

7月全球经济观察——

美国本轮加息周期结束了吗？

投资要点：

- ▶ **本月聚焦：美国本轮加息周期结束了吗？**7月27日，美联储如期加息25BP，将联邦基金利率提升至5.25%-5.50%，这是自2022年3月美联储开启加息以来第11次加息。我们认为在今年剩下的三次议息会议中，仍然存在1-2次加息的可能，一方面是由于美国通胀存在反复的风险，鲍威尔在这次议息会议结束后的讲话中也强调不能对某一个月的数据进行过多的解读，更多的是看整体的变化趋势，因此6月CPI的超预期回落并不代表已经达到美联储合意的水平，在去年高基数效应消失后，叠加油价的支撑，7月美国CPI同比继续出现超预期下行的可能性较低，虽然核心CPI未来有走弱趋势，但在未达到美联储合意的水平之前，我们认为美联储年内会进一步加息。另一方面是由于美国就业指标依然强劲，加息对劳动力供需的缺口改善速度较慢，往后看，就业指标出现大幅回落的可能性较低，就业市场的紧张可能带来“薪资-通胀”的螺旋上升，提高了加息终点进一步抬升的可能性。因此我们认为年内美国仍然存在1-2次的加息概率，本轮加息周期难言结束。
- ▶ **7月全球主要大类资产多为上涨，其中大宗商品市场表现突出。**7月全球主要权益市场普遍上涨；全球长端利率走势不一；7月人民币较美元升值，美元指数下跌；7月大宗商品涨跌不一，工业金属价格大多大幅上涨。
- ▶ **美国劳动力市场仍具韧性，未来通胀有反弹风险。**美国6月新增非农就业人数为20.9万人，不及市场预期的22.5万人，前值由新增33.9万人下修至30.6万人。但同时，美国6月失业率仅为3.6%，低于前值3.7%，处于较低位置。
- ▶ **欧洲经济增长疲软，通胀未出现拐点。**7月欧元区制造业PMI值为42.7，低于前值43.4，服务业PMI为51.1，仍处于荣枯线以上，但较前值52.0有所下降。
- ▶ **日本制造业PMI仍处于荣枯线以下。**日本央行行长植田和男表示需要继续耐心实施货币宽松政策以支持经济，严格控制收益率可能影响市场波动性。
- ▶ **10年期美债隐含通胀预期上升，中美利差倒挂幅度加深。**7月美债十年期隐含通胀预期上升至2.37%。而10年期中美利差倒挂幅度加深至129.84BP。
- ▶ **7月美联储官员倾向于根据接下来的数据来判断年内是否会再次加息。**欧洲央行管委认为9月会加息或保持利率不动。
- ▶ **风险提示：美联储加息超预期，地缘政治风险超预期。**

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

《美国通胀超预期降温，但韧性犹存》

2023-07-15

《如何看待海外经济的“衰退”？——6月全球宏观经济观察》

2023-07-09

正文目录

1	本月聚焦：美国本轮加息周期结束了吗？	1
2	资产价格：7月全球大类资产表现数据跟踪	3
3	全球经济：7月全球经济基本面概述	6
3.1	美国劳动力市场仍具韧性，未来通胀有反弹风险	6
3.2	欧洲经济增长疲软，通胀未出现拐点	8
3.3	日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下	9
4	流动性：7月全球流动性和政策追踪	10
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	10
4.2	7月各国央行货币政策动向跟踪	10
5	风险提示	12

图表目录

图表 1：9月加息的概率从议息会议前的 78.7%降至 20.0%	2
图表 2：6月美国新增非农分项数据	2
图表 3：美国劳动力短缺率处于高位	3
图表 4：7月全球主要大类资产涨跌幅	4
图表 5：7月全球主要权益市场普遍上涨	5
图表 6：7月全球长端利率走势不一	5
图表 7：7月人民币较美元升值，美元指数下跌	6
图表 8：7月大宗商品涨跌不一，工业金属价格大多大幅上涨	6
图表 9：6月新增非农数据不及预期	7
图表 10：失业率下降，劳动参与率连续 4 个月持平	7
图表 11：美国 6 月 CPI 各分项变动	8
图表 12：欧元区服务业和制造业 PMI 值均低于前值 (%)	9
图表 13：欧洲通胀压力依然较高 (%)	9
图表 14：日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下 (%)	10
图表 15：10 年期美债隐含通胀预期有所上升 (%)	10
图表 16：各国央行货币政策动向跟踪	11

1 本月聚焦：美国本轮加息周期结束了吗？

7月27日，美联储如期加息25BP，将联邦基金利率提升至5.25%-5.50%，这是自2022年3月美联储开启加息以来第11次加息。7月会议声明（Statement）与6月的内容大体相同，除了公布的利率水平不同之外，只有两处表述有差异：一是关于经济活动，将“小幅（modest）”改为“温和（moderate）”扩张；二是新增了“将继续评估更多信息及其对货币政策的影响”。鲍威尔在利率决议公布后的新闻发布会上表示，在通胀达到2%之前停止加息，如果看到通胀稳定地下降，才可以开始降息。由于距离9月的议息会议还有2个月左右的时间，在这期间美联储将有两份就业报告和通胀报告，在9月的议息会议上，将根据数据来选择加息或者保持利率不变。市场将鲍威尔讲话理解为鸽派，当日芝商所的Fed Watch工具显示9月加息的概率从会议前的78.7%降至20.0%。

但我们认为在今年剩下的三次议息会议中，仍然存在1-2次加息的可能，一方面是由于美国通胀存在反复的风险，鲍威尔在这次议息会议结束后的讲话中也强调不能对某个月的数据进行过多的解读，更多的是看整体的变化趋势，因此6月CPI的超预期回落并不代表已经达到美联储合意的水平，正如我们在之前的点评报告《美国通胀超预期降温，但韧性犹存》中提到，在去年高基数效应消失后，叠加油价的支撑，7月美国CPI同比继续出现超预期下行的可能性较低，虽然核心CPI未来有走弱趋势，但在未达到美联储合意的水平之前，我们认为美联储年内会进一步加息。

另一方面是由于美国就业指标依然强劲，6月新增非农就业人数为20.9万人，不及市场预期的22.5万人，前值由新增33.9万人下修至30.6万人。从分项数据来看，商品生产新增就业人数为2.9万人，略高于前值2.3万人，服务生产新增就业人数为12万人，为2021年1月以来最低值，其中对利率不敏感的教育和保健服务业（+73万人）依然贡献了较大增长；零售业（-1.12万）、运输仓储业（-0.69万）、批发业（-0.36万）和公用事业（-0.03万）为负增长。但同时，美国6月失业率仅为3.6%，低于前值3.7%，处于较低位置。5月劳动力短缺率（就业率+广义职位空缺率-劳动力参与率）仍然较高，显示加息对劳动力供需的缺口改善速度较慢，往后看，就业指标出现大幅回落的可能性较低，就业市场的紧张可能带来“薪资-通胀”的螺旋上升，提高了加息终点进一步抬升的可能性。

因此我们认为年内美国仍然存在1-2次的加息概率，本轮加息周期难言结束。

图表 1：9 月加息的概率从议息会议前的 78.7% 降至 20.0%

目标利率	现在	2023/7/26	2023/7/20	2023/6/27
525-550 (当前利率)	80.0%	0.0%	0.7%	18.5%
550-575	20.0%	78.7%	81.5%	66.1%
575-600	0.0%	21.0%	17.9%	15.4%
600-625	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%

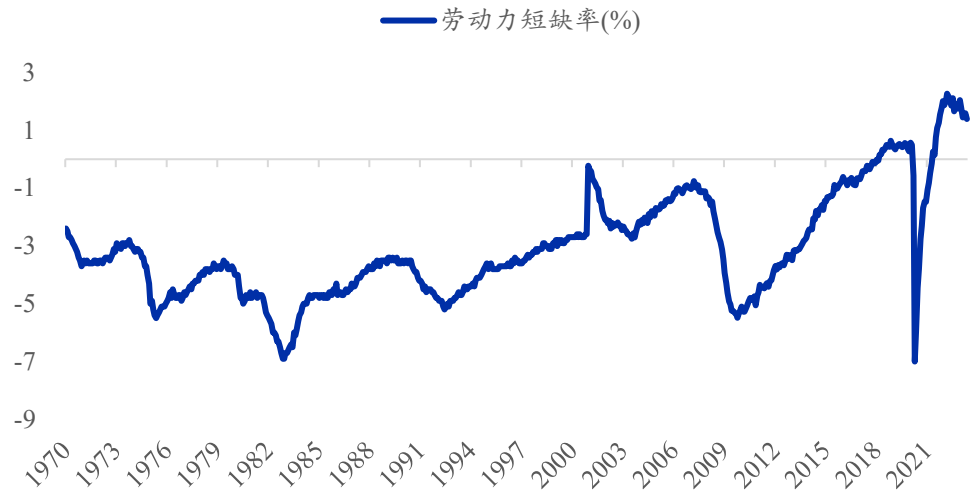
来源：芝商所 Fed Watch 工具，华福证券研究所

图表 2：6 月美国新增非农分项数据

	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11
新增非农就业人数合计	209.0	306.0	217.0	217.0	248.0	472.0	239.0	290.0
私人部门	149.0	259.0	179.0	157.0	193.0	353.0	232.0	228.0
商品生产	29.0	23.0	25.0	-19.0	18.0	41.0	36.0	41.0
制造业	7.0	-3.0	9.0	-12.0	3.0	11.0	6.0	14.0
建筑业	23.0	23.0	11.0	-9.0	14.0	26.0	26.0	19.0
采矿业	-1.0	3.0	5.0	2.0	1.0	4.0	4.0	8.0
服务生产	120.0	236.0	154.0	176.0	175.0	312.0	196.0	187.0
金融活动	10.0	12.0	27.0	-5.0	0.0	-1.0	4.0	11.0
运输仓储业	-6.9	16.9	-15.1	16.2	-17.7	31.7	0.3	-37.1
休闲和酒店业	21.0	26.0	11.0	46.0	57.0	99.0	58.0	123.0
专业和商业服务	21.0	61.0	48.0	45.0	21.0	44.0	23.0	0.0
零售业	-11.2	23.0	-2.0	-18.9	48.0	22.3	26.7	-45.6
信息业	0.0	0.0	3.0	3.0	-8.0	-23.0	-9.0	13.0
批发业	-3.6	4.2	-1.5	3.5	6.7	8.9	9.6	-0.4
公用事业	-0.3	0.9	1.7	1.7	-1.1	-1.6	-0.7	-0.9
教育和保健服务	73.0	80.0	77.0	70.0	64.0	111.0	71.0	95.0
其他服务业	17.0	12.0	5.0	14.0	5.0	21.0	13.0	29.0

来源：Wind，华福证券研究所

图表 3：美国劳动力短缺率处于高位

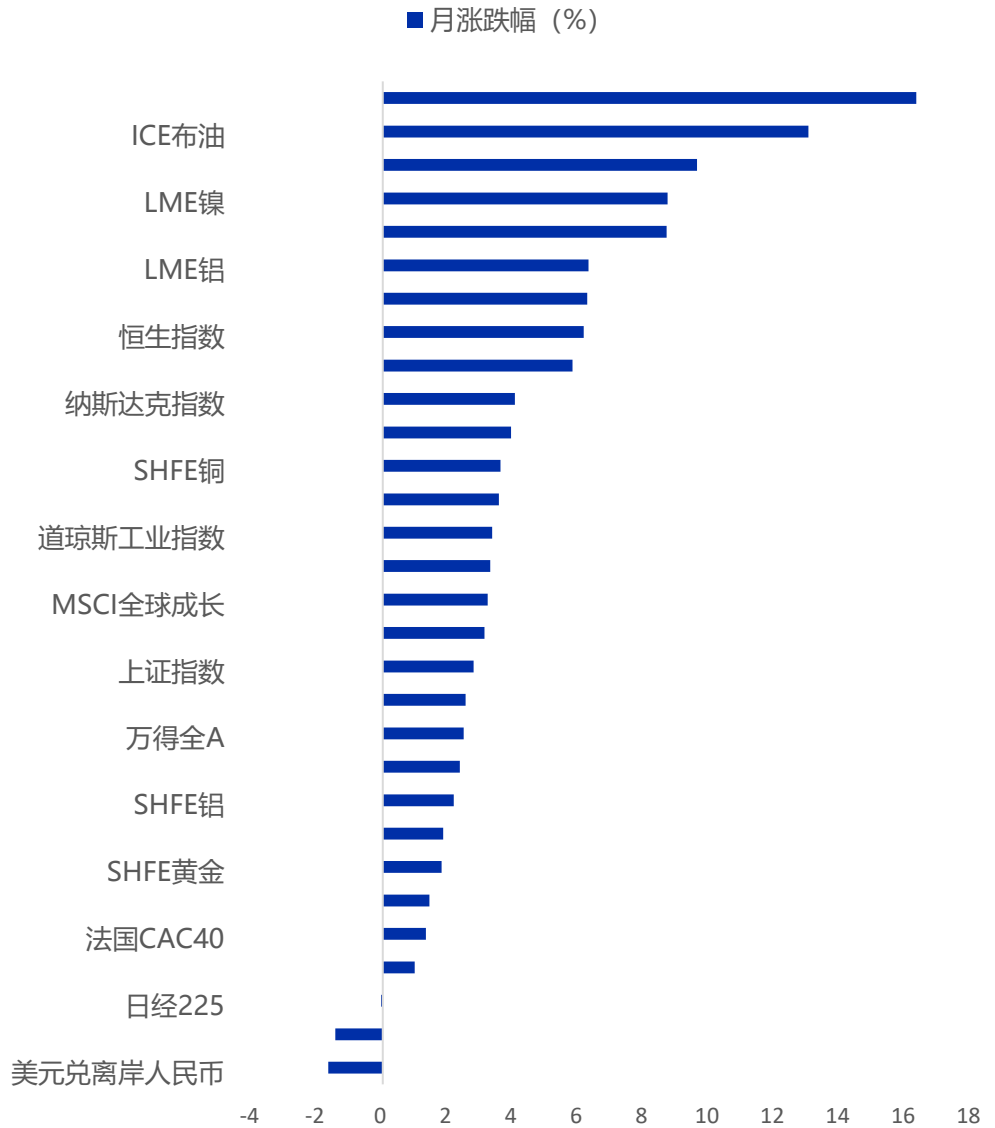


来源：Wind，华福证券研究所整理

2 资产价格：7月全球大类资产表现数据跟踪

7月全球主要大类资产多为上涨，其中大宗商品市场表现突出。ICE 布油(13.02%)，SHFE 镍(9.62%)，LME 镍(8.72%)，伦敦银现(8.68%)，LME 铝(6.30%)涨幅居前。恒生科技(16.33%)涨幅最大，美元兑离岸人民币(-1.67%)跌幅最大，美元指数(-1.45%)，日经 225 (-0.05%) 跌幅居前。

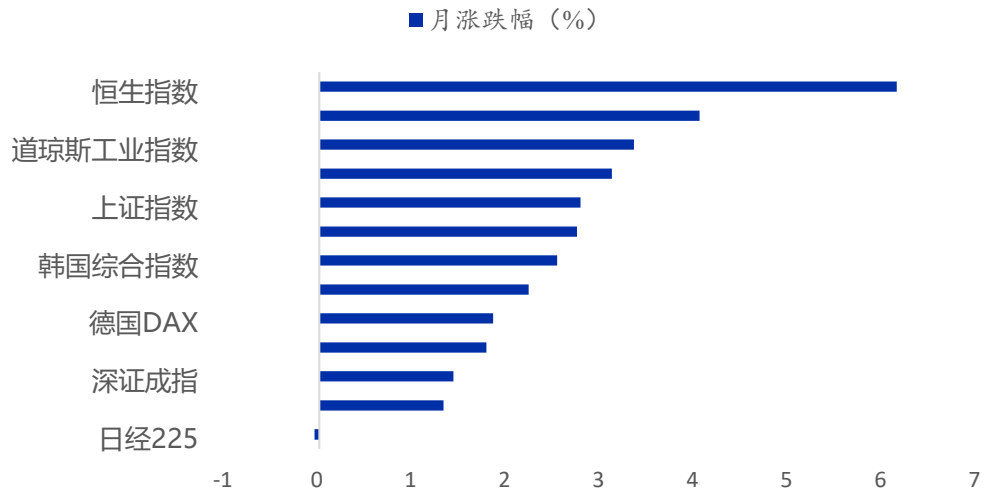
图表 4：7 月全球主要大类资产涨跌幅



来源：Wind，华福证券研究所

7 月全球主要权益市场普遍上涨。其中，恒生指数（6.15%）涨幅最大，纳斯达克指数（4.05%），道琼斯工业指数（3.35%），标普 500（3.11%），上证指数（2.78%），印度 SENSEX30（2.74%）涨幅居前，日经 225（-0.05%）跌幅最大。

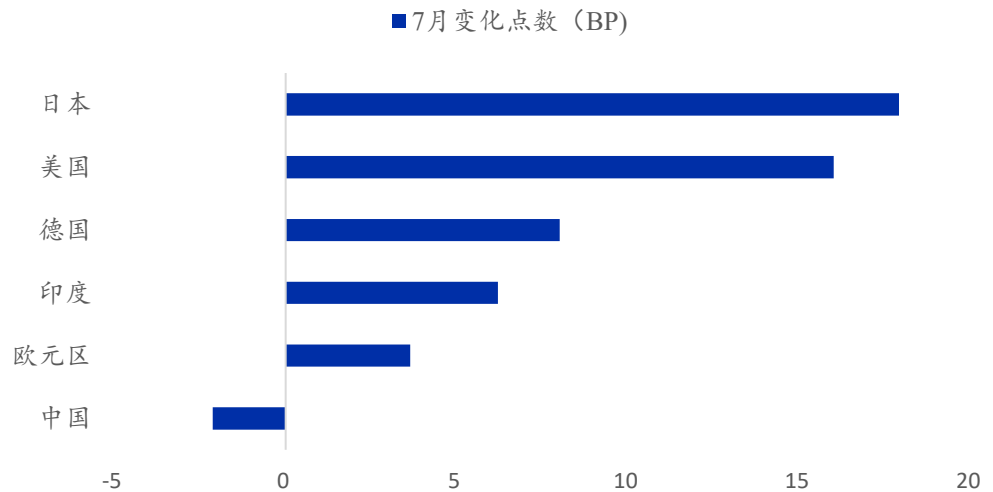
图表 5：7 月全球主要权益市场普遍上涨



来源：Wind，华福证券研究所

7 月全球长端利率走势不一。10 年期国债收益率中，日本从 0.426% 上涨 17.9BP 至 0.605%，美国从 3.81% 上涨 16BP 至 3.97%，德国从 2.44% 上涨 8BP 至 2.52%，印度从 7.11% 上涨 6.2BP 至 7.17%，欧元区从 2.5071% 上涨 3.63BP 至 2.5434%；中国从 2.6929% 下跌 2.13BP 至 2.6716%。

