

6月联储点阵图难有降息预期 ——5月美国就业数据传递的信号

核心观点

预计上半年美国就业数据将维持强韧性。6月议息会议联储加息与否仍存在较强不确定性，但实际对流动性预期影响更大的是6月点阵图。从联储的视角出发，考虑到当前就业市场和薪资增速的韧性，我们认为6月点阵图联储不会给出年内降息空间。从实际出发，我们认为下半年加息较难（债务上限达成后流动性抽水对金融环境有较大扰动）且Q4仍有降息空间（下半年中小银行信贷收缩可能缓解薪资压力）。

□ 预计上半年美国就业数据将维持强韧性

5月美国非农新增就业人数33.9万人，强于市场预期；失业率3.7%，弱于市场一致预期3.5%；劳动力参与率继续在62.6%，与前值持平；平均时薪33.4美元，本月环比增速0.3%，与前值基本持平。从就业数据本身看，应关注以下方面：

一是就业数据依然呈现出较强韧性，尤其是非农新增就业人数再创2月以来新高，时薪增速也与前值基本持平，整体符合我们此前对上半年就业数据高韧性的判断。

二是非农数据与失业率出现小幅背离，我们认为除了机构和家庭统计的样本差异外，还可能源于政府就业（本月政府新增5.6万人，前值4.1万人）、身兼数职（本月身兼数职者新增5.5万人，相较4月减少27.2万人明显反弹）等数据扰动。

三是就业市场仍紧张，岗位空缺维持高位。4月美国岗位空缺数再次反弹至1010万，前值975万，自2022年12月以来首次出现反弹。分行业来看，本月岗位空缺的反弹主要由贸易运输行业贡献（占新增岗位缺口达77%），但从历史经验来看，贸易运输行业的就业和美国库存周期具有较高相关性，考虑美国本轮去库尚未结束，我们认为该行业的招工需求不会持续扩张，预计将在短期重回下行区间，整体岗位空缺数也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，预计最早Q3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》）。

□ 6月加息仍存不确定性但核心在于点阵图，预计6月点阵图难有降息指引

整体来看，5月就业数据韧性强于预期，数据发布后联储的紧缩预期再度小幅增强，美元指数和美债利率均出现小幅拉升；美股则小幅反弹主要源于盈利预期增强。当前市场定价的加息路径是6月暂停加息，7月加息25BP（截至报告时，CME利率期货定价6月不加息概率72.5%，但加息25BP的概率在就业数据发布后有所回升；7月加息25BP的概率49.0%，数据发布后概率有所提升）。

我们认为最终6月议息会议联储加息与否仍存在较强不确定性，但实际对流动性预期影响更大的是6月点阵图。

从联储的视角出发，考虑到当前就业市场和薪资增速的韧性，我们认为6月点阵图联储不会给出年内降息空间。

从实际出发，我们认为：一是下半年加息较难，主要原因在于债务上限协定达成后，美国财政部1年期以下短债发行可能放量，存款余额的补足将形成近5000亿美元的流动性抽水。国债发行可能以1年期以下短债为主，短债利率可能抬升并改善货币基金收益率，银行储蓄资金可能被虹吸。在此背景下流动性环境以及银行体系仍有不确定性，联储下半年加息空间有限（详细请参考前期报告《如果美国债务上限达成会怎样？》）。

二是Q4仍有降息空间，主要源于中小银行的信用收缩可能“定向”缓解三大招工最紧张行业的招工和工资增长压力，从而对美国通胀尤其是核心CPI压力的缓解起到“对症下药”的作用。

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 《5月宏观数据预测：经济动能高点已过》 2023.06.01

2 《5月PMI：需求维持收缩趋势，库存去化有所加速》

2023.05.31

3 《如果美国债务上限达成会怎样？》 2023.05.31

□ 关注下半年中小银行信贷收缩对就业压力的缓解作用

我们曾于前期报告多次强调，未来需重点关注银行储蓄流失压力下的信贷收缩，尤其是中小银行定向收缩中小企业信贷可能缓解低端就业岗位的招工缺口和通胀压力。

我们曾于半年度策略报告《水到渠成，股债双牛》中指出：本轮存款流失压力最严重的中小银行是中小企业信贷的核心投放主体，中小企业信贷收缩可能“定向”缓解三大招工最紧张行业的招工和薪资压力。中小企业对就业市场的重要性极高，中小企业信贷收缩会对就业形成重要冲击。根据美国小企业协会（SBA）的测算，过去 25 年以来，美国中小企业贡献了美国新增就业人数的 2/3，数据趋势也基本印证中小企业对于信贷可得性的预期和岗位空缺数存在明显的负相关关系。当前美国通胀粘性的核心部分来自于劳动力市场的薪资压力，中小企业信贷收缩可能会明显缓解薪资压力。

从行业的视角来看，根据美联储《小企业信贷可得性报告》的数据：从贡献的就业人数看，小微企业中位列前三的行业为医疗保健、娱乐餐饮与制造业，占比分别达到 15%、14%和 8%。从企业的占比数量上看，小微企业中位列前三的行业为专业和商业服务、建筑与医疗保健，占比分别达到 13%、12%和 11%。

综合来看，专业和商业服务、医疗保健和住宿餐饮是招工缺口最为严重的行业。当前职位空缺数居前的四大行业分别为专业和商业服务、医疗保健、贸易运输和住宿餐饮业；职位空缺率居前的四大行业分别为艺术娱乐、住宿餐饮、专业和商业服务、医疗保健。

交叉比较就业缺口和小微企业的行业分布不难发现，小微企业中占比最高行业也是当前招工缺口最严重行业，包括专业和商业服务、医疗保健和住宿餐饮。因此，未来中小企业的信贷收缩可能“定向”缓解三大招工最紧张行业的招工和工资增长压力，从而对美国通胀尤其是核心 CPI 压力的缓解起到“对症下药”的作用。

□ 美债利率短期或反弹信贷紧缩发酵后可能重新回落，预计伦敦金维持高位震荡

美债方面，短期来看需重视债务上限达成后流动性抽水的影响，整体利率曲线尤其是短端利率可能面临阶段性上行压力。中期来看，需重视信贷紧缩的影响，下半年 10 年美债利率或挑战 2.5%，主要源于未来美国信贷收缩可能缓解招工和薪资增速压力，从而带动通胀预期下行。

美股方面，预计 Q3 受流动性抽水及衰退压力显性化影响可能有回撤风险，Q4 货币政策拐点明确后拐头向上。

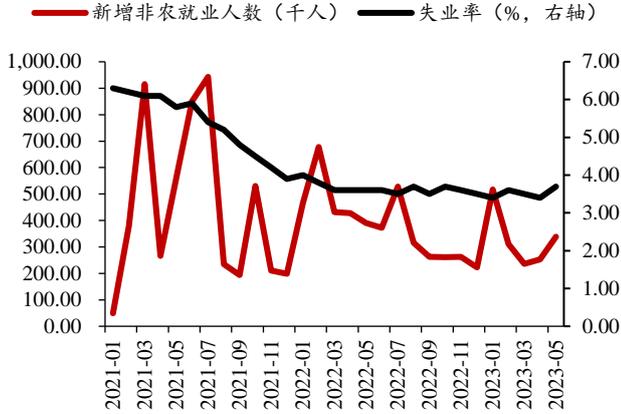
黄金方面，预计下半年伦敦金将再度挑战 2070 的前高位置，此后维持高位震荡。一是下半年海外金融市场的结构性隐忧仍在，避险情绪仍是金价的重要支撑；二是信用紧缩的环境下，下半年美国通胀回落可能超预期，货币政策宽松空间可能进一步打开，实际利率下行将对金价形成提振。

□ 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

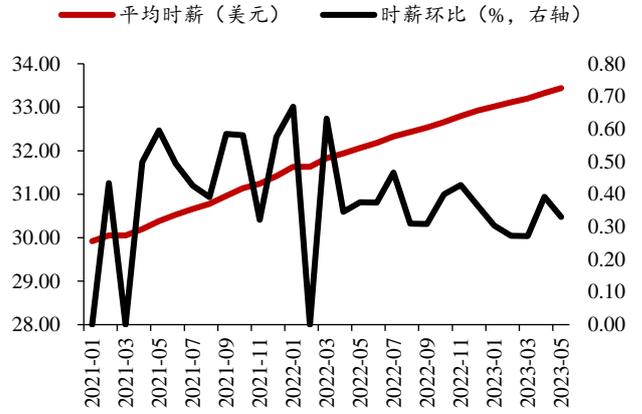
1.重要图表

图1：美国就业市场仍有韧性



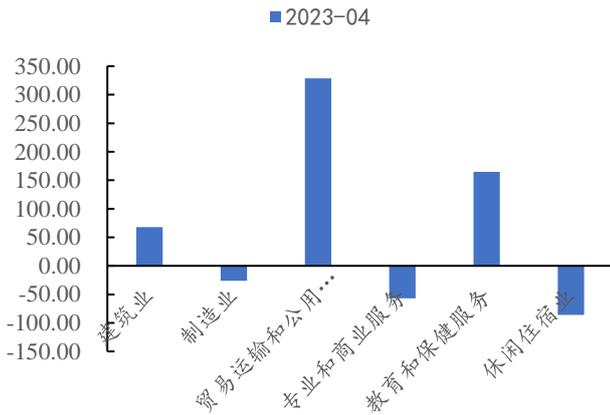
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：时薪环比增速相较前值小幅回落



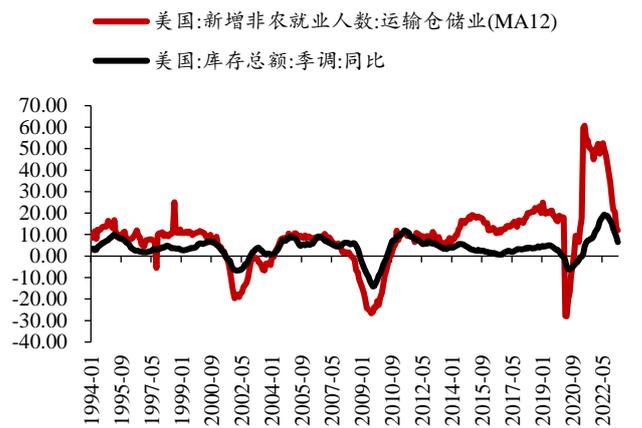
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：4月职位空缺主要源于贸易运输和公用事业（千人）



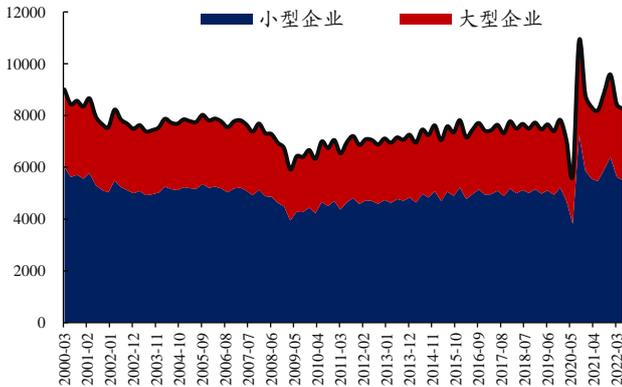
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：运输仓储业就业人数与库存周期高度相关（%）



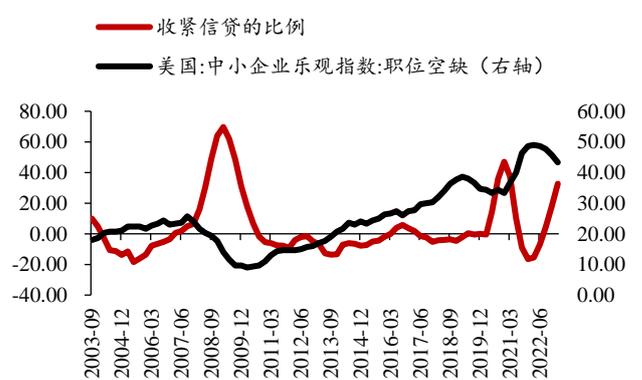
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：中小企业贡献了美国 2/3 的新增就业人数（千人）



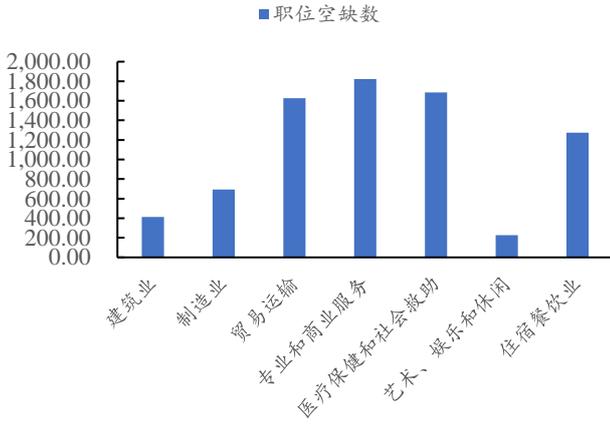
资料来源：BLS，浙商证券研究所

图6：美国中小企业信贷预期和岗位空缺呈现明显反向关系



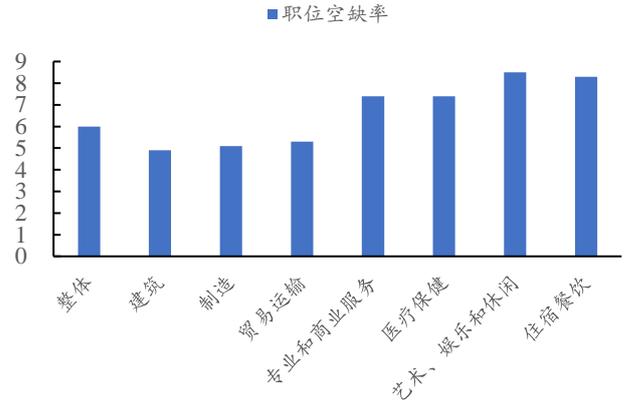
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：美国当前各非农行业的职位空缺数（千人）



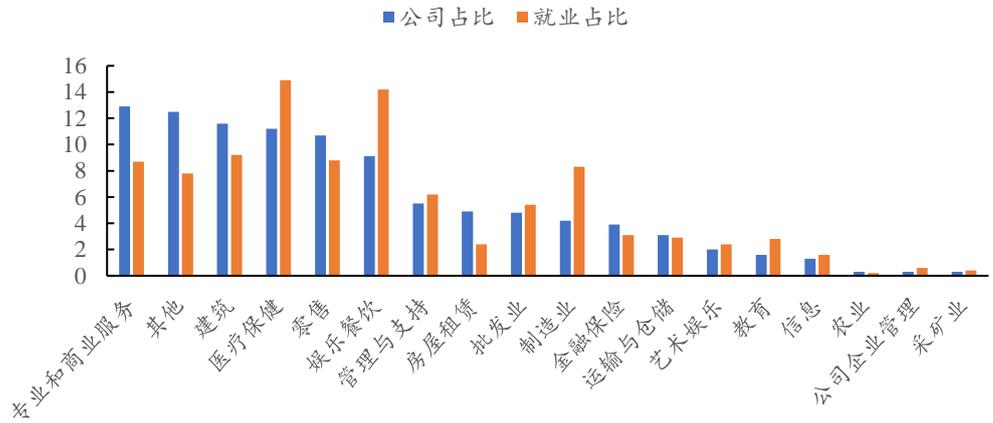
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：美国当前各非农行业的职位空缺率（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：美国小微企业不同行业的公司数量和就业人数占比（%）



资料来源：美联储，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>