国经济已经触底反弹，预计第二季度GDP将略有增长，未来几个月德国通胀率将进一步放缓，物价压力仍将非常高。
韩国	李昌镛 韩国央行行长	韩国央行行长李昌镛：如果通胀率在年底前趋于2%目标，可能会讨论降息的问题。
日本	植田和男 日本央行行长	预计物价将在财年中期开始放缓。将继续坚持货币宽松政策。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

5 风险提示

美联储加息超预期，国内经济复苏不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn