

华金宏观·双循环周报（第20期）
投资要点

- ◆ **时薪、失业率、劳动力缺口指向美国劳动力市场仍然紧张。**美国7月非农就业连续第二个月低于预期，但薪资仍保持较高增速，整体格局与上月类似，“薪资通胀螺旋”事实上仍然得到强化。结构看似矛盾的就业数据显示，美国的薪资增速尚未见到拐点，平均时薪连续第4个月同比增长高达4.4%左右，提醒市场不应简单认为美国劳动力市场已经开始降温，劳动力市场的紧张程度也尚未缓解。从行业数据来看，美国服务行业就业仍呈现旺盛格局，其中教育医疗、金融业和休闲旅游业保持了连续数月的新增势头；实际利率的低位运行同样缓和了加息途中美国房地产行业潜在下滑的深度，从而带动建筑业就业持续火热。此前的ADP数据一度导致10Y美债收益率大幅抬升，7月就业数据公布后小幅回落，但仍处于较高水平。**我们预计美联储9月大概率再度加息25BP，2024年3月之前不会开始降息，近期抬升至4%以上的美债长端利率中枢可能会持续，但短端利率的回落我们认为并非近期趋势，可能迎来反弹。**
- ◆ **四部门联会梳理既有政策，未明确透露进一步刺激政策方向。**发改委、财政部、央行、税务总局联合召开新闻发布会，对市场关心的经济刺激政策进行了详细梳理，主要包括四个方面。一、延续实施大力支持科技创新企业、中小微企业、实体经济发展的减税降费政策。二、支持扩大汽车消费、家电家居消费已经推出一系列政策。三、加快推进重大项目投资。四、发挥好货币政策工具总量和结构的双重功能。
- ◆ **货币政策在本次发布会上获得最大关注，针对是否可能进一步实施降准降息的问题，货政司邹澜司长给出了较为平衡的回答，并未透露明确的方向。**关于降息空间，邹司长指出，需要进行“统筹搭配，灵活运用”，综合评估其他工具使用进度和中长期流动性情况而定。对于降息，则提出要“科学合理”把握利率水平，“兼顾把握好增长与风险、内部与外部的平衡，防止资金套利和空转，提升政策传导效率，增强银行经营稳健性”，从风险角度提示市场关注利率变化的双面影响。
- ◆ **市场格外关注的引导存量房贷利率下调的问题，邹司长在回答中称“未来还将继续发挥好贷款市场报价利率改革效能和指导作用，指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”，我们理解仍然是在LPR的框架内落实好6月的10BP 5Y LPR利率下调向存量房贷利率的传导效果为主，并非指向新的存量房贷利率下调工具，更没有明确提出任何一线城市优先使用新工具的含义。维持下半年再降准75BP的预测不变，8-9月、12月都是降准的较好选择时点；利率方面，维持年底前1Y LPR下调20-30BP，5Y LPR下调10-15BP的预测不变。**
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周欧美股市普遍下跌，A股计算机、非银金融领涨，医药生物、石油石化跌幅最深；美债长短期收益率分化，10Y收益率上行9BP，1Y下行；中美10Y利差继续扩大，中国1Y国债收益率下行7BP；美元指数上行，人民币被动小幅贬值，金价小幅下行，油、煤价格上行。
- ◆ **风险提示：**美联储加息力度超预期风险。

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

- 房地产需求政策专题暨双循环周报（第19期）-地产放松信号如何着手落实？
2023.7.30
- 工业企业利润点评（2023.6）-能源保供向制造业让渡利润 2023.7.27
- 美联储FOMC会议（2023.7）点评-“螺旋性高薪资”击败“一次性低通胀” 2023.7.27
- 政治局会议政策解读-战略定力与战术优化的平衡 2023.7.25
- 华金宏观·双循环周报（第18期）-辨析“城中村改造”与“货币化棚改” 2023.7.23

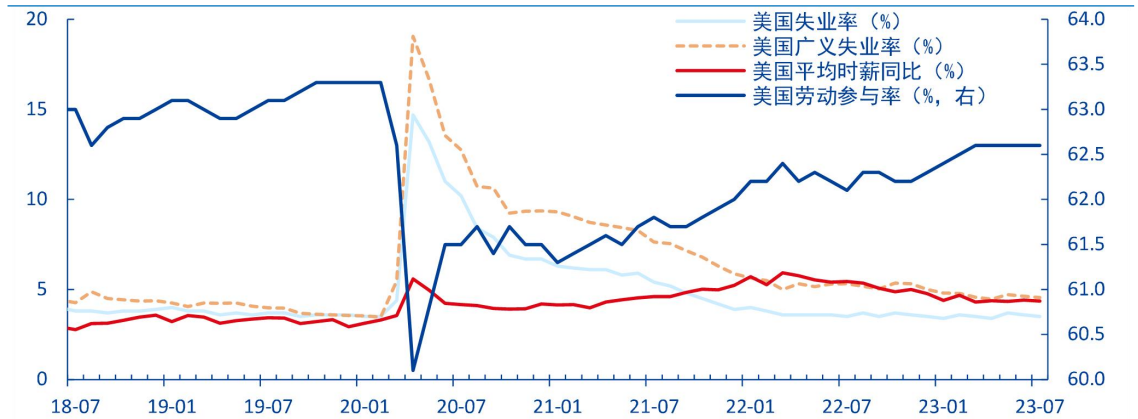


时薪、失业率、劳动力缺口指向美国劳动力市场仍然紧张

美国7月非农就业连续第二个月低于预期，但薪资仍保持较高增速，整体格局与上月类似，“薪资通胀螺旋”事实上仍然得到强化。当地时间8月4日，美国劳工统计局公布7月就业数据，7月非农新增就业18.7万人，稍低于预期的19万人，连续第二个月徘徊在近两年半低位；其中私人部门新增非农就业17.2万人；同时，将6月非农新增就业从20.9万人下修至18.5万人。尽管新增非农就业偏冷，但失业率并未常规上行，而是再度小幅下行0.1个百分点至3.5%，维持在近一年以来的持续低于4%的紧张水平；此外，7月劳动参与率连续第5个月维持在62.6%的稍低于疫情前水平，劳动力缺口在上月小幅下行的基础上再度反弹，当月新增82万至374万，仍大幅高于疫情前，显示劳动力市场仍然维持紧张状态并未有明显改善。平均时薪连续第4个月同比增长高达4.4%左右，也提醒市场不应简单认为美国劳动力市场已经开始降温。

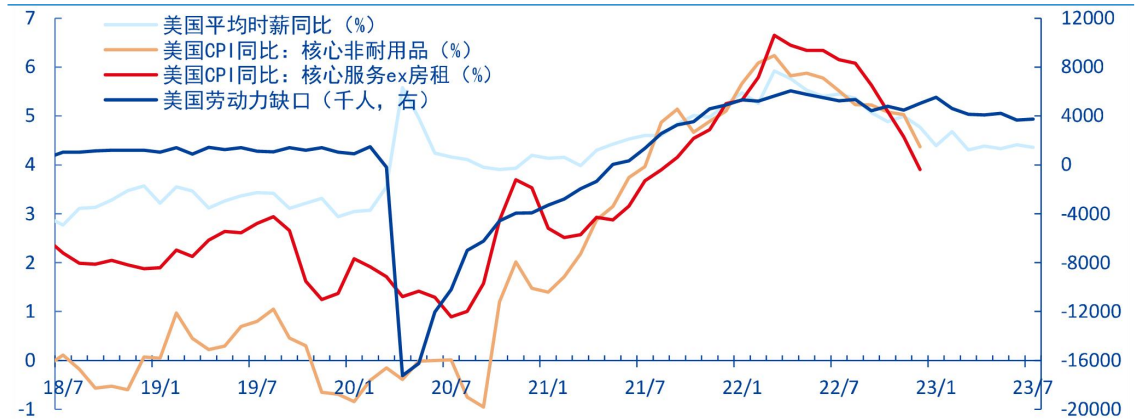
此前公布的通胀数据显示，美国6月核心通胀同比由于二手汽车增多而带动耐用品价格下滑，我们也已经在报告《美元跌破100人民币7.13，是趋势逆转么？——华金宏观·双循环周报（第17期）》（2023.7.15）中分析指出由供给增加带来的短暂性通胀下行很可能是不可持续的。结合7月美国劳动力市场状况，4.4%的薪资同比增速和再度反弹的劳动力缺口，事实上指向仍然得到强化的薪资通胀螺旋：当前美国商品和服务市场的需求降温速度在前期巨额财政补贴的支撑下实际上非常缓慢；与此同时劳动力供给以及由其所支撑的商品和服务产出加速增长阶段已经过去，商品和服务市场、以及劳动力市场的需求缺口均进入到一个拉锯阶段而无法继续明显收窄，7月结构看似矛盾的就业数据显示，美国的薪资增速尚未见到拐点，劳动力市场的紧张程度也尚未缓解。

图1：美国劳动参与率、失业率、广义失业率与平均时薪同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：大流行前24个月平均时薪使用两年平均增速