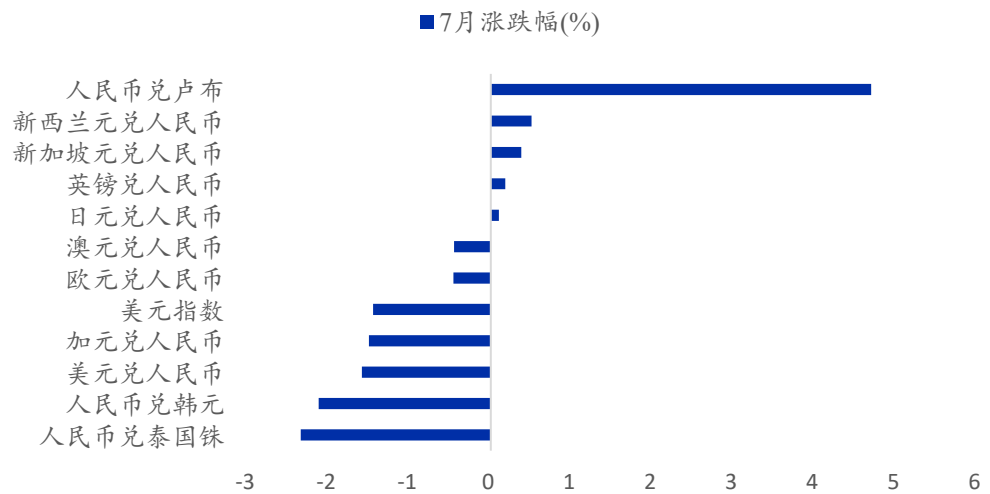
图表 6：7 月全球长端利率走势不一



来源：Wind，华福证券研究所

7 月人民币较美元升值，美元指数下跌。新西兰元 (0.50%)，新加坡元 (0.38%)，英镑 (0.18%)，日元 (0.10%) 相较人民币升值；美元 (-1.59%)，加元 (-1.51%)，欧元 (-0.46%)，澳元 (-0.45%) 相较人民币贬值。此外，美元指数下跌 1.45%，人民币兑卢布上涨 4.70%，人民币兑泰铢下跌 2.34%，人民币兑韩元下跌 2.12%。

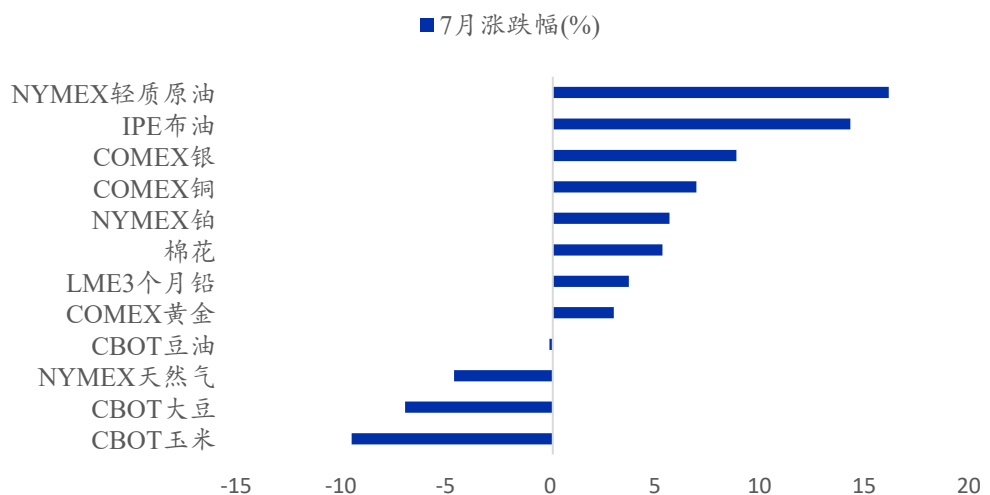
图表 7：7 月人民币较美元升值，美元指数下跌



来源：Wind，华福证券研究所

7 月大宗商品涨跌不一，工业金属价格大多大幅上涨。NYMEX 轻质原油（16.05%）涨幅最大，IPE 布油（14.22%），COMEX 银（8.77%），COMEX 铜（6.86%），NYMEX 铂（5.57%），棉花（5.24%），LME3 个月铅（3.64%），COMEX 黄金（2.92%）涨幅居前。CBOT 玉米（-9.62%）跌幅最大，CBOT 大豆（-7.06%），NYMEX 天然气（-4.72%），CBOT 豆油（-0.15%）有所下跌。

