

宏观周报 20230808

美国 VS 欧洲：悲喜并不相通？——海外宏观经济周报

2023年08月08日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002
taoch@dzwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001
shaox@dzwzq.com.cn

相关研究

《经济“放开 2.0”，这次有何不同？》

2023-08-06

《7月非农：美国失业率高升还有戏吗？》

2023-08-05

- 本周美国方面重点关注就业以及主权遭评级下调事件，欧洲方面主要公布的数据有 GDP 及通胀情况，那么具体来看：
- **美国 7 月非农再次释放矛盾信号：**7 月季调后非农就业人口增加 18.7 万人，不及预期的预期增 20 万人。这是自 2020 年 12 月以来最小的一次上涨。而失业率却再次走低回落至 3.5%。新增非农就业人数的减少主要是政府就业在拖累，医疗就业仍是增长主力。而再次回落的失业率则是主要受到亚裔就业的影响。7 月份亚裔的失业率大幅下降 0.9% 至 2.3%。除此之外，“少数群体”中的只有西班牙裔、拉丁美洲裔的失业率在上涨。“少数群体”可以最先感知到就业市场是否降温，7 月他们再次下降的失业率可能预示着就业依旧偏紧。
- **薪资压力不减，通胀压力难言减弱。**工资作为受到密切关注的指标，本月无论是同比还是环比，增速均没有任何缓和：同比增加 4.4%，环比增加 0.4%，均与 6 月持平。当前薪资增速已经赶超通胀水平，实际工资在上涨，这将给未来推升物价上行带来压力，未来通胀或有再起的担忧。
- **除此之外，美国评级遭下调引发美债抛售，10 年及 30 年美债收益率站上 4%。**惠誉下调评级的主要原因有二：一是因为美国债务上限危机的两党之争，对美国政府治理能力有效性及稳定性的担忧。二是美国当前债务高垒，美国面临的赤字及财政压力。本次 AAA 下调到 AA+ 并没有任何额外的催化原因，且下调的时间点更是有些奇怪。因此我们认为本次评级下调对美元信用的危害性较小，但需要关注的是美债收益率大幅上涨后是否会引发类似硅谷银行等风险事件。
- **欧洲方面，当前正面临“双高”压力。**高利率+高通胀环境下，欧元区需求及投资陷入疲软。虽然二季度欧洲经济勉强没有陷入衰退，GDP 增速超预期上涨 0.3%，但 20 国经济增速参差不齐，其中德国受去工业化及俄乌冲突的持续影响，二季度为 0 增长。而法国经济受到邮轮业的复苏，出口有所增长，二季度相较于一季度增长 0.5%。虽然 7 月欧元区的通胀有所缓解，但核心通胀依旧在 5.5% 的高位。这也让欧央行陷入两难：一方面经济基本陷入停滞，但另一方面当前物价水平仍旧有较大压力。由此往后看，欧洲经济存在较高不确定性，未来走势蒙阴。
- 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：美国经济持续向好。**截止至 7 月 30 日当周美国纽约联储 WEI 指数初值录得 1.75，再次刷新高值，美国经济表现依然强劲。当前在消费与制造业投资持续拉动经济，叠加下半年地产回暖有望带领住宅投资企稳转正的情况下，美国未来经济增长前景可观，年内衰退概率较低。欧洲方面，截止至 7 月 30 日当周德国经济活动指数为 0.45，前值被大幅下调为 0.41，在制造业的持续拖累下，德国经济堪忧。
- **需求：消费表现亮眼。**本期美国出行活动边际下滑，但整体仍处于高位。消费表现则更令人惊喜，截止 7 月 30 日当周美国红皮书零售销售同比录得 0.1%，结束了连续三周的负增长，我们先前提到如果该指标持续为负可能意味着经济的衰退，当前负增的结束更加说明了美国消费具有韧性，进一步带动经济上行。

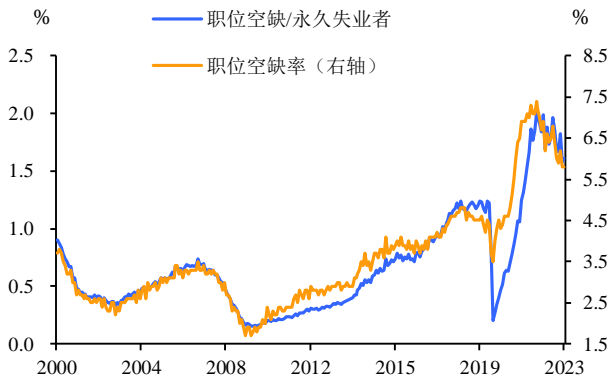
地产方面，本周抵押贷款利率继续上升，即将触及 7% 的高位，受到高利率影响本周抵押贷款申请人数也有所回落。今年以来地产需求有所改善，但整体仍偏弱，供给紧张仍是地产回暖的最主要因素。

- **就业：劳动力市场仍然强劲。**截止至 7 月 29 日当周，美国首次申请失

业救济人数小幅上升 6000 人至 22.7 万人，符合预期。截至 7 月 22 日当周，续请失业救济人数，回升至 170 万人，低于预期值。作为衡量劳动力市场冷热与否的先行指标，尽管该数据略有上升，但依旧处于较低水平，这表明就业市场仍然强劲。预计 9 月美联储暂停加息，但年内是否加息仍然需要进一步数据支持，关注美国 7 月 CPI 数据。

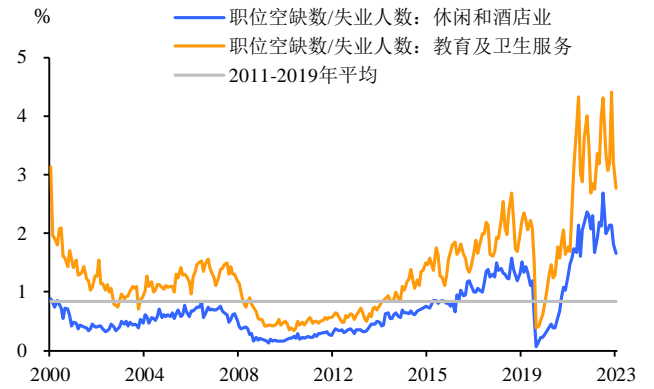
- **流动性：美元流动性或将重新收紧。**美国将迎来“发债潮”，由于三季度美国发债压力超预期上涨，且主要集中在长久期债券，这让未来的流动性“压力山大”。本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）小幅回升，监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 和企业债利差在小幅上升。截至 8 月 2 日，美联储资产负债表规模较 7 月 26 日下降 365.8 亿美元，其中国债减少 329.56 亿美元。此外，受到美国主权信用评级的下调的影响，欧美主要银行的 CDS 指数在本周普遍有所上升。但 1 年期及 5 年期 CDS 均处于低位，表明市场对此担忧并不严重。
- **风险提示：**欧美通胀韧性大超预期，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: 劳动力供需问题虽有所缓解, 但仍处于高位



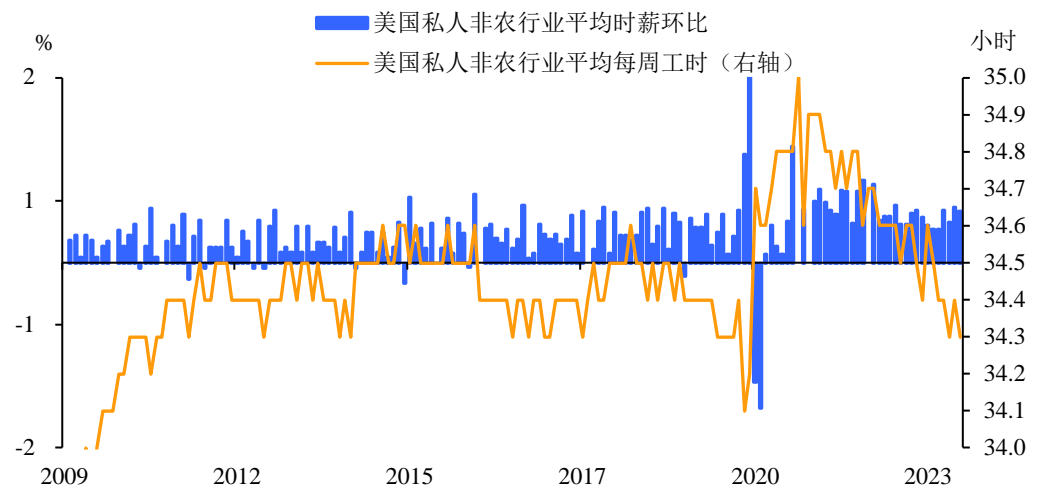
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 服务业供需矛盾尤为明显



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国薪资增速粘性较强



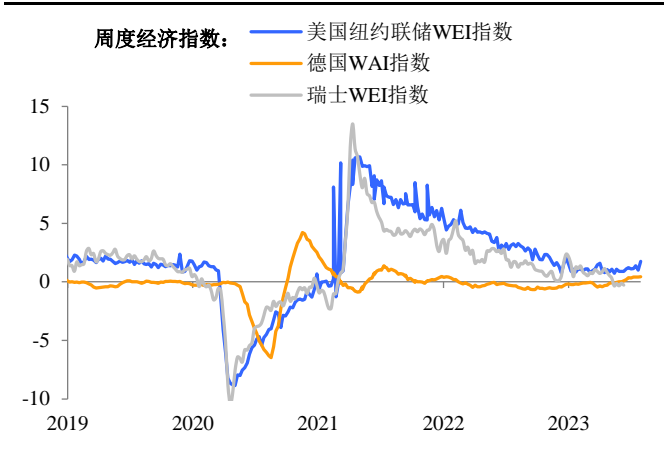
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：海外经济数据跟踪

【东吴宏观】美国当周核心数据回顾 (2023.7.31-2023.8.6)									
	单位	边际变化	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	重要性
工业									
耐用品订单环比 (季调)	%	↑ 0.10		4.70	4.60	1.24	3.33	-2.71	★★★
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比 (季调)	%	↑ 0.13		0.23	0.10	0.74	-0.59	-0.21	★★★
耐用品订单环比: 除运输外 (季调)	%	↑ 0.13		0.63	0.50	-0.56	0.31	0.10	★★
制造业订单环比 (季调)	%	↑ 1.90		2.30	0.40	0.30	0.60	-1.10	★★
制造业订单环比: 非运输 (季调)	%	↑ 0.60		0.20	-0.40	-0.60	-1.00	-0.70	★★
房地产									
建造支出年化环比 (季调)	%	↓ -0.69		0.45	1.14	0.34	0.63	0.39	★★
就业									
失业率 (季调)	%	↓ -0.10	3.50	3.60	3.70	3.40	3.50	3.60	★★★★
新增非农就业人数	万人	↓ -2.20	18.70	20.90	33.90	25.30	23.60	31.10	★★★★
ADP就业人数变动 (季调)	万人	↓ -13.10	32.40	45.50	26.70	29.10	14.20	26.10	★★★★
新增非农就业人数: 私人部门	万人	↑ 2.30	17.20	14.90	28.30	23.00	18.90	26.50	★★
新增非农就业人数: 制造业	万人	↓ -0.90	-0.20	0.70	-0.20	1.10	-0.10	-0.40	★★
劳动力参与率 (季调)	%	↑ 0.00	62.60	62.60	62.60	62.60	62.60	62.50	★★
私人非农企业全部员工平均每周工时 (季调)	小时	↓ -0.10	34.30	34.40	34.30	34.40	34.40	34.50	★★
非农就业员工平均时薪环比 (季调)	%	↑ 0.00	0.40	0.40	0.40	0.40	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	4.40	4.30	4.70	★★
职位空缺数 (季调)	万人	↓ -3.40		958.20	961.60	1032.00	974.50	997.40	★★
挑战者企业裁员人数同比	%	↓ -33.38	-8.19	25.19	286.68	175.86	319.43	410.13	★
景气调查									
ISM制造业PMI		↑ 0.40	46.40	46.00	46.90	47.10	46.30	47.70	★★★★
ISM非制造业PMI		↓ -1.20	52.70	53.90	50.30	51.90	51.20	55.10	★★★★
ISM制造业PMI: 新订单		↑ 1.70	47.30	45.60	42.60	45.70	44.30	47.00	★★
ISM制造业PMI: 就业		↓ -3.70	44.40	48.10	51.40	50.20	46.90	49.10	★★
ISM制造业PMI: 物价		↑ 0.80	42.60	41.80	44.20	53.20	49.20	51.30	★★
Markit综合PMI		↓ -1.20	52.00	53.20	54.30	53.40	52.30	50.10	★★
Markit制造业PMI		↑ 2.70	49.00	46.30	48.40	50.20	49.20	47.30	★★
Markit服务业PMI		↓ -2.10	52.30	54.40	54.90	53.60	52.60	50.60	★★
芝加哥PMI (季调)		↑ 1.30	42.80	41.50	40.40	48.60	43.80	43.60	★★
【东吴宏观】海外高频数据周度回顾 (2023.7.31-2023.8.6)									
	单位	边际变化	2023/8/6	2023/7/30	2023/7/23	2023/7/16	2023/7/9	2023/7/2	2023/6/25
经济活动									
美国纽约联储WEI指数		↑ 0.75		1.75	1.00	1.38	1.15	1.12	1.22
德国WAI指数		↑ 0.04		0.45	0.41	0.42	0.42	0.34	0.36
消费									
美国红皮书商业零售销售: 周同比	%	↑ 0.50		0.10	-0.40	-0.20	-0.40	0.70	0.50
美国Open Table入座订餐人数: 周同比	%	↓ -0.78	-3.76	-2.98	-1.98	-3.06	0.87	-2.58	-3.43
出行									
美国执行航班: 周环比	%	↑ 0.84	1.1	0.2	-1.4	6.4	-1.6	-1.3	0.6
TSA安检人数: 周环比	%	↓ -0.82	-2.46	-1.64	1.58	7.30	-7.77	-0.04	1.98
美国纽约交通拥堵指数: 周环比	%	↓ -7.62	-4.63	3.00	1.01	21.08	-17.13	-5.86	-0.74
地产									
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↑ 0.09	6.90	6.81	6.78	6.96	6.81	6.71	6.67
美国MBA市场综合指数: 周同比	%	↓ -3.08		-28.12	-25.04	-25.04	-30.53	-32.36	-33.03
美国MBA购买指数: 周同比	%	↓ -3.19		-26.06	-22.87	-21.54	-26.30	-30.18	-29.95
就业									
美国当周初次申请失业金人数 (季调)	万人	↑ 0.60		22.70	22.10	22.80	23.70	24.90	23.60
美国持续领取失业金人数 (季调)	万人	↑ 2.10		170.00	167.90	174.90	174.90	172.10	171.80
美国失业率: 持有失业保险人群 (季调)	%	↑ 0.00		1.10	1.10	1.10	1.20	1.20	1.20

数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图5: 美国经济活动依然强劲



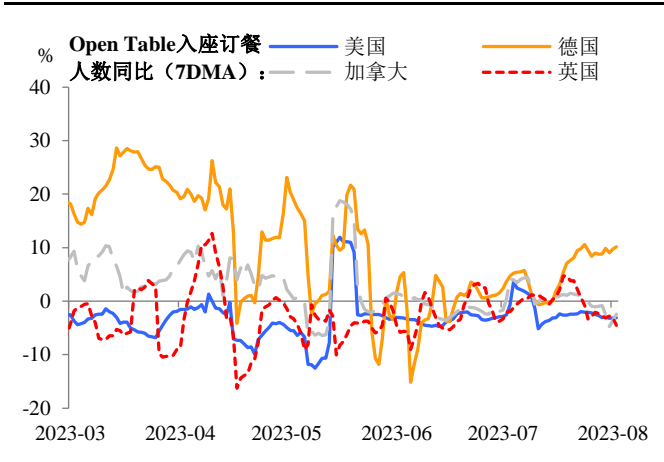
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图6: 红皮书零售销售同比回正



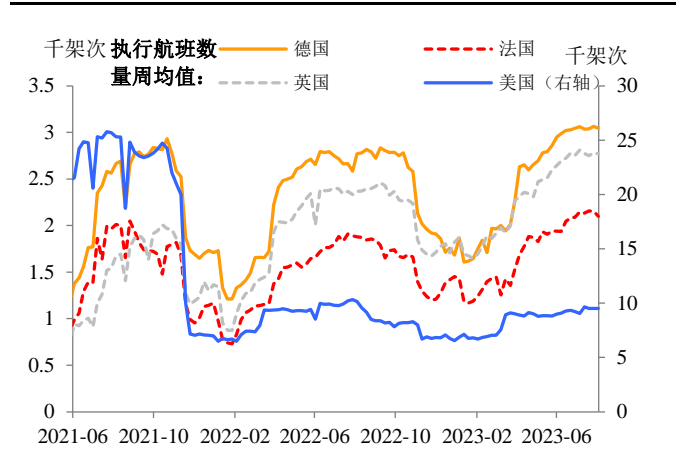
注: 阴影部分表示美国衰退;
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 美国订餐活动低位徘徊



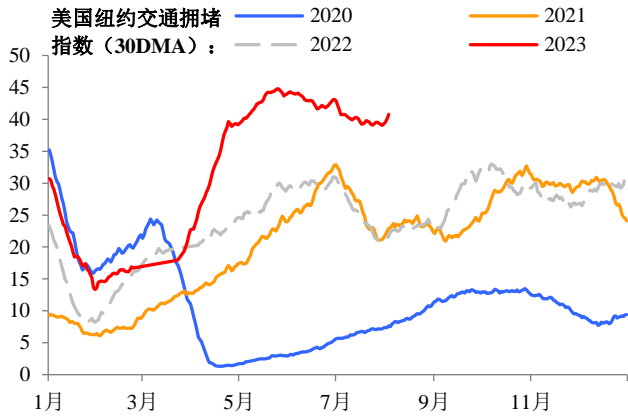
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图8: 美国航班数量仍处高位



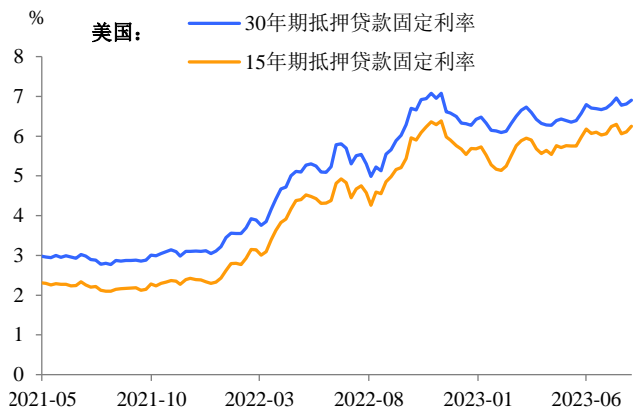
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 纽约交通拥堵指数略有回落



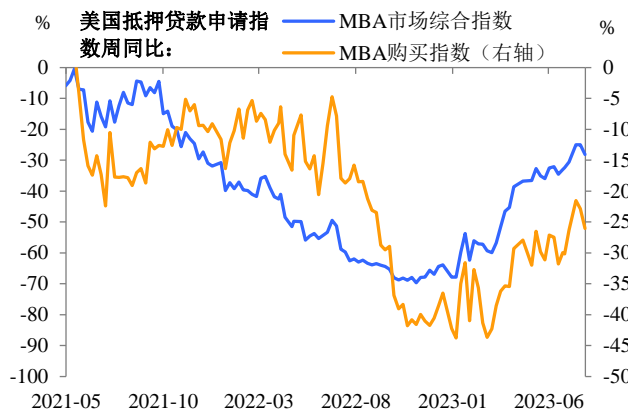
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图10: 美国抵押贷款利率继续上升



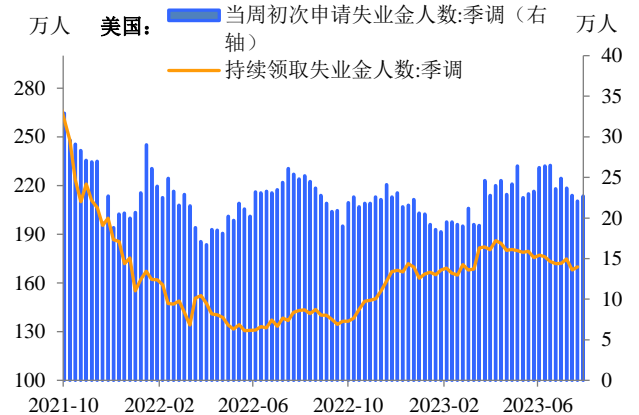
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 美国抵押贷款申请指数同比边际回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 美国劳动力市场仍具韧性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 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. 31-2023. 8. 6)							
(亿美元)	08/02	07/26	07/19	07/12	07/05	06/28	周度变化
美联储							
总资产	82068	82433	82746	82969	82983	83409	↓ -366
其他贷款	2621	2664	2721	2744	2773	2820	↓ -43
一级信贷	19	22	26	27	34	32	↓ -4
银行定期融资计划	1057	1051	1029	1023	1020	1031	↑ 6
其他信贷工具	2621	2664	2721	2744	2773	2820	↓ -43
逆回购	20724	20670	20587	21478	21913	22719	↑ 54
准备金	32174	31668	32206	31621	31796	31760	↑ 506
TGA	4609	5499	5374	5174	4469	4086	↓ -890
商业银行							
现金		32466	33067	32540	32861	32766	↓ -601
消费贷		18907	18804	18789	18827	18973	↑ 103
住房贷款		25267	25249	25241	25145	25189	↑ 19
商业地产贷款		29233	29210	29191	29224	29225	↑ 22
工商业贷款		27490	27496	27539	27663	27671	↓ -6
存款		172048	172350	172595	173502	172599	↓ -301
大银行存款		107088	107544	107789	108832	108038	↓ -456
小银行存款		52032	51952	51966	52032	51780	↑ 80
货币市场基金	55158	54868	54585	54542	54746	54309	↑ 290

