

宏观周报 20230716

美国 6 月通胀：“漂亮”的背后掩盖了什么？ ——海外宏观经济周报

2023 年 07 月 16 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

《6 月出口：意外的数据偏差，有何深意？》

2023-07-13

《6 月信贷是热还是冷》

2023-07-12

- **美国 6 月通胀很“争气”。**本周海外宏观最受瞩目的便是美国 6 月通胀了，受到去年油价高基数以及房租滞后的影响开始显现，通胀第十二连降，同比从 5 月的 4% 大幅下降至 6 月的 3%。虽然通胀离 2% 的目标越来越近了，但核心通胀当前仍在较高的位置（6 月为 4.8%），且越往后通胀的下降将变得越来越难，不仅如此，还有重新提速上升的风险。
- **薪资、二手车及楼市均是下半年或明年通胀提速的风险点。**首先是当前薪资同比增速已经赶超通胀增速，未来倘若薪资增速不进一步大幅下降，工资通胀螺旋的压力将开始上升，给美联储降核心 CPI 带来较大的挑战。
- **其次是二手车价格传导至通胀的持续性。**二手车价格作为 CPI 二手车分项的领先指标，且在核心商品中占比不低（截止到 7 月约为 13%），该项的大幅回落对 CPI 的降温作用好。6 月二手车价格继续大幅下降，环比下降 4.2%。同比下降 10.3%，价格的下降对本月核心通胀形成不小的拖拽。但是未来倘若下降幅度减小、或者价格出现反弹，这些都将是通胀再次上扬的风险。
- **最后一个风险点则是美国的房市。**正如我们之前的报告中所指出的，房产软着陆的可能性给远端通胀再添“坏消息”。由于住房租金 CPI 滞后于房价 12-15 个月，房租及房价从去年年底开始跳跃的价格终于开始反应在 CPI 房租分项上。但近期地产意外地回暖，带动房屋价格上涨，给年末至明年年初的房租通胀再次带来上涨压力。
- **欧洲方面，“火热”的天气 VS “降温”的经济。**Cerberus 热浪席卷南欧，与之形成对比的却是越来越“冷”的经济。上周我们提到欧洲 PMI 全线下滑，各个分项数据也不断下探；而本周欧洲的工业产出给经济普遍的放缓再添力证。往后看，“热”度不减的气温意味着欧洲工业和建筑业受限，这则会对生产及投资均产生负面的影响，从而给经济“雪上加霜”。短期内，欧洲经济不好过。
- **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：美国经济活动保持强势。**7 月 9 日当周美国纽约联储 WEI 指数录得 1.37，继前值修正为 1.12 后，本周继续强势上行，显示美国当前经济活动依然强劲，下半年经济衰退概率降低。此外，本周德国经济活动在服务和消费的余温下小幅上涨，但 7 月以来该指数的增速持续回落。随着加息影响不断深化，生产和投资的不景气将制约经济活动的上升空间。
- **需求：出行消费涨跌分化，地产持续回暖。**本周美国出行活动边际好转，而欧洲国家则有所放缓。形成鲜明对比的是，上期表现强势的消费本期大幅回落、同比转负。红皮书零售销售一般仅在衰退期间坠入负增长区间，但当前程度尚浅。倘若未来持续下降，则对美国经济衰退有一定的指示作用。同时 Open Table 入座订餐同比相对上周也边际回落，需要密切关注美国消费的动向对核心 CPI 的支撑。

地产方面，即将再次破 7% 的抵押贷款利率，也难以阻挡购房者的“热情”，申请抵押贷款的人数周同比继续改善。虽然当前地产需求对高利率的反应有所钝化，但地产能否顶住高利率的压力，持续回暖的空间和时间都有待进一步观察。