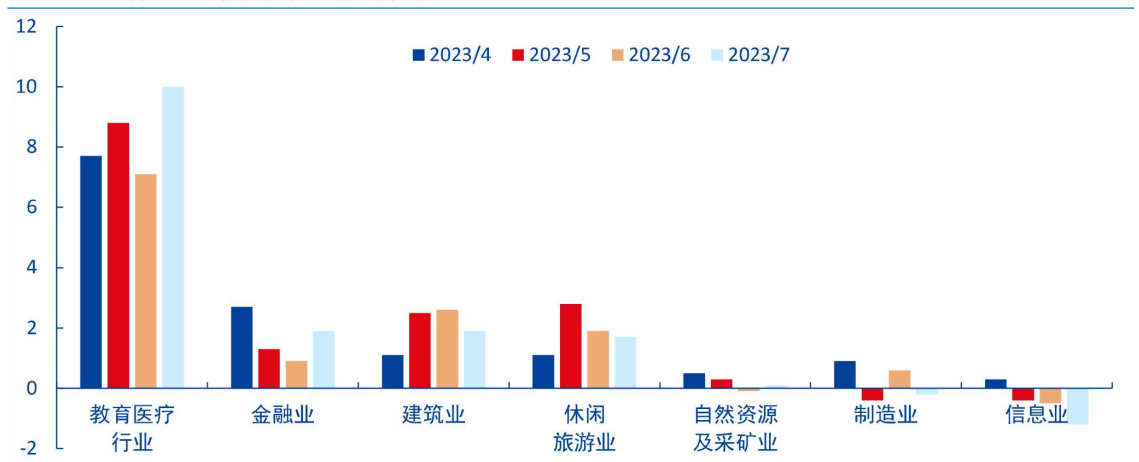
图 2: 劳动力缺口再度扩大, 时薪居高不下



资料来源: Wind, 华金证券研究所

美国服务行业就业仍呈现旺盛格局, 房地产市场转暖带动建筑业就业持续火热。从行业数据来看, 新增就业基本集中在服务行业。其中, 教育医疗、金融业和休闲旅游业保持了连续数月的新增势头。结合日前公布的 Q2 实际 GDP 数据结构来看, 在前期巨额财政补贴和高薪资的支撑下, 美国居民的个人服务消费支出仍然火热, 带动相关行业新增就业人数居于前列。实际利率的低位运行同样缓和了加息途中美国房地产行业潜在下滑的深度, 近期美国房地产供需呈现转暖迹象, 由此拉动了火热的建筑业就业。7 月建筑业新增就业人数达 1.9 万, 在上月超高的基础上仍保持了较高的新增就业水平。

图 3: 4-7 月美国新增非农就业行业分布 (万人)

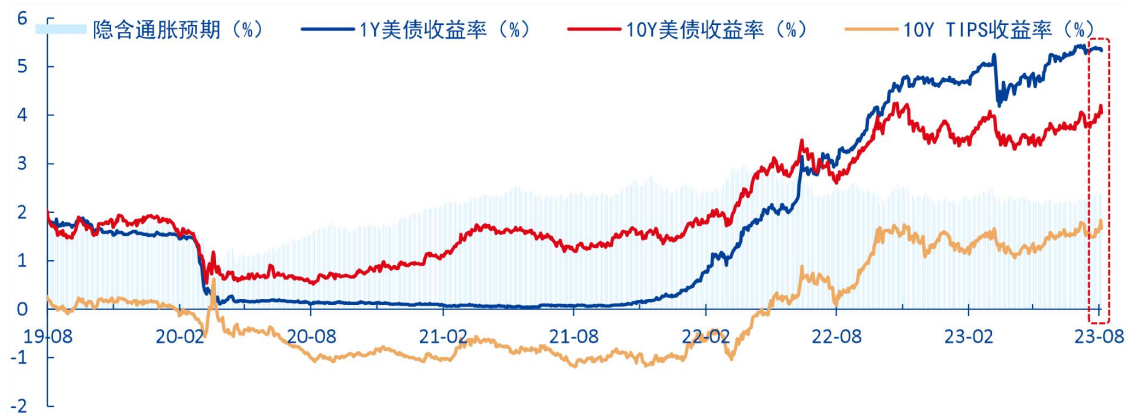


资料来源: Wind, 华金证券研究所

ADP 数据一度导致 10Y 美债收益率大幅抬升, 7 月就业数据公布后小幅回落, 但仍处于较高水平。上周公布的强劲的 Q2 实际 GDP 数据、以及 8 月 3 日超预期的“小非农”ADP 数据公布后, 一度导致市场对美国经济增长前景预期大幅提升, 10Y TIPS 拉动 10Y 美债收益率大幅上行至 4.2%, 但 4 日非农数据公布后即回落至 4.05%, 但仍较上周五上行 9BP; 与之相反, 非农公布后 1Y 美债收益率下行 4BP 至 5.33%, 显示市场短期将 7 月非农数据解读为无法支撑后续通胀持续维持高位, 但我们上文的分析已经指出, 7 月尽管非农就业新增较少, 但失业率下行、薪资维持高增、劳动力缺口扩大的格局仍提示美国劳动力市场当前仍处于高度紧张状态, 薪资通胀螺旋尚未解除, 未来核心通胀下行斜率大概率放缓, 并且不排除下次会议前新的核心通胀数据再度冲高的可能性。我们预计美联储 9 月大概率再度加息 25BP, 2024 年 3 月之前不会开始降

息，近期抬升至4%以上的美债长端利率中枢可能会持续，但短端利率的回落我们认为并非近期趋势，可能迎来反弹。

图4: 10Y TIPS、10Y美债收益率上行，1Y美债收益率下行(%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

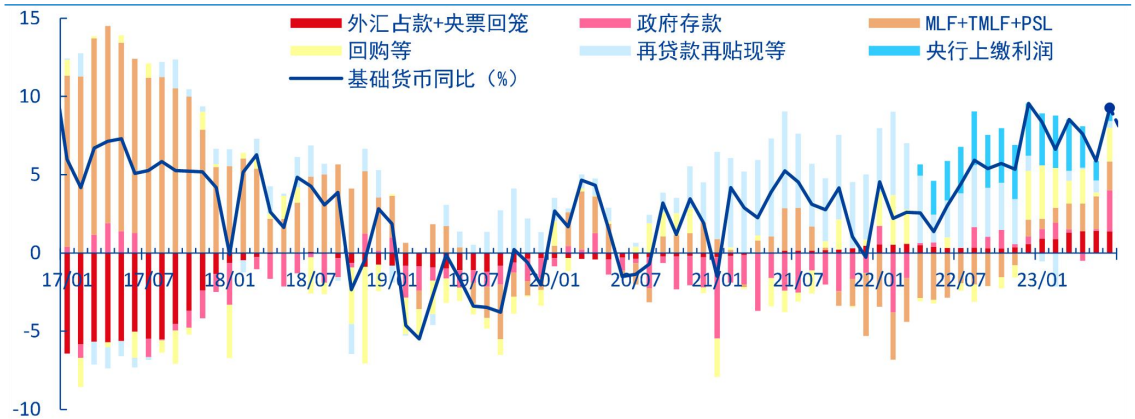
四部门联合会梳理既有政策，未明确透露进一步刺激政策方向

发改委、财政部、央行、税务总局联合召开新闻发布会，对市场关心的经济刺激政策进行了详细梳理，主要包括四个方面。一、延续实施大力支持科技创新企业、中小微企业、实体经济发展的减税降费政策。对小微企业增值税所得税优惠政策力度进一步有所加大或对即将到期的政策有效期进行了延长，对创投企业、研发支出等税收优惠力度加大。二、支持扩大汽车消费、家电家居消费已经推出一系列政策。包括加快推进充电桩建设、提升二手车交易便利度、实施家具家电下乡等措施。三、加快推进重大项目投资。包括加快推进“十四五”规划102项重大工程及其他经济社会发展重大项目，延续实施支持交通基础设施项目建设的阶段性政策等。四、发挥好货币政策工具总量和结构的双重功能。上半年已经实施的降准、小幅降息等操作有助于保持流动性合理充裕，推动实体经济融资成本稳中有降，结构性货币政策工具增加了一些再贷款再贴现额度，对于支撑基础货币供给、支持绿色低碳、科技创新、普惠小微企业等起到了一定的积极作用。

货币政策在本次发布会上获得最大关注，针对是否可能进一步实施降准降息的问题，货政司邹澜司长给出了较为平衡的回答，并未透露明确的方向。关于降息空间，邹司长指出，需要与公开市场操作、MLF、以及结构性货币政策工具的流动性投放总量效应进行“统筹搭配，灵活运用”，综合评估其他工具使用进度和中长期流动性情况而定。对于降息的关注，邹司长回应表示，要“科学合理”把握利率水平，既要适时适度做好逆周期调节，又要“兼顾把握好增长与风险、内部与外部的平衡，防止资金套利和空转，提升政策传导效率，增强银行经营稳健性”，从风险角度提示市场关注利率变化的双面影响，并未给出明确的降息暗示。

对于市场格外关注的引导存量房贷利率下调的问题，邹司长在回答中称“未来还将继续发挥好贷款市场报价利率改革效能和指导作用，指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”，我们理解仍然是在LPR的框架内落实好6月的10BP 5Y LPR利率下调向存量房贷利率的传导效果为主，并非指向新的存量房贷利率下调工具，更没有明确提出任何一线城市优先使用新工具的含义。

图 5：基础货币同比增速及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

我们认为，从流动性投放量的角度分析，今年稳增长无论是在稳定房地产市场融资需求还是在稳定基建投资相对高增、抑或是助力先进制造业投资维持火热势头的角度来看，都需要提供较去年更多的中长期低成本高效率流动性，降准无疑是最好的选择，维持下半年再降准 75BP 的预测不变，8-9 月、12 月都是降准的较好选择时点。利率方面，尽管近期重要政策会议对房地产市场不再强调“房住不炒”，但因城施策大框架实际上进一步有所强化，房地产市场仍属于风险隐患有待“稳妥处置化解”的阶段，政策层面似乎对于激进大幅降息刺激一线城市为主的房地产市场需求的老办法保持相当的谨慎，加之商业银行净息差有待修复以稳定长期信用扩张能力、基建投资项目贷款久期较长对小幅的利率下调已经较为敏感，综合分析，我们维持年底前 1Y LPR 下调 20-30BP，5Y LPR 下调 10-15BP 的预测不变。我们认为小幅的、向短端倾斜的降息是非常必要的，但大幅的长端降息概率很低。

图 6：货币乘数同比增速及贡献结构（%）

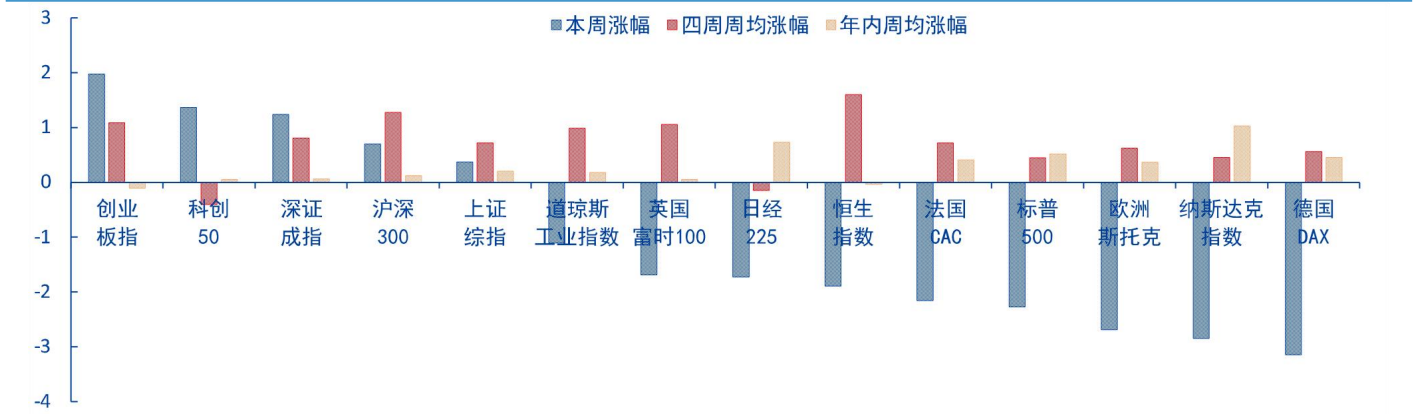


资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：美联储加息力度超预期风险。

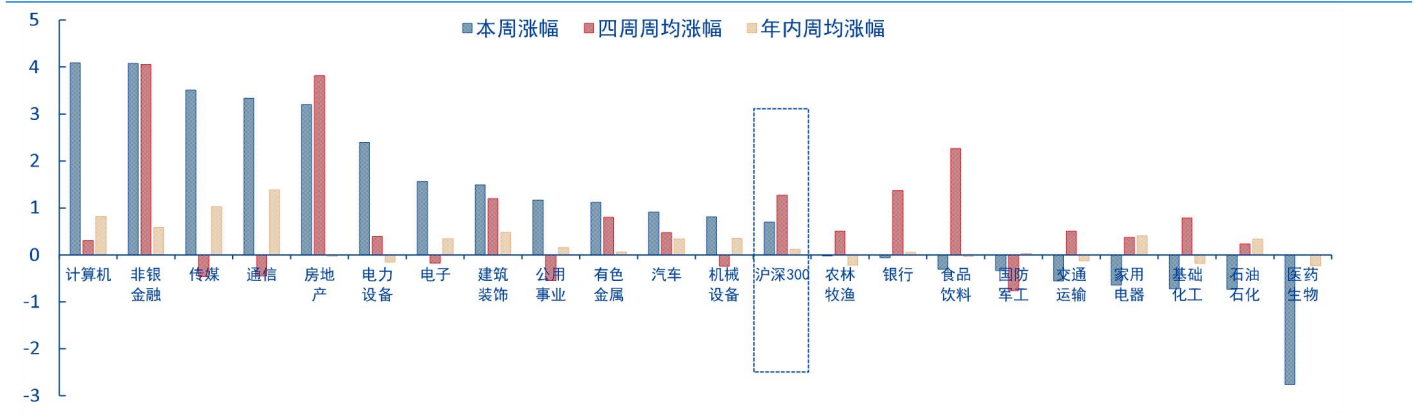
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 7: 全球股市: 欧美股市普遍下跌, A股创业板指领涨



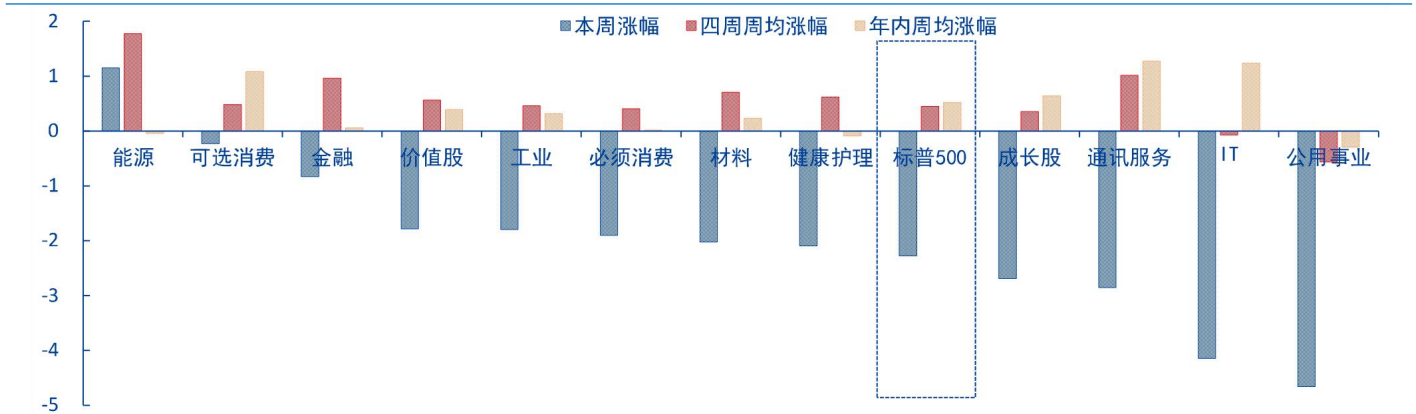
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周计算机、非银金融领涨, 医药生物、石油石化跌幅最深