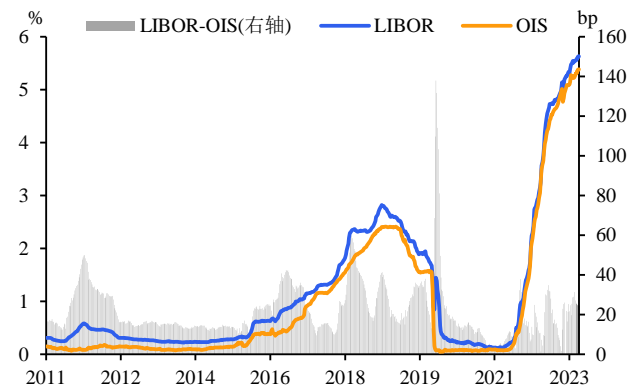
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 本周美国净流动性小幅回升



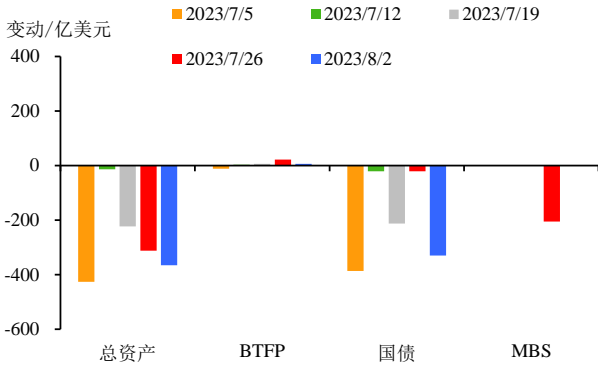
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: Libor-OIS 边际回升



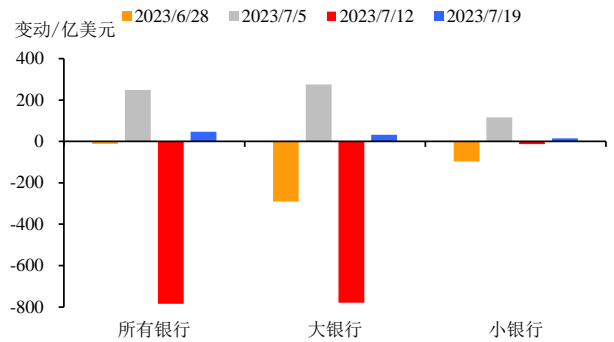
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图16: 美联储资产负债表继续收缩



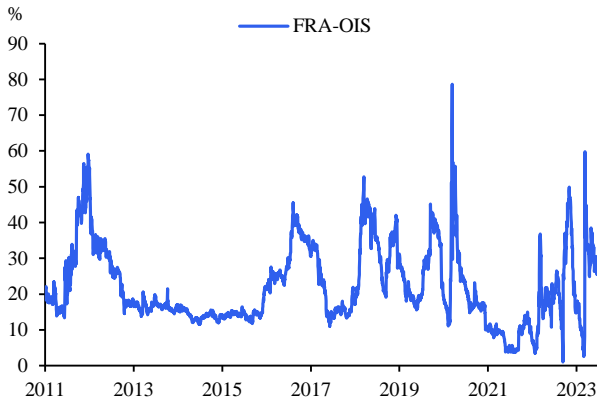
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图17: 美国商业银行存款规模小幅扩大