就业：劳动力市场韧性不减。虽然 6 月新增就业人数超预期下滑，但劳动力市场仍具韧性：一方面，薪资水平“热”度不减，工资通胀螺旋压

力加大；另一方面，进入7月以来（截止至7月9日），首次申请失业救济人数再次回落，录得23.7万人，低于预期25万人，续请失业救济人数，截止至7月2日，虽小幅升至172.9万人，但与6月相比总体呈下降趋势。作为就业的冷热的先行指标，该数据显示出就业市场仍具韧性。美联储需看到全面的劳动力市场降温的信号，否则当前尚不满足让美联储转向的标准。

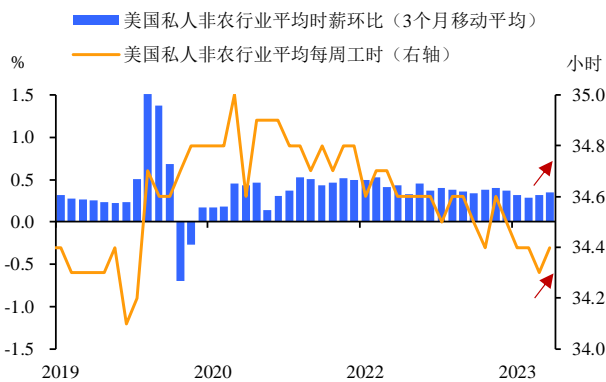
- **流动性：整体表现平稳。**美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）连续五周下降，总资产规模小幅下降，但是对于美股的影响相对有限。监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 和企业债利差在本周继续边际下降。美元流动性在不断改善，目前表现整体较为平稳。
- **风险提示：**欧美通胀韧性大超预期，美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期，欧美陷入衰退概率大幅增加，美国中小银行再现挤兑风波，各国金融风险大超预期。

图1: 美国近三个月通胀大幅回落

	同比, 季调 (%)			环比, 季调 (%)		
	2023-06	2023-05	2023-04	2023-06	2023-05	2023-04
CPI	3.0	4.0	4.9	0.2	0.1	0.4
食品	5.7	6.7	7.7	0.1	0.2	0.0
家庭食品	4.7	5.8	7.1	0.0	0.1	-0.2
非家用食品	7.7	8.3	8.6	0.4	0.5	0.4
能源	-16.7	-11.7	-5.1	0.6	-3.6	0.6
能源类商品	-26.8	-20.5	-12.6	0.8	-5.6	2.7
汽油 (所有种类)	-26.5	-19.7	-12.2	1.0	-5.6	3.0
燃油	-36.6	-37.0	-20.2	-0.4	-7.7	-4.5
能源服务	-1.1	1.6	5.9	0.4	-1.4	-1.7
电力	5.4	5.9	8.4	0.9	-1.0	-0.7
公共事业 (管道) 燃气服务	-18.6	-11.0	-2.1	-1.7	-2.6	-4.9
核心CPI	4.8	5.3	5.5	0.2	0.4	0.4
商品, 不含食品和能源类商品	1.4	2.0	2.1	-0.1	0.6	0.6
新汽车和卡车	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
二手汽车和卡车	-5.2	-4.2	-6.6	-0.5	4.4	4.4
服装	3.1	3.5	3.6	0.3	0.3	0.3
医疗护理商品	4.2	4.4	4.0	0.2	0.6	0.5
服务, 不含能源服务	6.2	6.6	6.8	0.3	0.4	0.4
收容所	7.8	8.0	8.1	0.4	0.6	0.4
运输服务	8.5	10.3	11.1	0.1	0.8	-0.2
医疗护理服务	-0.8	-0.1	0.4	0.0	-0.1	-0.1

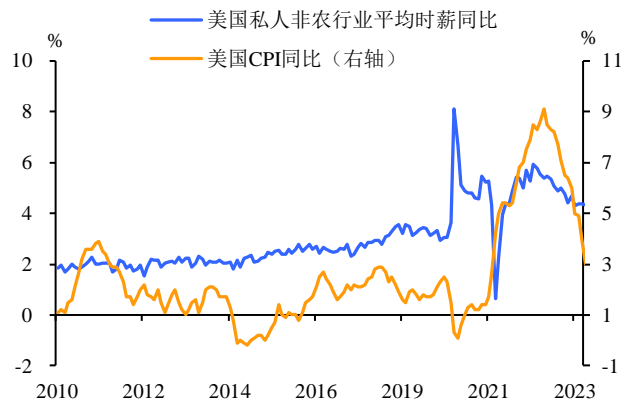
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 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