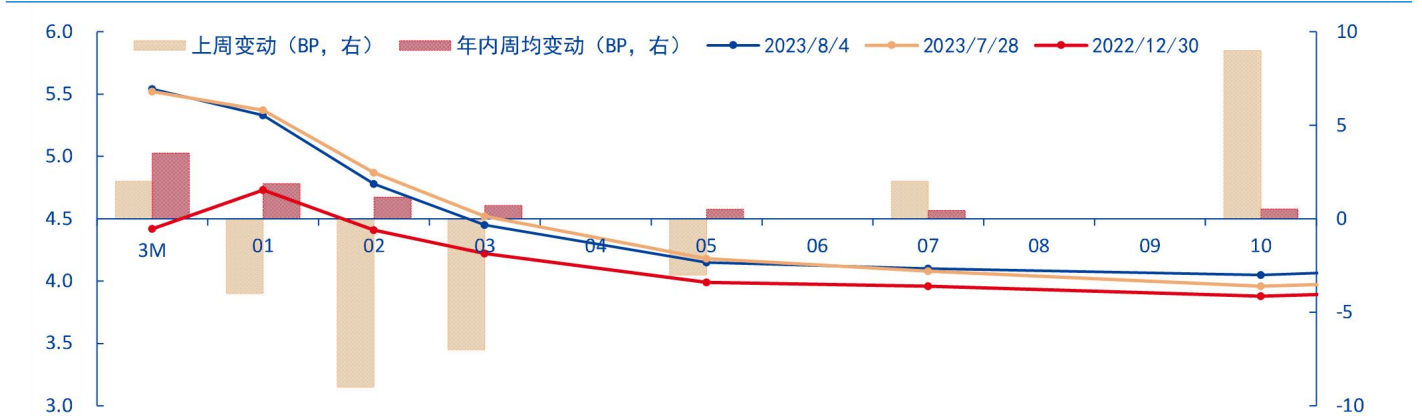
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股能源上涨, 公共事业、IT 板块跌幅较深



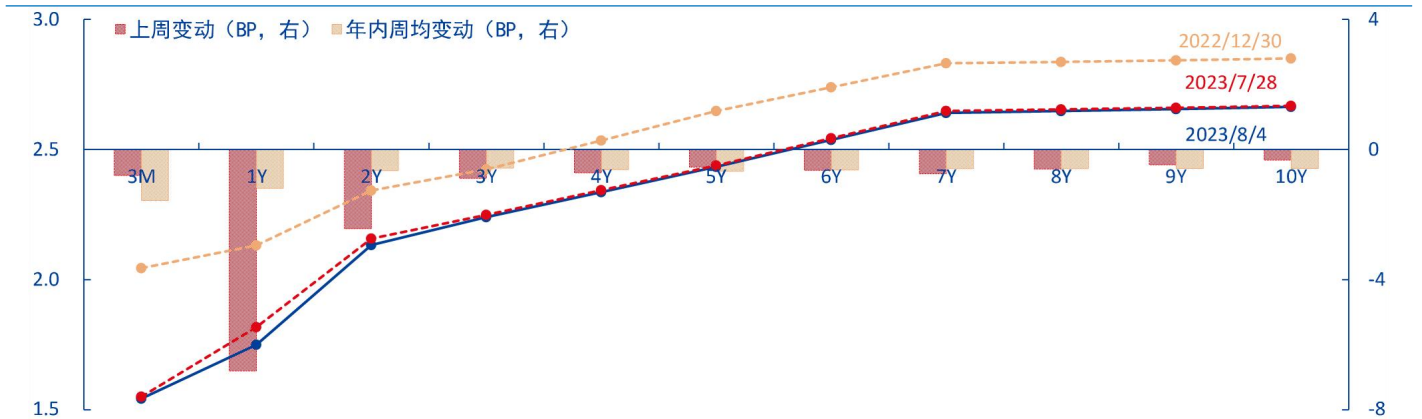
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 美国国债收益率变动幅度: 长短期收益率分化, 10Y 国债收益率上行 9BP



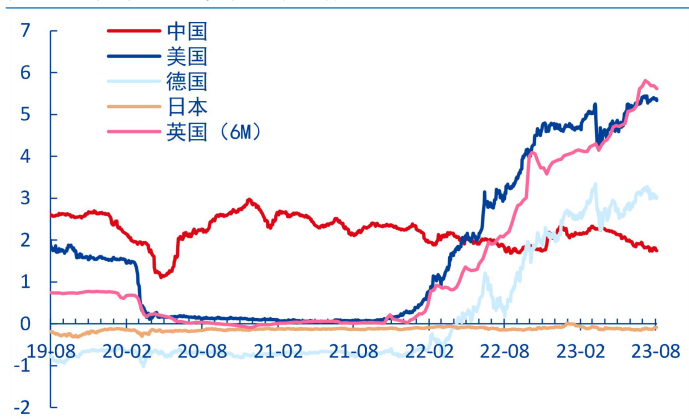
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 中国国债收益率变动幅度: 1Y 国债收益率下行 7BP



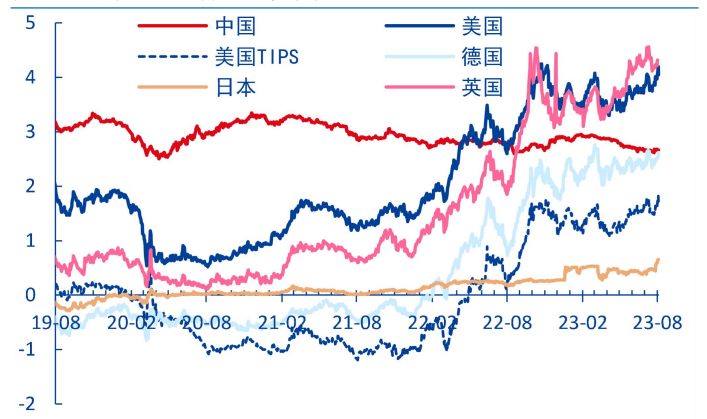
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 本周 1Y 国债收益率下行 7BP (%)



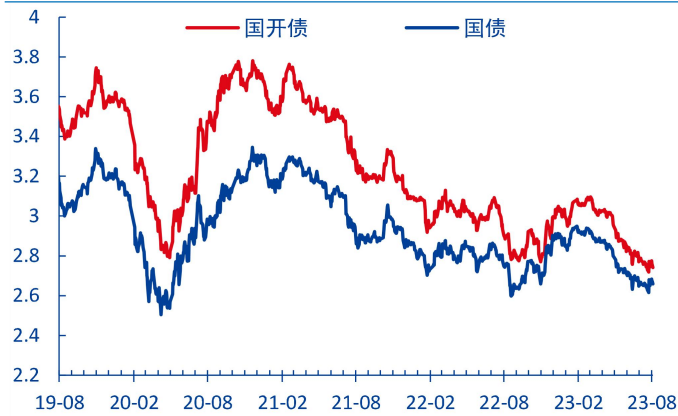
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 中美 10Y 利差继续扩大 (%)



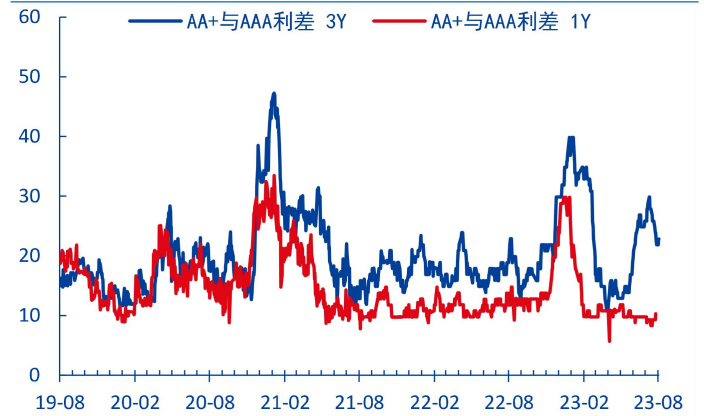
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 10Y 国开债与国债利差继续缩小 (%)



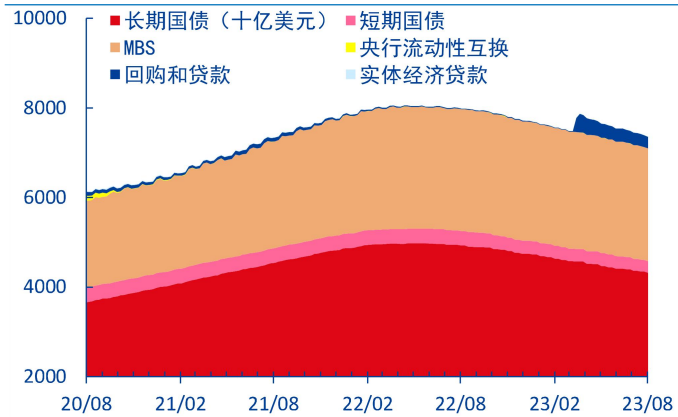
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 1Y、3Y 信用利差有所扩大



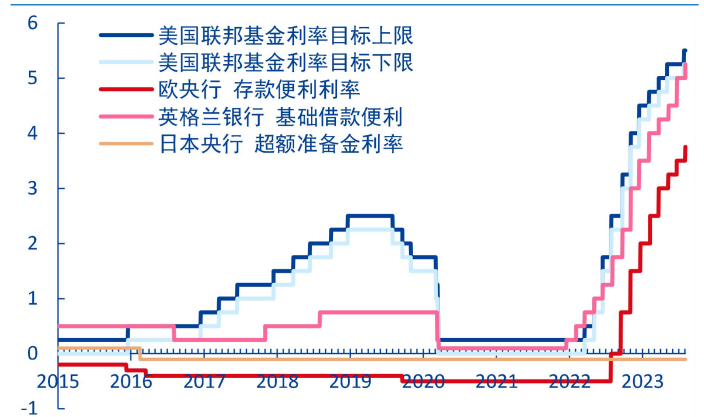
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



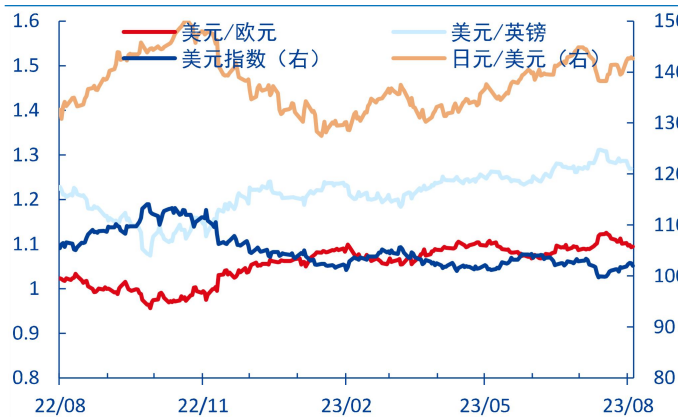
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 主要央行政策利率 (%)



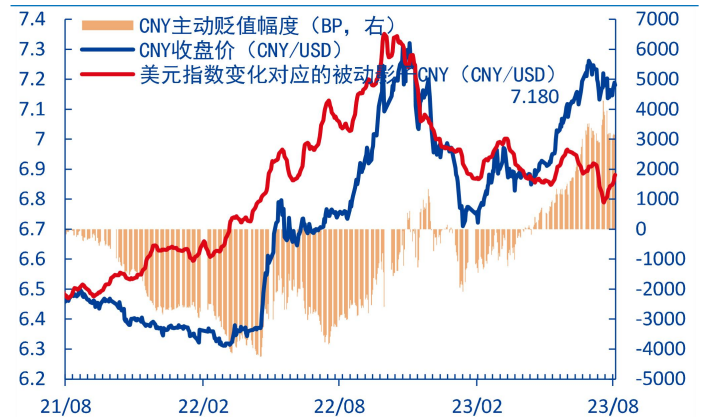
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 全球汇率: 美元指数继续上行



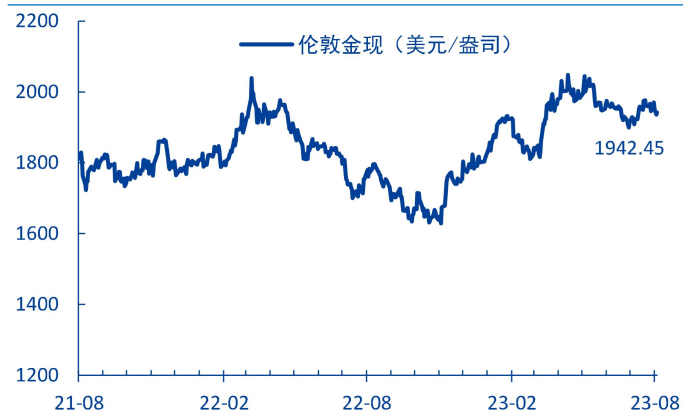
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 人民币本周被动小幅贬值



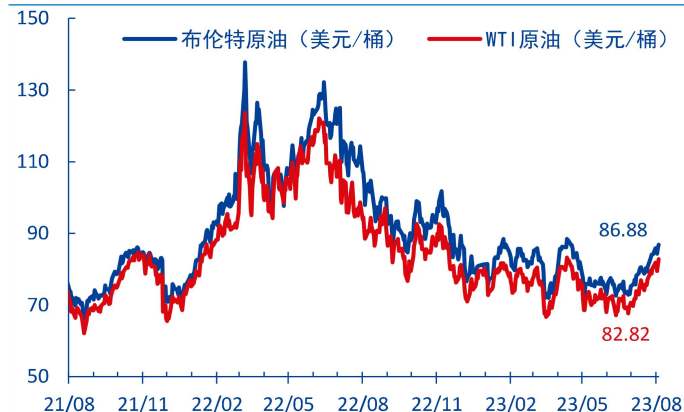
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 金价本周小幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 本周油价继续上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 7 月下旬煤价继续上涨, 无烟煤涨幅较大



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 本周铜价小幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn