

# 小幅降温，韧性仍存

## ——7月美国就业数据传递的信号

### 核心观点

**就业市场逐渐降温但4月以来薪资年化增速接近5%指向韧性仍在，未来进一步下行需信用紧缩驱动。美债方面，短期来看市场已对下半年供给放量进行充分预期，美债利率未来可能维持高位震荡；在信用收缩前暂时不具备趋势性下行的基础。**

#### □ 就业市场逐渐降温但薪资增速韧性仍在，未来进一步下行需信用紧缩驱动

7月美国非农新增就业人数18.7万人，连续2个月小幅低于市场预期；失业率3.5%，相较前值小幅回落，优于市场预期；劳动力参与率连续4个月维持在62.6%，与前值持平；平均时薪33.74美元，本月环比增速0.4%，继续与前值基本持平。

一是**就业市场逐渐降温但薪资韧性仍强**，非农新增就业人数的小幅回落指向就业市场正在逐渐降温；但薪资方面，自4月以来连续4个月环比增速均位于0.4%附近，对应年化增速仍接近5%韧性仍在。

二是**疫后美国劳动力供给和招工需求的新中枢已逐步稳定，除非未来美国信贷环比明显回落，否则劳动力市场预计仍将保持紧平衡，薪资增速也难有明显回落**。6月美国岗位空缺数小幅回落至958万，前值962万，仍然远高于疫前两年中枢。行至当下，疫后美国劳动力市场供需两端的中枢均已逐步稳定，招工需求中枢基本回归至疫前水平；但劳动力供给中枢受提前退休等因素影响相较疫前明显下降。当前就业市场供需中枢基本拟合，对应劳动力市场处于持续性的紧平衡状态（疫情前处于劳动力供给过剩状态）。

我们曾于前期报告多次提出，未来劳动力市场的进一步降温需要信用紧缩的驱动，在美国银行信贷数据环比出现明显回落前，劳动力需求较难偏离当前中枢，劳动力市场预计仍将保持紧平衡，薪资增速难见明显降温。

#### □ 美债利率快速上行已计价国债供给增加，财政压力可能增加9月按兵不动概率

近期美国财政部发布Q3再融资安排，计划融资规模高于前期规划与市场预期；紧随其后，惠誉出于赤字和政府整体债务规模的考虑将美国主权信用评级由AAA下调至AA+，二者推动10年期美债利率于近期大幅走高逼近4.2%，本质在于美国财政收支压力加大以及债券供给增加。

一是**收支规模恶化**，截至2023年Q2(2022年Q4-2023年Q2累计值)，美国财政收入规模约3.41万亿美元，同比减少11%，主要源于税收规模下降；支出规模4.81万亿美元，同比增加10%，主要源于医疗、社保、国防等支出增加；对应赤字规模约1.4万亿美元，同比增加约170%。

二是**美债供给增加**，财政部预计Q3美债新增发行规模将达到1.01万亿（其中1年期以内短债约8490亿美元，1年期以上约1580亿美元），相较Q2的预测值高出2740亿美元，主要源于对季末的现金储备规划增加（预计9月末财政存款余额将达到6500亿美元）；此外Q4计划发行规模同样达到8520亿美元（远高于2022年、2021年同期发行规模）。

虽然近期美债利率的上冲已对上述信息进行计价，但我们认为未来仍需重视财政融资压力对联储政策的影响。考虑到短期美债发行压力仍大，可能进一步增加9月联储按兵不动的概率：

就近来看，联储6月也曾暂停加息为债务上限达成后债券的放量发行节约融资成本（6月国债总发行额1.9万亿，新增净发行5500亿美元，均为过去1年来新高）。仅从利率成本视角来看，美联储的持续加息已为财政施加了沉重的利率负担，2023财年截至6月末，联邦政府利息支出总额约6879亿美元，同比增加约49%；截至2023年6月美国财政部当前美债的平均利率已达2.8%，去年同期则为1.8%。

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

- 1 《2023年7月宏观预测：流动性宽松或驱动股债双牛》  
2023.08.01
- 2 《7月PMI：供需裂口收敛，工业价格改善》 2023.07.31
- 3 《告别YCC的过渡环节》  
2023.07.29

□ **美债利率整体高位震荡暂不具备趋势性下行基础**

**美债方面**，短期来看市场已对下半年供给放量进行充分预期，美债利率未来可能维持高位震荡；在信用收缩前暂时不具备趋势性下行的基础。

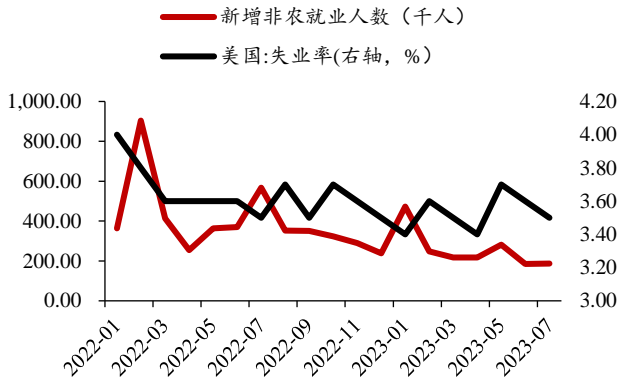
**美元方面**，短期美国经济仍具韧性，美元尚不具备大幅回落的基础。

□ **风险提示**

美国通胀超预期恶化；美债利率上行超预期

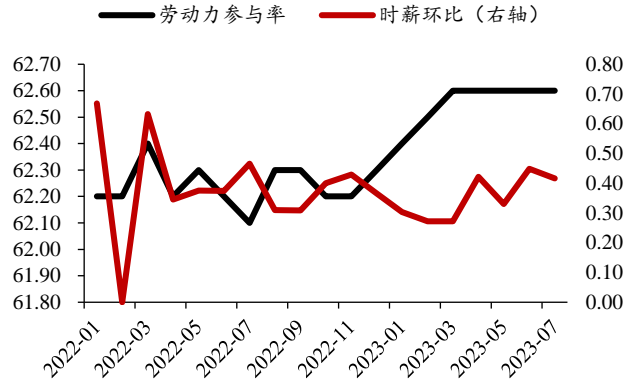
## 1 重要图表

图1: 美国就业市场逐渐降温



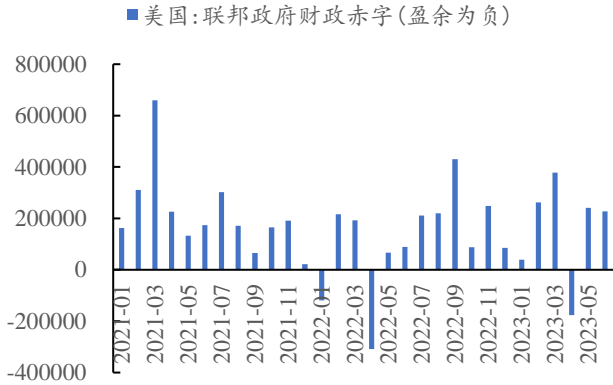
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 时薪韧性仍在, 劳动力供给修复乏力 (%)



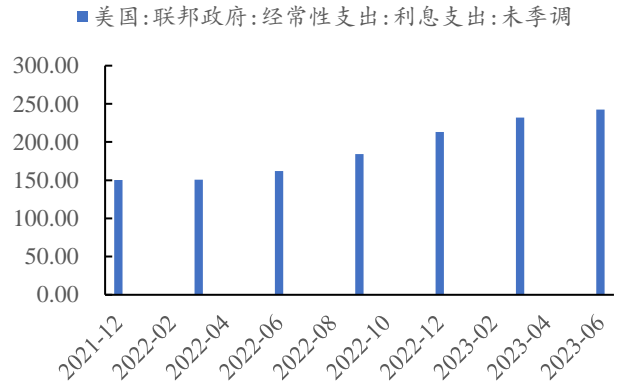
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 美国联邦政府赤字规模月度走势 (百万美元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 美国联邦政府利息支出 (十亿美元)



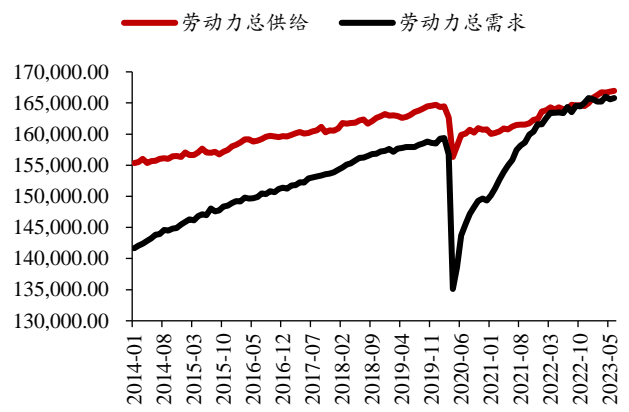
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 美国国债平均利率 (%)



资料来源: 美国财政部, 浙商证券研究所

图6: 美国劳动力总供给与总需求 (%)



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>