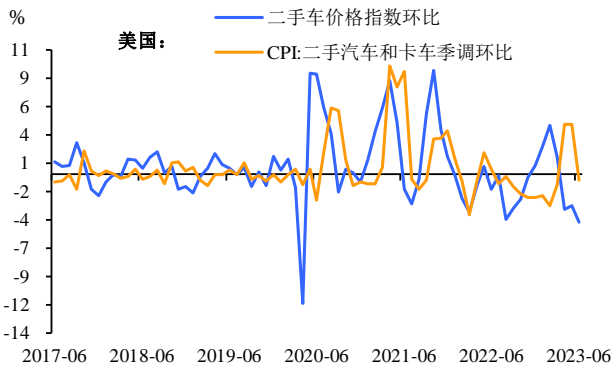
图3: 美国薪资水平有“工资-通胀”螺旋上升风险



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

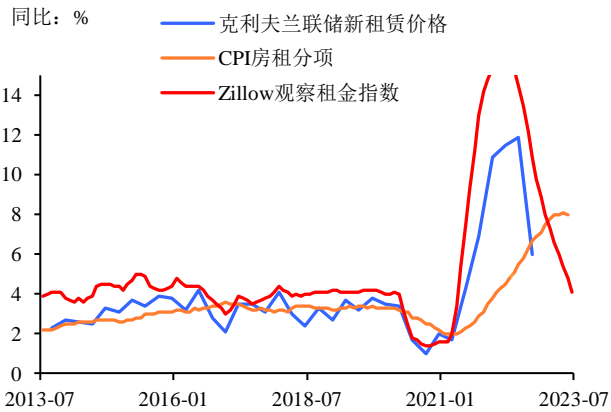
图4: 上半年二手车价格和 CPI 分项走势分离

图5: CPI 二手车能否持续反应价格的下跌存疑

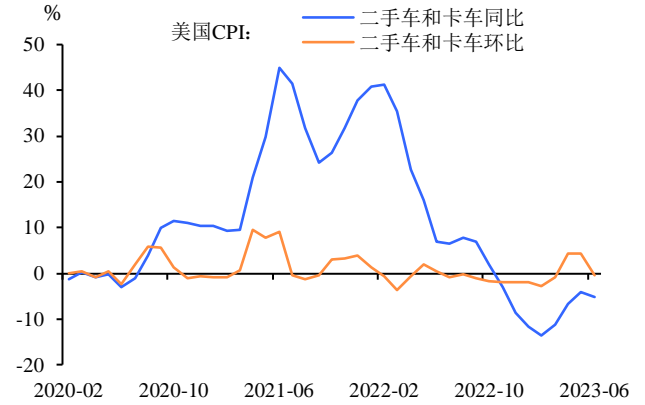


数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：房价回落终于在CPI上有所体现

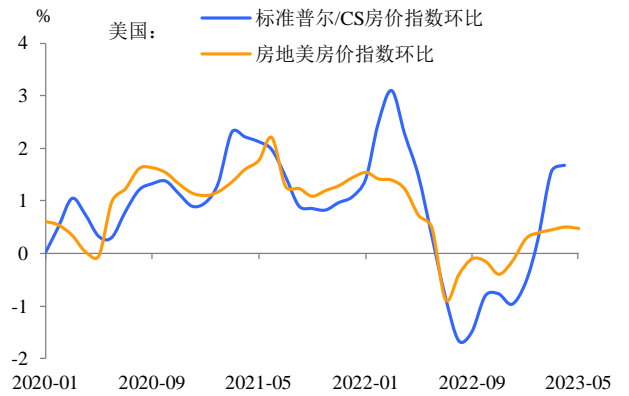


数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：当前上涨的房价对未来通胀不利



数据来源：Wind，东吴证券研究所

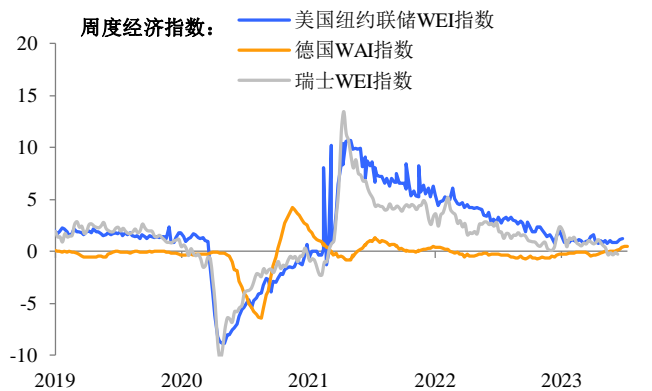
图8: 海外经济数据跟踪

【东吴宏观】美国当周核心数据回顾 (2023.7.10-2023.7.16)										
	单位	边际变化	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	重要性	
价格										
CPI同比	%	↓	-1.00	3.00	4.00	4.90	5.00	6.00	6.40	★★★
核心CPI同比	%	↓	-0.50	4.80	5.30	5.50	5.60	5.50	5.60	★★★
CPI环比(季调)	%	↑	0.10	0.20	0.10	0.40	0.10	0.40	0.50	★★★
核心CPI环比(季调)	%	↓	-0.20	0.20	0.40	0.40	0.40	0.50	0.40	★★★
PPI同比	%	↓	-0.80	0.10	0.90	2.10	2.70	4.70	5.70	★★★
