



海外周度观察

宏观经济点评(简报)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)
chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)
zhaoyu2@gjzq.com.cn

美国经济“低效的繁荣”——短缺经济的两面性

自 2022 年 3 月美联储加息以来, 美国经济的弹性和韧性已经超越了历史经验范畴, 至今仍然呈现出一片“繁荣”的景象, 其最为典型的特征就是劳动力的“短缺”。但是, 这种短缺经济的另一面就是“低效”——短缺的原因, 既可能是需求旺盛, 也可能是供给低效。

热点思考: 美国经济“低效的繁荣”——短缺经济的两面性

2022 年下半年以来, 美国经济表现持续超预期, 但被忽略的是其“繁荣”背后的低效。自 2022 年 1 季度以来, 美国非农行业劳动生产率已经连续 5 个季度负增长 (同比), 分别为 -0.9%、-2.4%、-1.5%、-1.8% 和 -0.6%, 持续时间和下跌幅度与 1973-75 年和 1981-82 两次深度衰退时期相当。

劳动生产率负增长是产出增速低于劳动投入增速的必然结果。基于生产函数的分解结果可知, 2022 年以来, 美国劳动生产率负增长的主要归因于全要素生产率 (TFP) 的下降。2022 年劳动生产率下降了 -1.6% (1949 年以来最低), 其中, TFP 贡献了 -1.2%, 资本深化贡献了 -0.4%, 劳动贡献为 0。2007-2019 年平均劳动生产率增速为 1.4%。

劳动生产率的下降往往对应着低效部门的高增长和高效部门的低增长。并且, 生产率相对较低的劳动者反而享受了更高的工资增速——低生产率和高工资组合的结果就是“滞胀”。在行业景气方面, 制造弱、服务强正是 2022 年初美国放开疫情管控措施后的特征。在工资增速方面, 分学历看, 2021 年初以来, 学历越低, 工资增速越高。

“这次不一样”之处在于: (1) 美国历史上 (1960 年至今) 较少出现工作小时数正增长与劳动生产率负增长并存的现象; (2) 也较少出现劳动生产率大幅负增长与产出正增长持续并存的现象, 换言之, 劳动生产率持续负增长时期往往对应着经济衰退; (3) 衰退时期劳动生产率的负增长往往是工作小时数下降幅度超过产出增速降幅的结果。

这一“反常”现象何以回归常态化? 是繁荣战胜低效, 还是低效终结繁荣? 我们认为, 当前美国经济的这种“低效繁荣”不可持续。矛盾得以调和的路径大概率是: 低效终结繁荣。因为, 低效的结果就是高成本和高通胀, 而美国乃至全球去通胀的经验显示, 经济难以逃逸衰退。

海外事件&数据: 美国 6 月制造业 PMI 与服务业 PMI 分化, 非农新增就业低于预期

美国 6 月 ISM 制造业 PMI 录得 46%, 低于市场预期值 47%, 前值 46.9%, 回落 0.9 个点, 连续第八个月萎缩。Markit 制造业 PMI 同样回落, 6 月 Markit 制造业 PMI 终值 46.3%, 前值 48.4%, 回落 2.1 个点。6 月, ISM 制造业 PMI 的五个子项均低于荣枯线, 新订单和供应商交付上升, 生产、就业和自有库存回落, 制造业总体走弱的特征依然较明显。美国 6 月 Markit 服务业 PMI 终值 54.4, 预期 54.1, 前值 54.1。美国 6 月 ISM 非制造业 PMI 53.9, 预期 51, 前值 50.3。美国 6 月服务业增长加快, ISM 服务业 PMI 多项指数相比上个月有所上升, 包括商业活动、新订单、订单库存、新出口订单、进口、就业, 但物价指数降至逾三年低点, 表明服务业通胀或将继续降温。

美国 6 月非农新增就业人数 20.9 万, 略低于预期 22.5 万人, 前值 33.9 万人, 为 2020 年 12 月以来最小增幅。分行业来看, 教育及健康服务、政府、建筑业、专业及商业服务、休闲和酒店业的新增就业最多。美国 6 月非农平均时薪同比 4.4%, 超过预期 4.2% 和前值 4.3%; 时薪环比 0.4%, 超过预期 0.3% 和前值 0.3%。美国 6 月失业率 3.6%, 预期 3.6%, 前值 3.7%; 劳动参与率 62.6%, 预期 62.6%, 前值 62.6%。

风险提示

俄乌冲突再起波澜; 大宗商品价格反弹; 工资增速放缓不达预期;



内容目录

一、热点思考：美国经济“低效的繁荣”——短缺经济的两面性	4
(一) 繁荣与低效：短缺经济的两面性	4
(二) 繁荣的悖论：低效部门的“繁荣”和高效部门的“停滞”	6
(三) 短缺经济的终局：从“供给创造需求”到“需求消灭供给”	9
二、海外基本面&重要事件	12
(一) 货币与财政：美联储官员发言偏鹰派	12
(二) 生产与就业：美国 6 月制造业 PMI 与服务业 PMI 分化，劳动力市场放缓但依然强劲	12
(三) 消费与出行：美国红皮书零售增速回落	15
(四) 库存：美国原油库存回落	16
风险提示	17

图表目录

图表 1：G20 经济体中，当月加息的数量	4
图表 2：G20 发达经济体的加息路径	4
图表 3：IMF、2020 年以来 G20 AEs 实际 GDP 走势	4
图表 4：部分 OECD 经济体的产出缺口（2022 年底）	4
图表 5：低效繁荣：2023 年 1 季度美国非农劳动生产率负增长	5
图表 6：美国非农业产出、小时和劳动生产率指数	5
图表 7：美国非农业产出、小时和劳动生产率同比	5
图表 8：美国商业产出、小时和劳动生产率指数	6
图表 9：美国商业产出、小时和劳动生产率增速	6
图表 10：美国制造业产出、小时和劳动生产率指数	6
图表 11：美国制造业产出、小时和劳动生产率增速	6
图表 12：美国非农商业劳动生产率增速的分解（1949-2022）	7
图表 13：美国服务业景气持续高于制造业	7
图表 14：美国服务业消费与商品消费的背离	7
图表 15：新增非农人数（制造业和私人服务）	8
图表 16：劳动力参与率（分学历）	8
图表 17：私人非农就业（商品，相对于 2020 年 2 月）	8
图表 18：私人非农就业（服务，相对于 2020 年 2 月）	8
图表 19：美国工资增速（分学历）	8
图表 20：美国工资增速（分工资水平）	8



图表 21: 美国 7 从去通胀期间都出现了衰退.....	9
图表 22: 美国整体 PCE 通胀的结构.....	9
图表 23: 美国核心 PCE 通胀的结构.....	9
图表 24: 美国整体 PCE 通胀的结构 (同比贡献)	10
图表 25: 美国核心 PCE 通胀的结构 (同比贡献)	10
图表 26: 美国劳动力缺口仍超过 400 万人.....	10
图表 27: 美国职位空缺率仍然高企.....	10
图表 28: 美国工业产能利用率.....	11
图表 29: 美国工业生产指数.....	11
图表 30: 谷歌搜索指数——衰退 (recession)	11
图表 31: 衰退可能性.....	11
图表 32: 谘商会领先指数与同步指数的背离.....	12
图表 33: 领先指数显示, 美国 GDP 增速仍有下行压力.....	12
图表 34: 美联储官员发言.....	12
图表 35: 美国制造业 PMI 分项, 需求处于收缩区间, 供给侧明显回落	13
图表 36: 美国 6 月 ISM 非制造业 PMI.....	13
图表 37: 美国 6 月 ADP 就业大幅新增 49.7 万人.....	14
图表 38: 美国至 7 月 1 日当周初请失业 24.8 万人.....	14
图表 39: 美国 6 月新增非农就业人数略低于预期.....	14
图表 40: 美国 6 月薪资增速仍然过于强劲.....	15
图表 41: 美国红皮书零售增速 0.7%, 前值 0.5%.....	15
图表 42: 美国红皮书零售增速弱于季节性.....	15
图表 43: 美国纽约交通拥堵情况回落.....	16
图表 44: 欧洲航班飞行次数回升.....	16
图表 45: 上周美国原油库存减少 150 万桶.....	16
图表 46: 上周美国战略原油储备减少 145 万桶.....	16
图表 47: 美国原油库存回升	16
图表 48: 美国天然气库存处于季节性高位.....	16



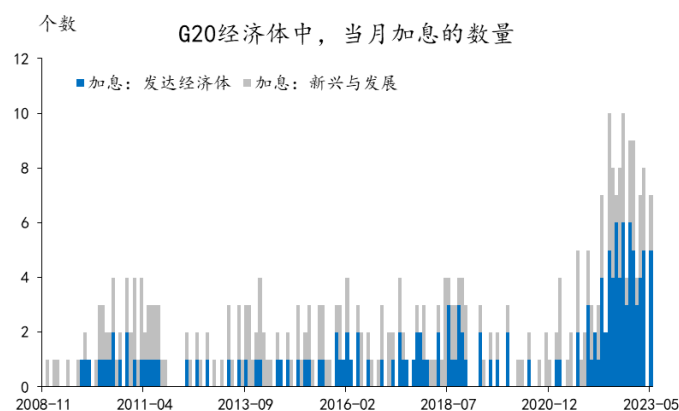
自 2022 年 3 月美联储加息以来，美国经济的弹性和韧性已经超越了历史经验范畴，至今仍然呈现出一片“繁荣”的景象，其最为典型的特征就是劳动力的“短缺”。但是，这种短缺经济的另一面就是“低效”——短缺既可能是因为需求旺盛，也可能是供给低效。

