

2023年08月05日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

非农低于预期，美债顶再确认

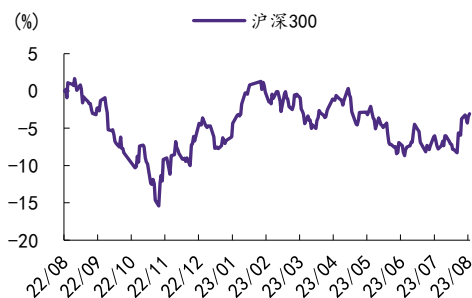
—宏观观点评报告

事件

分析师：杨芹芹 S1050523040001

yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《美国评级下调和长债增发，影响几何？》2023-08-03
- 2、《7月FOMC：模棱两可，利率达峰？》2023-07-27
- 3、《6月FOMC的三个信号：不降息，或加息，强经济》2023-06-15

北京时间8月4日晚，美国劳工局公布了7月非农数据，新增非农就业18.7万人，低于20万人的市场预期，失业率进一步下行0.1个百分点至3.5%，时薪有韧性同比4.4%，工作时长减少使得每周总收入同比增速回落。

投资要点

■ 非农数据喜忧参半：虽在降温，但有韧性

7月美国非农新增就业18.7万人，低于20万人的市场预期，就业市场有所降温。但失业率进一步下行（从3.6%降至3.5%），时薪仍有黏性（上涨0.2%至4.4%，超过了预期的4.2%）。

结构上呈现服务强制造弱，耐用强非耐弱，零售强建筑弱的格局，与美国当前经济数据的分化相似。

■ 后续宏观交易逻辑：通胀反复与经济韧性博弈

短期基数效应下通胀预计仍有反复，仍是市场关注的扰动因素。但是拉长周期来看，美国经济的脆弱性仍存，主要是制造业和服务业不及预期，去库周期持续，地产反弹减弱，衰退虽迟终至。

■ 资产表现：美债顶再确认，美元韧性犹存，黄金压制仍在

美债：短期震荡，长期收益率顶部再度明确；

美元：支撑还在，需警惕欧日货币政策冲击；

美股：韧性犹存，但性价比降低；

黄金：压制仍存，突破2000点仍待降息和衰退的催化。

A股：底部明确，指数震荡上行。

■ 风险提示

货币政策超预期，地缘政治事件再起，经济数据超预期。

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、 不及预期的 7 月非农	3
1.1、 非农就业有所降温, 结构分化明显	3
1.2、 本周资本市场是 7 月初行情的重演	4
2、 如何看待后续宏观交易逻辑?	5
2.1、 短期: 基数效应下通胀预计仍有反复	5
2.2、 后续美国经济仍有脆弱性, 衰退虽迟但到	6
3、 大类资产配置: 美债正处于配置窗口	8
3.1、 美债: 短期震荡, 顶部明确	8
3.2、 美元: 支撑还在, 警惕冲击	8
3.3、 股市: 韧性犹存, 性价比降低	9
3.4、 黄金: 压制仍存, 静待催化	9
3.5、 A 股: 底部确认, 震荡上行	9
4、 风险提示	9

图表目录

图表 1: 就业耐用强非耐弱, 零售批发升建筑落 (千人)	4
图表 2: 一周总薪增速回落	4
图表 3: 通胀预期抬升	5
图表 4: Manheim 指数和汽车价格走势一致	6
图表 5: 石油库存的下行从中长期支撑油价	6
图表 6: 耐用品回升带动库存短期波动	7
图表 7: 地产数据同步走弱	8

事件：

北京时间 8 月 4 日晚，美国劳工局公布了 7 月非农数据，新增非农就业 18.7 万人，低于 20 万人的市场预期，失业率进一步下行 0.1 个百分点至 3.5%，时薪有韧性同比 4.4%，工作时长减少使得每周总收入同比增速回落。

评论：

1、不及预期的 7 月非农

1.1、非农就业有所降温，结构分化明显

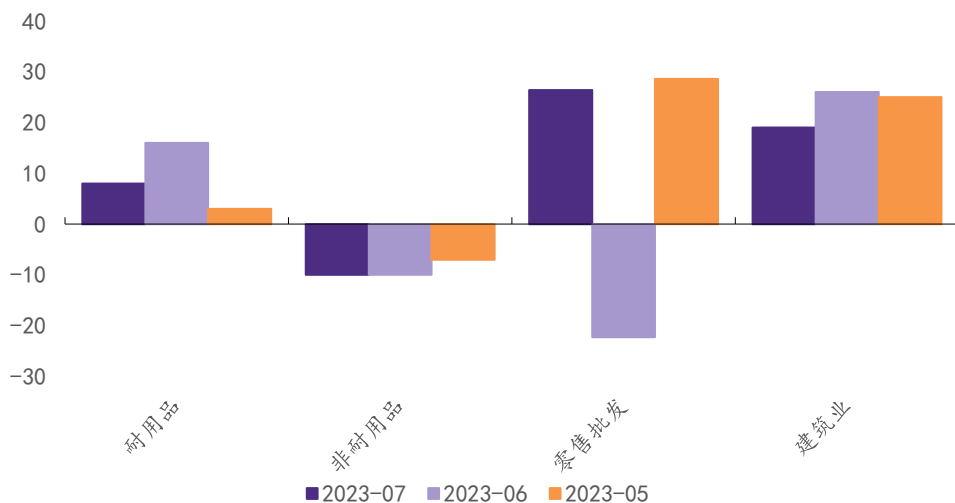
7 月非农低于预期，服务强制造弱、耐用强非耐弱、零售强建筑弱的格局，与美国当前经济结构分化相似。

7 月美国非农新增就业 18.7 万人，低于 20 万人的市场预期，失业率进一步下行 0.1 个百分点来到 3.5%。私人服务业就业 15.4 万人，商品生产新增就业 18 万人，服务业依然是就业的主力。其中教育保健新增 10 万人，休闲酒店行业新增 1.7 万人，这也符合近期职位空缺数据的趋势，教育保健职位空缺数维持在 200 万人左右的规模不变，而休闲酒店行业的职位空缺数已经从 2022 年底的 190 万人左右回落至 120 万人左右的空缺。零售和批发的就业出现回弹，共新增 26.4 万人，零售和批发新增就业的数据和美国零售销售增速的数据基本吻合，7 月的美国销售同比预计也会有所抬升。制造业依然呈现出耐用品强和非耐用品分化的情况，这也符合当前美国消费结构的分化，耐用品消费同比保持高增，耐用品订单持续上行，而非耐用品消费则是出现了回落。建筑行业新增就业数量出现了放缓，新增较上月回落 7 千人来到 1.9 万人，这也和近期美国地产数据回落的趋势相符。

就业持续降温，紧张格局有所缓解。当前美国职位空缺数持续缓解，求职比已经来到了 1.6 的位置，较年初 1.9 的位置有明显的回落，使得劳动市场的热度持续降温。每周工作时间下行，工资增速也出现回落，使得每周收入同比增速回落至了 3.46%。

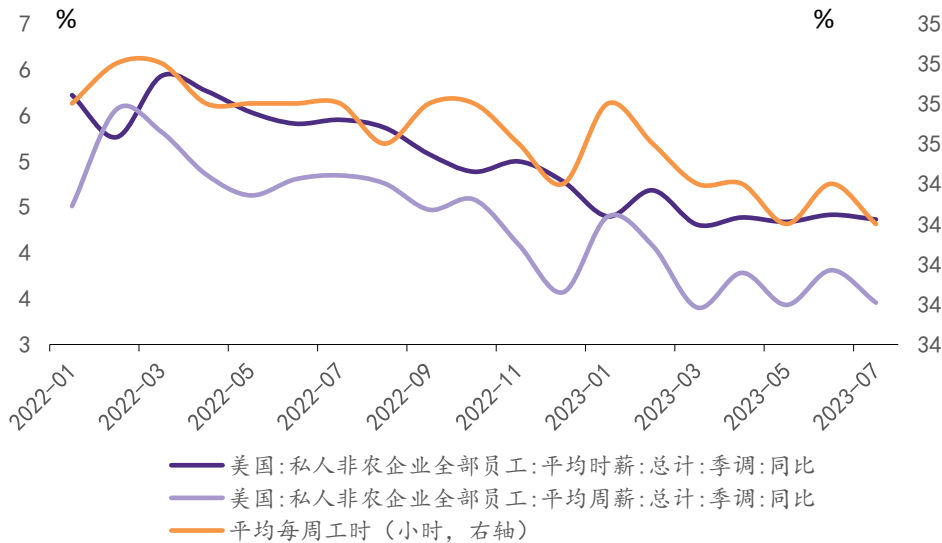
但时薪仍有韧性，同比环比均有回升。7 月平均时薪同比增速上涨 0.2%至 4.4%，超过了预期的 4.2%，环比增速维持在 0.4%，收入仍有韧性，这也是联储最关注的指标。