核心PPI同比	%	↓	-0.20	2.40	2.60	3.00	3.30	4.60	5.00	★★★
PPI环比(季调)	%	↑	0.50	0.10	-0.40	0.10	-0.40	0.00	0.40	★★★
核心PPI环比(季调)	%	↑	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.20	0.20	★★★
进口价格指数同比	%	↓	-0.40	-6.10	-5.70	-4.90	-4.70	-1.10	0.90	★★
进口价格指数环比	%	↑	0.20	-0.20	-0.40	0.30	-0.80	-0.20	-0.40	★★
出口价格指数同比	%	↓	-1.80	-12.00	-10.20	-6.00	-5.00	-0.80	2.00	★
出口价格指数环比	%	↑	1.00	-0.90	-1.90	-0.10	-0.40	0.40	0.20	★
财政										
联邦政府财政赤字(盈余为负)	亿美元	↓	-125.80		2277.68	2403.48	-1761.81	3780.76	2624.34	★★
景气调查										
密歇根大学消费者信心指数初值	1966年2季=100	↑	8.20	72.60	64.40	59.20	63.50	62.00	67.00	★★★
密歇根大学消费者预期指数初值	1966年2季=100	↑	7.90	69.40	61.50	55.40	60.50	59.20	64.70	★★
密歇根大学消费者现状指数初值	1966年2季=100	↑	8.50	77.50	69.00	64.90	68.20	66.30	70.70	★★
中小企业乐观指数(季调)	1986年=100	↑	1.60		91.00	89.40	89.00	90.10	90.90	★★
密歇根大学1年通胀预期初值	%	↑	0.10	3.40	3.30	4.20	4.60	3.60	4.10	★
密歇根大学5年通胀预期初值	%	↑	0.10	3.10	3.00	3.10	3.00	2.90	2.90	★

