

宏观点评 20230711

6月非农难改美联储7月加息决心——海外宏观经济周报

2023年07月11日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《今年出口还有什么“顺风”可以依赖?》

2023-07-11

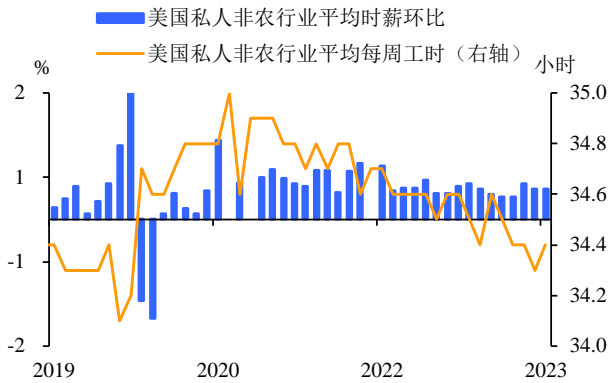
《货币政策刺激效果缘何“钝化”?》

2023-07-10

- **美国就业终于“弱”了。**新增非农人数就业也在连续超预期14个月 after, 开始显著低于预期: 6月新增非农就业20.9万人(预期22.5万人)。而且在剔除政府就业后, 6月份新增非农就业只增加了14.9万人, 是2020年12月以来的新低。
- **但薪资水平“热”度不减, 工资-通胀螺旋的风险上升。**6月整体工资增速仍有韧性, 环比上涨0.4%, 前值也从0.2%上调至0.4%。劳动力供需失衡的问题, 导致几乎全部行业(除信息及采矿业)的环比薪资都在上涨。倘若薪资增速进一步加快, 或回落速度不及通胀, 未来工资通胀螺旋的压力将开始上升。
- **ADP与非农就业分化反映出的主要问题是: 短周期就业在增强, 稳定就业在减弱。**两者的分叉其实在历史上其实并不少见, 而通过本次数据上的背离, 我们反而可以更清晰的看到美国就业边际转弱的情况。ADP统计周期相较于非农更频繁, 因经济原因而转向兼职或体力劳动的人在变多。这也直接对应在更为全面的U6失业率上。6月因经济原因而选择兼职的失业率上升至6.9%, 是2022年8月以来的最高值。
- **6月非农不足以让美联储停下脚步。**虽然新增非农回落, 但是薪资水平展现出就业仍旧较强, 尚不满足让美联储放弃加息的标准。不仅如此, 当前美国劳动力市场的各项指标均高于美联储的目标。在工资-通胀螺旋风险上升、房地产市场回暖减弱此前拖累以及美国消费有韧性的背景下, 美联储控通胀在未来或更加紧迫, 7月加息板上钉钉, 不排除下半年两次加息的可能性。
- 除此之外, 美国及欧洲的PMI也在本周重点出炉:
- **美国经济超预期的背后是分化的制造业与服务业。**美国当前制造业陷入持续萎靡, 服务业的情况好于制造业。主要的原因是制造业在疫后初期相较于服务业修复的更快, 而且今年美国终端需求逐步由商品转向服务。但我们认为分化的趋势能否持续存在不确定性: 一是当前服务业积压的订单在不断清空; 二是服务业的需求当前基本修复至了疫情前的趋势, 未来继续支撑的空间存疑。
- **欧洲方面, 情况不如美国坚挺。**欧元区6月PMI指数全面下滑, 不仅综合PMI自去年12月以来首次跌破荣枯线, 一直提振欧洲经济的服务业热潮也在逐步“褪去”, 服务业PMI从5月的55.1降至6月的52.0。欧洲工业活动持续下探, 德国订单持续缩水且没有反弹迹象。一季度欧元区经济陷入技术性衰退之后, PMI各项数据也在证实经济普遍放缓。
- 重点数据速览后, 我们不妨围绕着高频数据一览海外经济全貌。根据跟踪的高频数据, 我们将它们主要分为四大部分: 经济活动、需求、就业以及金融。
- **经济活动: 美国经济活动依旧强劲, 但上升斜率放缓。**具体来看, 7月2日当周美国纽约联储WEI指数为1.32, 连续三周上升, 显示美国经济仍具韧性, 但上升斜率开始有所放缓。欧洲国家经济活动依旧分化, 德国经济活动加速上升, 而瑞士依旧低迷。
- **需求: 消费回暖, 出行边际下行。**本周美国消费边际回暖, 红皮书商业零售指数企稳回升, Open Table入座订餐人数同比转正, 而出行虽然相较上周依旧下行, 但整体仍处于历史高位, 消费的改善和出行的火热或进一步加大核心通胀压力, 7月美联储加息概率较高。地产方面, 虽然抵押贷款利率继续上升, 但需求正逐步回暖, 今年以来申请抵押贷款的人数同比持续改善。但是后续如果继续加息将打压房地产市场的热情, 房地产市场企稳的持续性仍取决于美联储之后的政策走向。

