

就业韧性仍存，但总量紧缩已至尾声

——3月美国就业数据传递的信号

核心观点

本月就业韧性仍强部分源于岗位空缺对就业数据的保护，部分源于银行风险尚未在本月数据体现，预计上半年岗位空缺难回疫前水平就业数据仍有韧性。

综合考虑通胀、就业以及金融稳定三项目标，金融稳定仍是当下最需关注的决策因素。过去两周流动性风险趋于稳定，但各类结构性风险隐患并未消除，通胀数据超预期以及日本央行换届等催化剂均可能导致流动性压力再发酵。我们认为金融稳定压力下美联储总量紧缩已至尾声，年内降息概率仍然较大；后半程重点关注银行信贷收缩。

□ 就业韧性仍强，岗位空缺仍高于疫前中枢 2023上半年仍能对就业市场形成保护

3月美国非农新增就业人数23.6万人，基本符合市场预期；失业率3.5%，强于市场一致预期3.6%；劳动力参与率小幅上升至62.6%，为疫情爆发后的最高点；平均时薪33.2美元，本月环比增速0.3%，相较前值小幅反弹。整体来看，就业数据依然呈现出较强韧性，失业率在劳动参与率回升的情况下继续改善，时薪增速也在前值基础上反弹，整体符合我们此前对上半年就业数据高韧性的判断。需要指出的是，非农数据采集的时间点为3月上半月，金融稳定风险对就业的影响在本月数据中尚未体现，后续需持续观测相关影响。

截至2月美国岗位空缺数为993万，自2021年5月以来首次回落至1000万以下但仍然远远高于720万的疫前（2019年）中枢，我们曾于前期报告《美国经济是软着陆还是不着陆》中前瞻性指出：岗位空缺水平依然高于疫前中枢，短期美国就业市场及工资增速短期仍有较强韧性。一是岗位空缺仍高，被裁员的居民可以实现快速再就业，再就业形势良好使得非农就业人数依然保持正增长；二是再就业质量分化但整体工资水平并未出现明显恶化，尤其是低收入群体还获得了较高的涨薪比例；三是部分失业群体在快速再就业的同时还可获得较高的裁员补偿，约1/3的失业工人获得了高额遣散费，平均相当于16周的工资水平（远超9.1周的平均失业时间中值）。强劲的收入水平继而对个人消费形成支撑。

展望未来，我们继续维持前期报告《美国经济是软着陆还是不着陆》中的观点：伴随联储紧缩和招工需求回落，预计2023年Q2后岗位空缺数可能逐步逼近疫前水平，经济衰退压力将更加直接的反映在就业市场，美国就业数据的恶化可能开始加速，失业率上行的斜率可能逐步陡峭化。在此之前就业市场仍将维持在较为紧张的状态，就业数据包括工资增速预计回落幅度有限。

□ 金融稳定压力下美联储总量紧缩已至尾声，后半程重点关注银行信贷收缩

综合考虑物价、就业以及金融稳定三项目标，我们认为金融稳定仍是当下最需关注的决策因素。我们曾于前期报告《联储关注物价稳定，市场聚焦金融风险》中指出：联储现有的结构性宽松工具可以有效对已暴露的风险进行控制，但总量层面继续加息缩表的背景下其他结构性风险可能继续出现。

各类潜在的结构性风险包括美国商业地产风险、欧洲金融稳定风险对美国的反向传导等（详细参考下文）。我们认为在金融稳定的压力下美联储总量紧缩（尤其是加息）已至尾声，后半程应重点关注风险偏好下行后银行信贷紧缩对联储紧缩的“替代”作用。

□ 结构性风险1：美国商业地产空置率高有潜在风险

美国商业地产市场存在杠杠率高、违约率上行且中小银行对商业地产贷款过于集中的问题。

一是从杠杠率来看，截止2022年Q4，美国商业地产贷款规模占GDP总比重已经达到29%，逼近2008期间30%的水平；

二是美国部分商业地产存在一定的违约率上行风险，主因受过去2年疫情影响，以互联网大厂为代表的企业普遍开启“居家办公模式”，例如谷歌实行三天上班、

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

两天在家的规则，脸书母公司 meta 允许所有非数据基建中心员工申请在家工作等。Realtor 数据显示，2023 年 3 月大型城市办公楼占用率均值为 50.1% 明显低于疫前水平，空置率上升导致办公楼商业地产的违约率持续反弹。

三是在商业地产贷款质量有所下行的背景之下，资产规模较小的银行对商业地产的敞口更大。截止 2022 年 Q4，中小银行商业地产贷款占总贷款比重均值为 29.1%，远高于大型银行 5.5%，此外，我们从商业地产贷款/总资产比重以及总规模两个维度筛选出了 32 家对商业地产违约风险敞口较大的银行，在剔除部分扰动因素后，上述银行的风险敞口约达 5300 亿美元，约占商业地产贷款市场规模的 10%。

□ 结构性风险 2：欧洲金融风险对美国的反向传导

一是欧央行大幅加息背景下，部分银行在资产端存在减值风险（波兰、匈牙利、捷克、罗马尼亚等国银行是典型代表，流动资产构成以国债和地方政府债务为主占比分别达到 90%，84%、81% 和 79%），负债端存在稳定性风险（欧盟成员国中，瑞典、芬兰银行负债端债券融资占比分别为 26%、22%，远高于欧盟平均水平 11%）。

二是欧债本身基本面较为薄弱，可能与流动性挤兑压力产生负循环，除了欧洲银行外对部分欧债持有较多的海外金融机构（尤其是美国）也有负面传导效应。截至 2021 年末，从欧元区 19 国看，美国共计持有欧债 8555 亿美元，占美国持有所有海外债券头寸的 20%，其中政府主权债 1770 亿美元；从欧洲五大债务压力国看，美国共计持有相关欧债 2327 亿美元，其中政府主权债 615 亿美元。

□ 金融稳定风险“中场休息”，未来部分催化剂可能导致结构性风险再发酵

过去两周以来，美国金融稳定风险有所缓和，美联储扩表规模明显下滑。美联储过去 2 周累计缩表 1020 亿美元，除联储再贷款（BTFP）规模上行 146 亿美元外，联储再贴现（贴现窗口）和过桥银行贷款（Credit extension）本周规模均有所下滑；从美元流动性情况来看，LIBOR-OIS 小幅反弹但整体可控；标普银行股以及标普区域银行股指数较 2 周前反弹 2.5%。欧洲方面，德意志银行、瑞银 5 年期 CDS 报价较过去 2 周前水平已经显著回落；欧洲银行股指数过去 2 周以来反弹 6.9%。

我们认为，虽然过去两周以来海外市场的流动性风险逐步趋于稳定，但各类结构性的风险隐患并未消除。一旦未来紧缩预期在各类催化剂作用下再次发酵，则风险可能再次暴露。潜在的催化剂包括：一是 3 月美国核心 CPI 同比增速可能在前值基础上小幅反弹，可能催化联储持续紧缩的担忧；二是日本拟任新央行行长植田和男将于本周正式上任，当前市场存在日本央行年内取消 YCC 的预期，考虑到日本当前在全球范围内持有近 4 万亿美元资产，植田和男上任后发布的相关“鹰派”言论可能增加全球流动性的紧缩预期。

□ 金融稳定风险下，持续看好黄金年内配置价值

美债方面，短期流动性风险悬而未决，金融稳定和物价稳定的两难依然会使得政策预期混乱，10 年期美债利率可能保持宽幅震荡态势。

美元方面，近期美元指数明显回落，未来需重点观测欧洲债务及银行机构是否会在本轮挤兑压力下受到连带影响，一旦风险产生外溢可能驱动美元指数反弹。

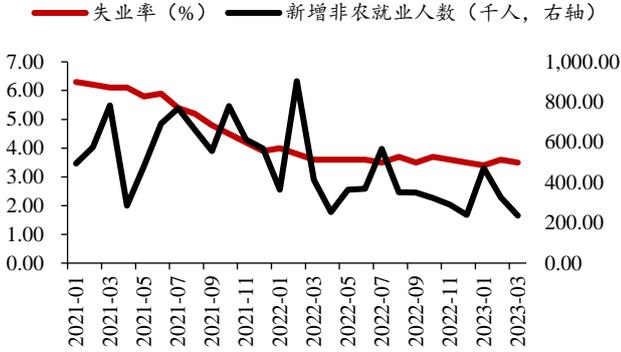
黄金方面，考虑到美国流动性风险未定、欧洲债务以及银行机构同样有潜在风险，避险情绪下我们持续看好年内黄金表现。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化；美联储紧缩超预期

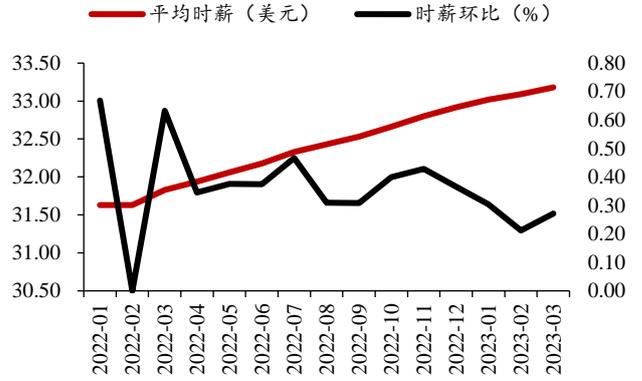
1.重要图表

图1: 美国就业数据依然有较强韧性



资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

图2: 时薪依然有较强韧性 (环比增速右轴)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 美国职位空缺数仍高于疫前水平 (千人)



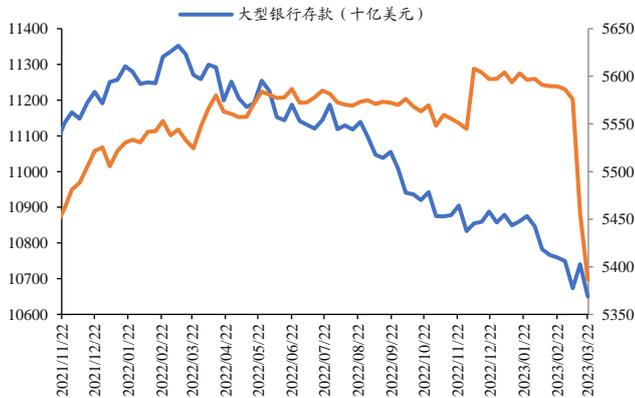
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 美国劳动力参与率连续回升 (%)



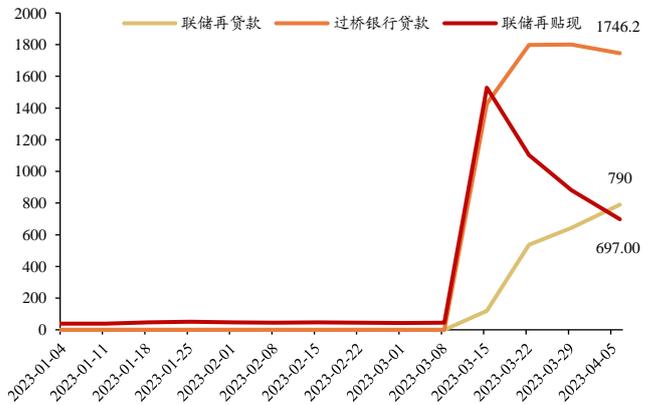
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图5: 美国银行存款外流情况



资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

图6: 美联储流动性投放工具使用情况 (亿美元)



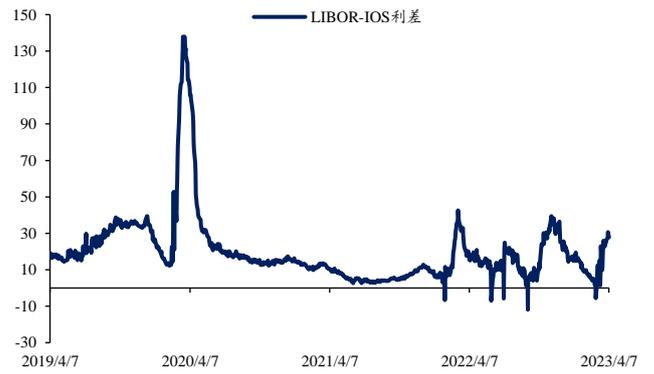
资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

图7: FRA-OIS 利差近期回落 (bp)



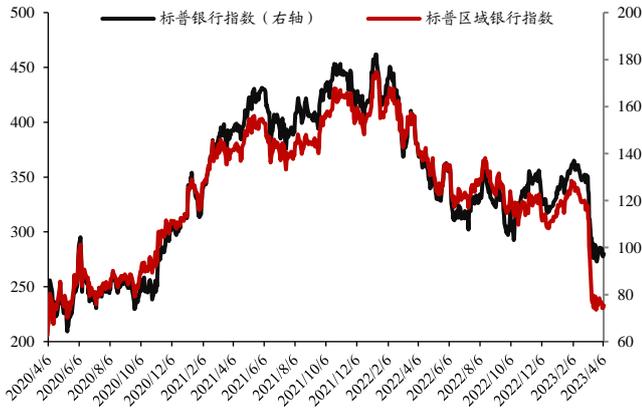
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图8: LIBOR-OIS 小幅反弹 (bp)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图9: 美国银行业指数有所反弹



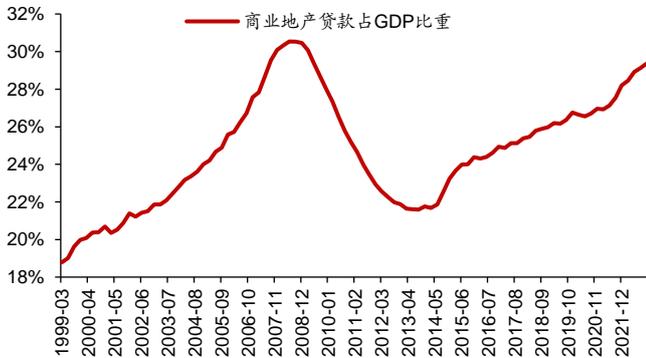
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图10: 欧洲银行股有所反弹



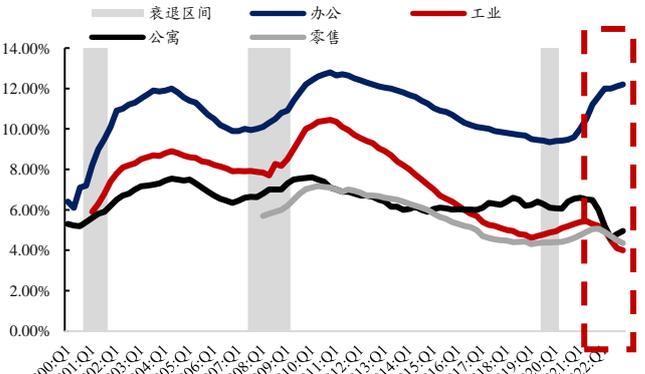
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图11: 美国商业地产债务占 GDP 规模在不断上升 (%)



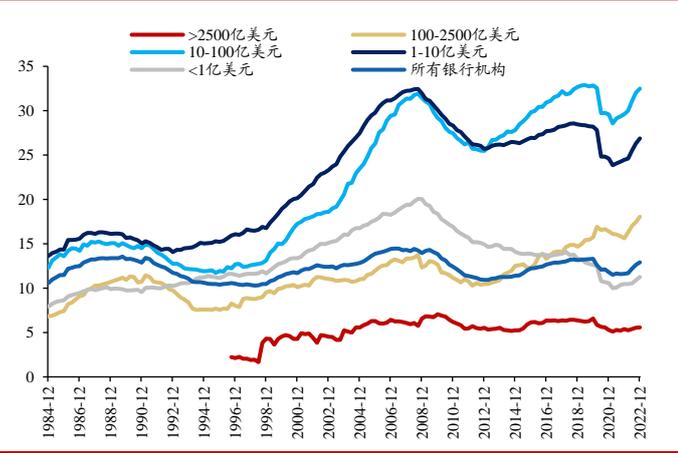
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图12: 办公型商业地产空置率在疫情后显著上行 (%)



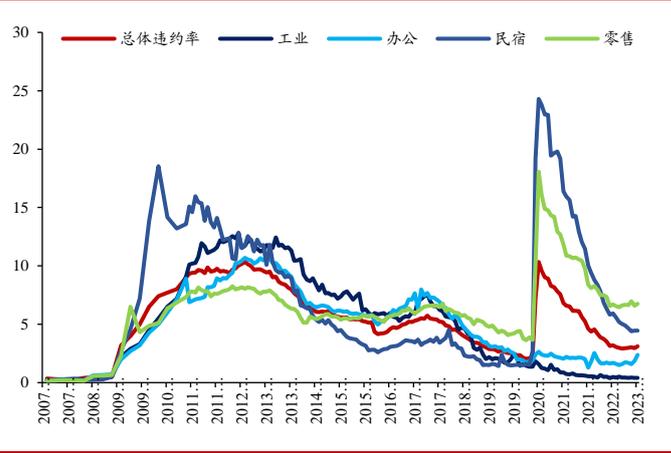
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图13: 不同资产规模银行商业地产贷款占总资产比重 (%)



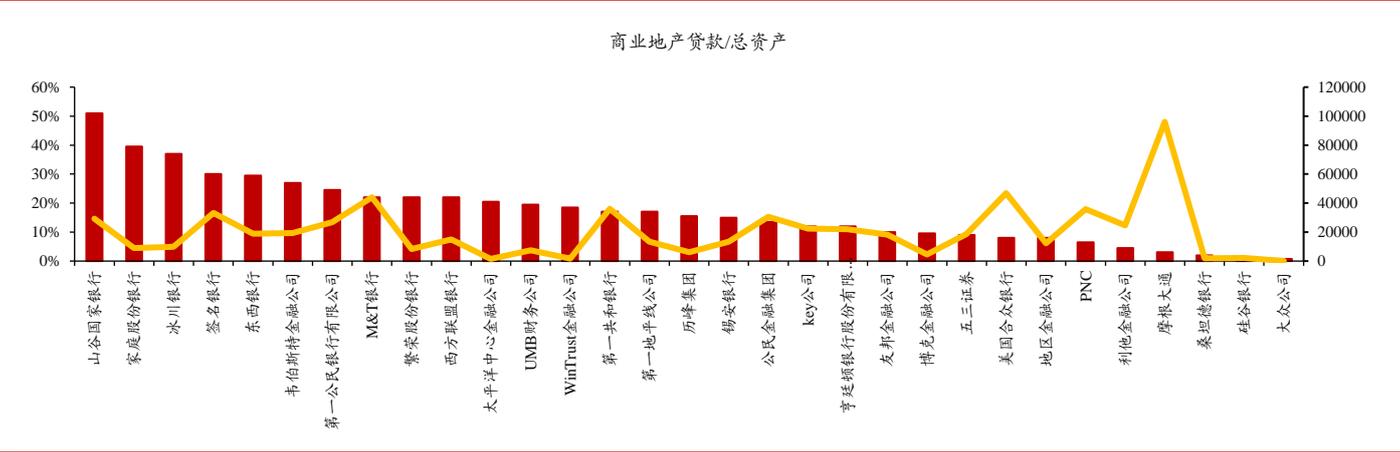
资料来源: FDIC, 浙商证券研究所

图14: 美国商业地产违约率 (%)



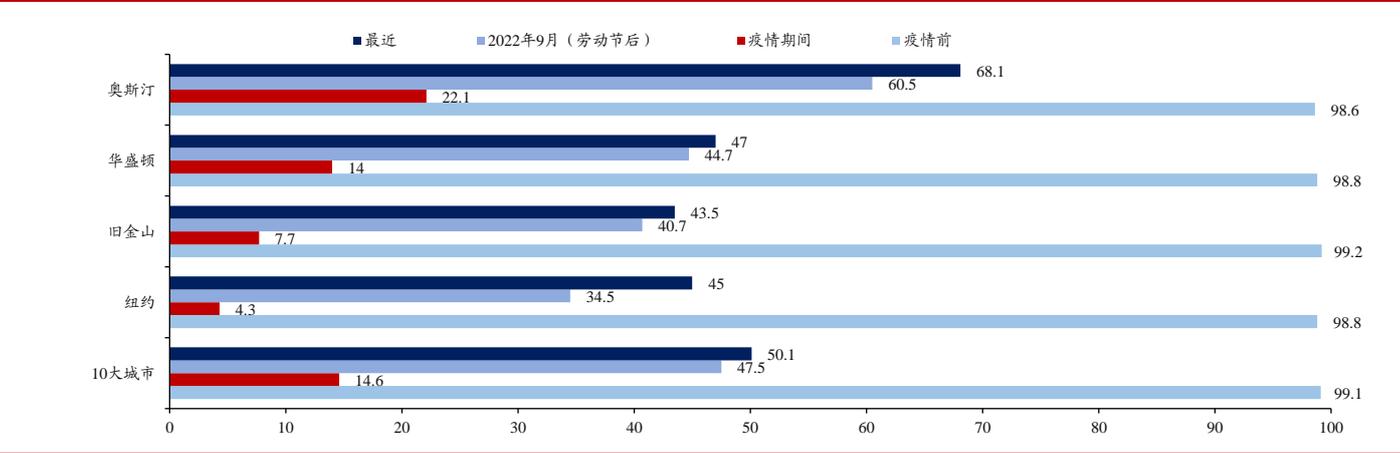
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图15: 部分银行商业地产贷款占总资产规模达到 50%以上 (左轴比重, %; 右轴为贷款总规模, 百万美元)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图16: 美国前 10 大城市疫情后商业地产空置率明显提高



资料来源: Realtor, 浙商证券研究所

表1: 美国主体跨境持有欧债的规模及占比情况(亿美元)

发行国家	总持有量	债券发行主体				
		银行	其他金融机构	其他	政府	非金融机构
奥地利	149.99	9.78	55.09	55.09	46.68	38.43
比利斯	119.95	4.64	1.8	1.8	69.41	44.09
塞浦路斯	7.67	0.28	0.01	0.01	6.76	0.62
爱沙尼亚	0.48	0	0	0	0	0.48
芬兰	150.85	37.37	53.77	53.77	36.3	23.41
法国	2169.03	608.35	512.26	512.26	541.94	506.48
德国	1037.91	446.18	34.95	34.95	357.55	199.24
希腊	24.41	0.16	0.03	0.03	23.74	0.48
爱尔兰	1193.23	7.79	574.04	574.04	28.85	582.55
意大利	547.31	150.6	15.78	15.78	301.44	79.49
拉脱维亚	0.98	0	0	0	0.98	0
立陶宛	5.34	0	0	0	5.23	0.11
卢森堡	714.92	74.6	178.73	178.73	12.9	448.7
马耳他	4.1	0	1.57	1.57	0	2.53
荷兰	1855.88	251.78	343.31	343.31	66.53	1194.25
葡萄牙	26.65	0.79	1.35	1.35	21.72	2.8
斯洛伐克	0	0	0	0	0	0
斯洛文尼亚	11.62	0.23	0.84	0.84	10.42	0.13
西班牙	535.05	154.49	14.6	14.6	239.12	126.83
全球债券持有量	42647.26	8638.58	10088.22	10088.22	9065.93	13189.31
欧洲债券持有量	8555.37	1747.04	1788.13	1788.13	1769.57	3250.62
欧债持有量占比	20.1%	20.2%	17.7%	17.7%	19.5%	24.6%
欧5国债券持有量	2326.65	313.83	605.8	605.8	614.87	792.15
欧5国债券持有量占比	5.5%	3.6%	6.0%	6.0%	6.8%	6.0%

资料来源: IMF, 浙商证券研究所

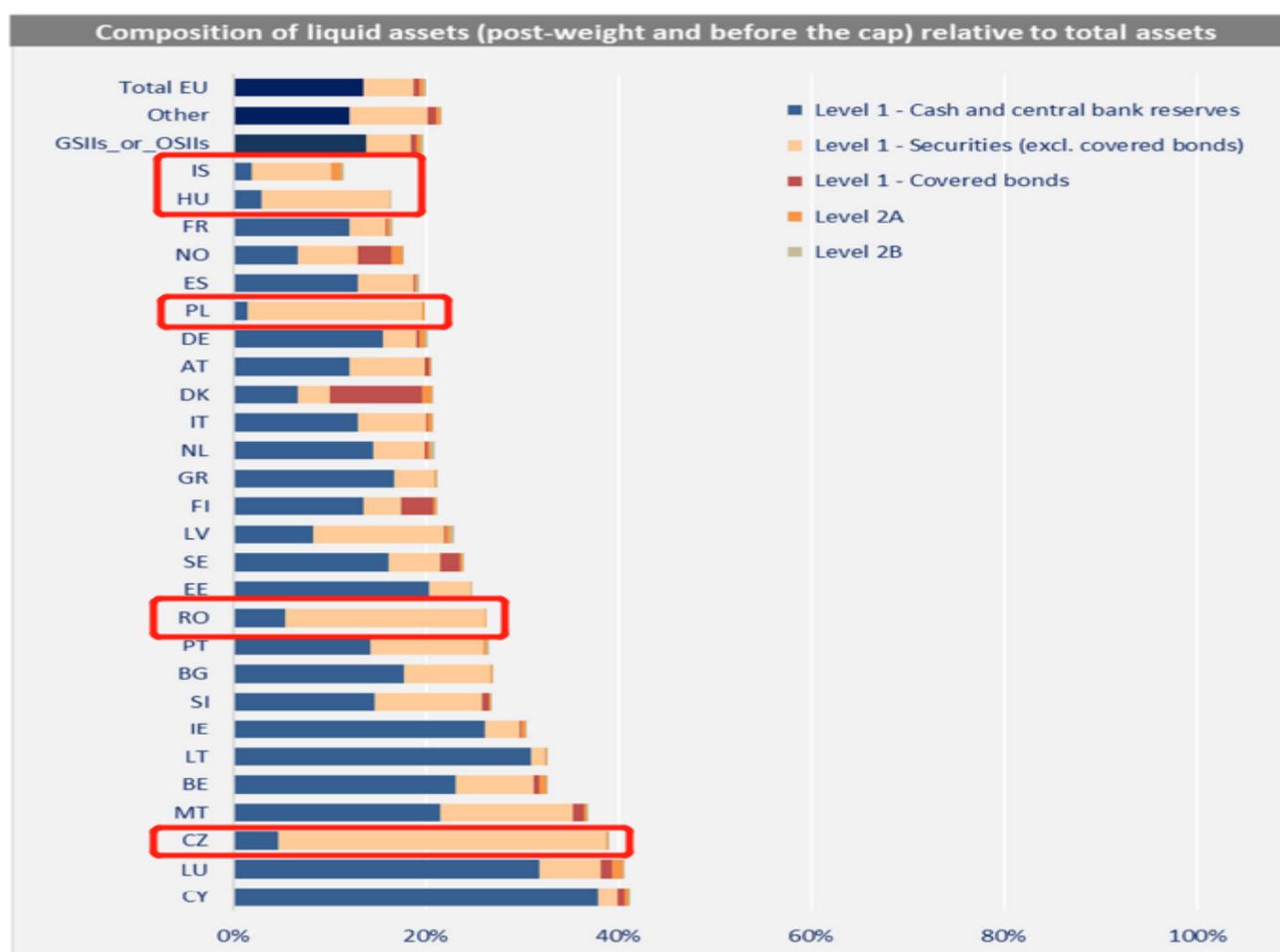
表2: 截止 2022 年 Q2, 日本机构持有海外资产按国家分布情况(亿美元)

投资国家	总资产	股权类资产	债权类资产
美国	17521.08	6903.22	10617.87
开曼群岛	7779.06	6134.26	1644.80
法国	2212.90	284.00	1928.90
英国	1408.22	361.54	1046.68
澳大利亚	1380.81	181.10	1199.71
卢森堡	1071.61	827.84	243.77
德国	958.19	183.78	774.41
荷兰	898.00	149.25	748.75
加拿大	787.44	258.17	529.27
爱尔兰	783.21	512.66	270.56
意大利	596.48	35.53	560.94

国际组织	589.30	1.19	588.11
西班牙	542.90	46.88	496.02
瑞士	312.36	226.50	85.86
英国皇家属地	285.07	144.39	140.68
中国	276.24	102.80	173.44
比利时	262.71	18.02	244.68
丹麦	223.24	67.69	155.55
百慕大	188.91	176.52	12.39
瑞士	182.95	58.42	12.45

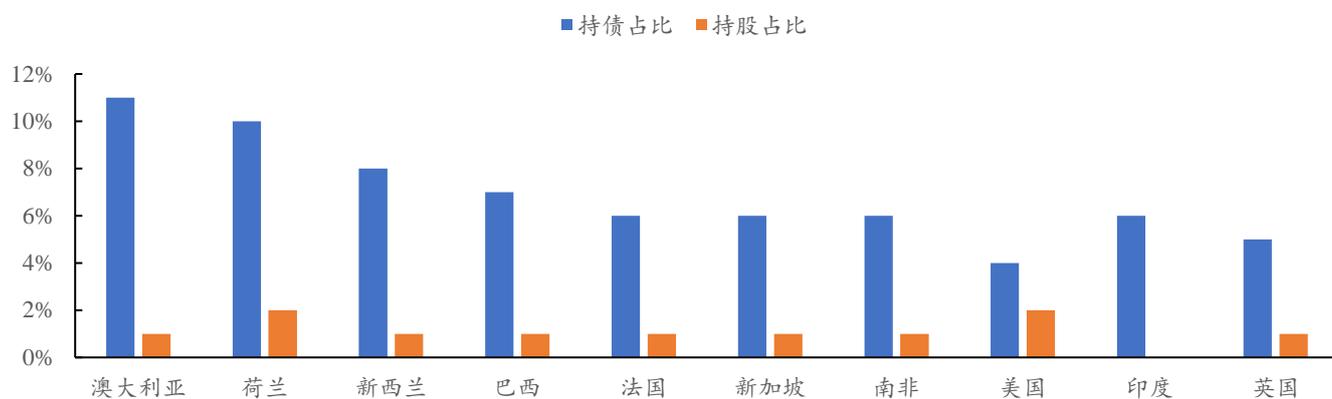
资料来源：IMF，浙商证券研究所

图17：部分银行的流动资产由国债和区域政府债务构成（%）



资料来源：欧盟统计局，浙商证券研究所

图18: 日本持有资产在各国的占比 (%)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>