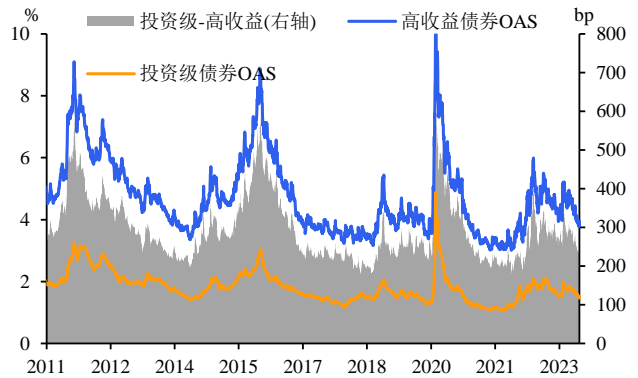
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图18: FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松



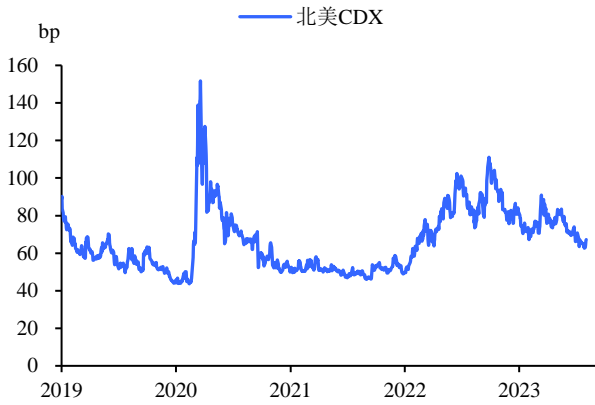
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图19: 企业信用风险继续边际回升



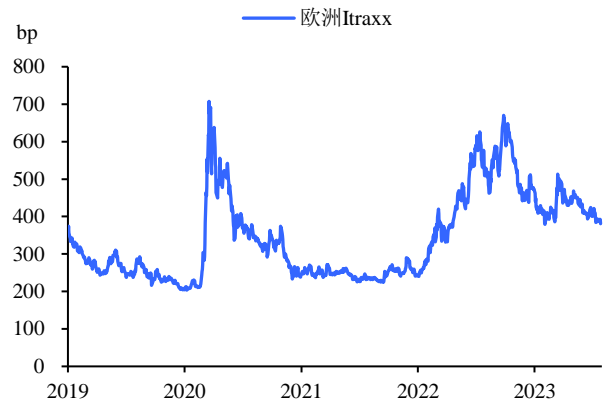
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 北美 CDX 指数小幅回落



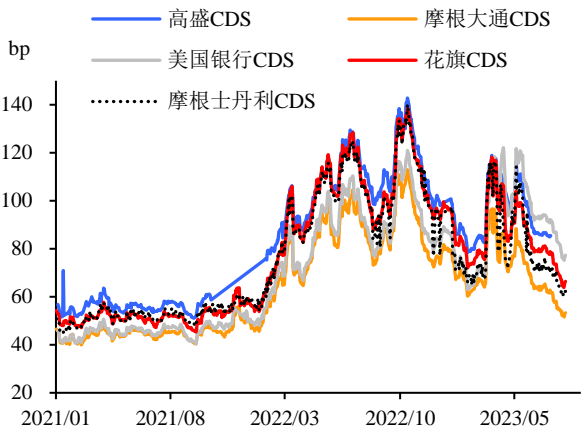
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图21: 欧洲 Itraxx 指数下降



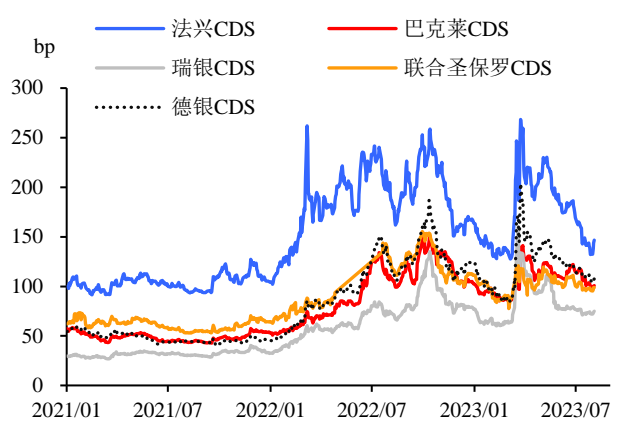
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图22: 美国主要银行 CDS 指数普遍下行



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图23: 欧洲主要银行 CDS 指数下降



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>