图表 8：7 月大宗商品涨跌不一，工业金属价格大多大幅上涨



来源：Wind，华福证券研究所

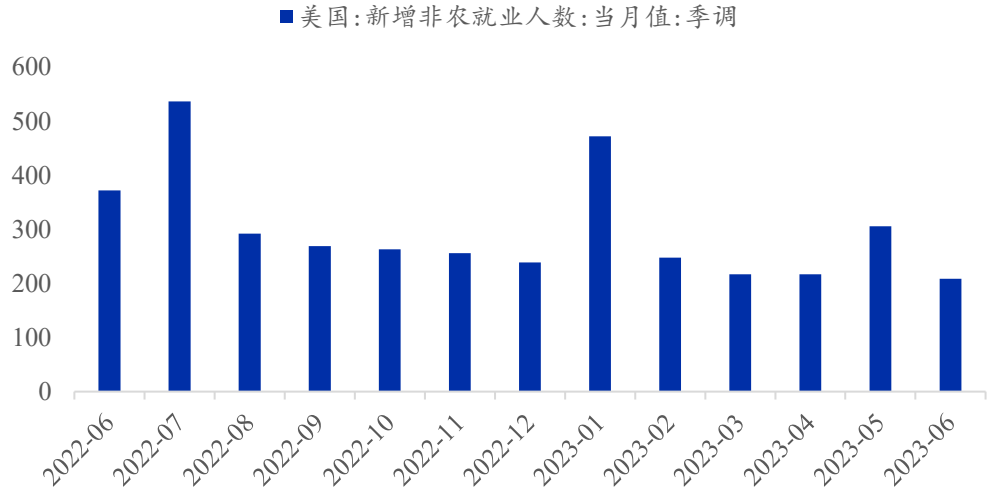
3 全球经济：7 月全球经济基本面概述

3.1 美国劳动力市场仍具韧性，未来通胀有反弹风险

美国劳动力市场有所降温，新增非农数据不及预期。美国劳工统计局（BLS）公布的

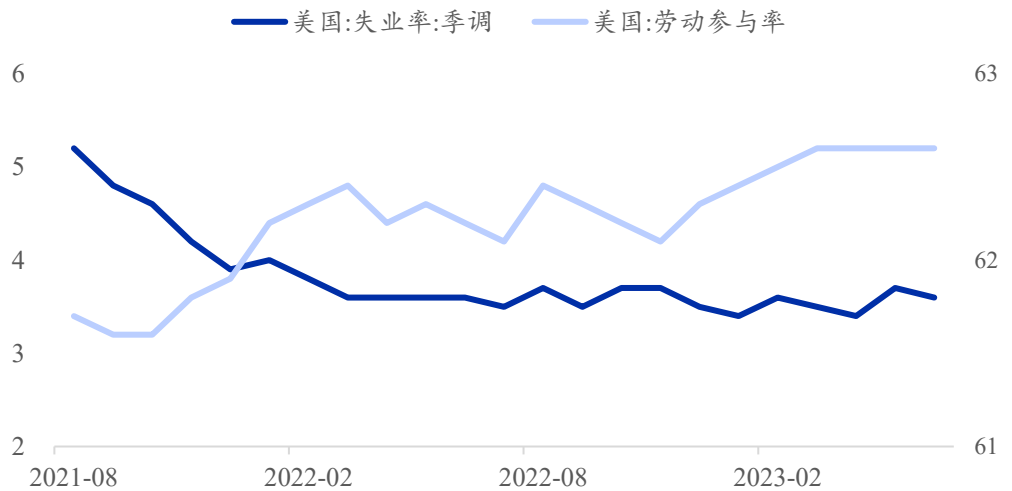
6月新增非农就业人数为20.9万人，不及市场预期的22.5万人，前值由新增33.9万人下修至30.6万人。但同时，美国6月失业率仅为3.6%，低于前值3.7%，处于较低位置。劳动参与率为62.6%，连续4个月持平。

图表 9：6月新增非农数据不及预期



来源：Choice，华福证券研究所

图表 10：失业率下降，劳动参与率连续4个月持平



来源：Choice，华福证券研究所

美国劳工部公布的数据显示美国6月末季调CPI年率同比升3.0%，预期升3.1%，前值升4.0%。季调后CPI环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.1%。核心CPI同比升4.8%，预期升5%，前值升5.3%，环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.4%。

从分项数据来看，能源分项的下降仍是6月CPI同比超预期回落的主要贡献项，其同比下降16.7%（前值-11.7%），由于去年同期油价基数较高，因此6月能源分项同比下降程度依旧较大，但环比上升0.6%（前值-3.6%）。更能说明整体通胀走向的核心CPI仍

然顽固，说明除食品和能源之外的商品和服务领域存在价格上涨粘性。季调后的核心 CPI 月率升 0.2%，较前三个月的连续升 0.4% 有所好转。其中，核心商品同比增长 1.3%（前值 2.0%），环比下降 0.1%（前值 0.6%）。服装环比上涨 0.3%（前值 0.3%），医疗护理商品环比上涨 0.2%（前值 0.6%），为核心商品环比上涨的主要拉动项。核心服务同比增长 6.2%（前值 6.6%），环比增长 0.3%（前值 0.4%）。总体来看，此次公布的数据显示美国通胀超预期降温，但其实韧性犹在，一方面是由于去年 6 月份基数效应的存在使同比增速出现大幅超预期回落，另一方面除去食品和能源的核心 CPI 环比仍在上升，因此美国通胀压力犹存。

图表 11：美国 6 月 CPI 各分项变动

	同比（非季调）					环比（季调）				
	2023/2	2023/3	2023/4	2023/5	2023/6	2023/2	2023/3	2023/4	2023/5	2023/6
CPI	6.0%	5.0%	4.9%	4.0%	3.0%	0.4%	0.1%	0.4%	0.1%	0.2%
食品	9.5%	8.5%	7.7%	6.7%	5.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%
能源	5.2%	-6.4%	-5.1%	-11.7%	-16.7%	-0.6%	-3.5%	0.6%	-3.6%	0.6%
核心CPI	5.5%	5.6%	5.5%	5.3%	4.8%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%
核心商品	1.0%	1.5%	2.0%	2.0%	1.3%	0.0%	0.2%	0.6%	0.6%	-0.1%
服装	3.3%	3.3%	3.6%	3.5%	3.1%	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
新车	5.8%	6.1%	5.4%	4.7%	4.1%	0.2%	0.4%	-0.2%	-0.1%	0.0%
医疗护理商品	3.2%	3.6%	4.0%	4.4%	4.2%	0.1%	0.6%	0.5%	0.6%	0.2%
核心服务	7.3%	7.1%	6.8%	6.6%	6.2%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
住房	8.1%	8.2%	8.1%	8.0%	7.8%	0.8%	0.6%	0.4%	0.6%	0.4%
医疗护理服务	2.1%	1.0%	0.4%	-0.1%	-0.8%	-0.7%	-0.5%	-0.1%	-0.1%	0.0%
教育与交流	2.9%	3.3%	3.1%	2.8%	2.4%	0.2%	0.3%	0.1%	-0.2%	-0.3%