图表 1：就业耐用强非耐弱，零售批发升建筑落（千人）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：一周总薪增速回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.2、本周资本市场是 7 月初行情的重演

本周美债重演了 7 月初的情景，ADP 数据爆表使得美债上行破 4%，后因为非农数据的不及预期使得美债重新进入到回落区间。但不一样的是，本周也有财政部多发长端债的影响，使得美债出现了阶段性的收益率冲高。非农数据公布后，对于进一步加息的预期回落，

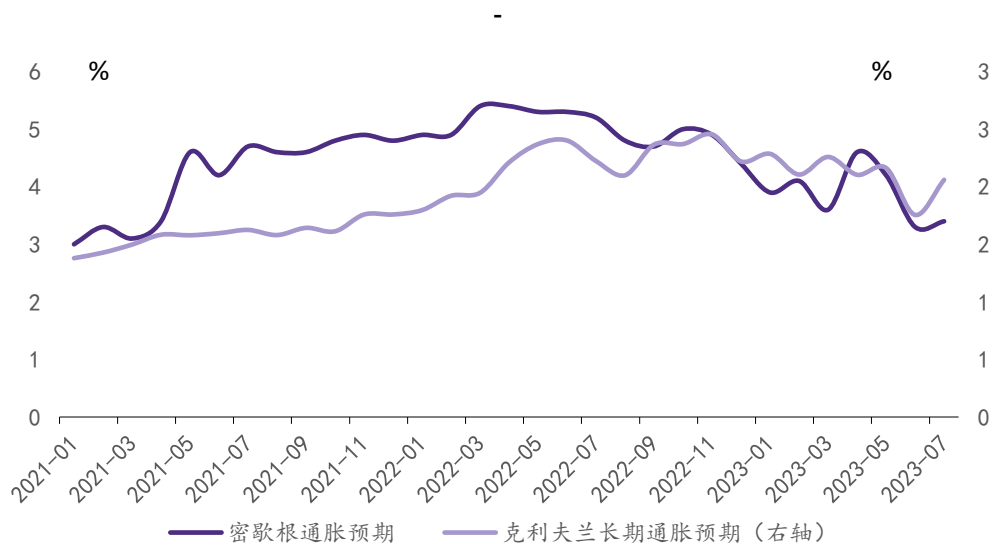
美债收益率快速下行近 17 个 BP，重回 4%附近；美股也有回弹，但被苹果业绩拖累最后收跌；美元指数回落，黄金压制边际减轻，金价最高回升至了 1980 美元/盎司左右的。

2、如何看待后续宏观交易逻辑？

2.1、短期：基数效应下通胀预计仍有反复

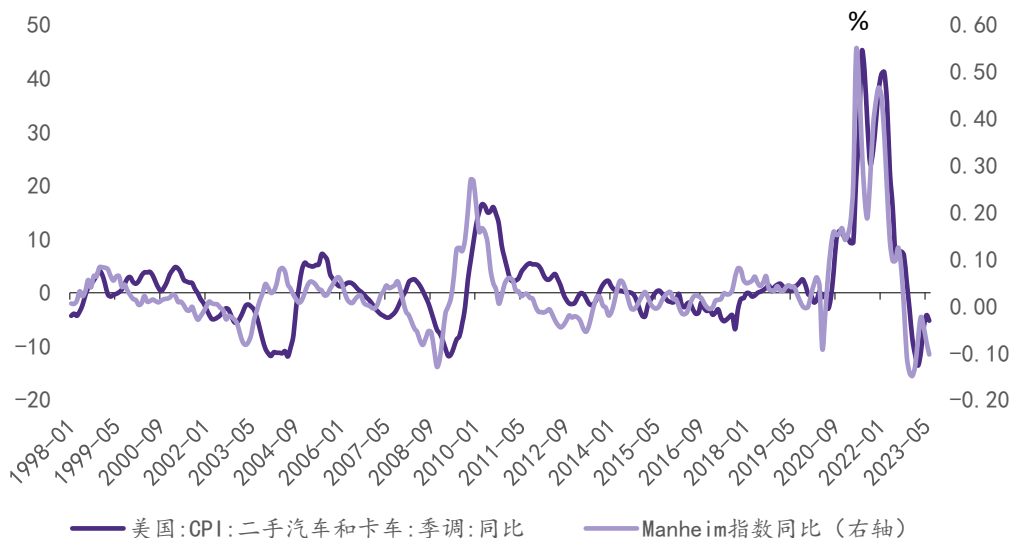
从通胀预期的角度来看，克利夫兰和密歇根大学的通胀预期指数近期都出现了一定的回弹。从基数效应来看，高基数相应的减弱同样给与通胀一定的回弹动力，但从具体的分项来看，回弹的动力较弱，不足以再次支撑加息的落地。7 月 Manheim 二手车价格指数回落，商品通胀中占比最多的二手车 CPI 预计在 7 月进一步拖累整体 CPI，食品价格在异常天气的影响下近期均出现了一定价格的回升，但是总体仍低于 2022 年时期的峰值，同样限制了食品通胀的抬头空间。能源价格短期有 OPEC+减产的助推、长期有美国低石油库存的支撑，预计价格会保持在 85 美元/桶左右的相对高位。伴随着石油价格基数效应的减弱，下半年能源对于整体 CPI 有望减轻拖累，转为支撑 CPI。总体来看，美国通胀会重新进入到反复震荡的过程中。