一、热点思考：美国经济“低效的繁荣”——短缺经济的两面性

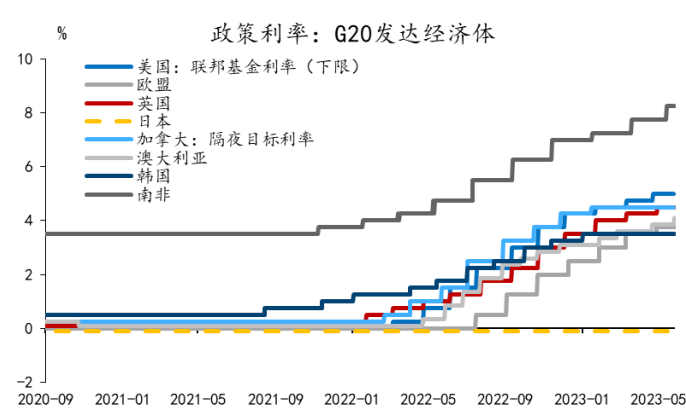
(一) 繁荣与低效：短缺经济的两面性

从全球货币政策紧缩程度来说，2022 年是一个极端的年份：加息央行的数量、加息的频次、幅度或同步性，都创下了过去半个世纪以来的记录¹。在我们跟踪的 108 个经济体货币政策利率中，2022 年 7 月峰值时加息央行的数量占比超过了 50%，其中，G20 中就有 11 个经济体加息，包含美国、欧元区、英国等 6 个发达经济体 (AEs)。2023 年初以来，央行加息节奏有所放缓——加拿大是首个暂停加息的 G20 AEs (2023 年 1 月宣布)。时至年中，美国美联储在内的主要央行的加息周期尚未结束——在两次暂停加息后，加拿大央行 6 月又重启加息 (市场预期 7 月继续加息)，降息周期更像是“遥遥无期”。

图表1: G20 经济体中, 当月加息的数量



图表2: G20 发达经济体的加息路径

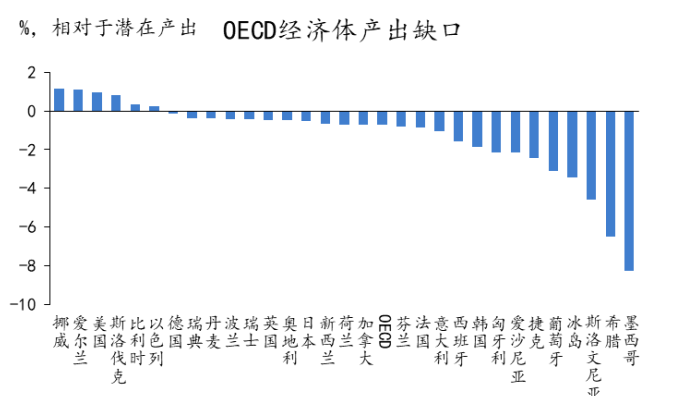
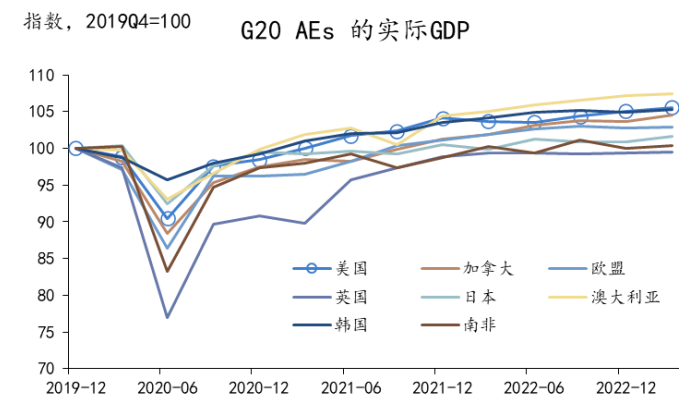


来源: 各国央行、WIND、国金证券研究所

然而，全球经济复苏的弹性和韧性却持续超预期，尤以美国为代表。在 G20 AEs 中，美联储是加息幅度最大的央行，美国也是唯一一个产出缺口已经收敛的国家。截止到 2023 年 6 月底，美联储已经累计加息 500bp，高于英格兰银行的 475bp 和欧央行的 400bp。联邦基金利率目标区间从 0-25bp 升至 500-525bp。并且，美联储加息的斜率更陡峭 (比英格兰银行后加息，但利率水平已经反超)。然而，与此同时，美国实际 GDP 已经回升至 2019 年底的 106% (仅次于澳大利亚的 107%)。

图表3: IMF、2020 年以来 G20 AEs 实际 GDP 走势

图表4: 部分 OECD 经济体的产出缺口 (2022 年底)



来源: IMF、WIND、国金证券研究所

¹ Guénette et al., 2022 (IMF).



被忽略的是“繁荣”背后的“低效”。6月29日，美国经济分析局(BEA)将美国1季度GDP增速从1.3%上修至2%(预期1.4%)，大超市场预期。但是，劳动生产率相关指标却显示：这是一种“低效繁荣”。2023年1季度非农商业(nonfarm business)产出环比增长0.5%(折年)，但工作小时数增长了2.1%，合计劳动生产率增速-2.1%。其中，服务业劳动生产率增速为-1.7%，制造业-2.5%(耐用品-5.6%，非耐用品1.3%)。同比而言，非农商业劳动生产率增速-0.8%，服务业-0.6%，制造业-1.6%(耐用品-2%，非耐用品-0.5%)。

图表5: 低效繁荣: 2023年1季度美国非农劳动生产率负增长

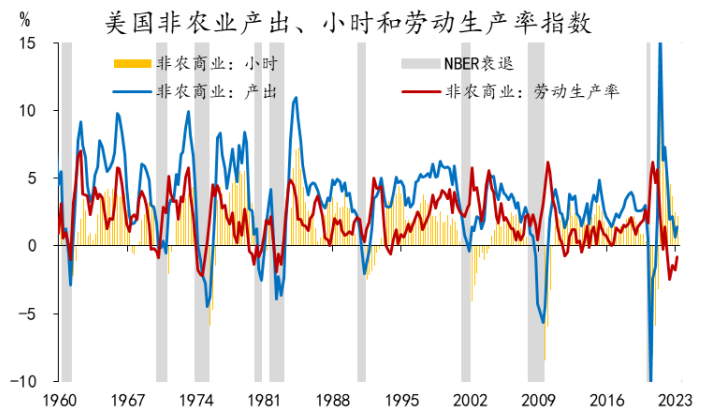
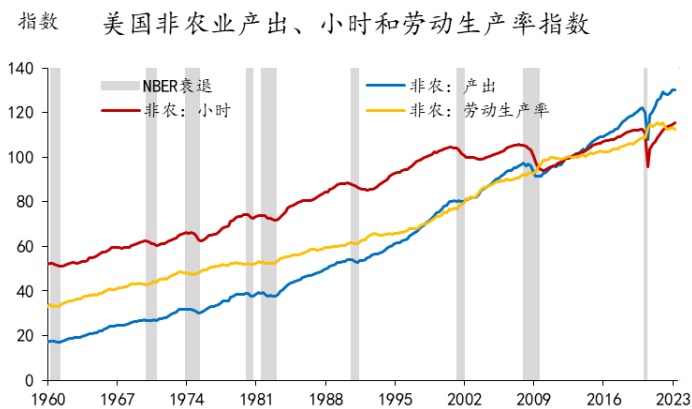
行业	季度环比/同比	劳动生产率	产量	工作小时	每小时报酬	实际每小时报酬	单位劳动成本
非农业	季度环比(折年)	-2.1	0.5	2.6	2.9	-1.7	4.2
	同比	-0.8	1.4	2.2	3	-2.6	3.8
服务业(商业)	季度环比(折年)	-1.7	0.9	2.7	2.9	-1.6	3.8
	同比	-0.6	1.5	2	3.2	-2.5	3.8
制造业	季度环比(折年)	-2.5	-0.6	1.6	0.5	-3.1	3
	同比	-1.6	-0.3	1.3	2.8	-2.8	4.5
耐用品	季度环比(折年)	-5.6	-3.2	2.5	-1.2	-4.8	4.7
	同比	-2	0.3	2.4	2.2	-3.4	4.3
非耐用品	季度环比(折年)	1.3	1.4	0	3.6	-0.2	2.2
	同比	-0.5	-1	-0.5	3.8	-1.9	4.3

来源: BLS、WIND、国金证券研究所

2022年1季度以来，美国非农业劳动生产率已经连续5个季度负增长(同比)——主要是因为产出增速低于工作小时数增速，分别为-0.9%、-2.4%、-1.5%、-1.8%和-0.6%，持续时间和下跌幅度与1973-75年和1981-82两次深度衰退时期相当。分商业和制造业而言，情形类似，都出现了持久的“低效繁荣”。相比2021年底，非农、商业和制造业劳动生产率已累计下降2.3%、2.1%和2.5%(相比2021年6月下降3.5%)。考虑到基数影响，从环比角度而言，结论依然成立。考虑到增长率数据错位产生的影响，劳动生产率指数本身依然清晰地显示了“低效”的特征。此外，若将分母中的工作小时改为就业人数，重新计算劳动生产率，“低效繁荣”的事实依然存在。

图表6: 美国非农业产出、小时和劳动生产率指数

图表7: 美国非农业产出、小时和劳动生产率同比

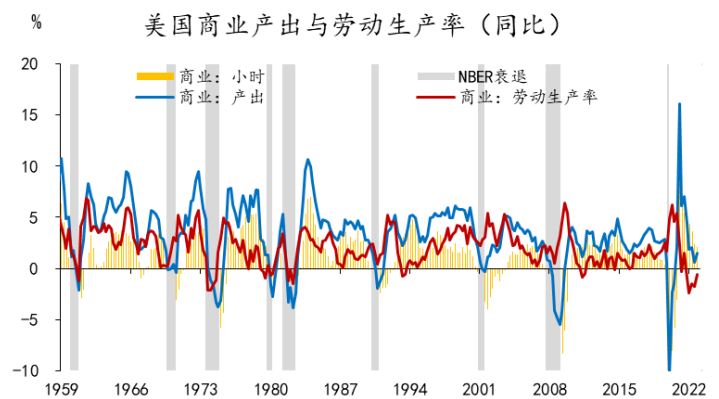
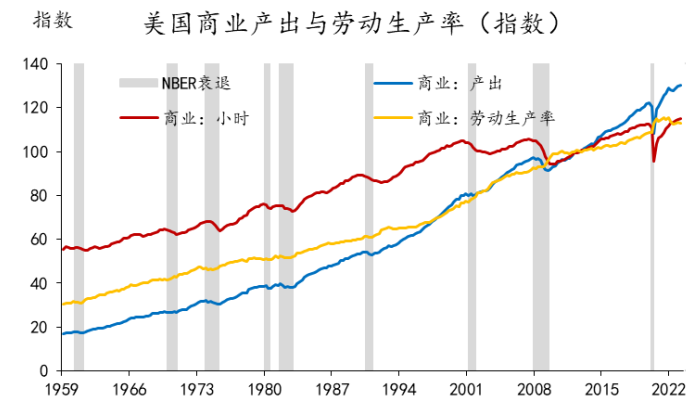


来源: BLS、WIND、国金证券研究所



图表8: 美国商业产出、小时和劳动生产率指数

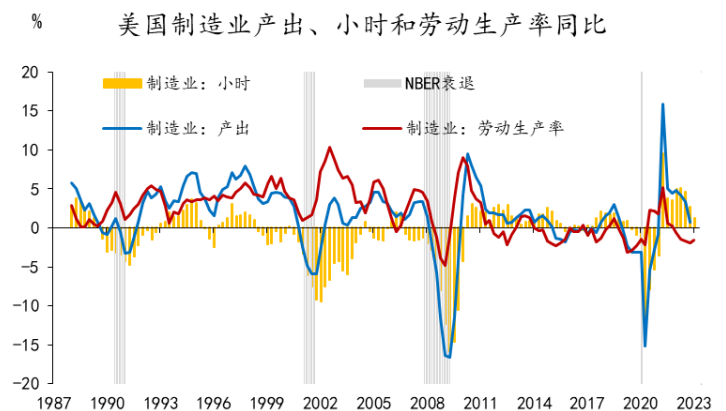
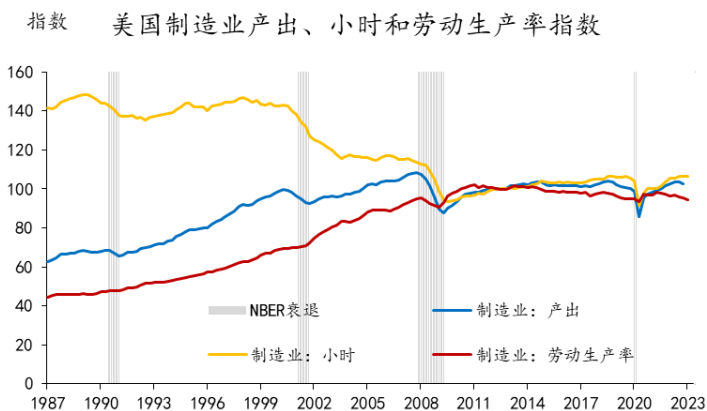
图表9: 美国商业产出、小时和劳动生产率增速



来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表10: 美国制造业产出、小时和劳动生产率指数

图表11: 美国制造业产出、小时和劳动生产率增速



来源: BLS、WIND、国金证券研究所

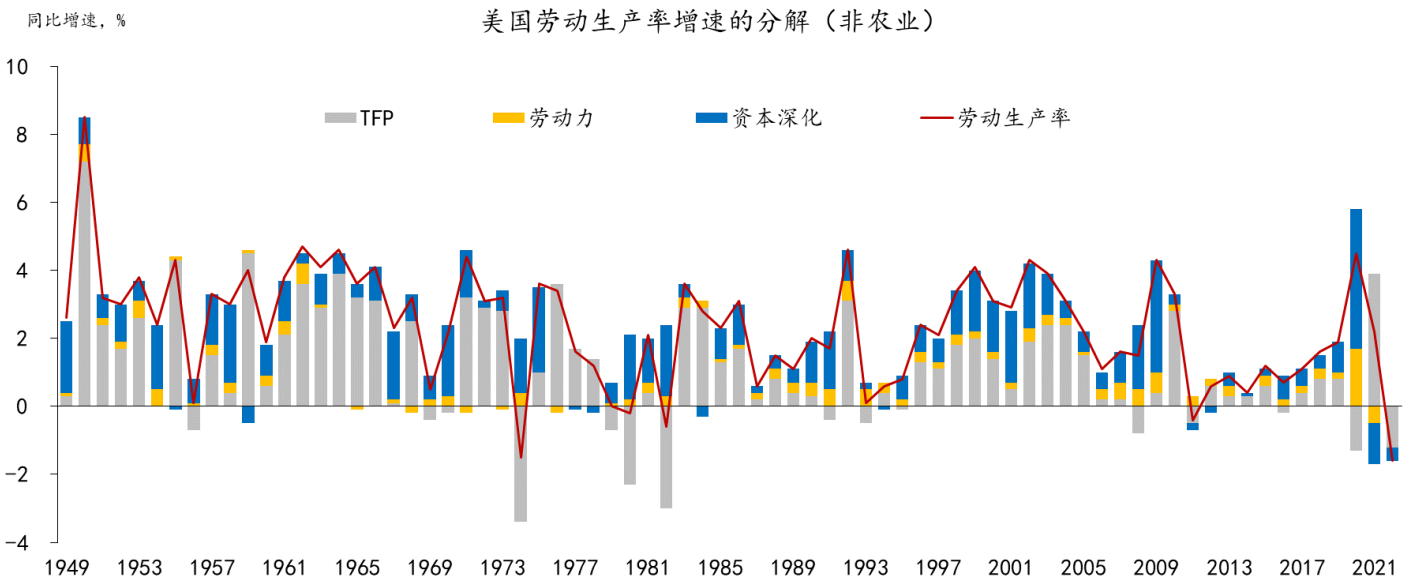
“这次不一样”之处在于：(1) 美国历史上（1960 年至今）较少出现工作小时数正增长与劳动生产率负增长并存的现象；(2) 同理，也较少出现劳动生产率大幅负增长与产出正增长持续并存的现象，换言之，劳动生产率持续负增长时期往往对应着经济衰退；(3) 衰退时期劳动生产率的负增长往往是工作小时数下降幅度超过产出增速降幅的结果。那么，最终这一“反常”现象何以回归常态化？是繁荣战胜低效，还是低效终结繁荣？

（二）繁荣的悖论：低效部门的“繁荣”和高效部门的“停滞”

劳动生产率衡量的是单位劳动要素（工作小时或就业人数）投入的产出效率，劳动生产率负增长是产出增速低于劳动要素投入增速的必然结果。基于生产函数的分解可知，2022 年以来，美国劳动生产率增速负增长的主要归因于全要素生产率（TFP）的下降。2022 年劳动生产率下降了-1.6%(1949 年以来最低)，其中，TFP 贡献了-1.2%，资本深化(capital intensity) 贡献了-0.4%，劳动贡献为 0。比较而言，2007-2019 年，平均劳动生产率增速为 1.4%，TFP、资本深化和劳动的贡献分别为 0.4%、0.7%和 0.3%。



图表12: 美国非农商业劳动生产率增速的分解 (1949-2022)

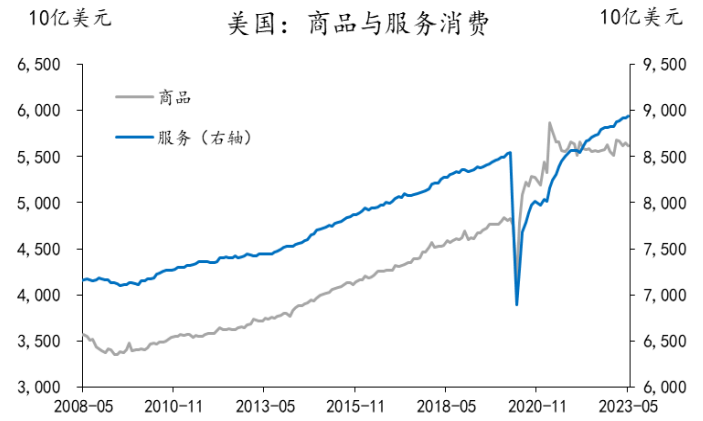
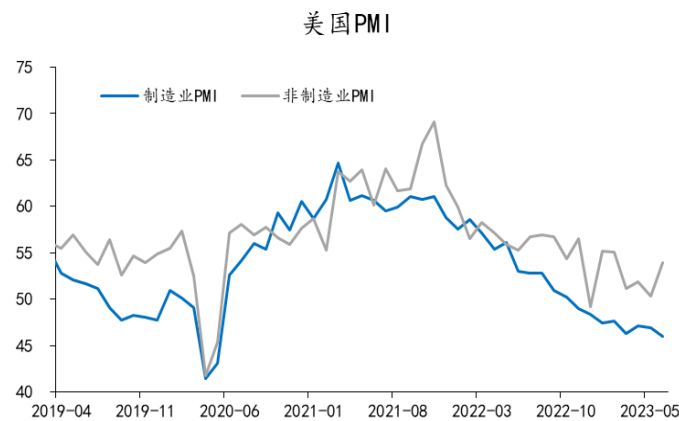


来源: BLS、国金证券研究所

劳动生产率的下降往往对应着低效部门的高增长和高效部门的低增长(相对而言)。创新经济学的一个典型事实是:制造业的劳动生产率高于服务业。在行业结构上,制造弱、服务强正是2022年初美国放开疫情管控措施后的特征。一方面,服务业PMI始终位于制造业PMI上方,且“剪刀差”呈扩大态势——制造业PMI下降斜率更大;另一方面,从消费端看,2021年中以来,商品消费持续下降,服务消费则持续上行。

