



美国经济继续弱化，英法政治不确定性加大

——海外宏观周报（7月1日-7日）

2024年07月08日

- 全球宏观和市场：**在美国劳动市场数据进一步弱化，ISM 制造业和非制造业 PMI 进一步下行，GDPNow 持续下调美国二季度经济预期的情况下，市场加强了降息交易。此外，欧洲政坛动荡，英国工党成功击败保守党，法国议会选举左翼意外占优且可能拒绝与马克龙合作，政治风险突出，欧元的回升可能受到阻碍，美元仍具韧性。(1) 美元指数当周跌 0.92% 至 104.8689；(2) 美国国债收益率曲线回落，经济数据的进一步弱化增强市场对 9 月首次降息和年内两次降息的信心，10 年期美债当周降 11.4BP 至 4.278%；(3) 美国三大股指集体上涨，标普 500 和纳斯达克指数创下历史新高；(4) 金、银和铜价在美联储降息预期加强后均有恢复。从全球主要股指来看，当周主要股指涨幅居前的有纳斯达克指数、日经 225 指数、韩国综合指数、标普 500 指数和恒生（科技）指数；跌幅居前的有创业板指数、沪深 300 指数、俄罗斯 MOEX 指数。从全球主要货币汇率来看，美元指数回落，兑美元上行的其他主要货币有英镑、澳元、欧元、新西兰元和瑞郎等；卢布、港币、印度卢比、人民币等下跌。从重要商品来看，当周涨幅居前的有 COMEX 白银、COMEX 铜、棕榈油、CBOT 小麦、铁矿石等，商品多数上行；下跌的仅有 NYMEX 天然气、DCE 聚丙烯、CZCE PTA 和焦煤。从花旗经济意外指数来看，中、美以及新兴市场经济表现较预期均小幅下滑，欧洲震荡。全球地缘政治风险指数较略有下降，依然偏高。
- 美国：劳动数据、PMI 和 GDPNow 等持续显示经济弱化：**劳动市场方面，尽管非农就业仍具韧性，但失业率超预期的抬升、全职就业的持续走低、劳动需求的逐步降低和移民供给的持续增加均显示就业紧张程度继续降低。6 月新增非农就业 20.6 万人；失业率从 5 月的 4.0% 升至 4.1%。美国 6 月 ISM 制造业与非制造业 PMI 均不及预期，非制造业环比大幅下行至 48.8%。从非制造业 PMI 的新订单、就业和库存近期的趋势来看，在降息前服务需求可能进一步震荡走低。亚特兰大联储的 GDPNow 预测模型进一步降低了对二季度经济增长的预测至 1.547%（6 月中旬为 3% 左右）；其中，对消费增速预测的不断下调是最明显的负面贡献因素，近期持续的降调反映了目前消费进一步下滑、投资回升受压制的格局。整体上，美国经济缓慢弱化的证据进一步增加，三季度“软着陆”假设可能仍会获得更多的数据支撑，这有利于美联储在 9 月进行首次预防性降息，年内两次降息的窗口期依然打开。当周市场进行了“降息交易”，美债收益率和美元下行，美股创下新高。
- 英法选举增加政治不确定性：**英国方面工党如期以明显优势击败保守党上台，政权过渡相对平稳。法国方面，由于左翼和中间派的联合，在第一轮议会选举中处于优势的右翼意外位居第三，左翼成为第一，这可能继续为法国带来政局波动和经济不确定性的阴影。相较于英国议会的如期更迭，法国可能处于波动更大的悬浮议会状态，左翼领导人目前（1）暂时表态拒绝与马克龙总统合作，（2）可能加税和加强福利并进一步扩大赤字，这对政治稳定 and 经济发展不是好消息。法国左翼此前承诺将大幅增加公共支出、提高最低工资标准、降低退休年龄取消养老金改革、提升最高边际税率至 90% 以及冻结部分消费必需品的价格。这些承诺需要财政每年额外扩张 1790 亿欧元的额外资金，可能使赤字率升至 10%。
- 下周看什么？**7 月 8 至 14 日将公布美国 6 月 CPI 和 PPI 增速以及通胀预期相关数据，美联储主席鲍威尔将参加国会听证；同时法国政局进一步的演化也值得关注。美国通胀方面，预计通胀和核心通胀环比可能在 0.1%-0.2% 左右，可以为美联储降息带来进一步信心。法国方面，如果左翼政党继续态度坚决地拒绝合作，阻碍联合政府顺利组成，那么法国与德国国债利差可能在风险中重新扩大。

分析师

分析师：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

风险提示

1. 美国经济和通胀进一步加速的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对各国央行政策理解不到位的风险

一、全球宏观和市场

截至7月7日当周，在美国劳动市场数据进一步弱化，ISM制造业和非制造业PMI进一步下行，GDPNow持续下调美国二季度经济预期的情况下，市场加强了降息交易。此外，欧洲政坛动荡，工党成功击败保守党，法国议会选举左翼意外占优且可能拒绝与马克龙合作，政治风险突出，欧元的回升可能受到阻碍，美元仍具韧性。(1)美元指数当周跌0.92%至104.8689；(2)美国国债收益率曲线回落，经济数据的进一步弱化增强市场对9月首次降息和年内两次降息的信心，10年期美债当周降11.4BP至4.278%；(3)美国三大股指集体上涨，标普500和纳斯达克指数创下历史新高；(4)黄金、白银和铜价在美联储降息预期加强后均有恢复。

从全球主要股指来看，当周主要股指涨幅居前的有纳斯达克指数、日经225指数、韩国综合指数、标普500指数和恒生(科技)指数；跌幅居前的有创业板指数、沪深300指数、俄罗斯MOEX指数。从全球主要货币汇率来看，美元指数回落，兑美元上行的其他主要货币有英镑、澳元、欧元、新西兰元和瑞郎等；卢布、港币、印度卢比、人民币等下跌。从重要商品来看，当周涨幅居前的有COMEX白银、COMEX铜、棕榈油、CBOT小麦、铁矿石等，商品多数上行；下跌的仅有NYMEX天然气、DCE聚丙烯、CZCE PTA和焦煤。

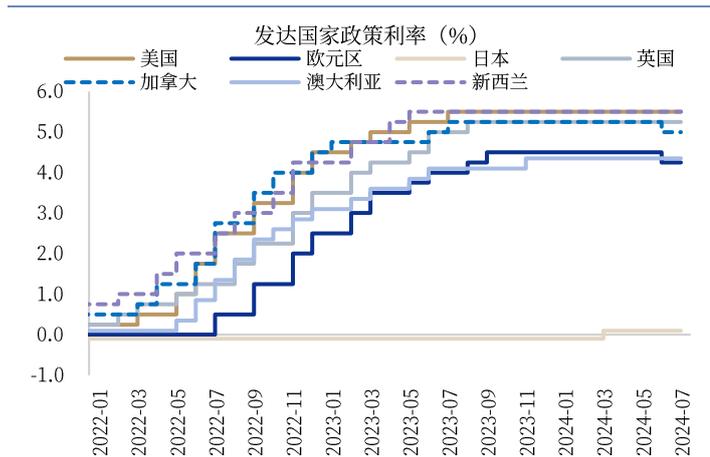
从花旗经济意外指数来看，中、美以及新兴市场经济表现较预期均小幅下滑，欧洲震荡。全球地缘政治风险指数较略有下降，依然偏高。

图1：花旗经济意外指数 (%)



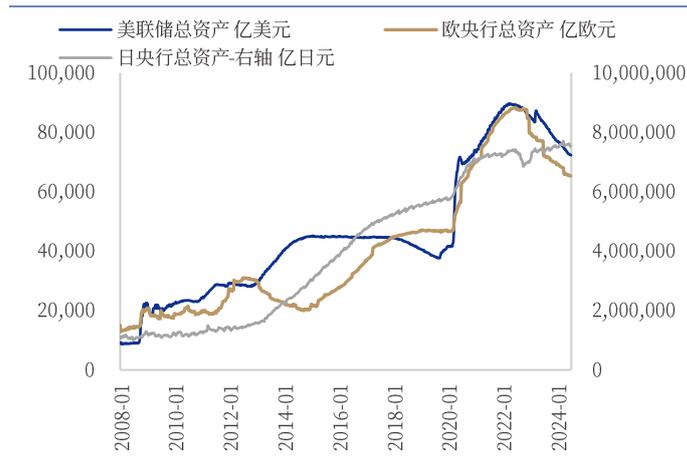
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2: 重要发达经济体政策利率变化



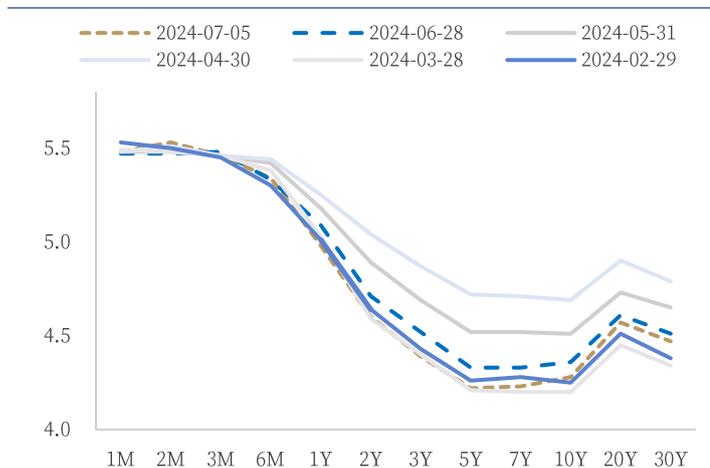
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 美欧日央行资产规模



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 美国国债收益率曲线 (%)



