

美国非农数据偏冷，关注后期通胀走势

观点

展望后市，国内方面，“弱现实+政策预期”主导行情走势，6月中下旬以来，降息靴子落地，国常会出台一系列支持政策，本周经济学家座谈会上表示“抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施”，预计后续稳增长政策有望持续推出。海外方面，6月非农就业数据偏冷尚不足以改变美联储7月加息的倾向，加息的尾部风险尚存。不过，若通胀数据能够如预期继续回落，那么经济强韧性+通胀回落的组合将提升美国经济软着陆的概率。综合来看，下半年的主要线索是若能出现中国经济企稳回升、美国经济软着陆，那么大宗商品有望延续反弹的走势。风险点在于，国内政策力度及效果不及预期，海外央行过度加息。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品震荡走高，主因是国内外宏观因素偏积极，一方面，欧美未来经济软着陆的概率有所上升；另一方面，国内重磅会议临近，稳增长预期仍存。

(2) 经济恢复基础仍不牢靠，稳增长政策有望持续推出。6月财新制造业PMI小幅下降、服务业PMI热度有所回落，结合此前统计局公布的6月PMI数据（制造业PMI小幅回升，服务业PMI小幅回落），表明目前国内经济恢复的基础仍不稳固，经济增长的内生动力尚不足。6月中下旬以来，降息靴子落地，国常会出台一系列支持政策，央行也追加了支农支小再贷款、再贴现额度，后续稳增长政策有望持续推出，制造业景气度或逐步改善。

(3) 美国非农数据走弱，ISM制造业PMI创三年多新低。1) 美国6月新增非农就业下降至20.9万人，失业率回落至3.6%。现阶段美国劳动力市场依旧偏紧，主要表现在需求端保持相对强劲的同时，就业供给端依旧不足。不过，货币紧缩对劳动力市场影响已经显现，从今年上半年的综合情况来看，新增非农就业等多指标均指向劳动力市场供需失衡状况已大幅缓解。展望下半年，考虑到加息的滞后效应以及银行业危机导致的信贷紧缩，劳动力需求将逐步受到抑制，而居民超额储蓄的消耗可能倒逼劳动力供给增加，预计美国就业市场将在下半年逐步降温。2) ISM制造业PMI创三年新低表明美国制造业增长偏弱，居民持续转向服务领域消费。同日公布的数据显示，美国6月Markit制造业PMI终值为46.3%，创2022年12月份以来的终值新低。整体上来看，美国经济继续表现出制造业弱、服务业强的特征，不过，随着生活成本的上升和利率的走高，服务业支出能够维持多久是个疑问。

宏观·周度报告

2023年7月9日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

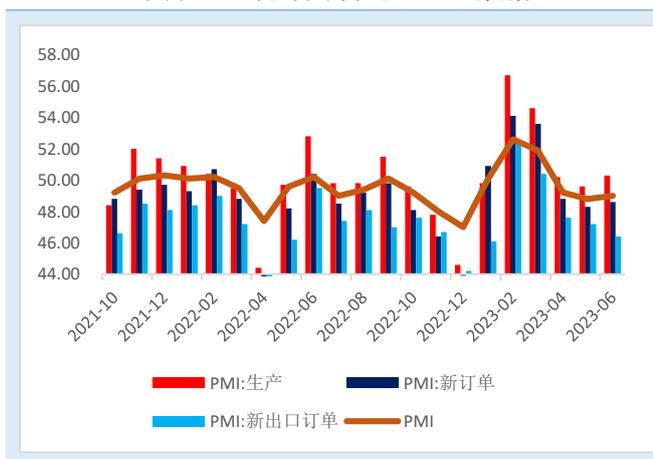
一、宏观和政策跟踪

1.1 财新制造业 PMI 小幅下降，服务业热度有所回落

7月3日，6月财新中国制造业采购经理指数(PMI)公布的数据显示，制造业 PMI 指数录得 50.5%，较5月小幅下降 0.4 个百分点，连续两个月位于扩张区间。而统计局公布的 6 月制造业 PMI 则是小幅回升 0.2 个百分点至 49.0%，连续三个月低于荣枯线。从分项数据看，供需方面，6 月制造业生产指数明显下行，但仍维持在荣枯线以上，制造业新订单指数也在扩张区间略有回落；新出口订单指数仅略高于临界点，显示海外新业务量变化不大；就业方面，6 月制造业就业指数在收缩区间略有反弹，仍明显低于荣枯线；价格方面，6 月制造业原材料购进价格指数在收缩区间小幅下降。另外。7 月 5 日公布的数据显示，财新服务业 PMI 录得 53.9%，较前月回落 3.2 个百分点，仅高于 2023 年 1 月，服务业在疫情限制解除后的热度有所回落。

6 月财新制造业 PMI 小幅下降、服务业 PMI 热度有所回落，结合此前统计局公布的 6 月 PMI 数据（制造业 PMI 微幅回升，服务业 PMI 小幅回落），表明目前国内经济恢复的基础仍不稳固，经济增长的内生动力尚不足。6 月中下旬，降息靴子落地，国常会出台一系列支持政策，央行也追加了支农支小再贷款、再贴现额度，后续稳增长政策有望持续推出，制造业景气度或逐步改善。

图表 1：统计局制造业 PMI 数据



数据来源：Wind

图表 2：财新 PMI 数据



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 经济形势专家座谈会：抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施

据央视新闻，国务院总理李强主持召开经济形势专家座谈会，听取专家学者对当前经济形势和做好经济工作的意见建议。李强指出，我国正处在经济恢复和产业升级关键期，要围绕稳增长、稳就业、防风险等，抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施。要围绕高质量发展首要任务，在转方式、调结

构、增动能上下更大功夫。要建立健全政府与民营企业、外资企业等各类企业的常态化沟通交流机制，通过增强工作互动性来增强决策科学性。

（2）中央和地方助力民营经济

7月3日，国家发改委主任郑栅洁主持召开民营企业座谈会，表示国家发展改革委将持续发挥民营企业沟通交流机制作用，不断认真倾听民营企业家的真实想法，研究提出务实管用的政策举措，尽力帮助企业解决实际困难，为民营企业营造良好的发展环境。

7月5日，浙江出台《关于促进平台经济高质量发展的实施意见》，提出25条举措促进平台经济发展，涵盖了创新体系、生态体系、服务体系、规则体系、监管体系五大方面，并明确到2027年的目标。

四川省近日也印发了支持民营经济发展相关的“1+2”政策：《四川省民营经济发展环境提升行动方案》包含政策清理完善、融资难题破解、拖欠账款清理、资源要素保障、政务服务效能提升等5个专项行动，《关于促进民营企业发展壮大的若干措施》从支持加大研发投入、支持首台(套)产品推广应用、加大融资担保支持力度、提升惠企贷款服务质效、减轻企业社保缴费负担、参与工程项目建设、参与政府采购、开拓国际国内市场、降低用电用气用地成本等方面提出了10条措施，《关于进一步促进个体工商户发展的若干措施》从优化准入准营环境、保护合法权益、降低经营成本、鼓励引导自主创业、拓展发展空间、加强服务支撑、强化组织保障等方面提出了24条措施。

1.3 海外：美国非农数据走弱，ISM制造业PMI创三年多新低

（1）美国非农数据走弱

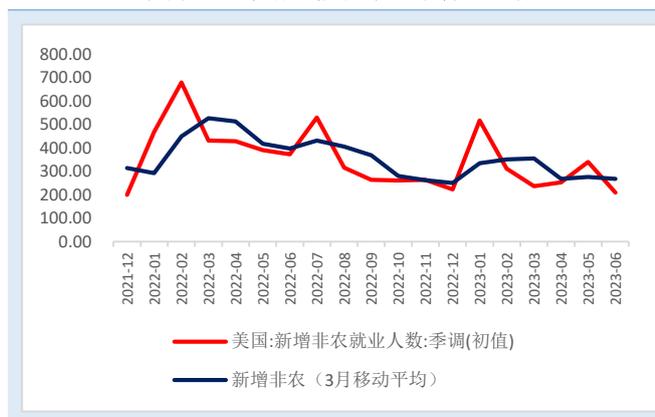
2023年7月7日，美国劳工部公布2023年6月美国非农数据，新增非农就业20.9万人，低于预期的22.5万人和前值30.6万人，失业率3.6%，持平于预期的3.6%，低于前值3.7%；平均时薪环比+0.4%，高于预期的+0.3%，持平于前值+0.4%。