图表13: 美国服务业景气持续高于制造业

图表14: 美国服务业消费与商品消费的背离

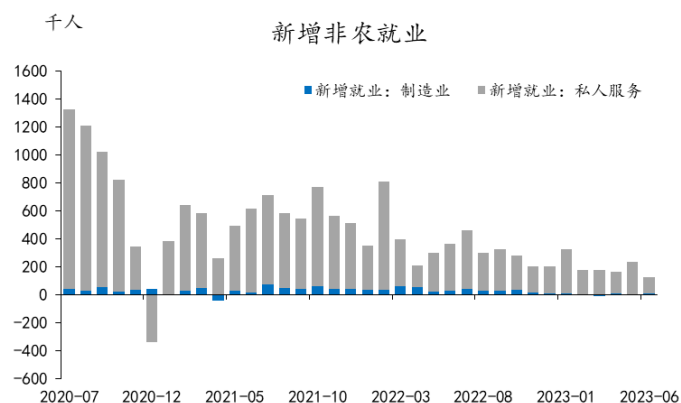


来源: Google、WIND、国金证券研究所

2022年初以来,劳动力市场景气度的行业分布也呈现出制造弱、服务强的特征:(1)疫情初期,退出劳动力市场的多为服务业就业人员(2020年劳动生产率增速4.5%,2021年TFP增速为3.9%),然而,2022年初以来,在新增非农数据中,服务业的贡献率显著超过了服务业就业人数的份额(2019年平均为6.15),服务业就业人数/制造业就业人数比重也从2020年底的6.08上升到了6.24(2023年5月),并且,服务业中的信息技术行业人数出现了下降;(2)从岗位空缺率看,休闲酒店、食宿的空缺率已然高于制造业和信息行业;(3)从劳动参与率看,分学历而言,低于高中的劳动参与率已基本回到疫情前水平,本科及以上学历或副学士学位人群人存在缺口。

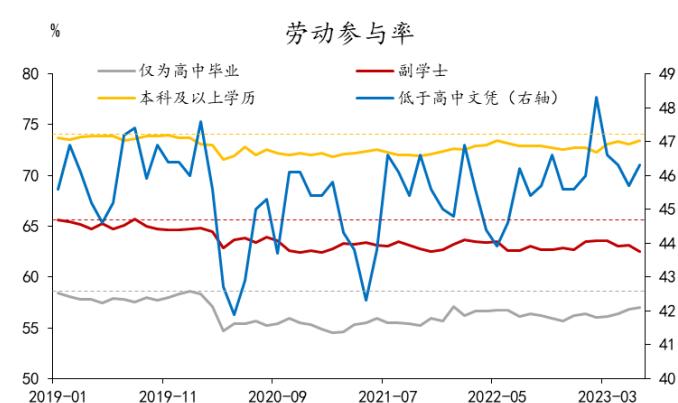


图表15: 新增非农人数 (制造业和私人服务)

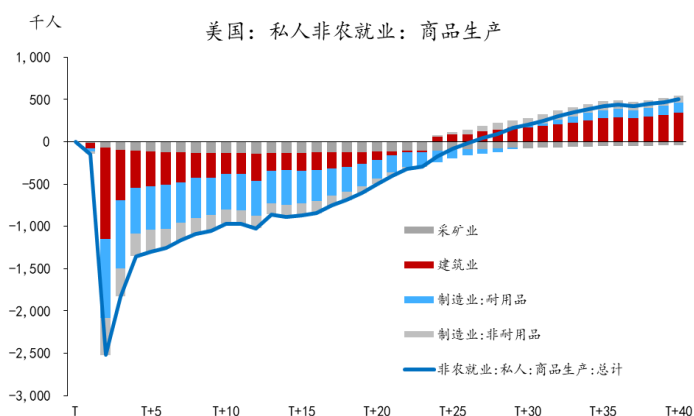


来源: WIND、国金证券研究所

图表16: 劳动力参与率 (分学历)

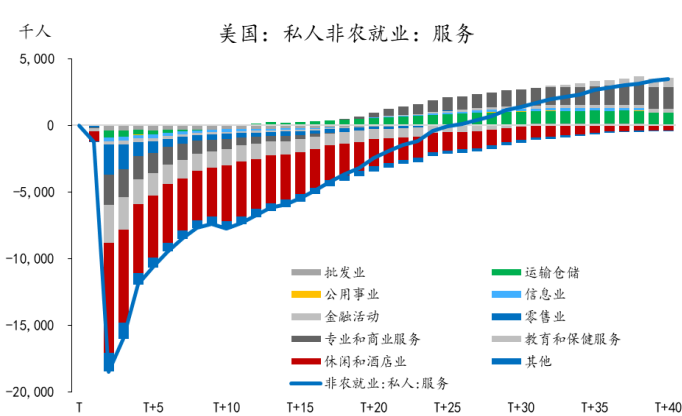


图表17: 私人非农就业 (商品, 相对于2020年2月)



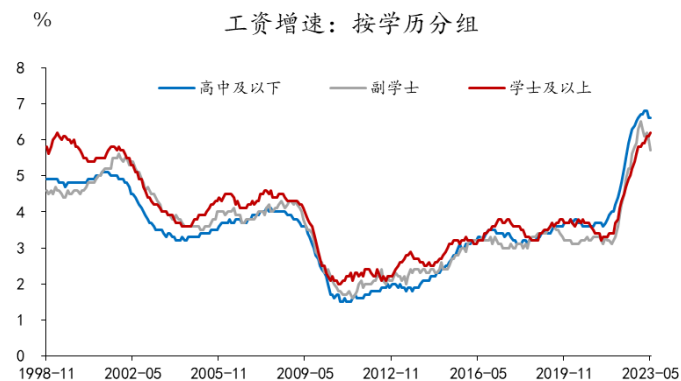
来源: WIND、国金证券研究所

图表18: 私人非农就业 (服务, 相对于2020年2月)



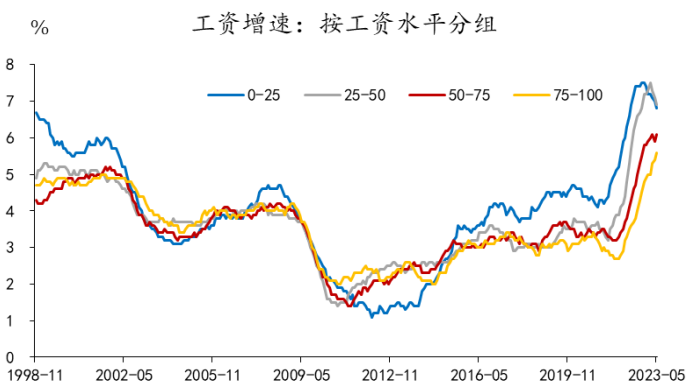
并且, 生产率相对较低的劳动者反而享受了更高的工资增速——低生产率和高工资组合的结果就是“滞胀”。分学历看, 从上世纪末到新冠疫情冲击之前的绝大多数时间里, 高中及以下学历的劳动者的工资增速都低于学士及以上学历的劳动者, 但2021年初以来, 情形截然相反, 前者持续、并显著高于后者; 分工资水平看 (一般而言, 低工资对应着低生产率), 0-25分位和25-50分位数的劳动者的工资增速也明显高于50-100分位。

图表19: 美国工资增速 (分学历)



来源: WIND、国金证券研究所

图表20: 美国工资增速 (分工资水平)

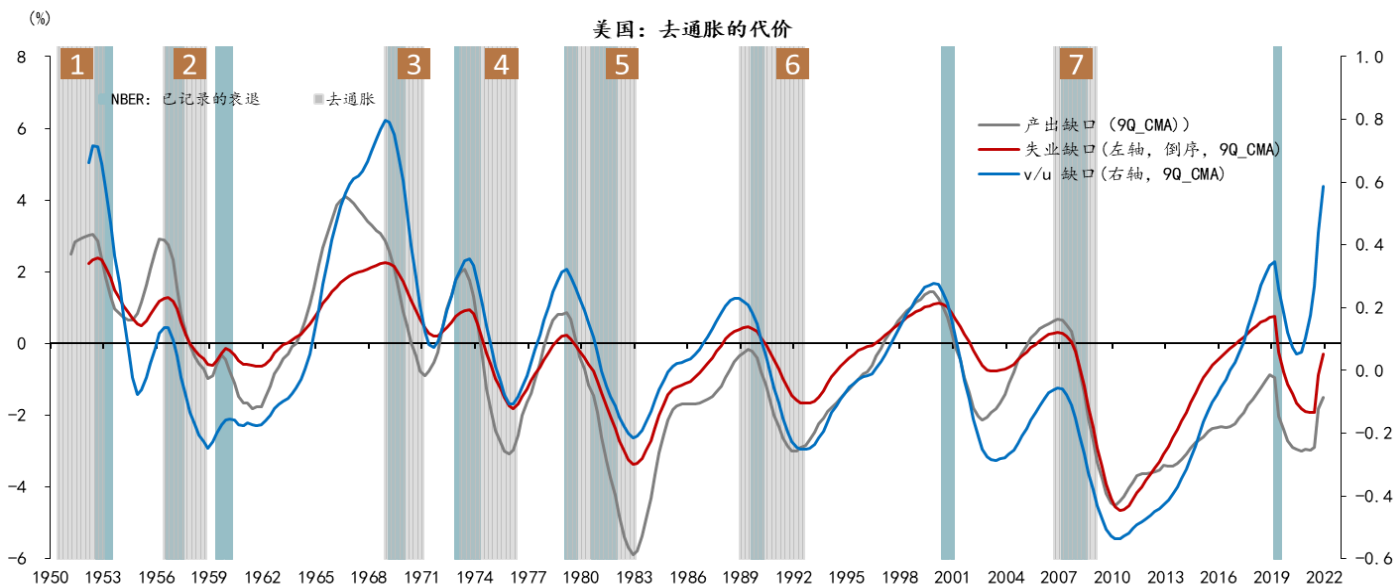




(三) 短缺经济的终局：从“供给创造需求”到“需求消灭供给”