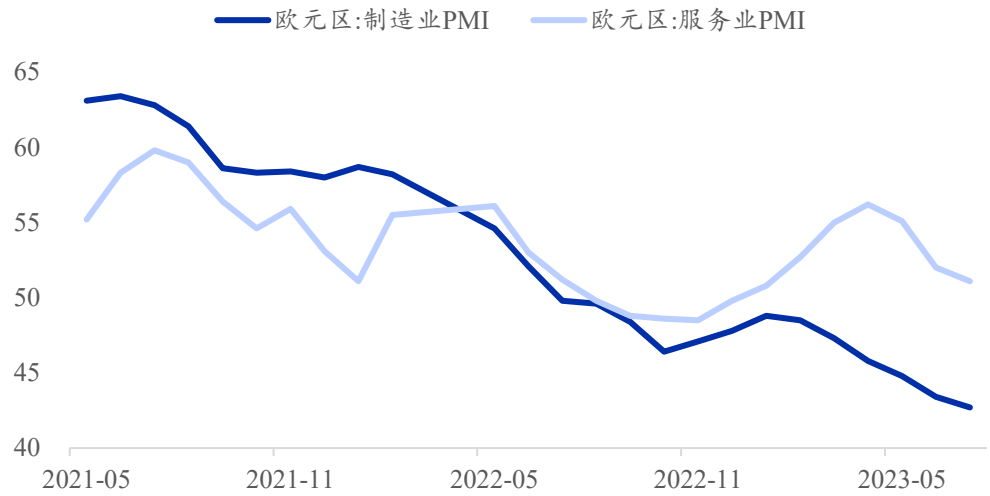
来源：Choice，华福证券研究所

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。7 月欧元区制造业 PMI 值为 42.7，低于前值 43.4，服务业 PMI 为 51.1，仍处于荣枯线以上，但较前值 52.0 有所下降。

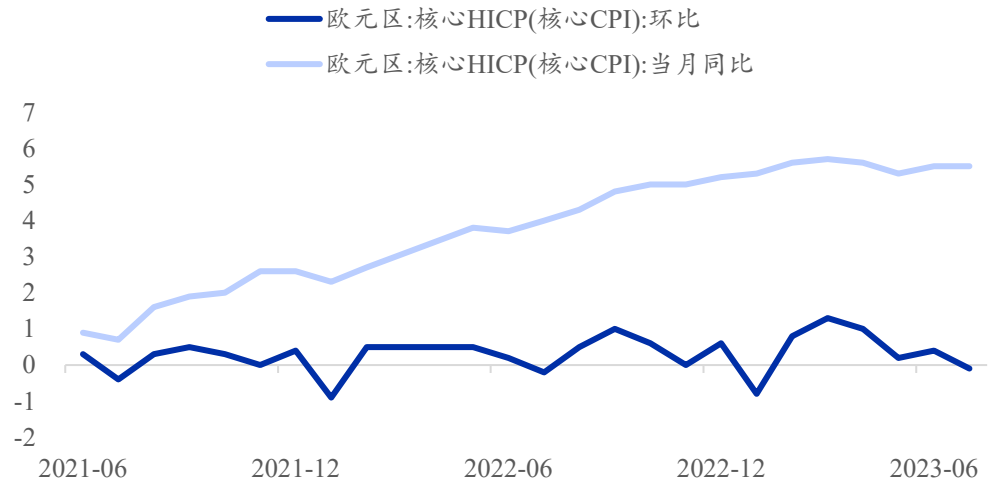
欧洲通胀压力依然较高，能说明通胀未来走势的核心 CPI 仍处于高位。7 月欧元区核心 CPI 同比上升 5.5%，与前值 5.5% 持平，环比下降 0.1%，为 6 个月以来首次环比出现下跌。欧央行行长拉加德表示，9 月可能加息或暂停加息。

图表 12: 欧元区服务业和制造业 PMI 值均低于前值 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 13: 欧洲通胀压力依然较高 (%)

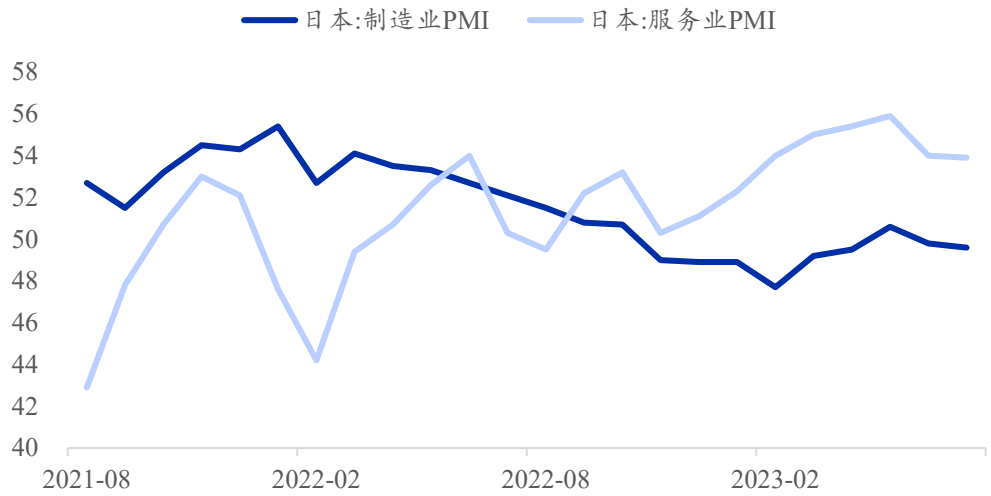


来源: Wind, 华福证券研究所

3.3 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下

7月日本制造业 PMI 为 49.6, 低于前值 49.8, 仍处于荣枯线以下。7月服务业 PMI 为 53.9, 前值 54.0, 仍位于荣枯线以上。日本央行行长植田和男表示需要继续耐心实施货币宽松政策以支持经济, 严格控制收益率可能影响市场波动性。

图表 14: 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下 (%)



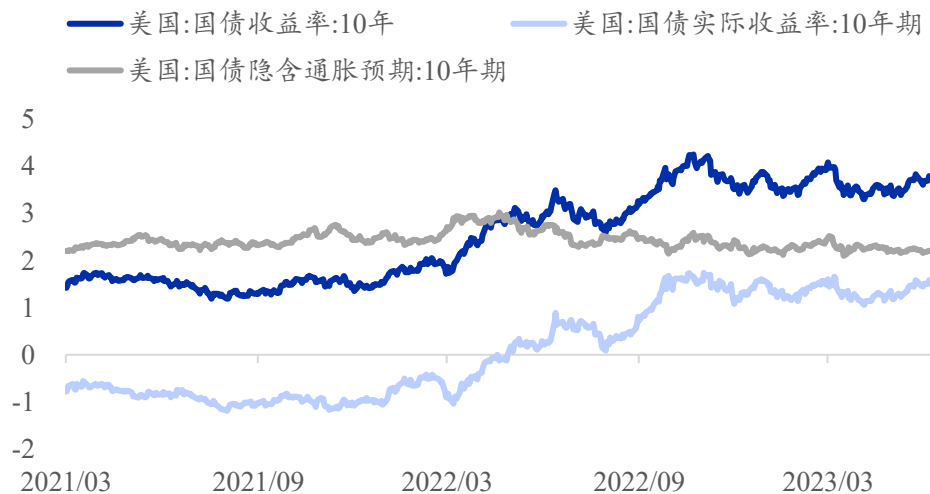
来源: Wind, 华福证券研究所

4 流动性: 7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

7月美债10年期隐含通胀预期上升至2.37%。而10年期中美利差倒挂幅度加深至129.84BP。

图表 15: 10年期美债隐含通胀预期有所上升 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

4.2 7月各国央行货币政策动向跟踪

总体来看, 7月美联储官员倾向于根据接下来的数据来判断年内是否会再次加息。欧

洲央行管委认为9月会加息或保持利率不动。

图表 16：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	古尔斯比 芝加哥联储主席	数据显示美国通胀放缓是“极好的消息”，但他尚未决定是否在下次政策会议上支持暂停加息。在下次会议之前，我们会得到更多的重要数据。但看起来我们在这条路径上进展良好。
	卡什卡利 明尼阿波利斯联储主席	经济将放缓，但可以避免衰退。目前美国失业率继续徘徊在3.6%的历史低点，不过未来几个月可能会升至4%。美国经济可以实现软着陆，如果将来需要继续加息，一定会这么做。
	鲍威尔 美联储主席	如果看到通胀稳定地下降，可以将利率降至中性水平，然后在某个时候降至中性水平以下。经济走强将带来更强劲的通胀，并补充说，将通胀降至2%的过程还有很长的路要走。这表明官员们不想过早停止紧缩政策。
	沃勒 美联储理事	美联储今年可能需要再加息两次，每次加息25个基点。（7月议息会议之前的讲话）
	戴利 旧金山联储主席	我仍然坚决致力于将通胀降至2%，必须采取足够措施将利率提高到足够紧缩的水平。目前美联储预计将进行一到两次加息。（7月议息会议之前的讲话）
欧洲	拉加德 欧洲央行行长	9月可能加息或暂停加息。
	卡兹米尔 欧洲央行管委	若九月暂停加息并不意味着之后不会加息。
	斯图纳拉斯 欧洲央行管委	如果9月加息，那将是最后一次。
加拿大	加拿大央行会议纪要	委员们一致认为利率政策“不够紧缩”。
德国	德国央行月度报告	德国通胀将于9月份回落，核心通胀在夏季仍将高企。
韩国	韩国央行	货币政策委员会决定改革常备借贷便利，以加强其作为流动性支持工具的作用。在非银行机构出现困难时，将迅速决定提供流动性支持。
日本	植田和男 日本央行行长	通过使收益率曲线控制（YCC）更加灵活，增强了政策的可持续性。因此，这是提高可持续实现物价目标的机会的一步。如果经济和物价超调，我们将允许长期利率在0.5%以上和1%之间浮动。但让收益率完全自由变动，本质上就是放弃YCC，我们还没有做好准备。我们希望调整收益率变动的速度，防止投机性债券交易蔓延。

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，地缘政治风险超预期。

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