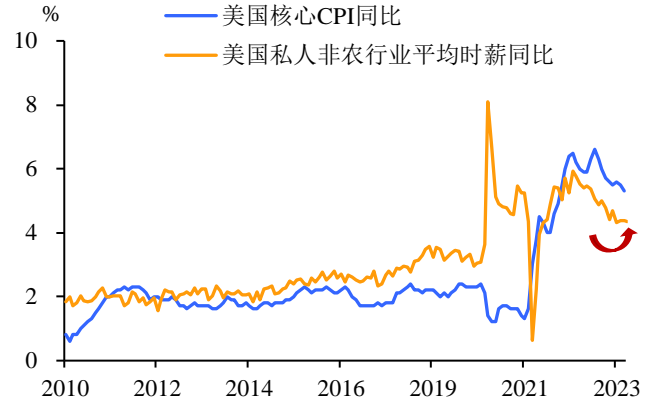
- **就业：劳动力市场热度不减。**美国当周初次申请失业金人数自上周意外回落至 23.6 万人后，截至 7 月 2 日又小幅回升至 24.8 万人，略高于预期值 24.5 万人。6 月份以来的该指标一直徘徊在 26 万人附近。作为劳动力市场的先行指标，下滑的申请失业金人数也预示着劳动力市场强劲的势头不减。虽本月新增非农就业人数有所下降，但不排除未来进一步回升的可能性。基于此，失业率大幅升高的可能性较低。
- **流动性：美元流动性未明显收紧。**美国总资产规模连续四周下降，美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）持续下降。监测美元流动性的核心指标无论是 Libor-OIS、FRA-OIS 还是企业债利差均在本周出现不同程度的回落。
- **风险提示：**欧美通胀韧性大超预期，美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期，欧美陷入衰退概率大幅增加，美国中小银行再现挤兑风波，各国金融风险大超预期。

图1: 美国时薪强韧性, 工作小时数在上升



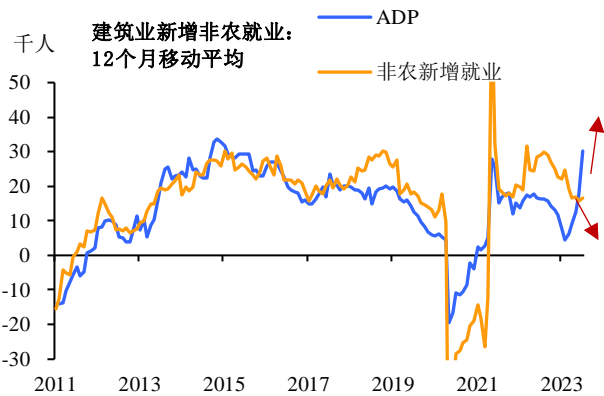
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 美国薪资水平有“工资-通胀”螺旋上升风险



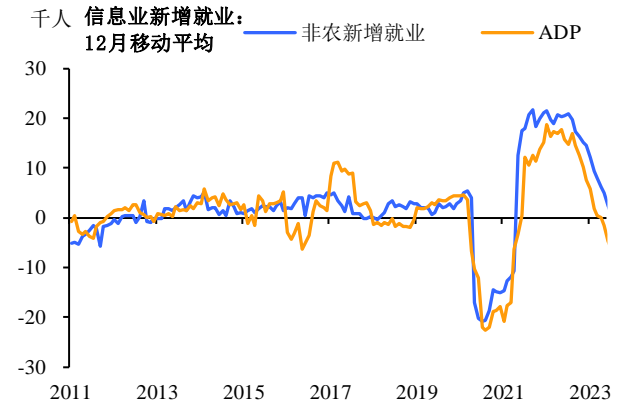
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: ADP 对受到经济因素变动快的行业反应更大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: ADP 与非农就业在稳定就业上反应较一致



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 服务业在不断清空积压订单

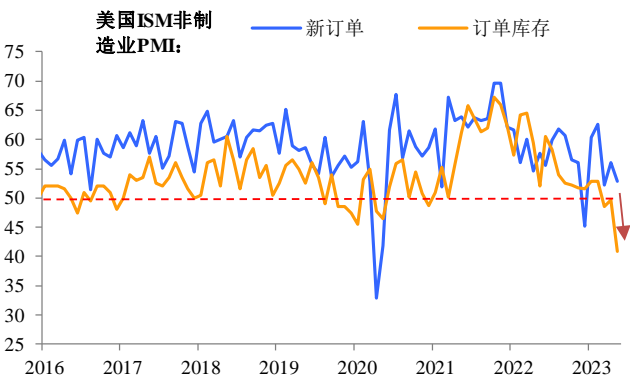
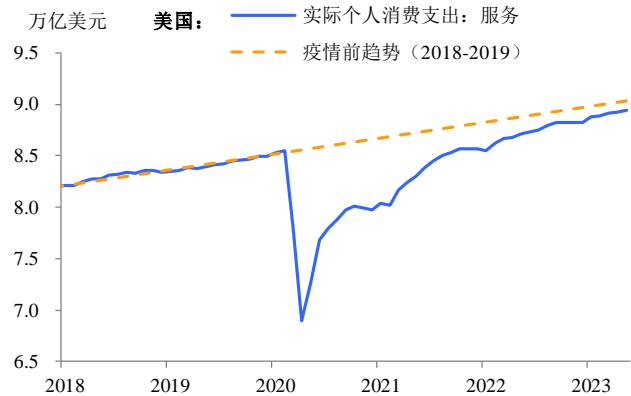


图6: 服务业需求缺口基本补足



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

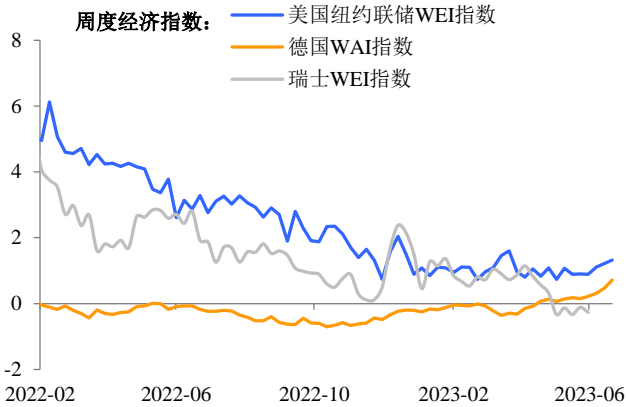
图7: 海外经济数据跟踪

【东吴宏观】美国当周核心数据回顾 (2023.7.3-2023.7.9)									
	单位	边际变化	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	重要性
工业									
制造业订单环比 (季调)	%	↑ 0.00		0.30	0.30	0.60	-1.10	-2.10	★★
制造业订单环比: 非运输 (季调)	%	↑ 0.10		-0.50	-0.60	-1.00	-0.70	0.80	★★
房地产									
建造支出年化环比 (季调)	%	↑ 0.47		0.87	0.40	0.63	0.39	2.38	★★
就业									
失业率 (季调)	%	↓ -0.10	3.60	3.70	3.40	3.50	3.60	3.40	★★★★
新增非农就业人数	万人	↓ -13.00	20.90	33.90	25.30	23.60	31.10	51.70	★★★★
ADP就业人数变动 (季调)	万人	↑ 23.00	49.70	26.70	29.10	14.20	26.10	11.90	★★★★
新增非农就业人数:私人部门	万人	↓ -13.40	14.90	28.30	23.00	18.90	26.50	44.30	★★
新增非农就业人数:制造业	万人	↑ 0.90	0.70	-0.20	1.10	-0.10	-0.40	1.90	★★
劳动力参与率 (季调)	%	↑ 0.00	62.60	62.60	62.60	62.60	62.50	62.40	★★
私人非农企业全部员工平均每周工时 (季调)	小时	↑ 0.10	34.40	34.30	34.40	34.40	34.50	34.60	★★
非农就业员工平均时薪环比 (季调)	%	↑ 0.00	0.40	0.40	0.40	0.30	0.30	0.30	★★
非农就业员工平均时薪同比 (季调)	%	↑ 0.00	4.40	4.40	4.40	4.30	4.70	4.40	★★
职位空缺数 (季调)	万人	↓ -49.60		982.40	1032.00	974.50	997.40	1056.30	★★
挑战者企业裁员人数同比	%	↓ -261.49	25.19	286.68	175.86	319.43	410.13	439.99	★
景气调查									
ISM制造业PMI		↓ -0.90	46.00	46.90	47.10	46.30	47.70	47.40	★★★★
ISM非制造业PMI		↑ 3.60	53.90	50.30	51.90	51.20	55.10	55.20	★★★★
密歇根大学消费者信心指数	1966年2季=100	↑ 5.20	64.40	59.20	63.50	62.00	67.00	64.90	★★★★
密歇根大学消费者预期指数	1966年2季=100	↑ 6.10	61.50	55.40	60.50	59.20	64.70	62.70	★★
密歇根大学消费者现状指数	1966年2季=100	↑ 4.10	69.00	64.90	68.20	66.30	70.70	68.40	★★
ISM制造业PMI:新订单		↑ 3.00	45.60	42.60	45.70	44.30	47.00	42.50	★★
ISM制造业PMI:就业		↓ -3.30	48.10	51.40	50.20	46.90	49.10	50.60	★★
ISM制造业PMI:物价		↓ -2.40	41.80	44.20	53.20	49.20	51.30	44.50	★★
Markit综合PMI		↓ -1.10	53.20	54.30	53.40	52.30	50.10	46.80	★★
Markit服务业PMI		↓ -0.50	54.40	54.90	53.60	52.60	50.60	46.80	★★
芝加哥PMI (季调)		↑ 1.10	41.50	40.40	48.60	43.80	43.60	44.30	★★
国际收支									
贸易差额 (季调)	亿美元	↑ 54.56		-689.82	-744.38	-605.94	-702.30	-701.72	★★★★
商品贸易帐 (季调)	亿美元	↑ 47.60		-912.59	-960.19	-815.83	-908.89	-906.69	★★★★
【东吴宏观】海外高频数据周度回顾 (2023.7.3-2023.7.9)									
	单位	边际变化	2023/7/9	2023/7/2	2023/6/25	2023/6/18	2023/6/11	2023/6/4	2023/5/28
经济活动									
美国纽约联储WEI指数		↑ 0.10		1.32	1.22	1.11	0.89	0.90	0.89
德国WAI指数		↑ 0.25		0.72	0.47	0.31	0.22	0.15	0.18
瑞士WEI指数		↓ -0.15					-0.26	-0.11	-0.33
消费									
美国红皮书商业零售销售:周同比	%	↑ 0.20		0.70	0.50	0.90	0.40	0.60	1.20
美国Open Table入座订餐人数:周同比	%	↑ 10.65	8.07	-2.58	-3.43	-2.36	-4.72	-3.38	-2.74
出行									
美国执行航班:周环比	%	↓ -0.97	-2.3	-1.3	0.6	2.2	0.8	2.1	-0.3
TSA安检人数:周环比	%	↓ -11.22	-11.25	-0.04	1.98	3.08	2.47	-0.45	-0.50
美国纽约交通拥堵指数:周环比	%	↓ -9.86	-15.71	-5.86	-0.74	5.41	-0.58	0.96	-14.22
地产									
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↑ 0.10	6.81	6.71	6.67	6.69	6.71	6.79	6.57
美国MBA市场综合指数:周同比	%	↑ 0.67		-32.36	-33.03	-34.52	-32.08	-32.49	-35.97
美国MBA购买指数:周同比	%	↓ -0.23		-30.18	-29.95	-31.80	-27.47	-27.14	-31.10
就业									
美国当周初次申请失业金人数 (季调)	万人	↑ 1.20		24.80	23.60	26.50	26.40	26.20	23.30
美国持续领取失业金人数 (季调)	万人	↓ -1.30			172.00	173.30	176.10	177.20	175.50
美国失业率:持有失业保险人群 (季调)	%	↑ 0.00			1.20	1.20	1.20	1.20	1.20

数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

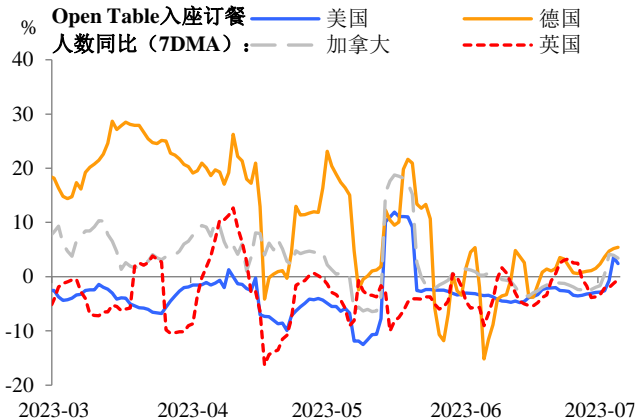
图8: 美国 WEI 指数继续回升, 但斜率放缓

图9: 红皮书零售销售边际回升



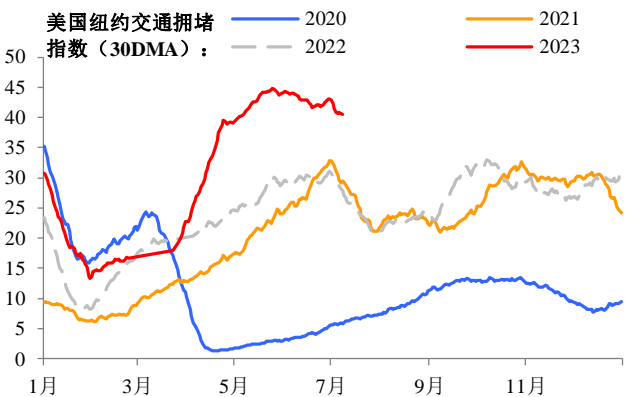
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图10: 美国订餐活动同比转正

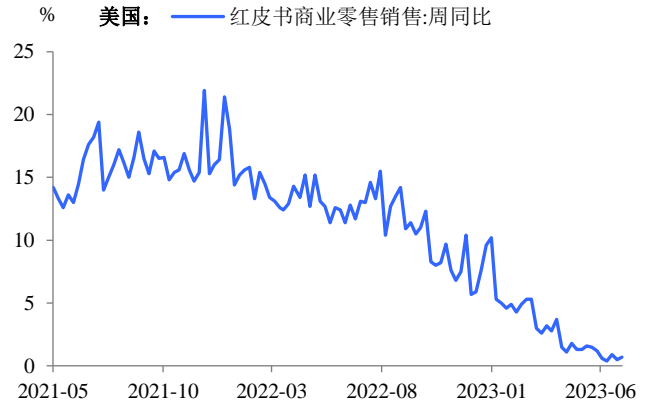


数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图12: 纽约交通拥堵指数下行,但仍处同期高位

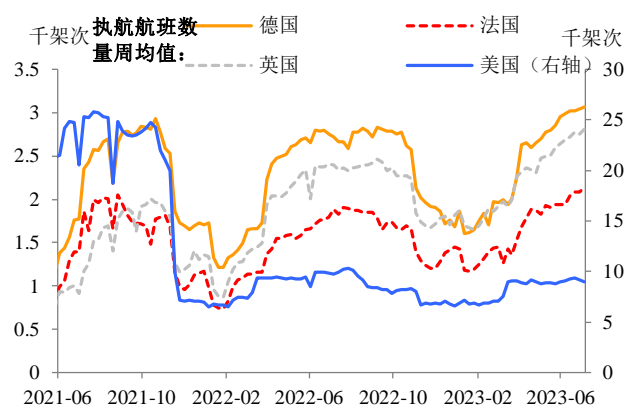


数据来源：CEIC，东吴证券研究所



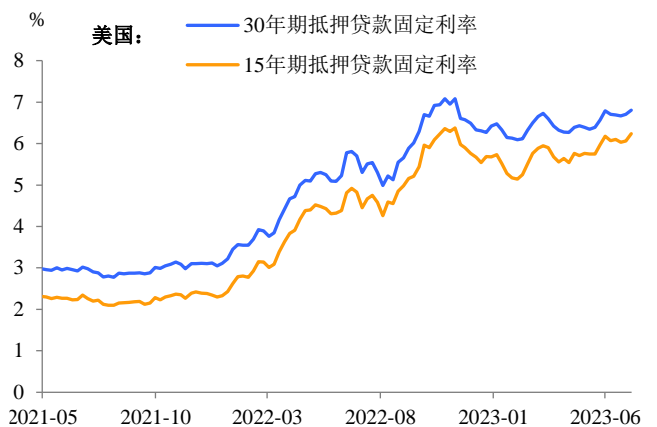
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 美国航班增速放缓,欧洲仍强势上升



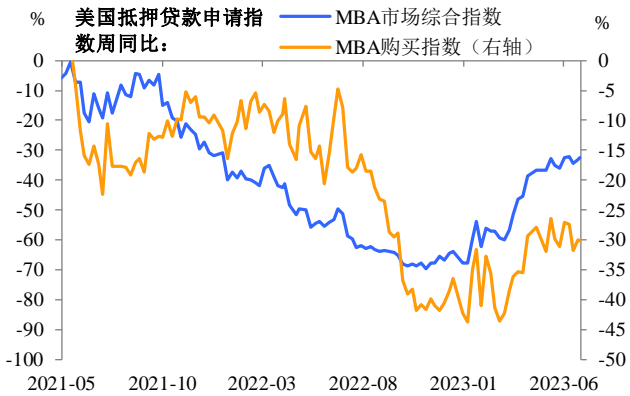
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13: 美国抵押贷款利率高企



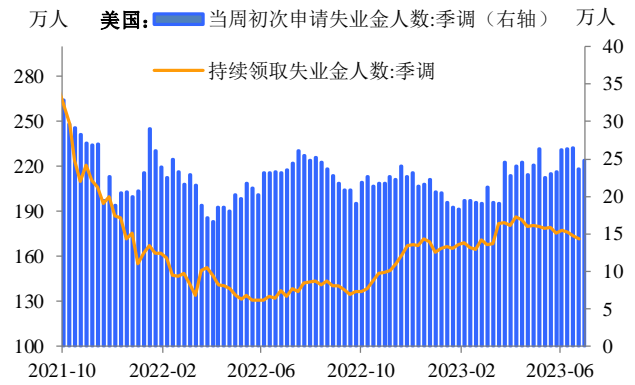
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14: 美国抵押贷款申请指数持续改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 美国劳动力市场依然强劲



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 美国流动性高频跟踪指标

【东吴宏观】美国流动性周度回顾 (2023. 7. 3-2023. 7. 9)							
(亿美元)	07/05	06/28	06/21	06/14	06/07	05/31	周度变化
美联储							
总资产	82983	83409	83621	83883	83893	83859	↓ -426
其他贷款	2773	2820	2859	2938	2964	2936	↓ -47
一级信贷	34	32	32	36	32	40	↑ 1
银行定期融资计划	1020	1031	1027	1020	1002	936	↓ -11
其他信贷工具	2773	2820	2859	2938	2964	2936	↓ -47
逆回购	21913	22719	23703	24371	25081	26157	↓ -806
准备金	31796	31760	32040	33063	33062	32055	↑ 36
TGA	4469	4086	2921	1349	775	485	↑ 383
商业银行							
现金		32770	32644	33565	33516	33214	↑ 126
消费贷		18975	18869	18837	18817	18856	↑ 106
住房贷款		25192	25183	25165	25147	25365	↑ 8
商业地产贷款		29234	29201	29179	29154	29127	↑ 33
工商业贷款		27688	27751	27743	27709	27837	↓ -63
存款		172599	171966	172598	172153	173028	↑ 633
大银行存款		108038	107590	108111	107871	108779	↑ 449
小银行存款		51780	51702	51833	51732	51705	↑ 78
货币市场基金	54746	54309	54338	54520	54567	54200	↑ 437

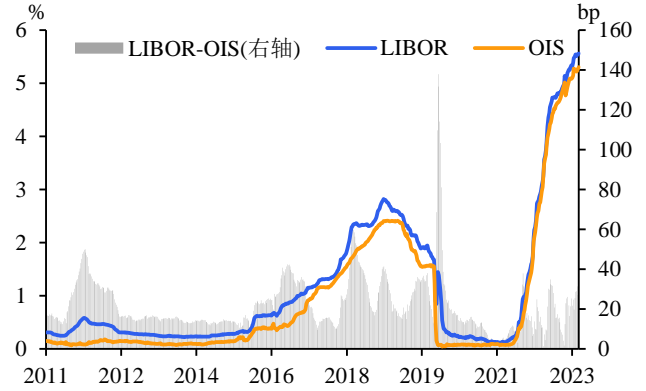
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 本周美国净流动性继续回落

图18: Libor-OIS 边际下降

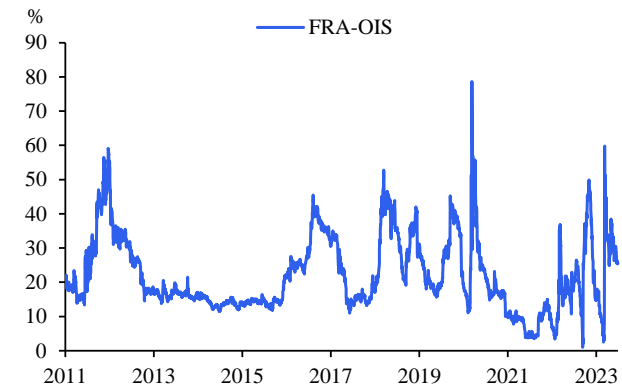


数据来源：Wind，东吴证券研究所



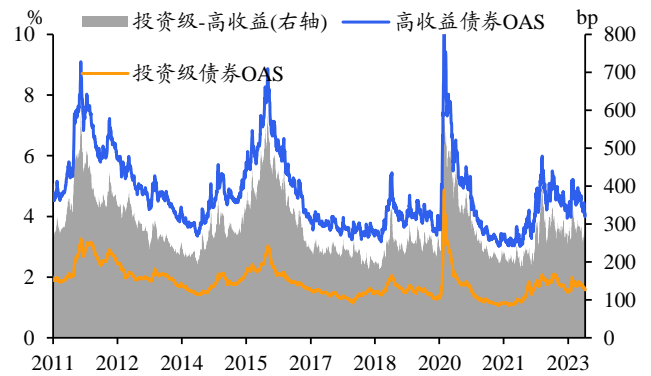
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图19: FRA-OIS 利差下降，银行间流动性并不紧张



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图20: 企业信用风险边际下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>