【东吴宏观】海外高频数据周度回顾 (2023.7.10-2023.7.16)											
	单位	边际变化	2023/7/16	2023/7/9	2023/7/2	2023/6/25	2023/6/18	2023/6/11	2023/6/4		
经济活动											
美国纽约联储WEI指数		↑	0.25		1.37	1.12	1.22	1.11	0.89	0.90	
德国WAI指数		↑	0.07		0.54	0.47	0.42	0.26	0.13	0.07	
瑞士WEI指数		↓	-0.15						-0.26	-0.11	
消费											
美国红皮书商业零售销售:周同比	%	↓	-1.10		-0.40	0.70	0.50	0.90	0.40	0.60	
美国Open Table入座订餐人数:周同比	%	↓	-4.74		-3.87	0.87	-2.58	-3.43	-2.36	-4.72	-3.38
出行											
美国执行航班:周环比	%	↑	7.51		5.9	-1.6	-1.3	0.6	2.2	0.8	2.1
TSA安检人数:周环比	%	↑	10.94		3.17	-7.77	-0.04	1.98	3.08	2.47	-0.45
美国纽约交通拥堵指数:周环比	%	↑	40.81		23.67	-17.13	-5.86	-0.74	5.41	-0.58	0.96
地产											
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↑	0.15		6.96	6.81	6.71	6.67	6.69	6.71	6.79
美国MBA市场综合指数:周同比	%	↑	1.83			-30.53	-32.36	-33.03	-34.52	-32.08	-32.49
美国MBA购买指数:周同比	%	↑	3.88			-26.30	-30.18	-29.95	-31.80	-27.47	-27.14
就业											
美国当周初次申请失业金人数(季调)	万人	↓	-1.20		23.70	24.90	23.60	26.50	26.40	26.20	
美国持续领取失业金人数(季调)	万人	↑	1.10			172.90	171.80	173.30	176.10	177.20	
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	

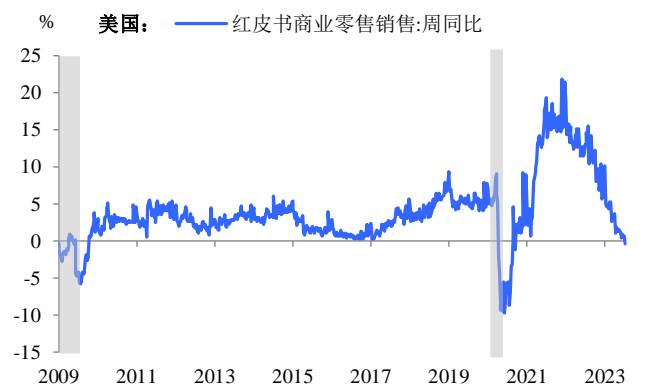
数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图9: 美国经济活动继续改善



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

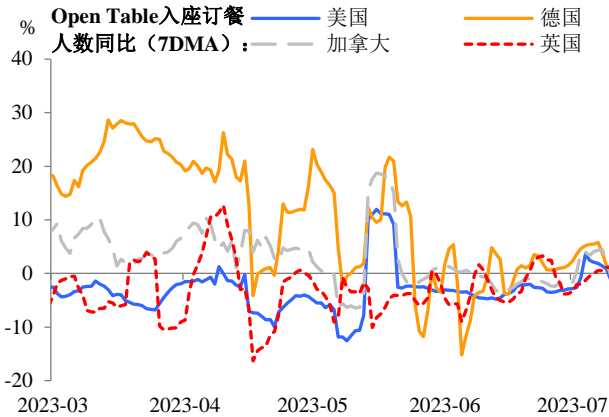
图10: 红皮书零售销售同比转负



注: 阴影部分表示美国衰退;

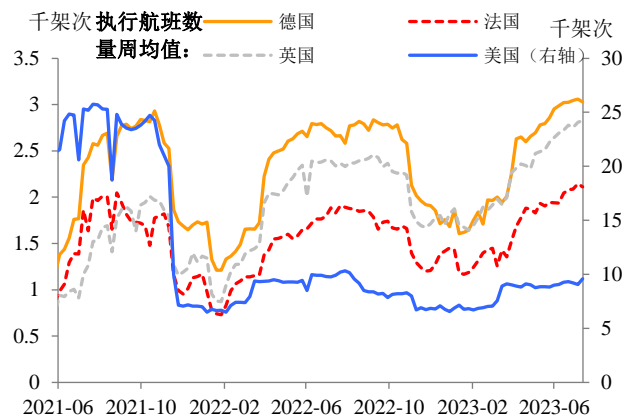
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 美国订餐活动大幅回落



