

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818x
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

美联储会持续无视劳动参与率的下降吗？

——全球宏观周报·第79期

周观点：美联储会持续无视劳动参与率的下降吗？

- 当地时间8月5日，美国劳工局公布7月非农就业数据，7月新增就业52.8万人，其中私人部门新增47.1万人，好于市场预期；平均薪资环比0.5%，三年平均增速4.8%；7月失业率下行至3.5%，但劳动参与率下降至62.1%。
- **服务业推动美国7月非农就业超预期。**1) 7月服务业就业加速改善，但后续动力不足。休闲酒店业、教育卫生业7月新增就业分别达到9.6、12.2万人，均较上月环比多增，支撑美国服务业就业恢复的动力可能来自近几月有所放缓，但仍较为火热的薪资增速。但美当周初申领失业金人数已回到11月水平，7月ISM服务业PMI就业指数也处于收缩空间或显示服务业后续恢复动力是不足的。2) 7月制造业就业反弹，或指向美国生产不会因油价而快速收缩。7月制造业新增就业3万人，较上月也是多增的，同时制造业时薪环比0.4%亦有所反弹。前期高油价已经对美国工业生产形成抑制，7月ISM制造业PMI生产指数、新订单指数均下滑，但就业指数是反弹的，这一点和7月制造业新增就业一致，显示美国工业生产可能不会出现大幅收缩，从而不会为美国通胀的下行增添供给端阻力。
- **薪资增速有所反复，但再度冲高可能性不大。**薪资增速畸高是去年下半年以来美通胀持续超预期的核心原因，7月居民时薪增速环比反弹至0.5%，三年平均增速4.8%，但更需考虑到美JOLT职位空缺近几月加速下滑，也就是说就业市场紧张程度实际上有所下降，再加上全球油价的稳步下跌（居民通胀预期放缓）指向美国薪资通胀螺旋的压力是在放缓的，后续美国居民薪资增速继续上冲的可能性不大。
- **劳动参与率下滑影响的就业强度是失业率的1.5倍，代表着更严重的经济衰退风险，美联储无法长期故意忽视这种风险，年底前提前结束加息仍是较为理性的预期。**7月美国失业率改善至3.5%，但更需关注的是美国劳动参与率下降至62.1%，已经出现了连续数月的下滑。这一趋势的出现，实际上意味着美国经济产出路径的下移正在幕后展开。尽管美联储当前将劳动参与率与潜在产出（供给侧结构性问题）挂钩来逃避对劳动参与率下滑的应对责任，但考虑到经济增长是其货币政策目标之首，如果下半年美国经济增速快速下行，即使结构上源于劳动参与率而非失业率，也仍可能促使美联储提前终止加息。
- **油价：近期回落主因供给改善叠加需求预期降温。**过渡期内俄罗斯原油生产仍相对旺盛、利比亚原油生产快速恢复、衰退预期需求回落为三大原因。1) 欧盟对俄罗斯海运原油制裁有六个月过渡期，6月俄罗斯原油出口仍进一步恢复，6月全球原油产量9982万桶/日，较5月上升107万桶/日。2) 利比亚4-6月屡受国内形势动荡影响，6月仅62.9万桶/日，7月后伴随国内形势稳定化、原油产量快速回升，7月底已回升至120万桶/日，单月回升幅度近60万桶/日。3) 发达经济体衰退预期强化，OPEC、EIA、IEA均下调下半年原油需求预测，也造成一定的油价下行压力。

发达国家经济跟踪：欧元区零售大幅收缩

- **需求：**6月欧元区零售量收缩；**CPI通胀：**英央行预计CPI通胀将高至13%；**财政：**美联储缩表+收入下滑，美财政部上调22Q3对私人部门借款预期。

新兴国家经济跟踪：巴西、印度加息50BP / 全球宏观日历：关注美国CPI通胀

目录

1. 美联储会持续无视劳动参与率的下降吗？	5
1.1 服务业推动美国 7 月非农就业超预期	5
1.2 薪资增速有所反复，但再度冲高可能性不大	6
1.3 美联储会持续无视劳动参与率的下降吗？	6
1.4 油价：近期回落主因供给改善叠加需求预期降温	7
2. 发达国家经济跟踪：欧元区零售大幅收缩	8
3. 新兴国家经济跟踪：巴西、印度加息 50BP	11
4. 海外政策动向：乌克兰粮食对外运输改善	12
5. 全球宏观日历：关注美国 CPI 通胀	13

图表目录

图 1：7 月非农就业人数已经超过疫情之前（%）	5
图 2：7 月非农新增人数	6
图 3：教育卫生业依旧是就业新增主力（千人）	6
图 4：居民平均时薪三年平均增速 4.8%.....	6
图 5：失业率进一步下行，但劳动参与率也下行.....	7
图 6：近期国际油价出现持续回落.....	7
图 7：6 月欧元区零售量环比收缩.....	8
图 8：6 月德国零售收缩	8
图 9：本周美国 MBA 市场指数较上周小幅回升.....	8
图 10：本周美国各期限抵押利率较上周继续下滑	8
图 11：美国 7 月 ISM 制造业 PMI 较上月下滑	8
图 12：美国 7 月 ISM 服务业 PMI 改善	8
图 13：欧元区 6 月失业率 6.6%与上月持平	9
图 14：美国 6 月非农职位空缺率继续下降至 6.6%.....	9
图 15：英央行预计 CPI 通胀将高至 13%（%）	9
图 16：荷兰瑞士 7 月 CPI 同比继续上行.....	9
图 17：美国 6 月 PPI 同比环比皆反弹	9
图 18：美原油库存较上周基本持平	9
图 19：本周美联储逆回购操作平均 2.2 万亿美元	9
图 20：22 年 9 月加息 50BP 概率领先（BP）	9
图 21：本周长端美债利率继续上周下降趋势（%）	10
图 22：截至 8 月 4 日美元指数较上周小幅上行	10
图 23：美国联邦收入增速趋于回落（12MMA）	10
图 24：至 8 月初 Fed 美债持有量收缩 500 亿美元	10
图 25：6 月澳大利亚贸易顺差创新高.....	10
图 26：煤炭出口支持澳出口走强（三年平均增速）	10
图 27：印尼（三年平均增速）	11
图 28：巴西 7 月贸易差额缩小.....	11

图 29 : 印度贸易逆差持续扩大	11
图 30 : 韩国 7 月贸易逆差扩大	11
图 31 : 2020 年以来海外发达国家重要变化	12
表 1 : 本周巴西、印度加息	11
表 2 : 全球主要宏观经济数据日历	13

1. 美联储会持续无视劳动参与率的下降吗？

1.1 服务业推动美国 7 月非农就业超预期

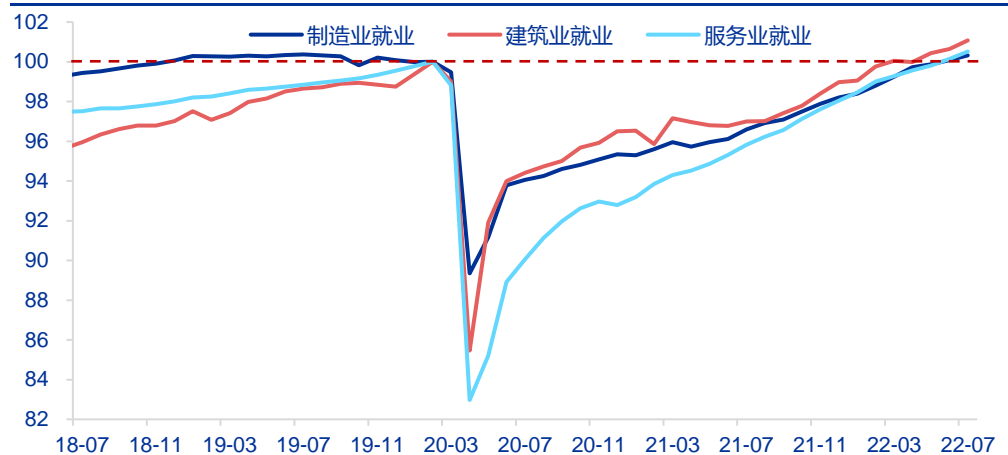
当地时间 8 月 5 日，美国劳工局公布 7 月非农就业数据，7 月新增就业 52.8 万人，其中私人部门新增 47.1 万人，超出市场预期；7 月平均薪资环比 0.5%，三年平均增速持平于 4.8%；7 月失业率下行至 3.5%，但劳动参与率下降至 62.1%。

7 月私人部门新增就业超预期，主要来自服务业新增就业人数改善。

1) 7 月服务业就业加速改善，但后续动力不足。休闲酒店业、教育卫生业 7 月新增就业分别达到 9.6、12.2 万人，均较上月环比多增，显示美国疫情 6 月以来的反复对服务业的扰动已非常微弱，支撑美国服务业就业恢复的动力可能来自近几月有所放缓，但仍较为火热的薪资增速。但美当周初申领失业金人数已回到 11 月水平，7 月 ISM 服务业 PMI 就业指数也处于收缩空间，或显示服务业后续恢复动力是不足的。

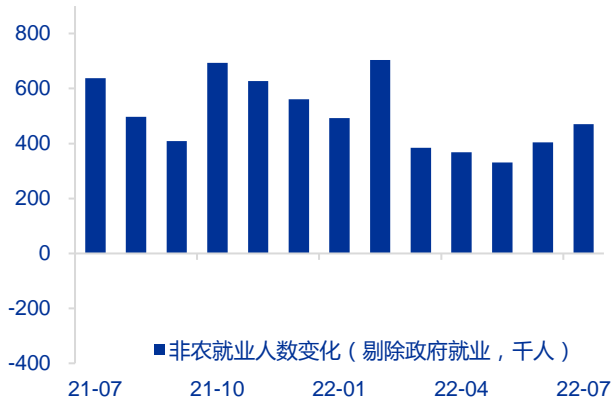
2) 7 月制造业就业反弹，或指向美国生产不会因油价而快速收缩。7 月制造业新增就业 3 万人，较上月也是多增的，同时制造业时薪环比 0.4%，亦有所反弹。前期高油价已经对美国工业生产形成抑制，7 月 ISM 制造业 PMI 生产指数、新订单指数均下滑，但就业指数是反弹的，这一点和 7 月制造业新增就业一致，显示美国工业生产可能不会出现大幅收缩，从而不会为美国通胀的下行增添供给端阻力。

图 1：7 月非农就业人数已经超过疫情之前（%）



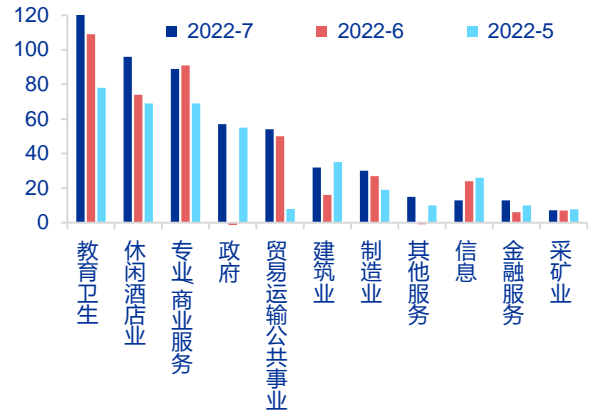
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：7 月非农新增人数



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：教育卫生业依旧是就业新增主力 (千人)

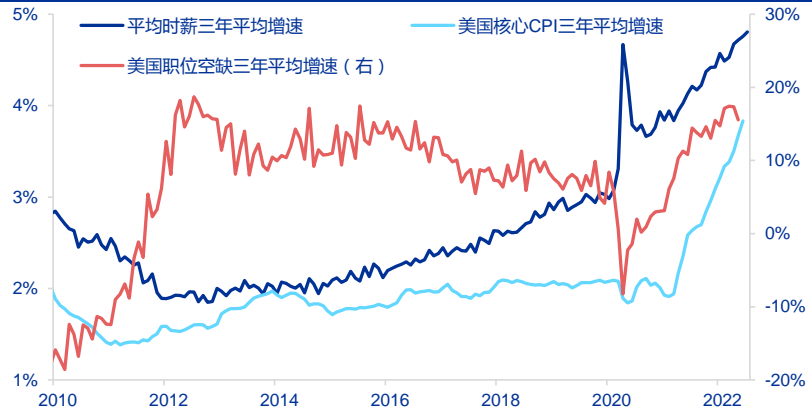


资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.2 薪资增速有所反复，但再度冲高可能性不大

薪资增速有所反复，但再度冲高可能性不大。 薪资增速畸高是去年下半年以来美国通胀持续超预期的核心原因，7月居民时薪增速环比反弹至0.5%，三年平均增速4.8%，但更需考虑到美 JOLT 职位空缺近几月加速下滑，也就是说就业市场紧张程度实际上在迅速平缓化，再加上全球油价的稳步下跌（居民通胀预期放缓），指向美国薪资通胀螺旋的压力是在放缓的，所以后续美国居民薪资增速继续上冲的可能性不大。

图 4：居民平均时薪三年平均增速 4.8%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

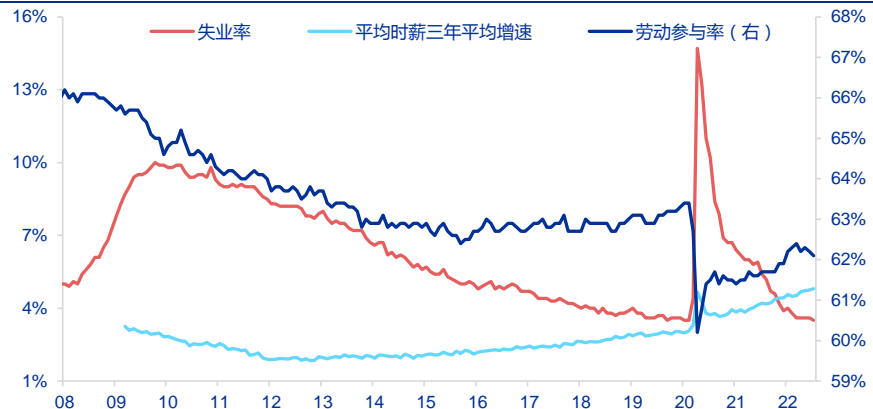
1.3 美联储会持续无视劳动参与率的下降吗？

劳动参与率下滑影响的就业强度是失业率的 1.5 倍，代表着更严重的经济衰退风险，美联储无法长期故意忽视这种风险，年底前提前结束加息仍是较为理性的预期。 7月美国失业率改善至 3.5%，但更需关注的是美国劳动参与率下降至 62.1%，已出现了连续数月的下滑，意味着美国经济潜在产出路径的下移正在幕后展开，代表着更为严重的经济衰退风险。尽管美联储当前将劳动参与率与潜在产出（供给侧结构性问题）挂钩来逃避对劳动参与率下滑的应对责任，但考虑到经济增长是其货币

政策目标之首，如果下半年美国经济增速快速下行，即使结构上源于劳动参与率而非失业率，也仍可能促使美联储提前终止加息。

总结来说，7月非农就业、失业率的确是超预期的，使得数据公布后美元指数、10Y美债利率大幅上行，但更需关注到其可持续性堪忧。同时薪资通胀螺旋放缓的推动力强化，叠加劳动参与率下滑，意味着美联储若以此次非农数据作为依据，在9月选择大于50BP的加息，导致居民消费需求、通胀更快的下滑，将提升美联储后续被迫更快停止加息，甚至大幅度降息的必要性，那么这对于人民币的影响也是放缓的。

