

短期韧性仍存，关注信用收缩

——6月美联储非农数据传递的信号

核心观点

当前岗位空缺数仍明显高于疫前中枢，预计短期美国就业数据将继续维持强韧性。展望下半年，我们认为需要重点关注美国银行体系的信用收缩，尤其是银行表内部分问题资产违约率上行以及监管加严对银行信贷的影响。中小企业作为美国就业的核心供给主体，对银行信贷依赖较高，信用收缩可能明显缓解就业粘性。

□ 预计短期美国就业数据将继续维持强韧性，Q3末就业数据可能恶化加速

6月美国非农新增就业人数20.9万人，小幅低于市场预期；失业率3.6%，符合市场预期；劳动力参与率连续3个月维持在62.6%，与前值持平；平均时薪33.6美元，本月环比增速0.4%，同样与前值基本持平。

一是就业数据依然呈现较强韧性，虽然非农新增就业人数小幅低于预期，但失业率在劳动力参与率走平的状态下再次回落，时薪增速也跟前值持平呈现较强粘性，基本兑现我们此前对上半年就业数据高韧性的判断。

二是职位空缺出现明显回落指向就业市场紧张边际缓解。5月美国岗位空缺数回落至982万，前值1032万，但仍然高于疫前两年中枢（约713万）。这一趋势也充分说明当前就业市场现状：岗位缺口依然高于疫前中枢意味着整体就业市场依旧火热，劳动力仍然供不应求；但数据边际回落意味着招工紧张边际正在缓解。

展望未来就业趋势，我们依然维持前期观点，整体岗位空缺数将在银行信用收缩的背景下继续回落，在岗位空缺回归疫前中枢前，美国就业市场及工资增速短期仍有较强韧性；根据当前岗位空缺水平推算，预计最早Q3末（9月数据）就业数据恶化的速度才会逐步加快（详细请参考前期报告《水到渠成，股债双牛》）。

□ 信用收缩下半年概率仍大，关注资产质量恶化和资本监管加严对信贷的影响

展望下半年，我们认为需要重点关注美国银行体系的信用收缩，尤其是银行表内部分问题资产违约率上行以及监管加严对银行信贷的影响。中小企业作为美国就业的核心供给主体，对银行信贷依赖较高，信用收缩可能明显缓解就业粘性。

一是商业地产的违约率问题，银行表内相关资产规模约2.9万亿美元。美国部分商业地产存在一定的空置率、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”。空置率上升导致办公楼商业地产的违约率持续反弹（详细请参考前期报告《水到渠成，股债双牛》）。

二是学生贷款的违约率问题，规模约1.6万亿美元，主要通过财政以学校为媒介投放，部分通过银行投放。自疫情以来，受益于联邦政府对学生债务的延期政策，美国学生贷款坏账率由疫情前（2020年Q1数据）的11%陡降至0.67%。纽约联储报告显示，该计划豁免了超过500亿美元的学生贷款坏账，是导致学生贷款违约率大幅下行的主要原因。2023年8月起，学生债务将恢复偿还义务，此前已经被银行定义为坏账的超过500亿坏账或将需要再度被偿还，由于此类逾期贷款主要集中在西班牙裔等超低收入群体（年收入低于50000美元/年），超低收入群体偿债压力的陡升可能会导致贷款违约率上行。

三是美联储可能加强银行以及资本监管，鲍威尔在6月国会听证会中提及“可能将银行一级资本充足率要求在现有基础上提高20%，覆盖对象可能包括资产规模1000亿美元以上的银行”。资本金要求的加严也将约束银行的信贷扩张能力。

□ 联储7月加息概率大，Q4选年临近联储继续鹰派不符合选民利益

6月联储在暂停加息的同时在点阵图中对下半年继续给出50BP的加息预期，综合两项信号来看我们认为美联储可能已顺势于Q2起转向以季度为频的加息节奏，结合联储当前相机抉择的框架，我们认为：

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

- 《2023年6月宏观经济预测：预计二季度GDP增速6.7%》 2023.07.01
- 《6月PMI：需求恢复较缓，去库趋势延续》 2023.06.30
- 《如何看待当前美国地产市场？》 2023.06.29

Q3 经济和通胀仍有韧性，大概率继续加息，其中 7 月加息但 9 月不加息的概率较大；Q4 是否继续加息目前尚有不不确定性。如果 Q4 信用收缩压力加大，衰退压力显性化，则美联储存在 Q4 不再加息的可能；与此同时，直接执行降息或在点阵图中对 2024 年进行鸽派政策指引均是潜在选项（6 月点阵图显示当前联储官员对 2024 年的政策路径尚未形成一致共识）。

此外，伴随 2024 年大选年临近，政治和选民诉求对联储政策的扰动权重可能进一步加大。对比 2022 年，当前美国居民对通胀的态度可能已发生微妙变化。2022 年美国居民工资增速跑输通胀，全年个人可支配收入实际增速均值为-6%，民调均显示美国居民对通胀怨声载道，因此联储打压通胀符合选民利益和白宫的政治诉求。2023 年以来美国居民实际收入已经转正，伴随下半年 CPI 可能继续向 3%-3.5% 的区间回落，相对稳定的物价环境和实际收入正增长是选民较为乐见的物价环境。在 2024 年大选年将近的背景下，美联储 Q4 继续坚持鹰派加息不符合选民基本利益，可能受到政治层面的阻力。

□ 美债利率和美元短期或双双维持高位震荡

美债方面，短期来看，美债利率可能继续维持高位震荡。中期来看，需重视信贷紧缩的影响，可能缓解招工和薪资增速压力，从而带动通胀预期下行。

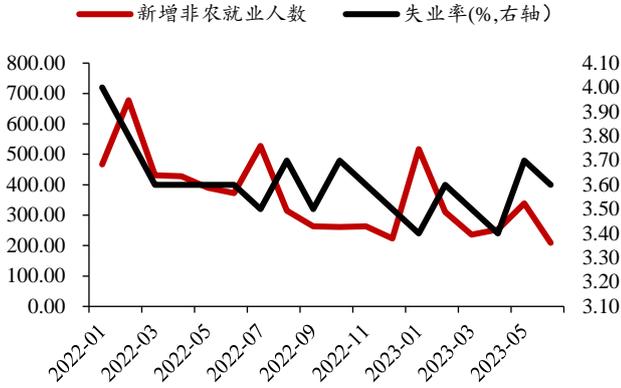
美元方面，当前美欧政策节奏存在较强的趋同性，未来可能双双面临信用收缩压力，在信用收缩的差异化影响在两大经济体中进一步清晰以前，美元短期可能维持震荡。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化；美联储流动性风险超预期恶化

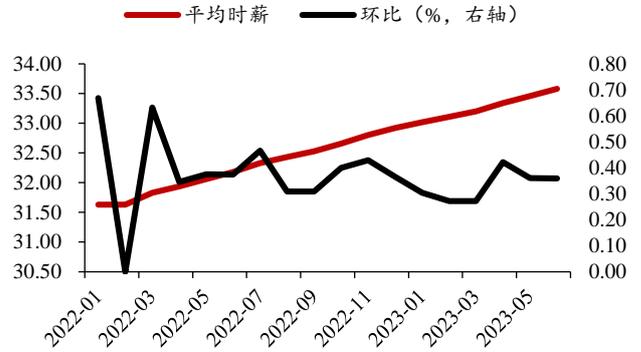
1.重要图表

图1：美国就业整体依然保持韧性（千人）



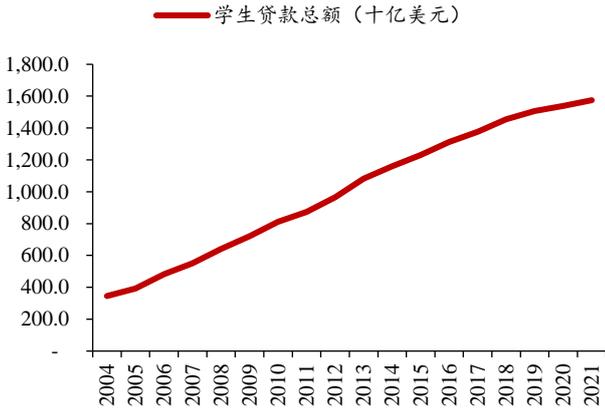
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图2：本月时薪环比增速持平前值（美元）



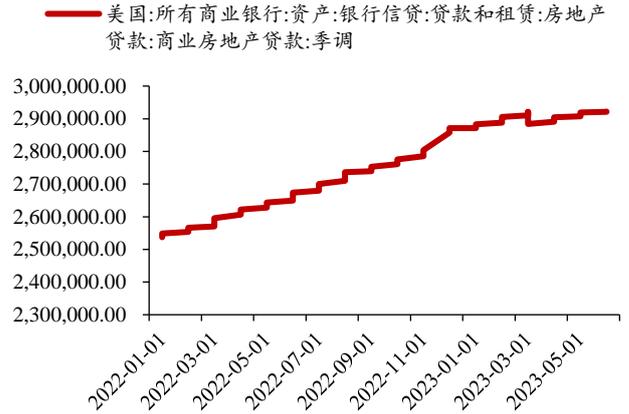
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图3：美国学生贷款规模（十亿美元）



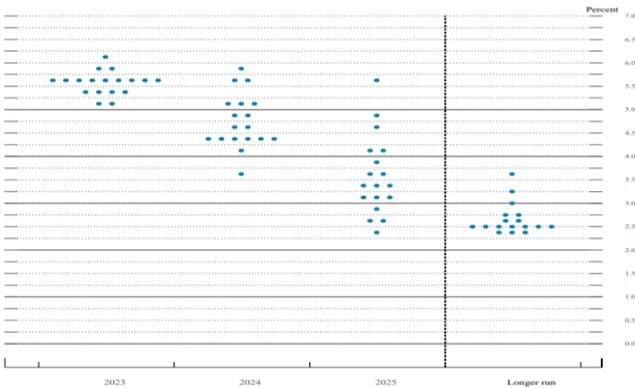
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图4：美国银行商业地产贷款总额（百万美元）



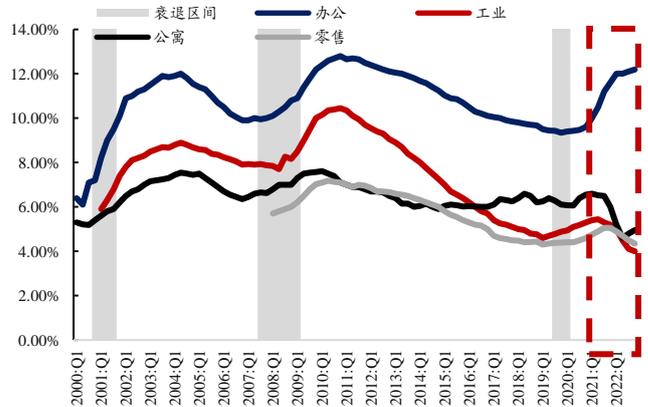
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图5：2023年6月美联储点阵图



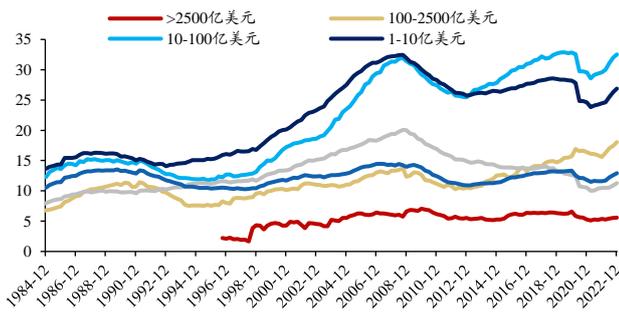
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图6：美国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7: 美国不同资产规模银行商业地产贷款占总资产比重 (%)



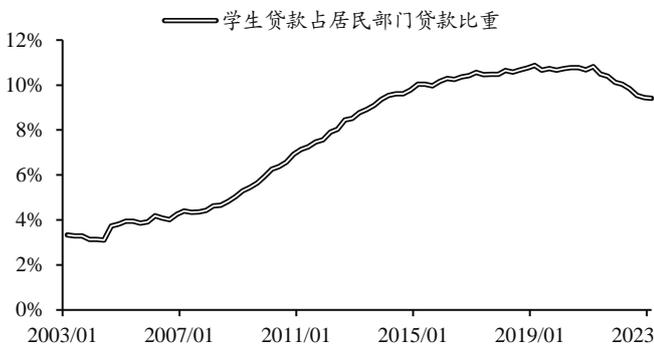
资料来源: FDIC, 浙商证券研究所

图8: 美国商业地产违约率 (%)



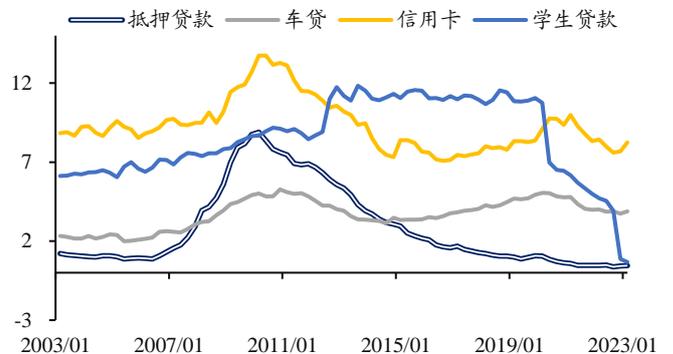
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图9: 学生债务占居民部门债务比重 (%)



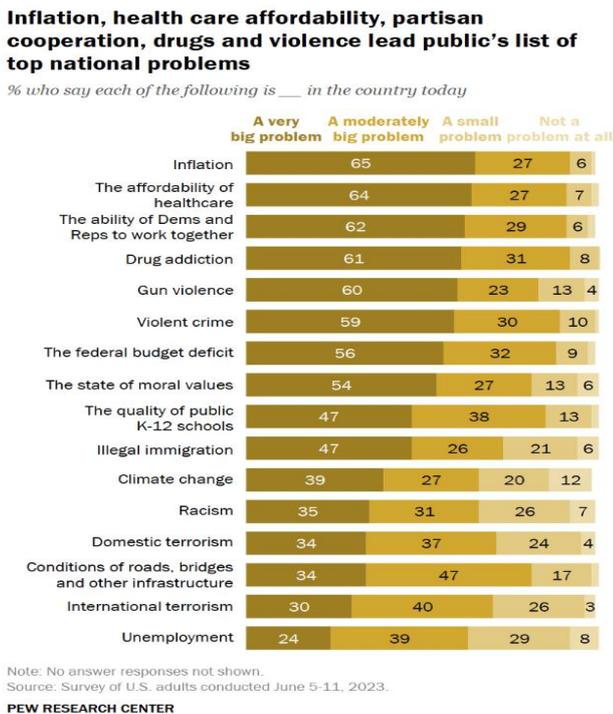
资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图10: 政府支持下, 学生贷款违约率显著下行 (%)



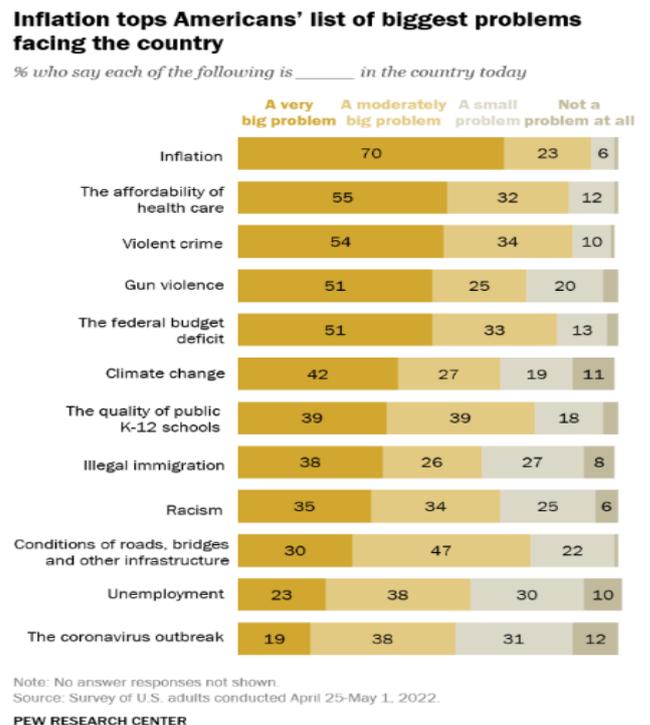
资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图11: 2023年6月美国居民对不同问题的满意度 (%)



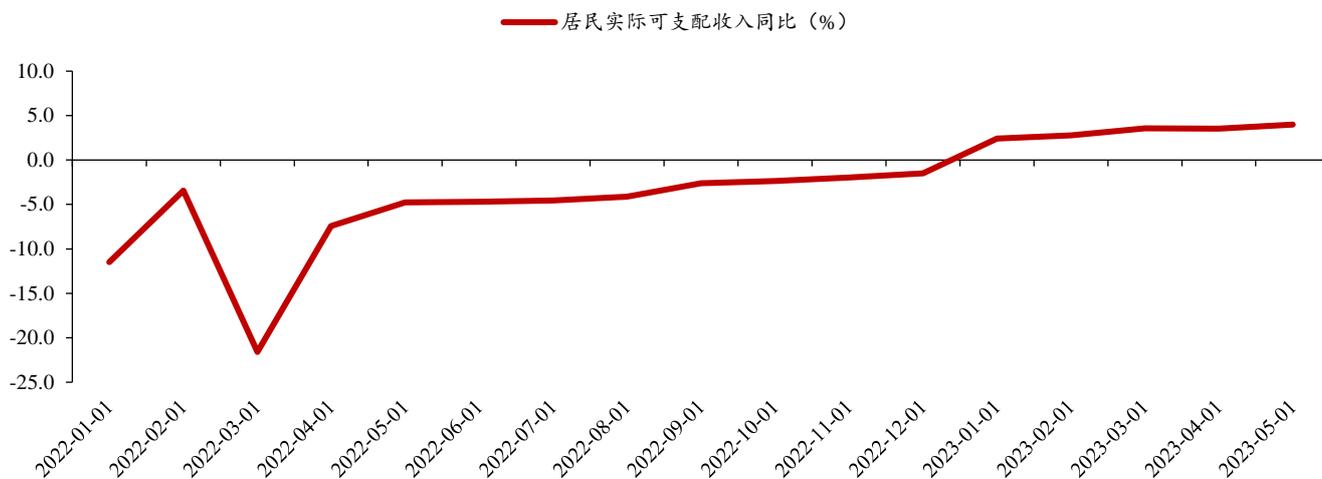
资料来源: PewResearch, 浙商证券研究所

图12: 2022年4-5月美国居民对不同问题的满意度 (%)



资料来源: PewResearch, 浙商证券研究所

图13: 美国居民个人实际可支配收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 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>