图表 3：通胀预期抬升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4: Manheim 指数和汽车价格走势一致



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 5: 石油库存的下行从中长期支撑油价



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2.2、后续美国经济仍有脆弱性，衰退虽迟但到

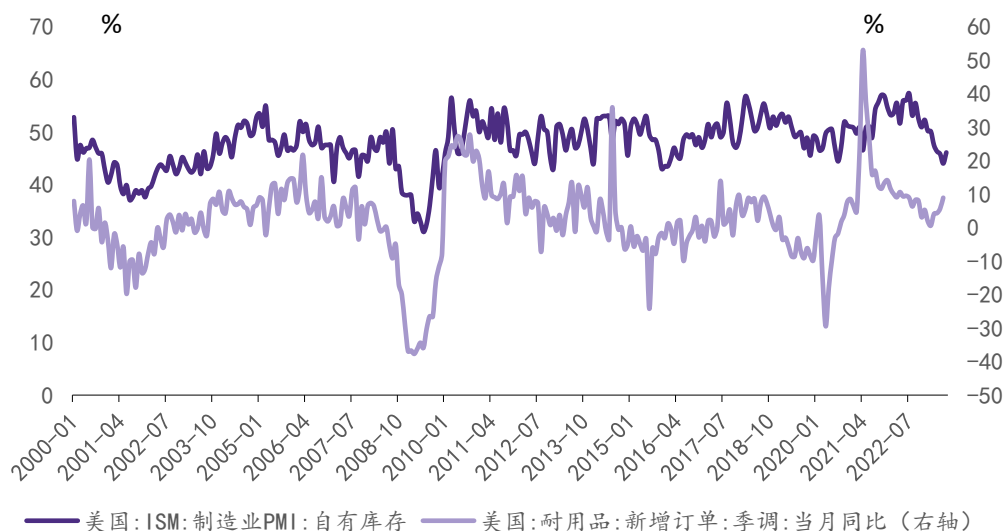
但从后续来看，美国经济的脆弱性仍存，主要是制造业和服务业不及预期，去库周期持续，地产反弹减弱。

从 PMI 的角度来看，7 月美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 均不及预期，制造业 PMI 预期 46.8，实际公布值 46.4，非制造业预期 53，实际公布 52.7。制造业和非制造业的景气度不及预期一方面显示出制造业和服务消费的热度降温；另一方面也显示出相关的就业持续回落，非制造业和制造业的就业指数均出现比较明显的回落，符合我们对于劳动市场持续降

温的判断。

从库存周期来看，美国库存周期仍在去库过程中，短期出现了耐用品订单的回升，主要是当前美国商品消费中的耐用品和非耐用品消费的分化所致，美国疫情后居民的低杠杆+高现金流使得消费韧性得以支撑，但是当前美国居民的杠杆已经修复至疫情前的水平，超额储蓄支撑减弱，低杠杆+高现金流对于后续的消费支撑减弱，因此耐用品订单反弹的可持续性较小，去库周期仍会持续。