短缺经济不必然是繁荣的，但大概率是低效的。当前美国经济的这种“低效繁荣”不可持续。我们认为，矛盾得以调和的路径大概率是：低效终结繁荣。因为，低效的结果就是高成本和高通胀，而美国乃至全球去通胀的经验显示²，经济难以逃逸衰退。

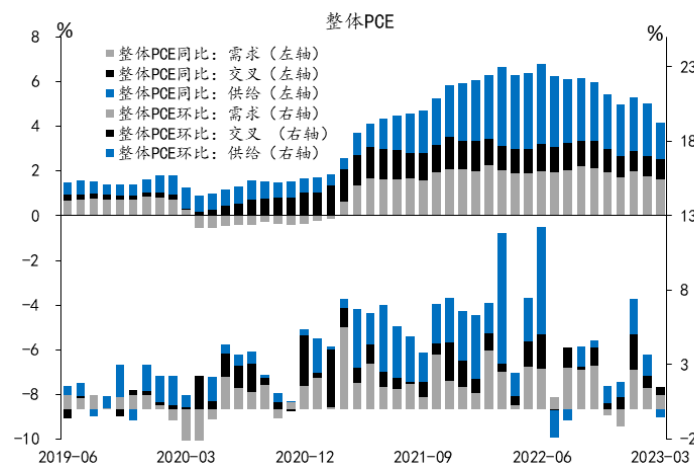
图表21：美国 7 次去通胀期间都出现了衰退



来源：BLS、WIND、国金证券研究所

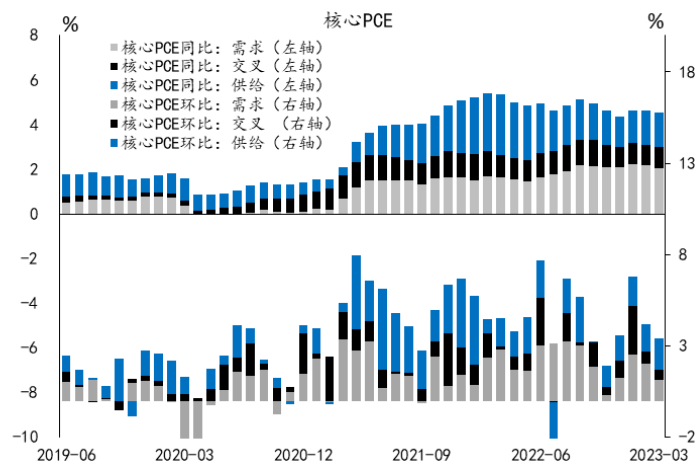
以整体 PCE 通胀为例，从供给与需求结构看，美国去通胀将经历两个阶段（“上半场”和“下半场”）。在去通胀“上半场”（2022 年 6 月-2023 年 6 月），PCE 通胀的下降主要由供给侧的修复贡献，这主要表现为商品通胀的快速下行，其背后的主要驱动因素是全球供应链的修复。截止到 2023 年 6 月，美国商品去通胀暂告一段落，全球供应链压力指数已经回归疫情前的常态。2023 年 3 季度开始或进入去通胀的“下半场”：供给侧驱动的商品去通胀暂告一段落（甚至面临阶段性的反弹压力），需求驱动的服务去通胀将在租金的拉动下进入“快车道”（2022 年 12 月-2023 年 5 月，核心 PCE 通胀均为 4.6%）。然而，仅靠租金的共振较难在年底降核心 PCE 通胀降至 4% 以下，还需要劳动力市场的降温。

图表22：美国整体 PCE 通胀的结构



来源：SF Fed、WIND、国金证券研究所

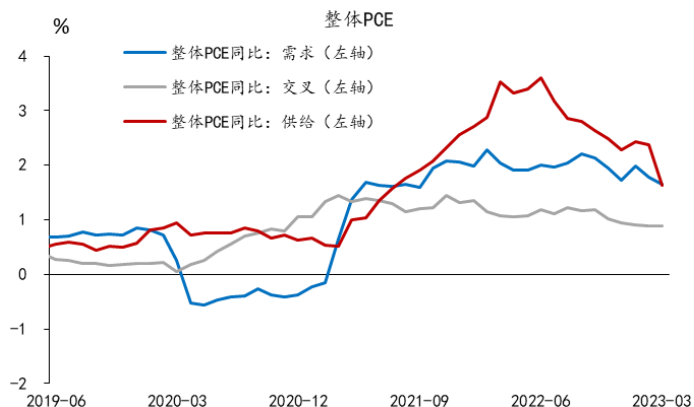
图表23：美国核心 PCE 通胀的结构



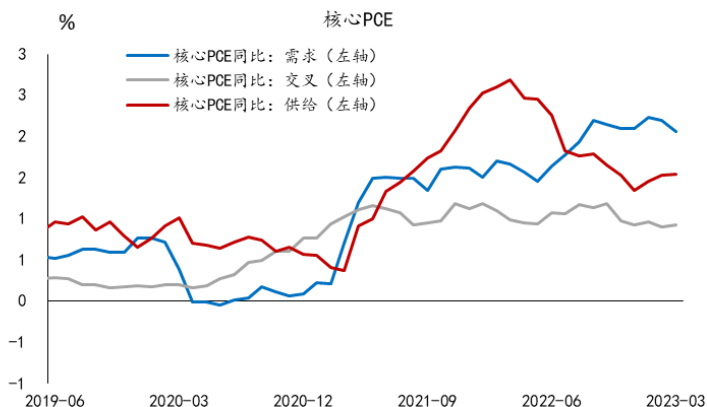
² 参考“周期的力量”系列四：《注定衰退：去通胀下半场，美联储两难全》。



图表24: 美国整体 PCE 通胀的结构 (同比贡献)



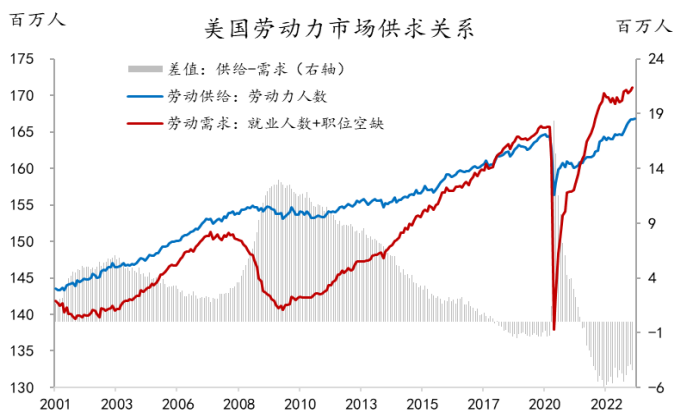
图表25: 美国核心 PCE 通胀的结构 (同比贡献)



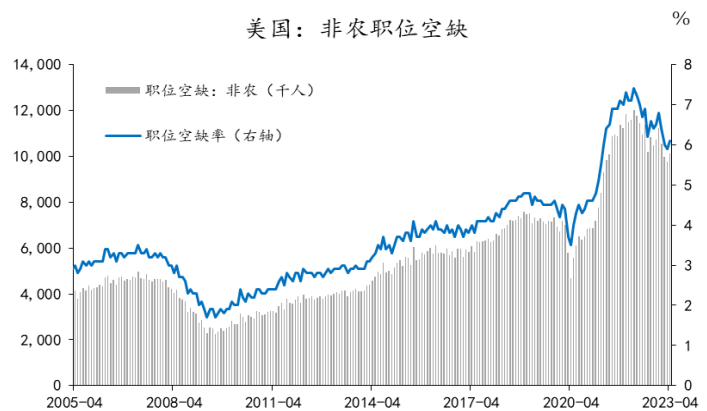
来源: SF Fed、WIND、国金证券研究所

劳动力市场虽然在均衡化的过程中,但依旧“非常紧张”。失业率位于历史低位,岗位空缺率或离职率依然高企,工资增速依然显著高于美联储理想的 3%左右的水平。在劳动短缺的经济中,供给是短板,在劳动参与率持续回升的过程中,是“供给创造需求”。但是,供给修复是有边界的。美国劳动参与率离在 2022 年下半年至 2023 年 1 几度连续回升后,已经连续 3 个月停留在 62.4%——离疫情前(2020 年 2 月)0.7 个百分点的缺口。短期内,该缺口或难以完全收敛。因为,这主要是由 55 岁以上的提前退休人员造成的,他们属于“永久失业”。55 岁以上人群的劳动参与率自 2022 年初以来便持续下行,25-54 岁壮年人群的劳动参与率已经超过疫情前,16-25 岁人群也开始下行。

图表26: 美国劳动力缺口仍超过 400 万人



图表27: 美国职位空缺率仍然高企



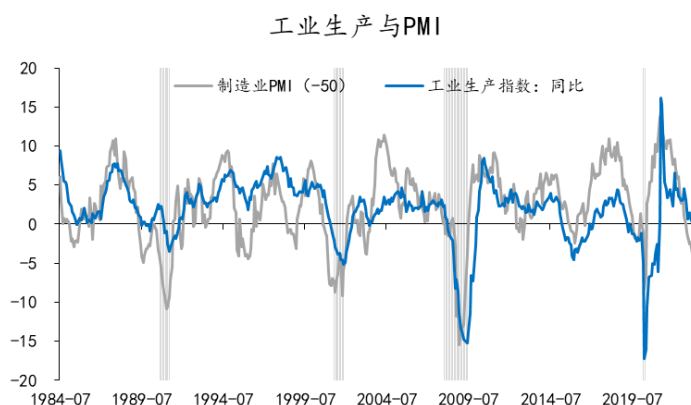
来源: SF Fed、WIND、国金证券研究所

在全球价值链持续修复和劳动参与率持续回升时,经济的表现是“供给创造需求”。当供给修复遇见瓶颈后,经济的均衡化或难以兼顾去通胀和软着陆,或难以逃逸用衰退的方式来出清“过剩的需求”,即表现为需求消灭供给——在衰退区间内,由于总需求下行,产能利用率也将趋于下行。