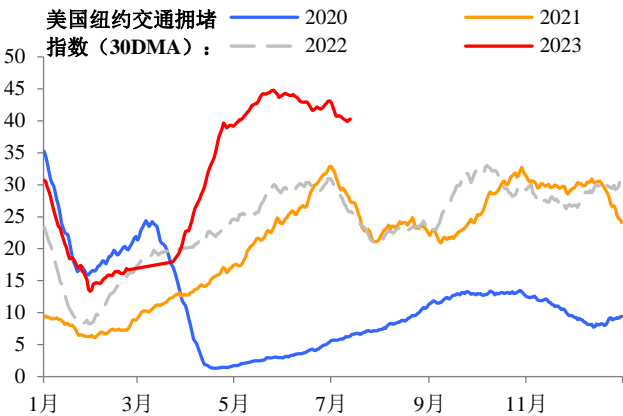
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图12: 美国航班增速上升, 欧洲国家则有所回落



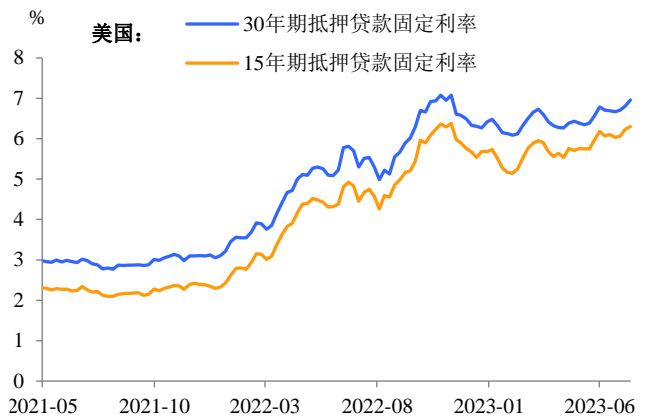
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 纽约交通拥堵指数略有反弹



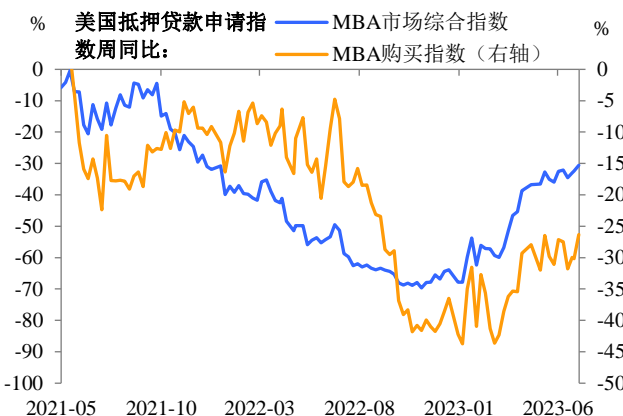
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图14: 美国抵押贷款利率高企