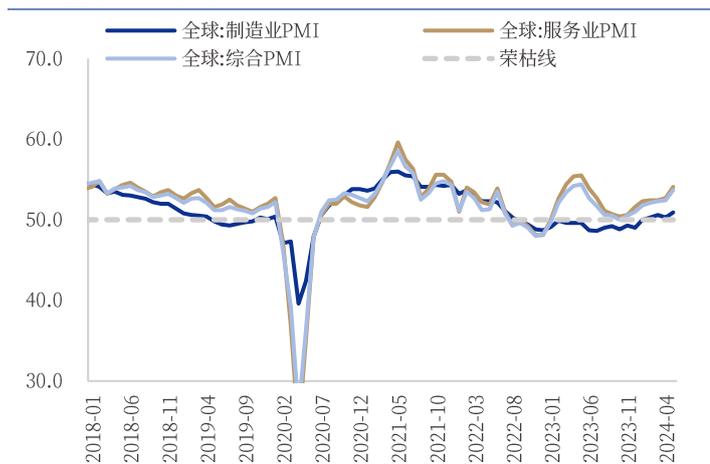
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 美联储流动性监测



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 全球 PMI (%)



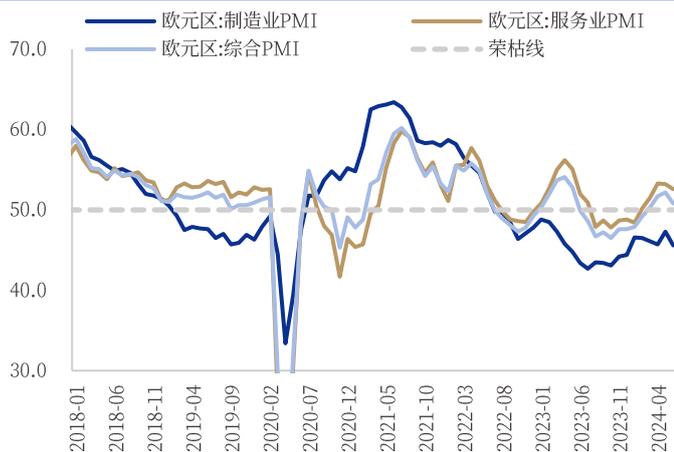
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: ISM 美国 PMI (%)



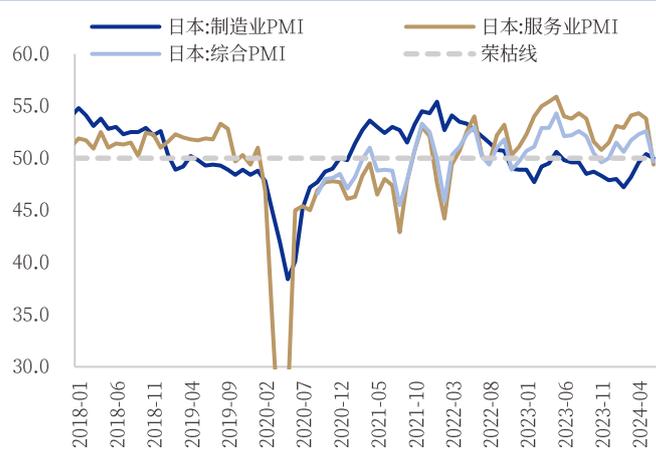
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 欧元区 PMI (%)



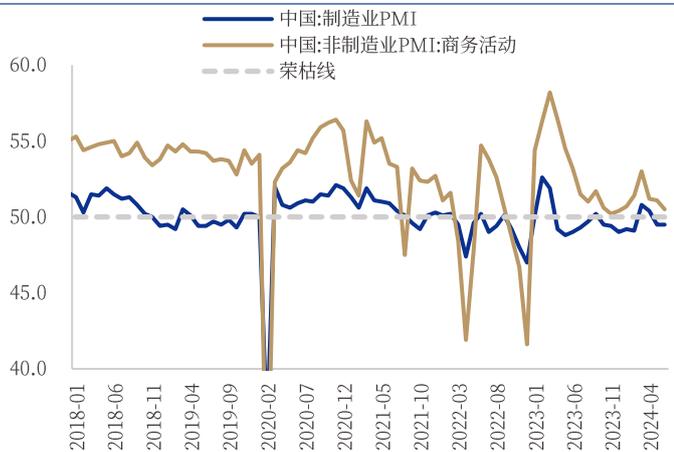
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 日本 PMI (%)