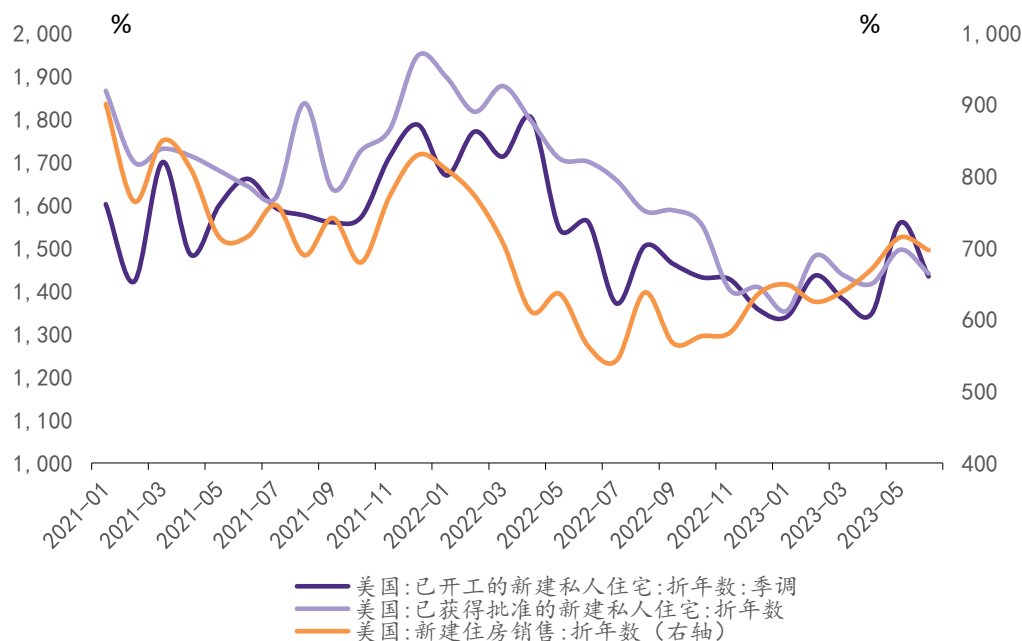
图表 6：耐用品回升带动库存短期波动



资料来源：Wind，华鑫证券研究

从地产周期来看，当前美国地产数据在短期反弹之后再度回落，新建住房销售、新建住房开工以及新建住房许可数量均出现了一定的回落，这一点也和这月建筑就业的回落相符，同样验证了美国地产周期更多的是反弹而不是反转，对于经济的支撑正在减弱。

图表 7：地产数据同步走弱



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、大类资产配置：美债正处于配置窗口

3.1、美债：短期震荡，顶部明确

短期来看，通胀数据再度反复，使得美债维持在相对高位震荡。但是中长期角度来看，美国经济仍会走弱，降息预期仍会落地，推动长端收益率进入到趋势性下行通道，因此当前依然是美债的配置窗口期，4%的收益率顶部明确。

3.2、美元：支撑还在，警惕冲击

美元指数与美债收益率走势较为一致，在美债的相对性价比以及美国经济仍有韧性的背景下，美元预计将会保持在相对的高位震荡，预计保持在 100-102 左右的位置。但也要承受欧元区 9 月加息以及日央行逐步放开 YCC 的冲击：美国加息预期放缓，欧央行加息预期仍存，9 月预计出现欧美货币政策的错位，将会给美元带来一定冲击，日央行对于 YCC 政策预计持续边际放缓，美日利差收窄，给美元造成一定冲击。

3.3、股市：韧性犹存，性价比降低

加息预期放缓，美股进入到了高利率悬挂时期。参考历史经验，高利率悬挂时期美股往往表现较为强势，但也往往伴随着经济数据的走弱，高利率悬挂期间的股债双牛走势会出现分化，债持续牛而股转熊。在我们美国经济仍会衰退的宏观判断下，后续美股仍要面对衰退带来的盈利和性价比的压制，盈利影响已经开始显现，周五苹果业绩不及预期，拖累三大股指转跌，8月23日英伟达将公布业绩，仍需警惕美股巨头公司的盈利冲击，整体来看股的性价比低于债。

3.4、黄金：压制仍存，静待催化

黄金更多的是预期衰退或者是降息的发生，当前已经预期加息暂停的情况下，黄金的定价更多的是看经济数据的走弱和降息的节点。短期在经济相对韧性的情况下黄金价格仍会维持震荡的格局，预计2000美元/盎司的压制位仍强，需等到经济切实走弱或者降息预期的强化才能出现趋势性的上行机会。

3.5、A股：底部确认，震荡上行

6月中旬以来，汇率底（公开喊话、逆周期因子调节、上调宏观审慎调节参数）和政策底（稳地产、稳汇率和活跃资本市场）的基础不断夯实，A股整体的市场风险偏好修复，带动A股触底回升。本轮政策发力始于6月中上旬，经济最悲观的时候已经过去，市场底或已出现。地产和资本市场政策催化可期，反弹窗口期开启，顺周期阶段性占优，静待“价值搭台、成长唱戏”。

4、风险提示

货币政策超预期，地缘政治事件再起，经济数据超预期。

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

孙航：金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。