图5：失业率进一步下行，但劳动参与率也下行

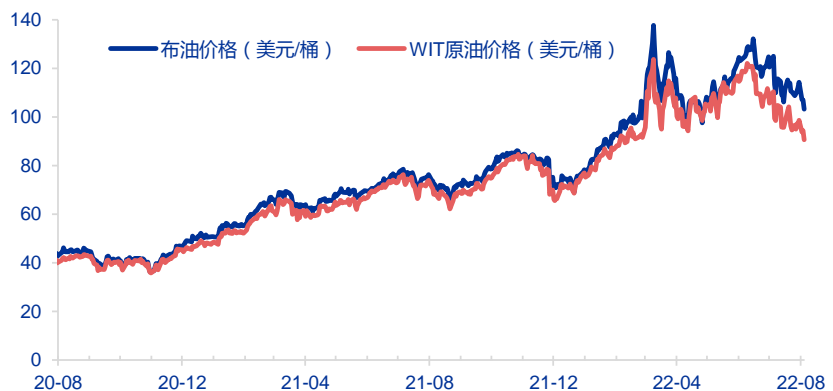


资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.4 油价：近期回落主因供给改善叠加需求预期降温

近期国际油价持续回落，主要反映过渡期内俄罗斯原油生产仍相对旺盛、利比亚原油生产快速恢复、衰退预期需求回落三大原因。1) 欧盟对俄罗斯海运原油制裁有六个月过渡期，6月俄罗斯原油出口仍进一步恢复，6月全球原油产量9982万桶/日，较5月上升107万桶/日。2) 利比亚4-6月屡受国内形势动荡影响，6月仅62.9万桶/日，7月后伴随国内形势稳定化、原油产量快速回升，7月底已回升至120万桶/日，单月回升幅度近60万桶/日。3) 发达经济体衰退预期强化，OPEC、EIA、IEA均下修下半年原油需求预测，也造成一定的油价下行压力。

图6：近期国际油价出现持续回落

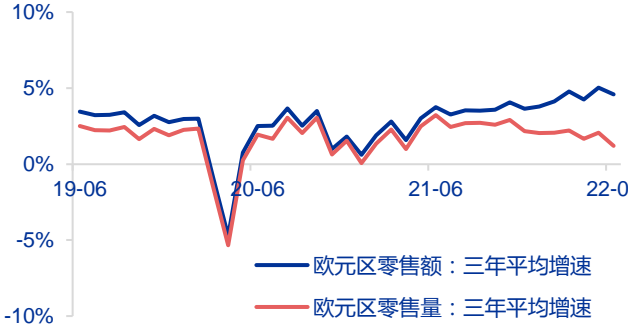


资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.发达国家经济跟踪：欧元区零售大幅收缩

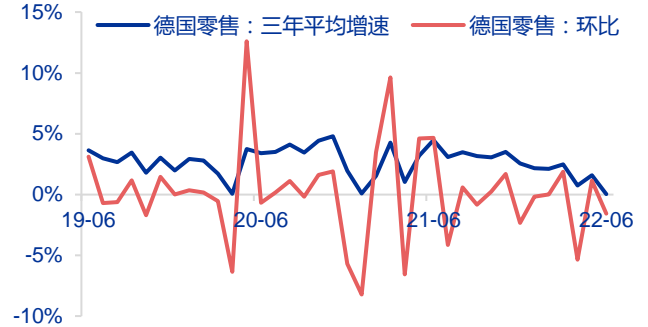
需求：6月欧元区零售量收缩，三年平均增速下滑至1.2%，欧洲能源短缺对居民需求的抑制还在持续。德国6月零售销售环比增速下滑，亦受能源危机冲击。

图7：6月欧元区零售量环比收缩



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图8：6月德国零售收缩



资料来源：CEIC，申万宏源研究

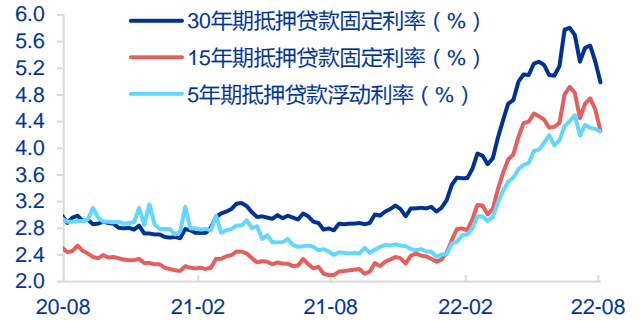
地产：本周美国5年、15年、30年期抵押贷款利率平均较上周下滑，为连续第二个星期下降，反映近期长端美债利率的下行。美国MBA抵押贷款申请活动指数较上周小幅回升，可能受抵押贷款利率下降的支撑。

图9：本周美国MBA市场指数较上周小幅回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

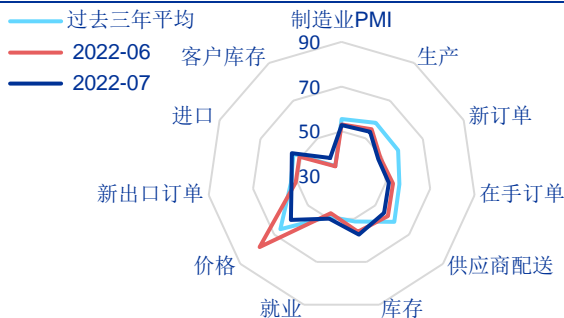
图10：本周美国各期限抵押利率较上周继续下滑



资料来源：CEIC，申万宏源研究

供给+就业：美国7月ISM制造业PMI低于预期。7月美国制造业PMI下滑至52.8，创下自2020年6月以来的新低，其中新订单指数下降至48。美国7月服务业PMI回升至56.7，好于市场预期。其中新订单和商业活动贡献较大。

图11：美国7月ISM制造业PMI较上月下滑



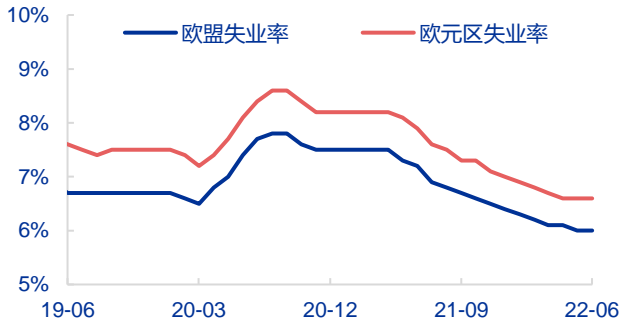
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图12：美国7月ISM服务业PMI改善



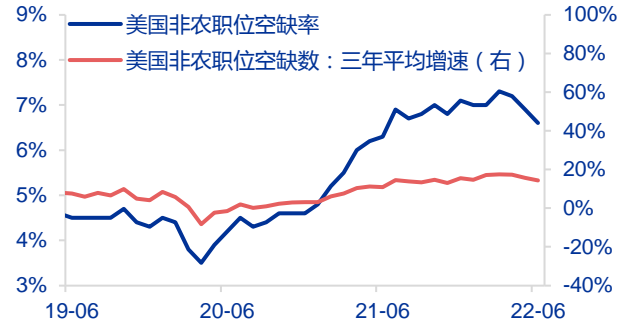
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 13：欧元区 6 月失业率 6.6%与上月持平



资料来源：CEIC，申万宏源研究

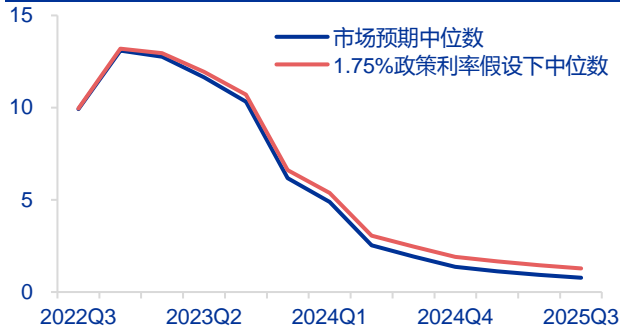
图 14：美国 6 月非农职位空缺率继续下降至 6.6%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

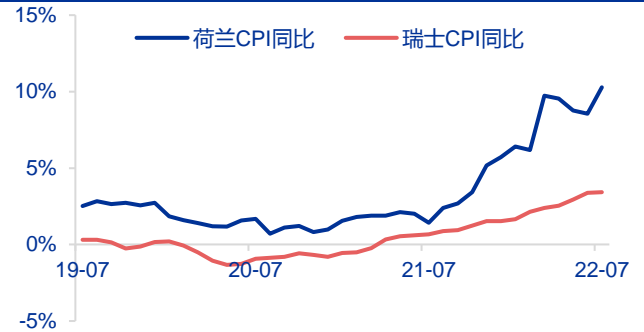
CPI 通胀：英央行预计 CPI 通胀将高至 13%。本周英央行公布货币政策决议，在大幅加息 50BP，预计年末经济衰退之外，还预测此轮通胀高点将达到 13%，年底见顶。荷兰、瑞士 7 月 CPI 同比分别为 10.3%、3.4%，较上月继续上升。

图 15：英央行预计 CPI 通胀将高至 13% (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

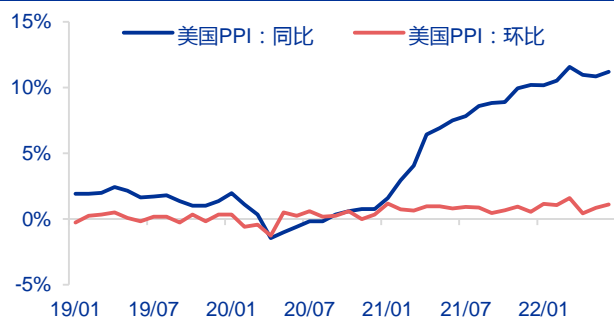
图 16：荷兰瑞士 7 月 CPI 同比继续上行



资料来源：CEIC，申万宏源研究

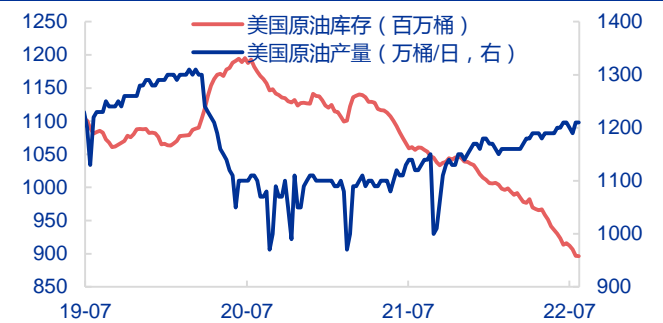
油价和 PPI 美原油库存与上周基本持平。美国 6 月 PPI 环比 1.1% 同比 11.2%，增速再度回升。本周美国原油库存较上周小幅下滑 20 万桶，继续维持在低位。

图 17：美国 6 月 PPI 同比环比皆反弹



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 18：美原油库存较上周基本持平



资料来源：CEIC，申万宏源研究

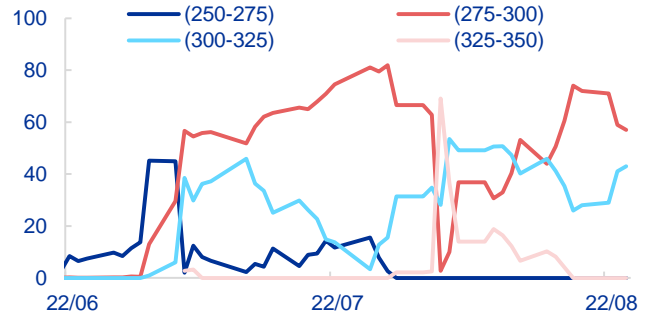
货币操作 本周美联储逆回购操作平均 2.2 万亿美元，显示美联储流动性仍泛滥。市场对于美联储 9 月加息幅度的预期有上升趋势，加息 75BP 的概率由上周的 28% 升至 43%，但目前预期美联储 9 月加息 50BP 的概率仍最大（57%）。

图 19：本周美联储逆回购操作平均 2.2 万亿美元

图 20：22 年 9 月加息 50BP 概率领先 (BP)



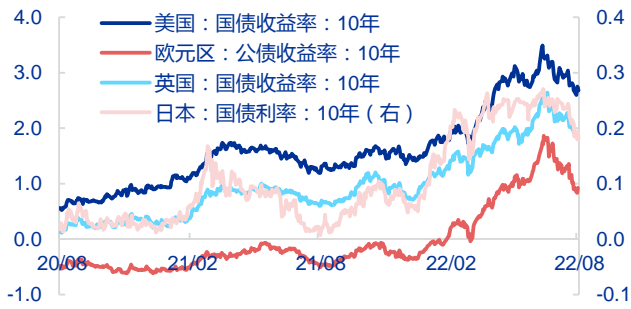
资料来源：CEIC，申万宏源研究



资料来源：CEIC，申万宏源研究

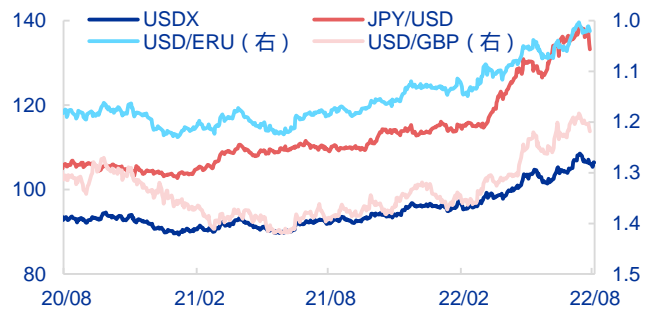
汇率利率黄金：金价稳定上涨。美元指数小幅下行，黄金价格较上周上行 1.7%。

图 21：本周长端美债利率继续上周下降趋势（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

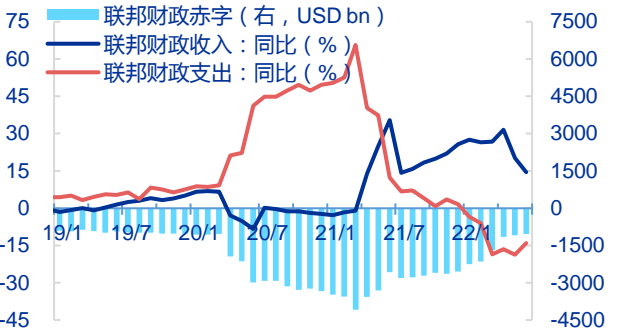
图 22：截至 8 月 4 日美元指数较上周小幅上行



资料来源：CEIC，申万宏源研究

海外财政：美联储缩表+收入下滑，美财政部上调 22Q3 对私人部门借款预期。

图 23：美国联邦收入增速趋于回落（12MMA）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

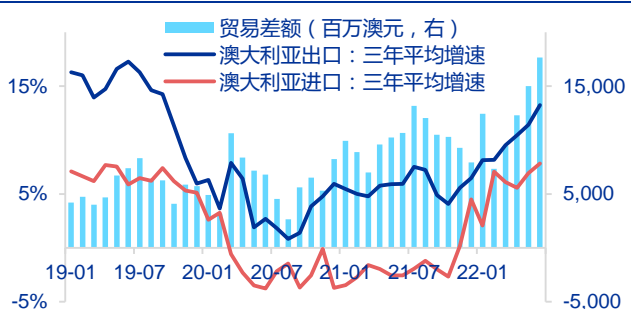
图 24：至 8 月初 Fed 美债持有量收缩 500 亿美元



资料来源：CEIC，申万宏源研究

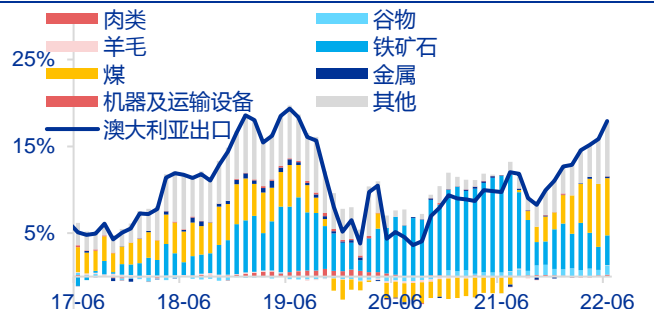
全球贸易：6 月澳大利亚贸易顺差创新高，达 177 亿澳元，煤炭出口为主因。

图 25：6 月澳大利亚贸易顺差创新高



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 26：煤炭出口支持澳出口走强（三年平均增速）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

3.新兴国家经济跟踪：巴西、印度加息 50BP

继美联储在 7 月 27 日加息 75BP 之后，本周巴西、印度分别加息 50BP。

表 1：本周巴西、印度加息

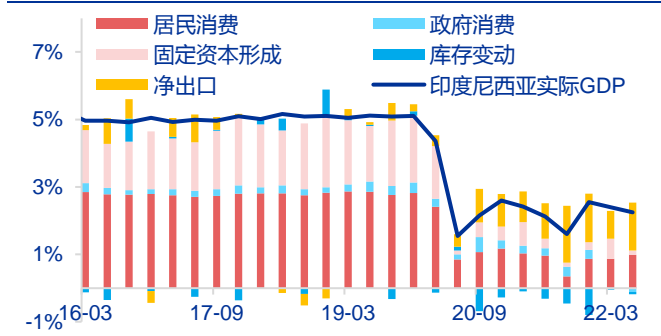
国家	加息幅度	加息时间	加息后利率
巴西	50bps	2022.8.4	13.75%
印度	50bps	2022.8.5	5.40%

资料来源：申万宏源研究

本周印尼二季度 GDP 数据公布，22Q2 三年平均增速 2.2%，环比 0.4%，在疫情爆发之后印尼居民需求恢复比较缓慢，但贸易差额有大幅扩大。

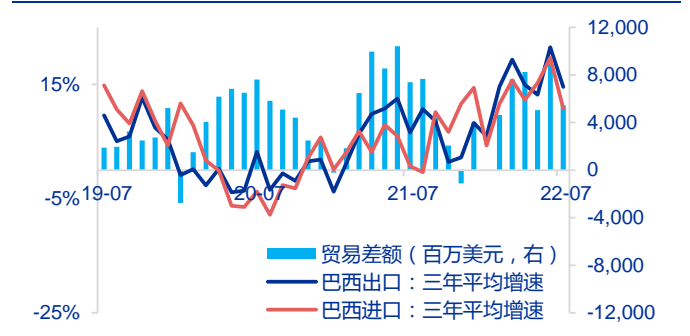
本周巴西、印度、韩国公布 7 月进出口数据，巴西 7 月贸易差额有所缩小，印度贸易差额则持续攀高，可能受到能源进口价格上升影响，而韩国 7 月逆差也继续扩大。

图 27：印尼（三年平均增速）



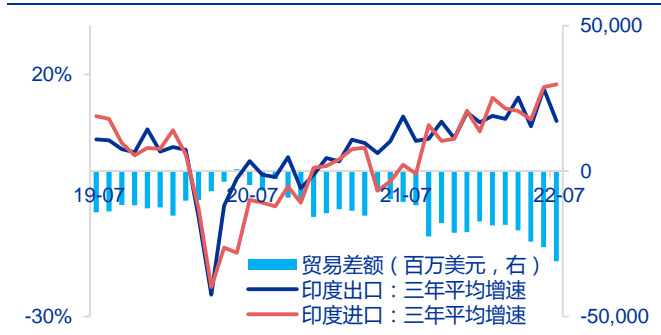
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 28：巴西 7 月贸易差额缩小



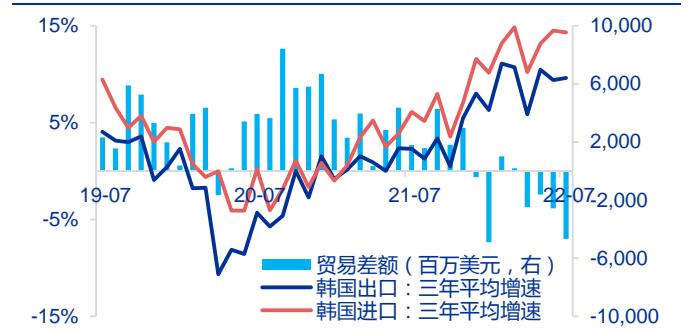
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 29：印度贸易逆差持续扩大



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 30：韩国 7 月贸易逆差扩大



资料来源：CEIC，申万宏源研究

4.海外政策动向：乌克兰粮食对外运输改善

图 31：2020 年以来海外发达国家重要变化

	货币政策	财政政策	俄乌冲突时间线
2020 Q1	(3.3) 美联储：降息50bp至1.00%-1.25% (3.11) 英央行：1)降息50bp从0.75%至0.25% (3.15) 美联储：1)启动7000亿美元QE计划 2)降息100bp至0.00%-0.25% (3.16) 日央行：增加QE 1)积极购买JGB和T-bills 2)购买ETF和J-REIT的年度限额分别提高至12万亿和1800亿日元3)宣布新的零息贷款计划 4)加购CP和公司债券 (3.18) 欧央行：宣布推出7500亿欧元的PEPP计划 (3.19) 英央行：1)再度降息15bp从0.25%至0.1% 2)宣布价值2000亿英镑的QE	(3.6) 美国：颁布83亿美元的CPRSAA救济法案 (3.11) 英国：宣布300亿英镑的财政刺激政策 (3.11) 日本：通过了1.6万亿日元的支出法案 (3.17) 英国：提供3300亿英镑的商业贷款 (3.18) 美国：颁布FFCRA救济法案 (3.20) 英国：宣布工人支持计划 (3.23) 欧盟：激活SGP的一般免责条款 (3.26) 英国：为年收入少于50,000英镑的个体经营者提供每月2500英镑的现金补助 (3.27) 美国：颁布价值为2.3万亿美元的CARES法案 (4.2) 欧盟：出台1000亿欧元的临时贷款工具SURE (4.7) 日本：颁布价值为117.1万亿日元的一揽子计划 (4.16) 欧盟：EIB 集团设立250亿欧元的担保基金 (5.9) 欧盟：开发价值为2400亿欧元PCS工具 (5.27) 日本：宣布120万亿日元的经济刺激方案 (7.8) 英国：宣布价值为300亿英镑的救济法案 (9.24) 英国：延长四项政府支持贷款计划申请期限 (12.4) 日本：颁布73.6万亿日元的综合经济措施 (12.21) 美国：9000亿美元法案通过	
Q2	(3.26) 欧央行：开启无限量购债 (4.27) 日央行：1)开启无限量购债 2)将CP和公司债券未偿金额上限提高到20万亿日元 3)扩大抵押品范围 (4.30) 欧央行：1)引入PELTROs再融资操作措施 2)调降TLTRO III利率25bps至-0.5%。 (5.22) 日央行：推出价值30万亿日元的一年期零息贷款 (6.4) 欧央行：扩大PEPP购债计划6000亿欧元		
Q3	(6.18) 英央行：政府债券购买规模扩大1000亿英镑		
Q4			
2021 Q1	(11.5) 英央行：债券购买再扩大 1500 亿英镑 (12.10) 欧央行：扩大PEPP购债计划5000亿欧元并延长计划至22年3月，同时延长TLTROIII至22年6月	(2.2) 欧盟：敲定了7500亿欧元的NGEU复苏计划 (3.3) 英国：宣布提供650亿英镑的新救济政策 (3.11) 美国：通过1.9万亿美元ARP救济法案	
Q2			
Q3	(6.22) 日央行：额外购买的CP和商业票据以及特别融资业务延长至22年3月	(7.15) 美国：启动 1100 亿美元的儿童税收减免计划 (9.7) 英国：拨款360 亿英镑用于改革NHS (11.19) 美国：众议院通过了价值为2.2万亿美元的BBB法案，但遭到了参议院的反对，最终未通过 (11.19) 日本：颁布了56万亿日元的经济刺激计划	
Q4			
2022 Q1	(11.3) 美联储：宣布正式启动Taper (12.15) 美联储：加速Taper，宣布22年3月退出QE (12.15) 英央行：1)加息15bp从0.1%至0.25% (12.16) 欧央行：暂时性扩大APP购债规模 (2.2) 英央行：1)加息25bp至0.5% 2)停止对到期资产再投资直至23年底 (3.17) 美联储：宣布加息25bp至0.25%-0.5% (3.17) 英央行：加息25bp至0.75%	(2.2) 英国：宣布90亿英镑贷款和退税计划，旨在帮助今年能源账单不断上涨的家庭 (5.26) 英国：推出150亿英镑的一揽子计划以应对能源价格飙升	(2.22) 美、英、欧：制裁主要银行，限制贸易和资本进入 (2.23) 日：禁发俄罗斯政府主权债务 (2.26-2.28) 美：禁止部分银行使用SWIFT，限制俄央行使用国际储备，冻结俄央行资产；英：制裁俄央行 (3.1-3.2) 日：冻结俄央行资产；欧：将除两家关键银行外的7家俄主要银行剔除SWIFT系统，并且禁止与俄交易 (3.8) 美、英：禁止进口俄罗斯石油、液化天然气和煤炭 (4.6) 美、英：分别封锁俄联邦储蓄银行和冻结其资产 (4.8) 欧、日：禁止进口俄煤炭 (5.4) 欧：将俄联邦储蓄银行和另两家主要银行移除SWIFT (5.9) 英：宣布铂、钨等新进口税，禁止化工、塑料、橡胶等出口 (6.3) 欧：禁止进口俄原油和石油产品，并禁止3家俄银行和1家白俄银行使用 SWIFT系统 (6.22) 英国：禁止向俄出口 1) 生化武器、炼油和关键行业的货物和技术 2) 航空燃料和以英镑或欧元计价的纸币 (6.27) 美、英、日：对俄罗斯黄金进口实行禁令 (7.21) 欧盟：禁止进口俄黄金，制裁俄联邦储蓄银行等实体 (7.23) 俄：与乌克兰签署粮食协议避免全球粮食危机 (7.26) 欧盟：对俄侵略乌克兰的经济制裁再延长六个月 (7.27) 俄：削减通过北溪1号对欧洲的天然气供应 (8.1) 乌：第一艘载有粮食的货船离开敖德萨港
Q2	(3.31) 欧央行：PEPP购债终止 (5.4) 美联储：宣布6.1开始缩表，加息50bp至0.75%-1% (5.5) 英央行：加息25bp至1% (6.2) 欧央行：APP购债于7月1日终止	(7.28) 美国：通过了CHIPS法案，向半导体行业提供2800亿美元的援助和补贴	
Q3	(6.16) 英央行：加息25bp至1.25% (6.16) 美联储：加息75bp至1.5%-1.75% (7.21) 欧央行：宣布加息50bp，放弃前瞻性指引，并推出“传导保护工具” TPI (7.27) 美联储：宣布加息75bp至2.25%-2.5%		

资料来源：申万宏源研究

5.全球宏观日历：关注美国 CPI 通胀

表 2：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
7月	25	26	27	28	29	30	31
		21:00 US  S&P 房价指数 22:00 US  新屋销售	9:30 CN  工业企业利润 20:30 US  耐用品订单、零售批发库存、货物贸易差额 22:00 US  成屋签约销售	2:00 US  FOMC 决策 20:30 US  Q2 GDP	17:00 EU  7月 HICP、Q2 GDP 20:30 US  PCE 物价指数		21:00 CN  中采 PMI
8月	1	2	3	4	5	6	7
	9:45 CN  财新制造业 PMI 16:00 EU  制造业 PMI 22:00 US  ISM 制造业指数、营建支出	21:00 US  芝加哥联储 Evans 讲话 22:00 US  职位空缺	9:45 CN  财新综合 PMI 17:00 EU  零售销售 22:00 US  ISM 服务业 PMI、耐用品订单	20:30 US  6月贸易帐	0:00 US  克利夫兰联储 Mester 讲话 20:30 US  7月就业数据		不定时 CN  7月贸易数据
	8	9	10	11	12	13	14
	不定时 CN  金融数据	9:30 CN  7月 CPI、PPI 20:30 US  7月 CPI 22:00 US  批发库存 23:00 US  芝加哥联储 Evans 讲话	20:30 US  7月 PPI	17:00 EU  工业生产 20:30 US  进出口价格指数			

资料来源：各国统计局、申万宏源研究

注：中国金融数据公布日期不定，每月 10-15 日公布概率较高

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文雯	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。