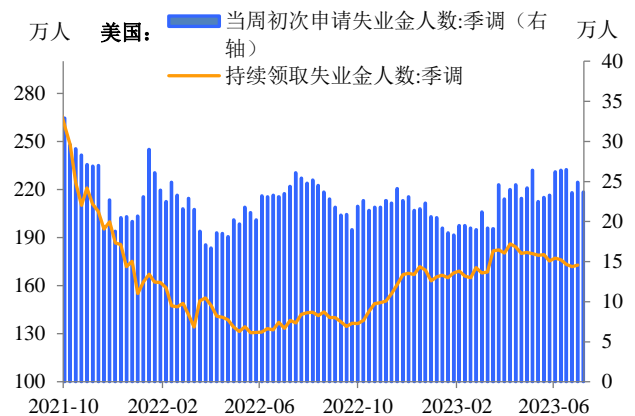
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 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16: 美国劳动力市场仍具韧性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 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. 10-2023. 7. 16)							
(亿美元)	07/12	07/05	06/28	06/21	06/14	06/07	周度变化
美联储							
总资产	82969	82983	83409	83621	83883	83893	↓ -14
其他贷款	2744	2773	2820	2859	2938	2964	↓ -30
一级信贷	27	34	32	32	36	32	↓ -7
银行定期融资计划	1023	1020	1031	1027	1020	1002	↑ 3
其他信贷工具	2744	2773	2820	2859	2938	2964	↓ -30
逆回购	21478	21913	22719	23703	24371	25081	↓ -435
准备金	31621	31796	31760	32040	33063	33062	↓ -175
TGA	5174	4469	4086	2921	1349	775	↑ 706
商业银行							
现金			32770	32644	33565	33516	↑ 126
消费贷			18975	18869	18837	18817	↑ 106
住房贷款			25192	25183	25165	25147	↑ 8
商业地产贷款			29234	29201	29179	29154	↑ 33
工商业贷款			27688	27751	27743	27709	↓ -63
存款			172599	171966	172598	172153	↑ 633
大银行存款			108038	107590	108111	107871	↑ 449
小银行存款			51780	51702	51833	51732	↑ 78
货币市场基金	54542	54746	54309	54338	54520	54567	↓ -204

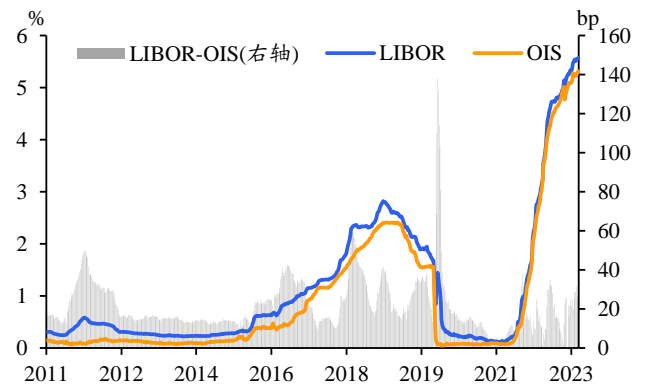
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 本周美国净流动性继续回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: Libor-OIS 边际下降



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图20: FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松

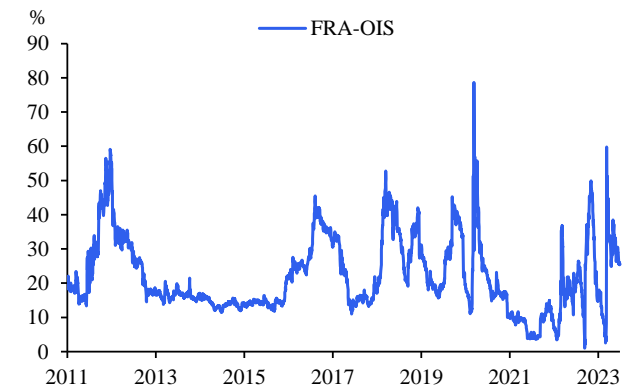
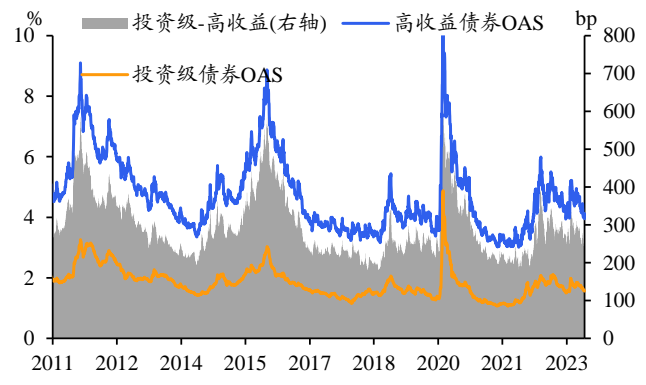


图21: 企业信用风险继续边际回落



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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>