图表28: 美国工业产能利用率

图表29: 美国工业生产指数



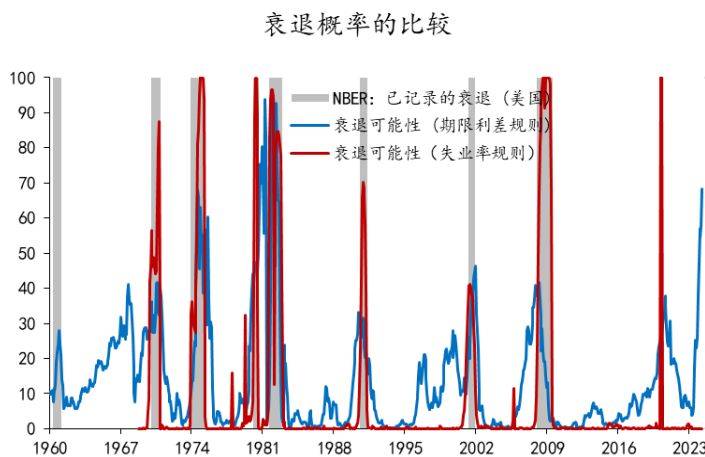
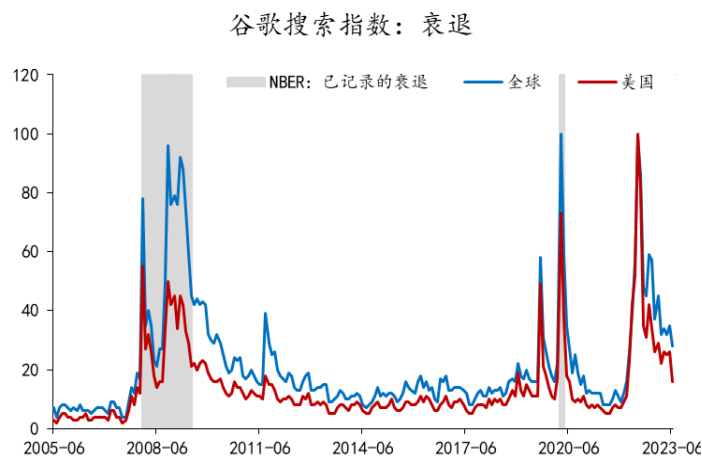
来源: WIND、国金证券研究所

截止到 2023 年中, 关于美国经济“hard landing”的预期始终没有兑现, 然而, 在房地产持续回暖、耐用品订单回升和劳动力市场持续紧张的背景下, “soft landing”或“no landing”已成为新叙事。回顾 2022 年中, 由于上半年出现了“技术性衰退”, 关于美国经济是否会陷入实质性衰退的关注度快速上行——与 2020 年初疫情冲击初期相当。但从 2022 年 3 季度至 2023 年 1 季度, 美国经济增速始终保持在潜在增速以上 (1.8%)。亚特兰大联储 GDPNow 对美国 2 季度 GDP 环比 (折年) 增速的预测为 2.1% (7 月 6 日更新)。

但是, 从谘商会 (Conference Board) 领先指标与同步指标的持续背离, 以及小企业信心调查 (NFIB)、高级信贷官信贷调查等“软指标”和产出、失业等硬指标之间的持续背离可以看出, 美国经济尚未摆脱衰退风险³。期限利差隐含的未来一年内衰退的概率已经升至 70%。从国内总收入 (GDI) 的角度看, 美国在 2022 年 4 季度至 2023 年 1 季度已再次出现“技术性衰退”。

图表30: 谷歌搜索指数——衰退 (recession)

图表31: 衰退可能性

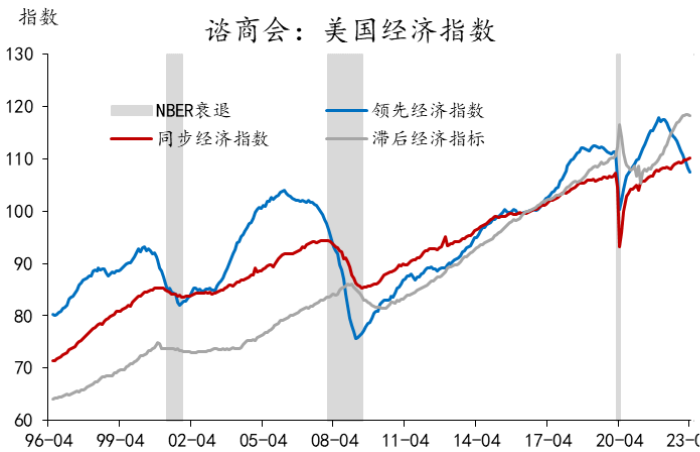


来源: Google、WIND、国金证券研究所

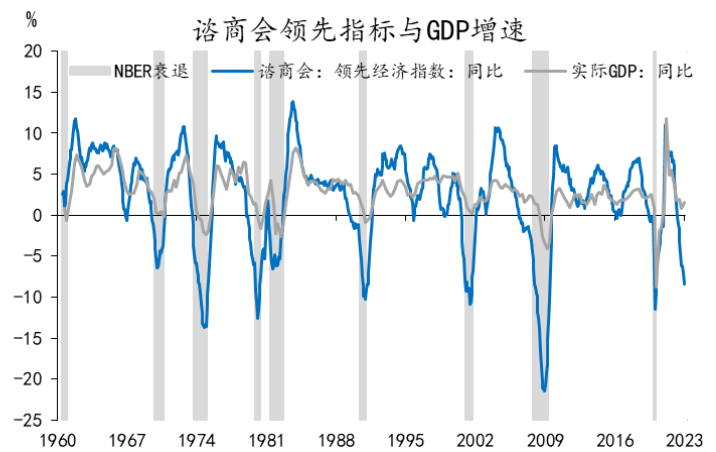
³ 参考深度报告:《注定衰退: 去通胀下半场, 美联储两难全》。



图表32: 谘商会领先指数与同步指数的背离



图表33: 领先指数显示, 美国 GDP 增速仍有下行压力



来源: Google、WIND、国金证券研究所

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政: 美联储官员发言偏鹰派

美联储 6 月份会议纪要要显示出明显的“鹰派”倾向。尽管在当月会议上, 各位官员一致决定暂停加息并保持利率不变, 以便有更多时间评估经济进展, 但几乎所有官员都支持在 2023 年采取更多加息行动来对抗持续的通胀。

图表34: 美联储官员发言

	日期	官员	具体内容
偏鸽派	2023/5/19	美联储主席鲍威尔	银行业压力可能意味着无需继续加息至此前预期的高位来抑制通胀。
	2023/5/19	纽约联储主席威廉姆斯	不认为加息过于激进, 后续将基于经济数据调整政策。讨论重新启动中性利率 (r-star rate) 模型。
	2023/5/22	美国旧金山联储主席戴利	银行业压力已缓解, 目前所有银行正处于稳健状态。更紧缩的信贷条件可能相当于一到两次加息。
	2023/5/23	联储银行行长卡什卡利	对6月份放弃加息持开放态度, 可能支持6月份暂停加息。美国的债务前景肯定是不持续的。可能不会像之前那样激进、迅速地加息。可能会暂停加息以更好地研究快速加息的潜在滞后效应。
	2023/5/24	美联储主席鲍威尔	还没有就利率是否“足够限制性”做出任何决定。整体经济正在好转, 但通胀率仍然在4-5%的区间内, 因此仍心存担忧。
	2023/5/25	波士顿联储主席柯林斯	美国通胀太高, 表现出放缓迹象。美联储可能处于或接近暂停加息的节点。
	2023/7/6	美联储威廉姆斯	完全支持美联储在6月FOMC会议上维持利率不变的决定。目前减缓加息速度是合理的。
偏鹰派	2023/5/23	圣路易斯联储主席布拉德	倾向于再次加息。提高债务上限是非常有必要的。今年或许还需要再加息50BP/两次。
	2023/5/25	亚特兰大联储主席博斯蒂克	就业市场相当强劲, 随着美联储加息和随之而来的信贷条件收紧, 消费者的需求正在降温。
	2023/5/25	美联储理事沃勒	当前的美联储利率政策没有受到债务上限不确定的影响。对核心通胀迟迟没有显著回落的状况感到担忧。就业市场非常紧张, 通胀率仍然高企。支持在6月或者7月加息。
	2023/5/25	亚特兰大联储主席博斯蒂克	美联储不想被困于特定的利率调整中。最好的情况是美联储直到2024年才会考虑降息。
	2023/5/26	克利夫兰联储主席梅斯特	认为应该收紧信贷标准, 并维持一段时间。债务上限僵局会对美国经济造成严重影响。国会山有必要提高债务上限。
	2023/6/22	美联储理事鲍曼	通胀水平之高仍令人难以接受, 需要进一步加息以遏制通胀。
	2023/6/23	里士满联储总裁巴尔金	尽管通胀率从峰值有所下降, 但美国的通胀率仍然过高。
	2023/6/29	美联储主席鲍威尔	美国银行体系的压力已经缓解, 存款流动已经趋稳。大多数FOMC成员预计年底前将进行两次或更多次加息。
	2023/6/30	亚特兰大联储主席博斯蒂克	不认为2023年或2024年会降息。即使美联储维持当前的政策不变, 通胀也应该会降温。
	2023/7/6	达拉斯联储主席洛根	可能有必要进一步加息
2023/7/7	芝加哥联储主席古尔斯基	不要对任何一个月的就业数据过于乐观或悲观。今年我们可以再加息1-2次。	

来源: 美联储官网、国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国 6 月制造业 PMI 与服务业 PMI 分化, 劳动力市场放缓但依然强劲

6 月, 美国 ISM 制造业 PMI 录得 46%, 低于市场预期值 47%, 前值 46.9%, 回落 0.9 个点, 连续第八个月萎缩。Markit 制造业 PMI 同样回落, 6 月 Markit 制造业 PMI 终值 46.3%, 前值 48.4%, 回落 2.1 个点。6 月, ISM 制造业 PMI 的五个子项均低于荣枯线, 新订单和供应商交付上升, 生产、就业和自有库存回落, 制造业总体走弱的特征依然较明显。



图表35: 美国制造业 PMI 分项, 需求处于收缩区间, 供给侧明显回落

PMI项目	月度变化	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06
ISM:制造业PMI	↓ -0.9	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.0	51.0	52.9	52.7	53.1
新订单	↑ 3.0	45.6	42.6	45.7	44.3	47.0	42.5	45.1	46.8	48.2	47.3	50.4	48.6	50.0
新出口订单	↓ -2.7	47.3	50.0	49.8	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4	52.6	50.7
库存订单	↑ 1.2	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3	50.9	53.0	51.3	53.2
生产	↓ -4.4	46.7	51.1	48.9	47.8	47.3	48.0	48.6	50.9	51.9	51.0	51.1	53.3	54.4
就业	↓ -3.3	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.9	49.9	49.3	54.2	49.8	48.1
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	55.1	55.2	57.3
自有库存	↓ -1.8	44.0	45.8	46.3	47.5	50.1	50.2	52.3	51.1	53.0	55.1	53.8	56.6	55.7
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	38.9	39.5	35.2
物价	↓ -2.4	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6	51.7	52.5	60.0	78.5
进口	↑ 2.0	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5	54.4	50.7

来源: WIND、国金证券研究所

美国6月Markit服务业PMI终值54.4,预期54.1,前值54.1。美国6月ISM非制造业PMI 53.9,预期51,前值50.3。美国6月服务业增长加快,ISM服务业PMI多项指数相比上个月有所上升,包括商业活动、新订单、订单库存、新出口订单、进口、就业,但物价指数降至逾三年低点,表明服务业通胀或将继续降温。

图表36: 美国6月ISM非制造业PMI

PMI项目	月度变化	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06
美国:ISM非制造业PMI	↑ 3.6	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	55.5	54.5	55.9	56.1	56.7	56.0
商业活动	↑ 7.7	59.2	51.5	52.0	55.4	56.3	60.4	53.5	61.6	55.6	59.1	59.3	59.0	57.2
新订单	↑ 2.6	55.5	52.9	56.1	52.2	62.6	60.4	45.2	55.8	56.8	60.6	60.4	59.1	56.2
订单库存	↑ 3.0	43.9	40.9	49.7	48.5	52.8	52.9	51.5	51.8	52.2	52.5	53.9	58.3	60.5
供应商交付	↓ -0.1	47.6	47.7	48.6	45.8	47.6	50.0	48.5	53.8	56.2	53.9	54.5	57.8	61.9
新出口订单	↑ 2.5	61.5	59.0	60.9	43.7	61.7	59.0	47.7	38.4	47.7	65.1	61.9	59.5	57.5
进口	↑ 4.6	54.6	50.0	51.3	43.6	52.6	53.0	52.7	59.5	50.4	51.3	48.2	48.0	46.3
库存变化	↓ -2.4	55.9	58.3	47.2	52.8	50.6	49.2	45.1	47.9	47.2	44.1	46.2	45.0	47.5
库存景气	↓ -7.0	54.0	61.0	48.9	57.9	55.3	55.8	55.9	44.2	46.4	47.2	47.1	50.1	46.2
物价	↓ -2.1	54.1	56.2	59.6	59.5	65.6	67.8	68.1	70.1	70.9	68.7	72.3	73.2	79.1
就业	↑ 3.9	53.1	49.2	50.8	51.3	54.0	50.0	49.4	50.6	49.2	53.0	50.2	49.5	48.7

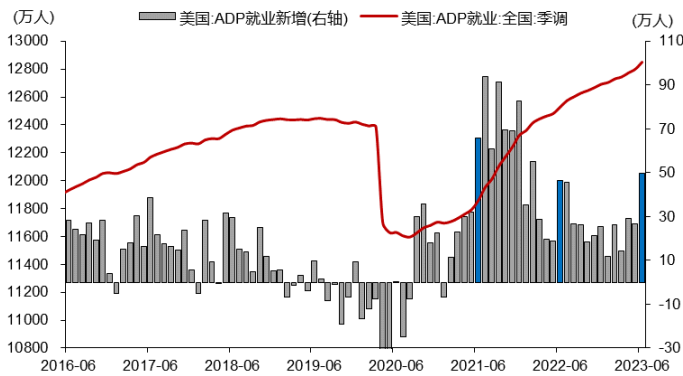
来源: Bloomberg、国金证券研究所

劳动力市场依然强劲。美国6月ADP就业人数新增49.7万人,大幅远超预期22.8万人和前值27.8万人(小幅下修至26.7万人),为2022年3月以来最大增幅。分行业来看,休闲酒店业新增就业人数最多(23.2万人),其次是建筑业(9.7万人),制造业新增就业人数最少(-4.2万人)。此外,近3年,6月是一个主要的劳动力高峰。

美国6月挑战者企业裁员人数录得4.07万人,前值8.0万人,为2022年10月以来新低。美国至7月1日当周初请失业金人数24.8万人,略高于预期24.5万人和前值23.9万人。美国至6月24日当周续请失业金人数172万人,略低于预期174.5万人和前值174.2万人。

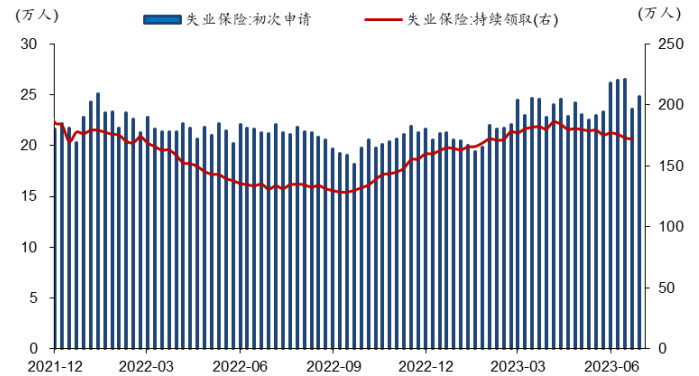


图表37: 美国 6 月 ADP 就业大幅新增 49.7 万人



来源: WIND, 国金证券研究所

图表38: 美国至 7 月 1 日当周初请失业 24.8 万人



来源: WIND, 国金证券研究所

劳动力市场有所降温但仍然强劲。美国 6 月非农新增就业人数 20.9 万, 略低于预期 22.5 万人, 前值 33.9 万人, 为 2020 年 12 月以来最小增幅。分行业来看, 教育及健康服务、政府、建筑业、专业及商业服务、休闲和酒店业的新增就业最多。

工资略有上升, 失业率下降, 劳动参与率保持稳定。美国 6 月非农平均时薪同比 4.4%, 超过预期 4.2%和前值 4.3%; 时薪环比 0.4%, 超过预期 0.3%和前值 0.3%。美国 6 月失业率 3.6%, 预期 3.6%, 前值 3.7%; 劳动参与率 62.6%, 预期 62.6%, 前值 62.6%。失业率变化不大, 失业人数为 595.7 万人, 职位空缺一直呈下降趋势, 美国 5 月 JOLTs 职位空缺 982.4 万人, 低于预期 993.5 万人和前值 1010.3 万人。

图表39: 美国 6 月新增非农就业人数略低于预期

行业	新增非农就业人数(千人)				
	23-06	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农	209.0	225.0	-97.0	-8.0	-30.0
私人部门	149.0	200.0	-110.0	-8.0	-83.0
商品生产	29.0		6.0	48.0	-7.0
自然资源 and 采矿业	-1.0		-4.0	-3.0	-5.0
建筑业	23.0		0.0	32.0	-3.0
制造业	7.0	0.0	10.0	19.0	1.0
耐用消费品	15.0		11.0	20.0	-8.0
非耐用消费品	-8.0		-1.0	-1.0	9.0
服务业	120.0		-116.0	-56.0	-76.0
批发贸易	-3.6		-7.8	-7.1	-13.2
零售贸易	-11.2		-34.2	7.7	-37.9
交通运输和仓储	-6.9		-23.8	-23.1	-7.2
公用事业	-0.3		-1.2	-2.0	0.4
信息	0.0		0.0	-3.0	9.0
金融活动	10.0		-2.0	15.0	6.0
专业及商业服务	21.0		-40.0	-24.0	-2.0
教育及健康服务	73.0		-7.0	3.0	2.0
休闲和酒店业	21.0		-5.0	-25.0	-37.0
其他服务	17.0		5.0	3.0	4.0
政府	60.0		13.0	0.0	53.0

来源: BLS、WIND、国金证券研究所



图表40: 美国6月薪资增速仍然过于强劲

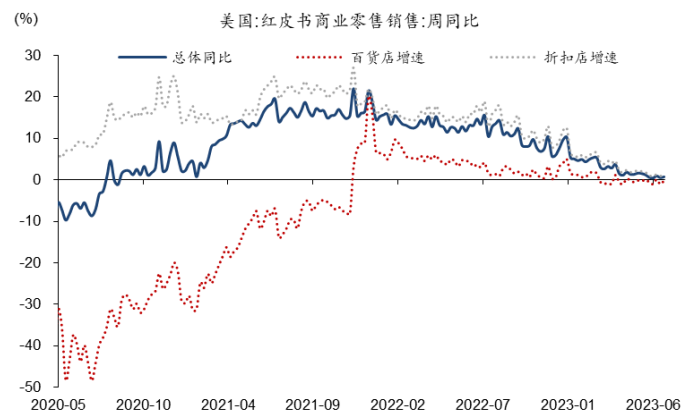
行业	平均时薪(同比, %)				平均时薪(环比, %)				
	23-06	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	23-06	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农									
私人部门	4.4	-0.02	0.05	-0.42	0.4	0.3 ↑	0.0	0.1	0.0
商品生产	4.9	0.30	0.29	0.43	0.5		0.1	0.0	0.2
自然资源 and 采矿业	6.0	-1.5	1.21	2.63	-0.1		-1.1	-0.6	-0.6
建筑业	4.7	-0.22	-0.59	-1.30	0.2		-0.2	-0.5	-0.3
制造业	4.9	0.68	0.81	1.13	0.7		0.4	0.1	0.5
耐用消费品	4.3	0.46	0.49	0.86	0.4		-0.1	-0.2	0.5
非耐用消费品	5.6	1.02	1.25	1.53	1.2		1.2	0.6	0.6
服务业	4.2	-0.11	-0.05	-0.65	0.3		-0.1	0.1	-0.1
批发贸易	5.2	-0.24	0.48	1.13	0.5		0.4	0.4	0.0
零售贸易	4.1	-0.19	0.17	-0.31	0.2		0.3	0.2	0.2
交通运输和仓储	4.9	1.33	0.72	1.30	0.3		-0.1	-0.1	0.1
公用事业	4.3	0.04	-0.33	-0.67	0.5		0.7	-0.2	-0.1
信息	3.2	-1.46	-2.50	-2.75	-0.7		-1.5	-1.0	-1.3
金融活动	4.4	0.02	0.42	0.29	0.8		0.0	0.4	0.1
专业及商业服务	4.5	0.18	0.09	-0.41	0.3		0.0	-0.2	0.0
教育及健康服务	3.3	-0.34	-0.55	-1.43	0.3		0.0	0.2	-0.1
休闲和酒店业	5.6	-0.13	-0.19	-0.94	0.4		0.0	-0.3	-0.4
其他服务	3.8	-0.85	0.42	0.32	0.2		-0.5	1.0	0.3

来源: BLS、WIND、国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国红皮书零售增速回落

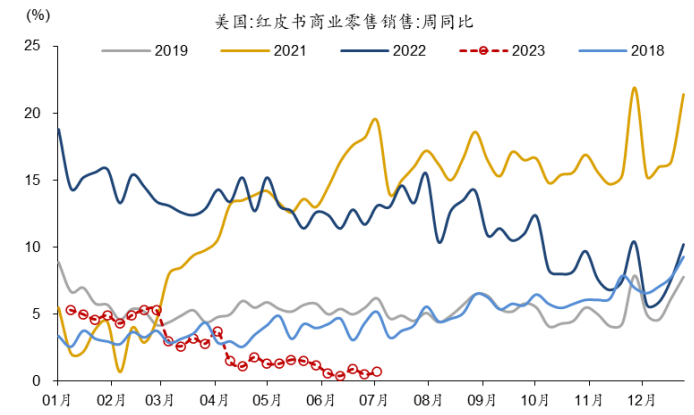
美国红皮书零售增速回落。7月1日当周, 美国红皮书零售增速0.7%, 前值0.5%。其中百货店增速-0.2%, 前值-1.1%, 折扣店增速1.0%, 前值0.9%。欧洲航班出行情况持续回升, 纽约拥堵指数回落。

图表41: 美国红皮书零售增速0.7%, 前值0.5%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

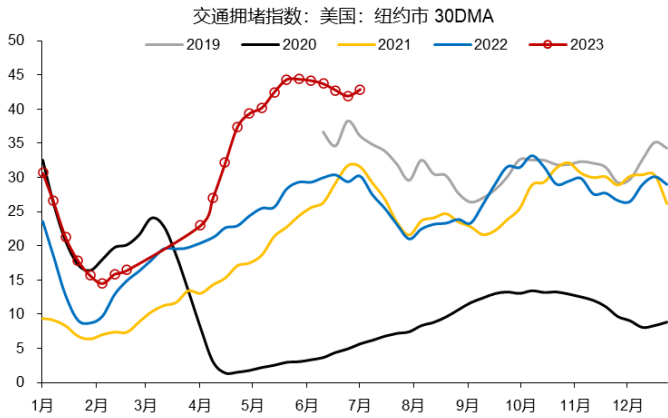
图表42: 美国红皮书零售增速弱于季节性



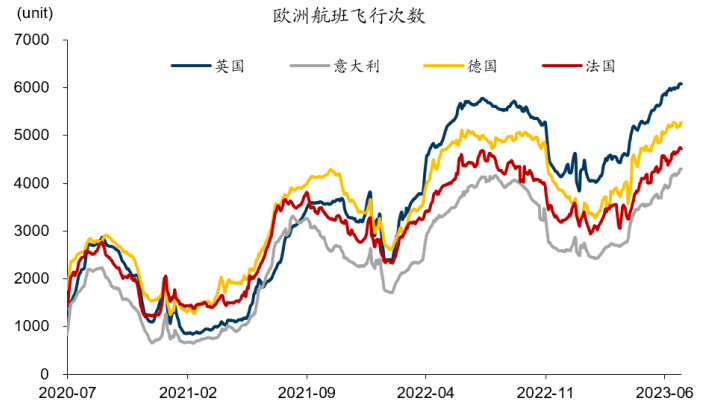
来源: Bloomberg, 国金证券研究所



图表43: 美国纽约交通拥堵情况回落



图表44: 欧洲航班飞行次数回升



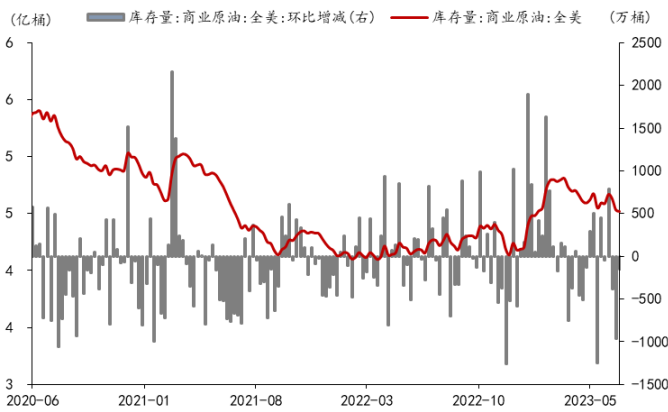
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

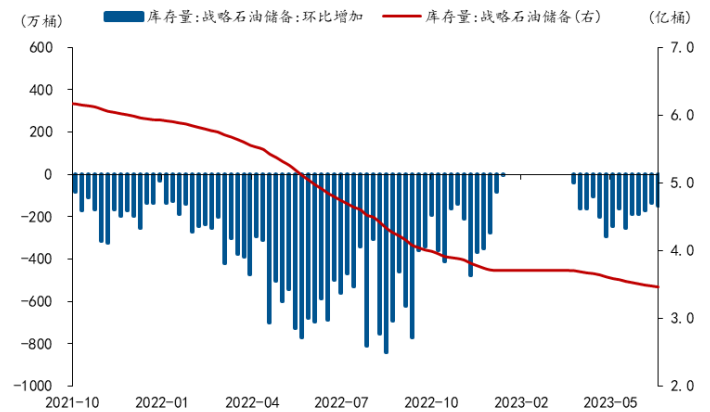
(四) 库存: 美国原油库存回落

上周美国原油库存减少 150 万桶, 前值减少 960 万桶。原油库存量升至 4.5 亿桶, 低于 2019 年同期水平; 战略原油储备减少 145 万桶, 存量降至 3.5 亿桶。原油产量增至 1240 万桶, 美国天然气库存处于同期较高位置。

图表45: 上周美国原油库存减少 150 万桶



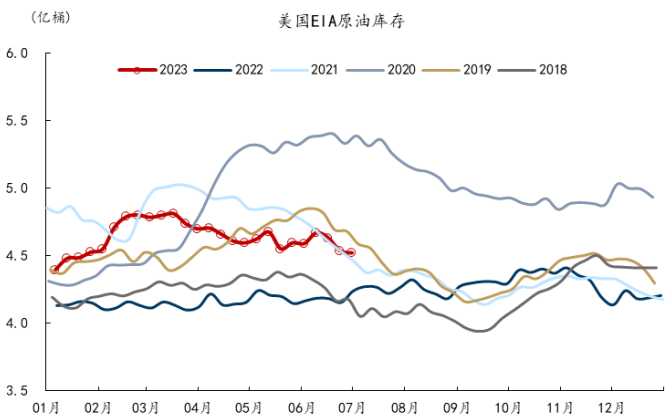
图表46: 上周美国战略原油储备减少 145 万桶



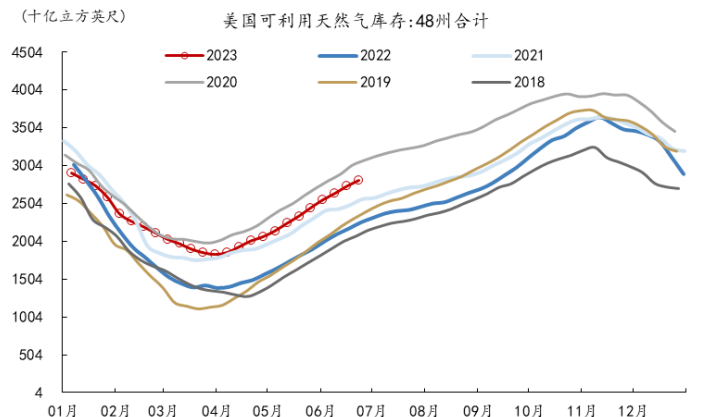
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表47: 美国原油库存回升



图表48: 美国天然气库存处于季节性高位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所



风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜：2023 年 1 月，美德继续向乌克兰提供军事装备，俄罗斯称，视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹：近半年来，海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期：与 2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%，在全球性劳动短缺的情况下，美欧 2023 年仍面临超额工资通胀压力。



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。

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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究