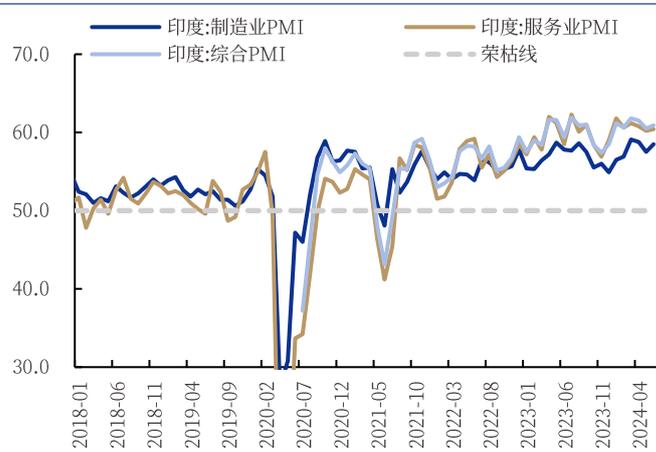
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 中国 PMI (%)



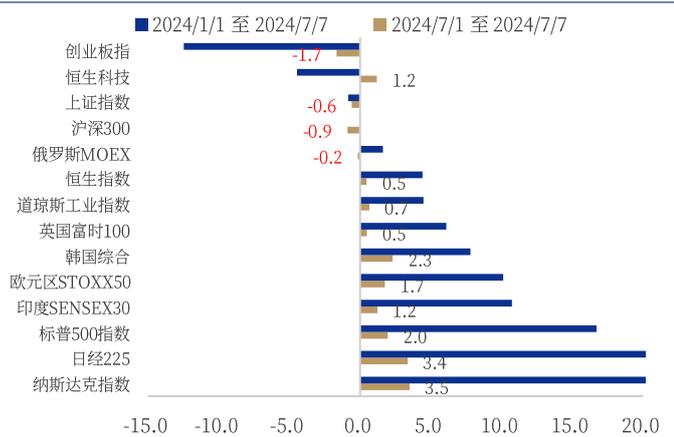
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 印度 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 全球主要股指变动 (年初至今及当周%)



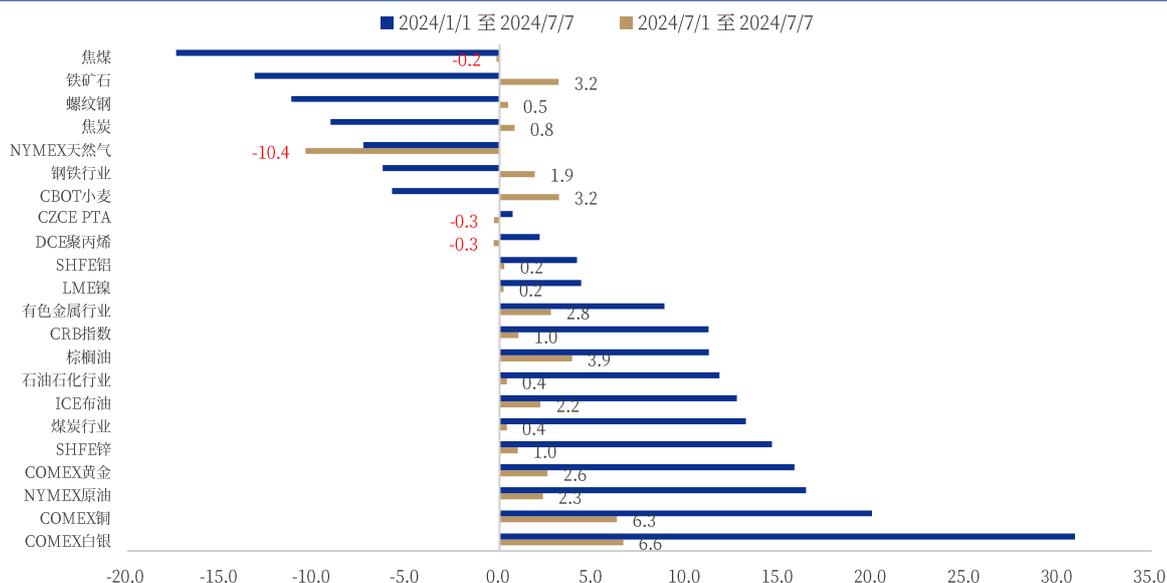
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 全球主要货币汇率变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 全球主要商品变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

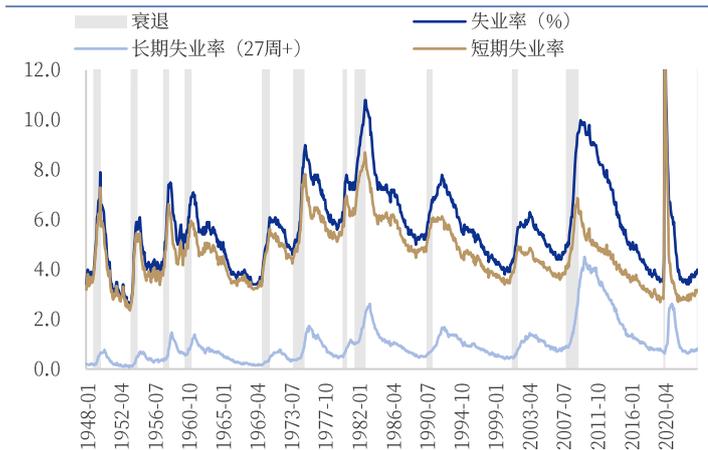
二、美国：更多数据显示经济弱化

7月1日-7日当周，美国公布了6月劳动市场数据、6月ISM制造业和非制造业PMI数据，同时GDPNow对二季度经济增速的预测再度下修。整体上，美国经济缓慢弱化的证据进一步增加，三季度“软着陆”假设可能仍然会获得更多的数据支撑，这有利于美联储在9月进行首次预防性降息，年内两次降息的窗口期也依然打开。当周市场也进行了“降息交易”，美债收益率和美元下行，美股创下新高。从美联储的反应公式来看，在通胀延续缓慢回落之下，失业率的稳步上行依然可能成为触发降息的核心因素。可能干扰降息的因素包括财政赤字超预期对需求的刺激、居住成本项目的粘性在三季度弱化有限以及薪资增速持续高于预期等等风险。

劳动市场方面，尽管非农就业仍具韧性，但失业率超预期的抬升、全职就业的持续走低、劳动需求的逐步降低和移民供给的持续增加均显示就业紧张程度继续降低。6月新增非农就业20.6万人，高于19.0万人的市场预期，5月新增就业从27.2万人下修至21.8万人，4月从16.5万人下修至10.8万人。非农时薪增速符合预期，环比0.29%，同比降低至3.86%。家庭调查（household survey）方面，失业率从5月的4.0%升至4.1%，略高于预期的4.0%；劳动参与率稍回升至62.6%，55岁及以上参与率保持38.2%，25-54岁参与率略升至83.7%。兼职就业减少而全职就业回升，累计兼职工作人数同比增速降至6.88%，累计全职工作人数同比增速为-1.15%。

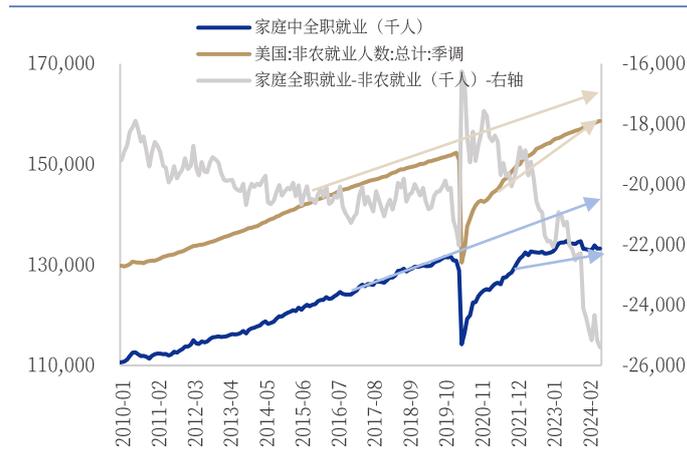
新增非农就业粘性依然小幅超过预期，服务行业和政府就业是主要因素，在美国下半年赤字超过预期的情况下，政府就业可能成为持续的支撑。新增非农就业显著高于家庭就业的主要因素可能仍是兼职岗位的上行，而兼职增加的背后则是移民供给的上升，数据也显示移民兼职的比例明显高于非移民人口，所以移民还是劳动市场供给侧的核心因素。失业率方面，其6月上行主要是失业人口增加17.9万人至688.8万人，而劳动力人口当月的小幅上升是使失业率下行的力量。鉴于劳动市场弱化的证据增加，市场加强了降息信心，CME联邦基金利率期货显示交易者进一步加强了9月首次降息的预期至72%，同时依然维持了12月出现第二次降息的可能性。