1) **新增非农大幅回落**。6月新增非农就业20.9万人，较前值大幅回落，为2021年12月以来最低。分行业看：教育和保健服务新增就业7.3万，其中医疗和保健服务新增就业4.1万；政府新增就业6.0万，州政府和地方政府新增就业分别为2.7万、3.2万；建筑业新增就业2.3万，高于过去6个月均值1.5万；休闲酒店业新增就业2.1万，低于过去6个月均值4.3万，总就业人数较疫情前仍低36.9万。此外，零售业、运输仓储业、批发业、采矿业、公用事业就业人数小幅减少。

2) **失业率小幅回落，劳动力供需矛盾仍在**。劳动参与率与5月持平，失业人口小幅减少，驱动失业率回落。现阶段的特点是，在就业市场的需求端保持相对强劲的同时，就业供给端依旧不足，主要体现在暂时性失业和辞职者增加、再进入者减少。6月时薪环比与5月持平，继续处于回落通道内，其中服务业时薪环比增速降低0.1个百分点，表明服务业工人的议价能力有所减弱。此外，7月6日公布的职位空缺和

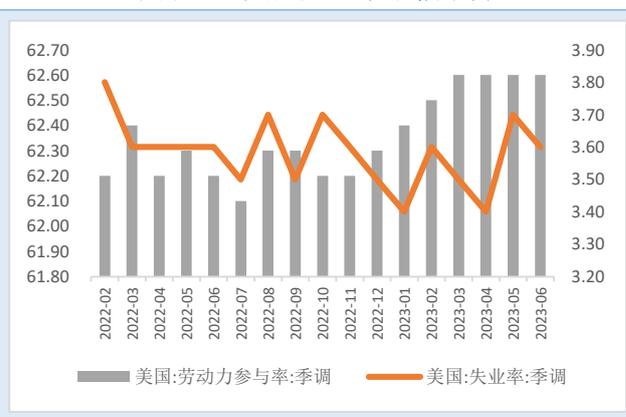
劳工流动率调查（JOLTS）结果显示，5月职位空缺数 982.4 万，较 4 月下降 49.6 万，职位空缺数与失业人数之比降至 1.6，低于近 6 个月均值 1.8；分行业看，除政府、专业和商业服务、建筑业外，其余行业职位空缺数均大幅下降。

图表 3：美国非农就业高位回落



数据来源：Wind

图表 4：美国失业率小幅下降



数据来源：Wind

3) 非农公布后，美股先涨后跌，美债利率小幅震荡，加息预期基本没变。其中，标普 500 指数先涨后跌；10 年期美债收益率小幅震荡，最终上行 3.3bp，收于 4.06%；美元指数一路下行，收盘下跌 0.87%至 102.3；黄金现货价格上涨 0.74%，收于 1925.0 美元/盎司。利率期货显示，目前市场预期 7 月美联储加息 25bp，之后可能停止加息；最早可能于 2024 年 5 月首次降息。

4) 美联储会议纪要显示，与会官员一致认为当前通胀仍远高于预期，劳动力市场仍然强劲，但已出现松动迹象。几乎所有与会官员都认为，年内进一步加息是适当的，有官员指出，应进一步放缓紧缩步伐以评估政策效果。

5) 现阶段美国劳动力市场依旧偏紧，主要体现在需求端保持相对强劲的同时，就业供给端依旧不足。不过，货币紧缩对劳动力市场影响已经显现，从今年上半年的综合情况来看（季调后新增非农就业月均 27.8 万，较去年同期低 16.7 万；1-5 月职位空缺率均值较去年同期低 1.1 个百分点，1-5 月离职率均值较去年同期低 0.4 个百分点；1-6 月平均时薪同比较去年同期低 1.8 个百分点），**新增非农就业等多指标均指向劳动力市场供需失衡状况已大幅缓解。展望下半年，考虑到加息的滞后效应以及银行业危机导致的信贷紧缩，劳动力需求将逐步受到抑制，而居民超额储蓄的消耗可能倒逼劳动力供给增加，预计美国就业市场将在下半年逐步降温。**

至于美联储加息的走向，目前美联储内部对年内再度加息已经达成普遍共识，偏冷的 6 月非农数据较难改变美联储对加息终点的判断，7 月有极大的概率加息。但与此同时，美国除就业外，其他指标均已明显回落，这意味着一旦就业出现明显恶化，届时美国经济可能达到衰退标准，而这将改变美联储的货币政策路径。

图表 5: CME FedWatch Tool 的加息预测

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	93.0%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	70.6%	24.2%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	56.2%	34.5%	5.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.9%	53.3%	30.6%	4.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	22.3%	47.2%	23.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	10.9%	32.3%	37.8%	15.5%	2.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.5%	29.1%	36.9%	18.9%	4.1%	0.3%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.7%	17.8%	32.4%	29.2%	12.6%	2.5%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	14.7%	29.0%	30.0%	16.5%	4.8%	0.7%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.5%	26.1%	29.8%	19.2%	7.2%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.3%	2.5%	10.6%	23.3%	29.0%	21.4%	9.7%	2.7%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.4%	6.6%	17.0%	26.2%	25.1%	15.4%	6.1%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%

数据来源: CME, 截至 7 月 9 日

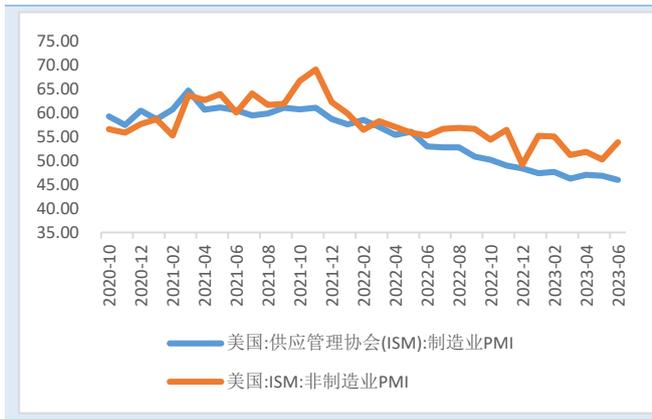
2) 美国 ISM 制造业 PMI 创三年新低

当地时间 7 月 3 日, ISM 公布的数据显示, 美国 6 月 ISM 制造业 PMI 指数为 46.0%, 不及预期的 47.1%, 也低于 5 月的 46.9%, 受生产、就业和投入价格回落的拖累, 美国 6 月 ISM 制造业指数连续八个月陷入萎缩, 并创下 2020 年 5 月以来新低。分项指数方面, 新订单指数 45.6%, 虽较 5 月的 42.6% 回升了 3 个点, 但连续第十个月收缩, 表明商品需求仍然疲软; 新出口订单指数跌破荣枯线, 较 5 月的 50.0% 下滑 2.7 个百分点至 47.3%; 生产指数 46.7%, 较 5 月的 51.1% 大跌 4.4 个点, 处于 2020 年 5 月以来的最低水平; 就业指数 48.1%, 较 5 月的 51.4% 回落 3.3 个点, 创三个月新低; 价格指数从 5 月的 44.2% 进一步回落至 41.8%, 创下年内最低, 近期大宗商品价格的下跌令生产商压力减小。

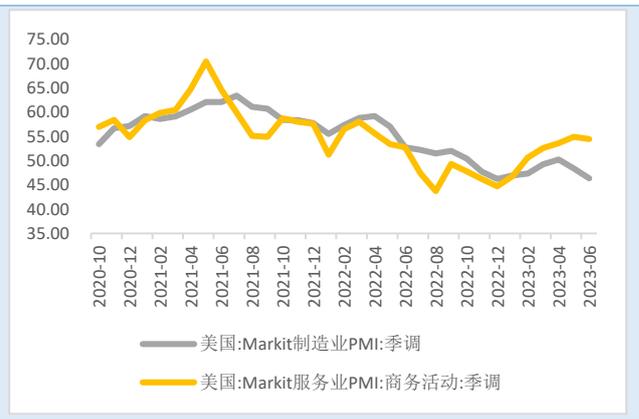
ISM 制造业 PMI 创三年新低表明美国制造业增长偏弱, 且进一步印证居民在商品上的支出有限, 持续转向服务领域消费。同日公布的数据显示, 美国 6 月 Markit 制造业 PMI 终值为 46.3%, 创 2022 年 12 月份以来的终值新低。整体上来看, 美国经济继续表现出制造业弱、服务业强的特征, 不过, 随着生活成本的上升和利率的走高, 服务业支出能够维持多久是个疑问。预计随着信贷环境收紧, 美国制造业景气度短期或难有较大改善。

图表 6: 美国 ISM 制造业 PMI 创三年新低

图表 7: 美国 Markit PMI 指数



数据来源: Wind



数据来源: Wind

二、高频数据跟踪

2.1 工业生产基本平稳

化工：生产负荷持稳，产品价格回落。需求方面，聚酯产业链产品价格有所回落，截至6月30日，涤纶POY价格、聚酯切片价格、PTA价格较上一期价格同步下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率基本持稳，其中，PTA开工率稳中有落至78.89%，聚酯工厂负荷率持稳于90.36%，江浙织机负荷率稳中有升至62.56%。

钢铁：生产稳中有升，淡季需求依旧偏弱。全国高炉开工率本周小幅回升至84.48%，钢厂盈利状况出现改善，开工率稳中有升。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需小幅增加，库存连续两周累积。在淡季环境里，实际需求整体上保持低位。

图表8：PTA产业链负荷



图表9：钢厂高炉开工率



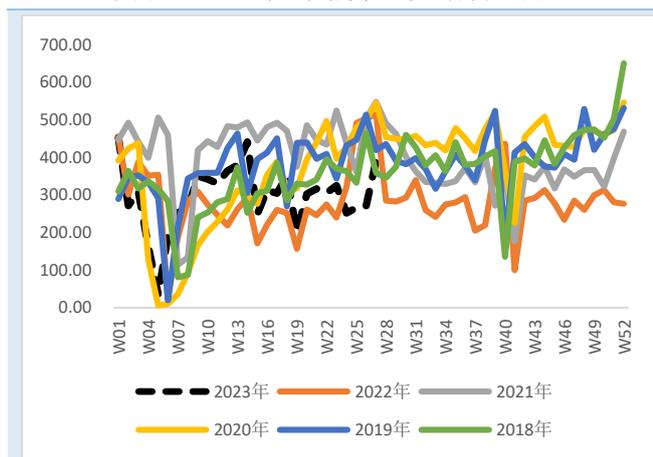
数据来源：Wind

2.2 房地产销售6月环比下降，乘用车零售同比下降

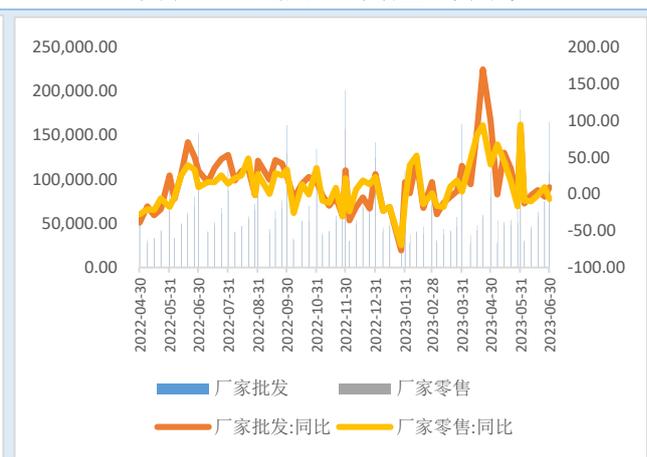
房地产销售6月环比下降。截至7月6日，30个大中城市商品房成交面积较上周下降53.0%，按均值计，6月环比下降1.81%，同比下降31.95%，其中，一、二、三线城市6月同比分别增长-18.52%、-38.71%、-24.34%；上周，100个大中城市成交土地占地面积环比增速为66.86%，一、二、三线城市环比增速分别为-85.08%、57.69%和81.59%，其中，一线城市土地溢价率最高，为11.92%，其次是二线城市为4.7%，最后是三线城市为4.06%。

乘用车零售同比下降。据乘联会初步统计，今年6月，乘用车市场零售189.6万辆，同比下降2%，环比增长9%；今年以来累计零售952.8万辆，同比增长3%；全国乘用车厂商批发223万辆，同比增长2%，环比增长11%；今年以来累计批发1106.2万辆，同比增长9%。全国促汽车消费活动加强活动经费、场地等保障，协调推动地方、企业等出台支持汽车消费的针对性政策举措，充分发挥地方财政资金作用，鼓励金融机构出台汽车信贷金融支持措施。加之经销商半年考核、厂商半年目标等都有利于6月的销量提升。

图表 10: 30 大中城市地产销售: 周



图表 11: 当周日均销量: 乘用车



数据来源: Wind

三、 物价跟踪

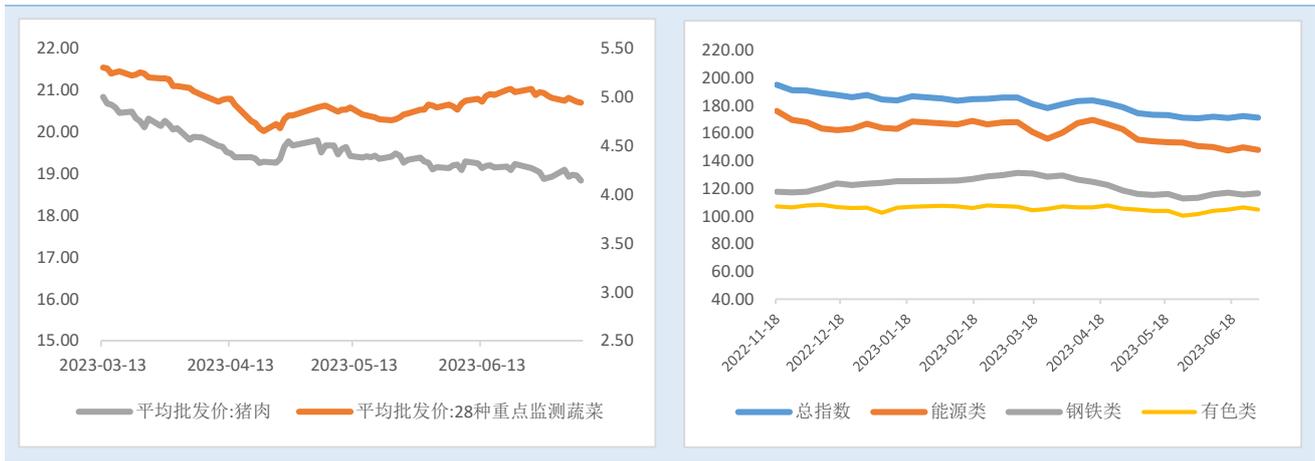
(1) 本周食品价格多数回落。本周（截至 7 月 7 日）蔬菜均价环比下跌 1.19%，猪肉均价环比下跌 0.04%。

(2) 内需不足拖累物价，CPI 同比处于低位。5 月 CPI 环比继续下降，同比略有回升，其中，食品价格环比降幅收窄，非食品价格环比由升转降。此外，扣除能源和食品价格的核心 CPI 同比也出现了回落。今年以来我国持续处于低通胀的状态，主因一是，疫情期间通过保市场主体来稳经济，产能未受明显冲击，疫情后商品和服务供给充分；二是，国内政策保持定力，经济延续弱复苏，居民资产负债表改善有限，消费意愿不足，4 月末居民储蓄存款同比增速达到 17.7%，继续停留在近十年以来的高点附近，表明居民储蓄倾向依然偏强，消费意愿较低。往后看，当前供给充分而需求不足的问题仍未得到有效的改善，预计 6 月物价仍将处于低位波动，CPI 同比或继续维持在 1% 以内。

(3) PPI 同比增速继续探底。在 5 月份 4.6% 的 PPI 同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为 -2.8 个百分点，新涨价影响约为 -1.8 个百分点。自去年 10 月以来，PPI 同比增速持续处于负值状态，工业通缩压力较大，主要原因一是，海外央行加息缩表，经济持续放缓，国际大宗商品价格下跌拖累国内工业品价格；二是，国内需求不足，库存处于高位，企业维持主动去库，工业品价格难有较好的表现。往后看，国内稳增长政策有望加码发力，内需逐步改善，下半年料将进入新一轮的库存周期，大宗商品和工业品价格或出现反弹，叠加去年同期的低基数，下半年 PPI 同比增速或触底回升。

图表 12: 食品价格多数回落

图表 13: 中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