图15: 失业人口增加导致失业率进一步抬升



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

图16: 家庭和企业调查的差距依然较大, 全职工作有所降低

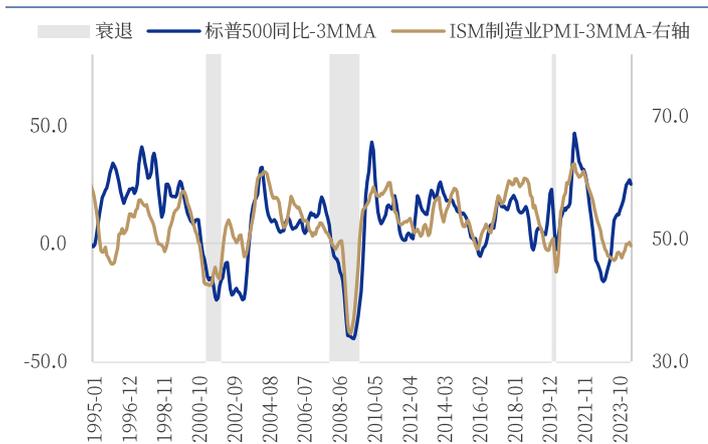


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

其他数据方面, 美国 6 月 ISM 制造业与非制造业 PMI 均不及预期, 非制造业环比大幅下行至 48.8%。美国制造业 PMI 降低至 48.5% (前值 48.7%), 新订单小幅改善至 49.3% (前值 45.4%) 但仍处于萎缩区间, 产出和就业均降低至荣枯线以下, 库存进一步降低, 而价格也回落至 52.1% (前值 57.0%)。制造业 PMI 的持续偏弱反映工业生产和库存周期在高利率的压制下改善不畅, 从制造业 PMI 跟标普 500 指数的相关性来看, 美股近期的上行与制造业周期基本脱钩。不过, 更令投资者感到意外的是持续强劲的非制造业 PMI 的下行, 其在 4 月之后再度降至荣枯线以下, 商业活动为 49.6% (前值 61.2%), 新订单大幅下滑至 47.3% (前值 45.1%), 就业和库存也有下行, 但价格仍有粘性。虽然单月数据尚不能显示美国服务业面临明显的需求弱化, 但从非制造业 PMI 的新订单、就业和库存近期的趋势来看, 在降息前服务需求可能进一步震荡走低, 这可能利于劳动市场进一步弱化以及相关价格压力的降低。

最后, 亚特兰大联储的 GDPNow 预测模型在个人消费支出弱化、ISM 的 PMI 走弱以及地产和生产数据下行的情况下进一步降低了对二季度经济增长的预测至 1.547% (6 月中旬为 3% 左右)。其中, 对消费增速预测的不断下调是最明显的负面贡献因素, 净出口和住宅投资预计处于负增长状态, 非住宅投资、存货和政府需求暂时稳定。总体上, 该模型对 GDP 增速的持续降调反映了目前消费进一步下滑、投资回升受压制的格局。

图17: 制造业 PMI 的回升面临阻力 (右轴%)



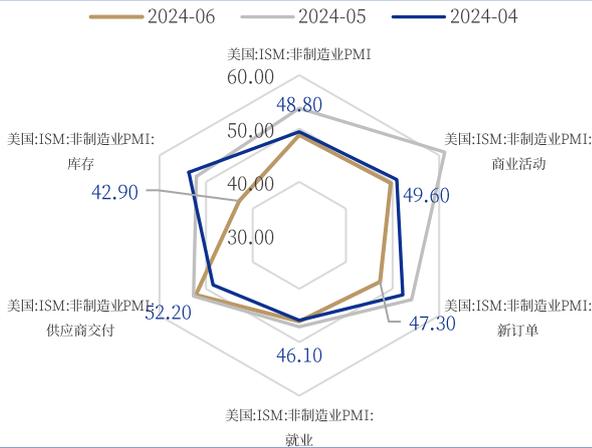
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 新订单仍在萎缩区间, 库存小幅回落 (%)



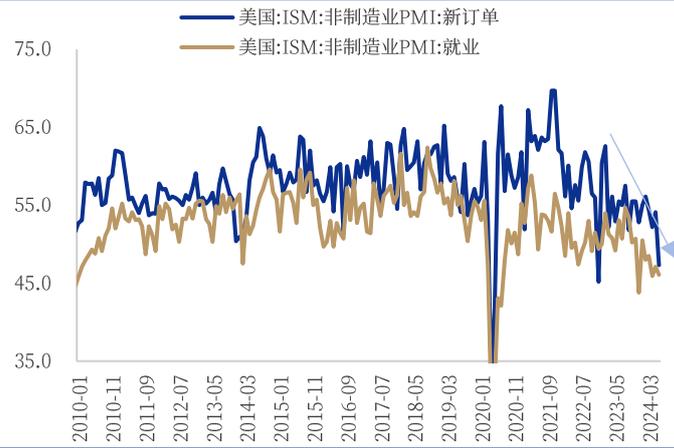
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 非制造业 PMI 反映需求明显下滑 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 订单和就业分项呈下行趋势 (%)



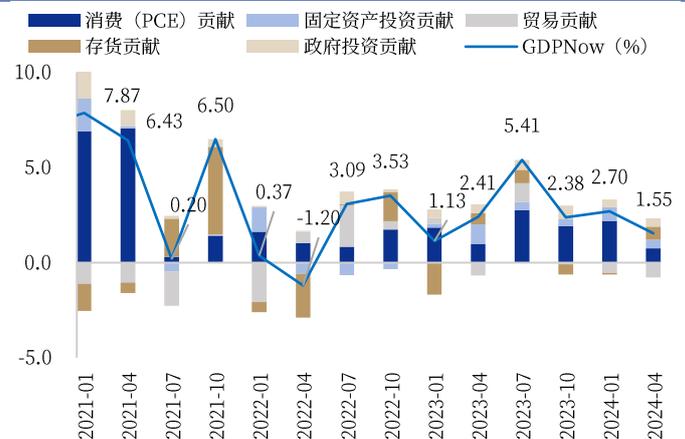
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 美国经济周度指数 6月29日为 2.4%左右



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图22: GDPNow 预测美国二季度实际经济环比折年增长 1.5%



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图23: 美国红皮书商业零售显示名义消费有望维持 3%左右 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 抵押贷款利率 6月27日为 6.86%左右 (%)



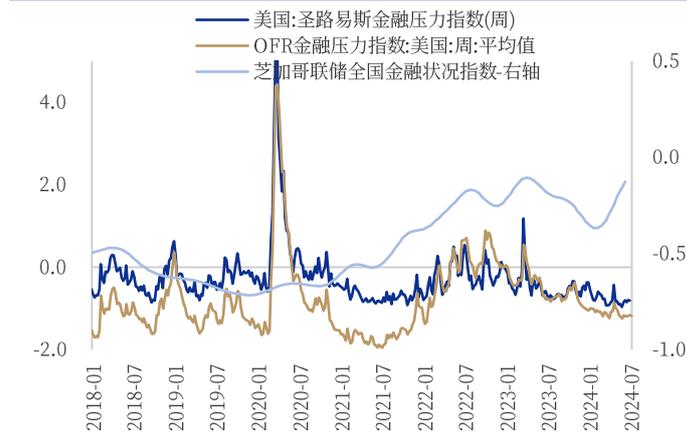
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 失业金初请人数 23.6 万人左右, 失业率缓慢上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 金融条件指数整体仍相对宽松



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、英法选举增加政治不确定性

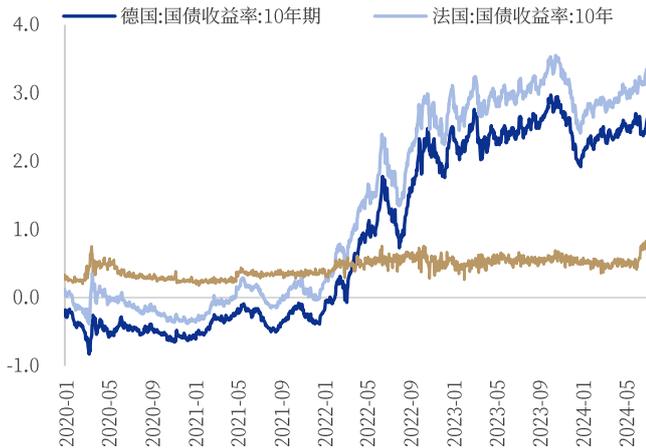
英国和法国议会均在当周进行了选举, 英国方面工党如期以明显优势击败保守党上台, 政权过渡相对平稳。法国方面, 由于左翼和中间派的联合, 在第一轮议会选举中处于优势的右翼意外位居第三, 左翼位居第一, 这可能继续为法国带来政局波动和经济不确定性的阴影。

首先在 7 月 5 日, 斯塔默领导的工党赢得议会选举 650 个席位中的 412 席, 苏纳克下台, 而斯塔默成为新任英国首相, 工党时隔 14 年再度执政。工党大胜主要原因是民众对保守党在近年低增长、高通胀环境下的厌恶; 斯塔默的政治目标主要围绕五大领域, 即经济增长、健康、清洁能源、犯罪和教育议题; 外交方面, 英国采取“进步现实主义”(progressive realism), 在认清自身地位的情况下积极参与全球事务, 对中国关系可能有边际改善。工党当选后, 英镑兑美元小幅走强, 10 年期国债收益率回落, 但股市未能保持涨势, 新政策框架下未来经济增长能否恢复有待观察。

法国方面, 7 月 7 日的第二轮议会选举中左翼联盟新人民阵线赢得 182 个议席、马克龙和其执政党赢得 168 个议席位居第二、一轮选举中大胜的极右翼国民联盟居赢得 143 个议席位仅位居第三位。但由于没有任何一方获得 289 席过半席位成为绝对多数党, 将成为“悬浮议会”状态, 政治不确定性加大。

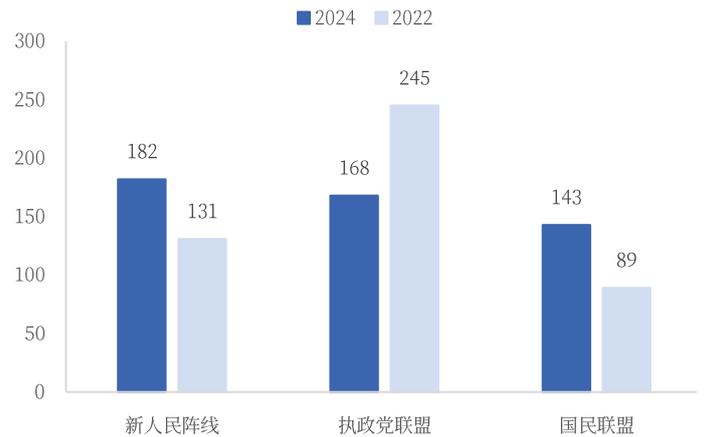
(1) 的重要领导人梅朗雄可能拒绝与马克龙合作或与其他团体进行联合, 这可能威胁法国政治稳定性。(2) 新人民阵线的政策主张主要是提高财政支出, 扩大福利以及提高税收, 这可能并不利于经济增长。该联盟此前承诺将大幅增加公共支出、提高最低工资标准、降低退休年龄取消养老金改革、提升最高边际税率至 90% 以及冻结部分消费必需品的价格。预计新人民阵线的竞选承诺需要财政每年额外扩张 1790 亿欧元的额外资金。2023 年法国的财政赤字为 1530 亿欧元, 赤字率 5.5%。如法国全面实施左翼的政策主张, 财政赤字恐上升至 3300 亿欧元, 赤字率将升至 10%, 远超欧央行希望的 3% 以内的水平。

图27: 法德国债利差稍有收窄, 但政局动荡的不确定性仍在 (%)



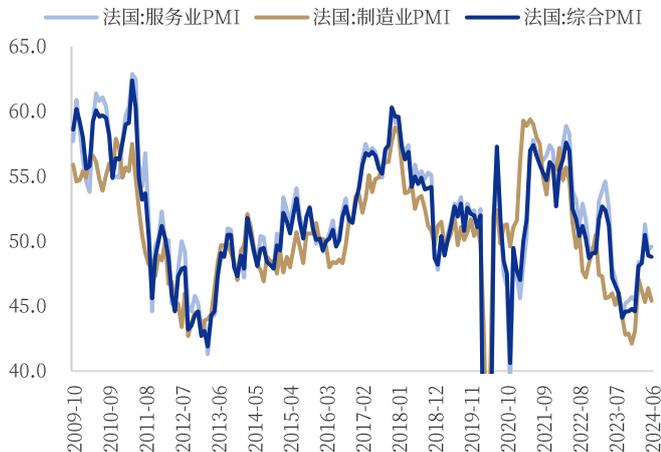
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 法国议会选举席位对比



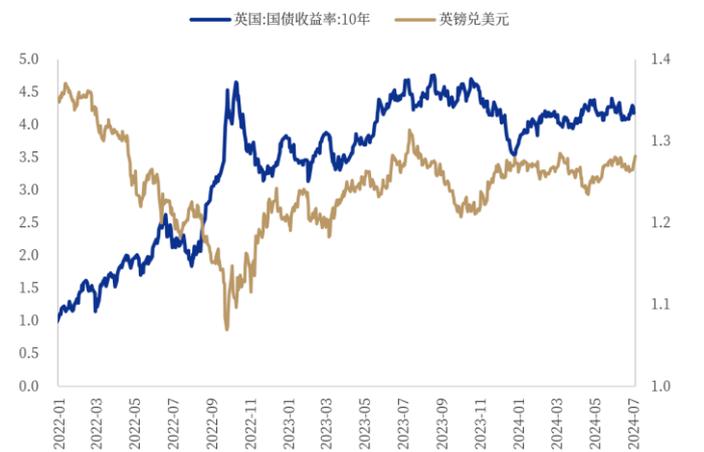
资料来源: rfi, 中国银河证券研究院

图29: 法国增长仍面临困难, 加税并不利于经济恢复 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 选举后英国国债收益率略降, 英镑小幅升值 (左轴%)



资料来源: rfi, 中国银河证券研究院

四、下周看什么？

7月8日至14日将公布美国6月CPI和PPI增速以及通胀预期相关数据, 美联储主席鲍威尔将参加国会听证; 同时法国政局进一步的演化也值得关注。美国通胀方面, 预计通胀和核心通胀环比可能在0.1%-0.2%左右, 仍可以为美联储降息带来进一步信心, 居住成本和服务缓慢下行而商品通缩的格局维持。鲍威尔的证词也将帮助观察美联储是否在为三季度末潜在的降息做更多铺垫。法国方面, 如果左翼政党继续态度坚决的拒绝合作, 导致联合政府无法顺利组成, 那么法国与德国国债利差可能在风险中重新扩大。

五、宏观日历

日期	事件或数据
7月8日(周一)	1. 美国6月纽约联储1年通胀预期
7月10日(周三)	1. 中国6月CPI年率 2. 美国至7月5日当周EIA原油库存
7月11日(周四)	1. 美国6月末季调CPI年率、6月季调后CPI月率 2. 美国至7月6日当周初请失业金人数
7月12日(周五)	1. 美国6月PPI年率、月率、7月一年期通胀率预期
7月15日(周一)	1. 中国第二季度GDP 2. 中国第二季度人均可支配收入
7月16日(周二)	1. 欧盟5月进出口金额、贸易差额 2. 美国6月零售销售
7月17日(周三)	1. 欧盟6月CPI
7月18日(周四)	1. 欧元区7月基准利率 2. 美国至7月13日当周初请失业金人数

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

六、风险提示

- (1) 美国经济和通胀进一步加速的风险
- (2) 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3) 对各国央行政策理解不到位的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn