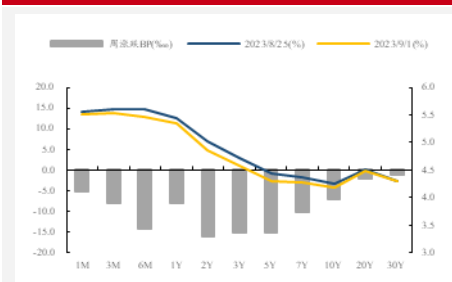




国际数据跟踪 (8.28-9.3)：劳动力市场松动，美债收益率下行

美债期限结构



关键期限国债利率 (9月1日)

UST 3M	5.444%
UST 2Y	4.876%
UST 10Y	4.181%
UST 30Y	4.297%

研究员	李照
投资咨询证书号	S0620522080001
联系方式	025-58519178
邮箱	jordanlz@sina.com
研究助理	曹世棋
联系方式	025-58519166
邮箱	sqcao@njzq.com.cn

● 摘要

- 美国通胀反弹：**美国7月PCE数据显示通胀反弹0.3pct至3.3%，这是自2022年6月通胀高点一路下行以来的第二次反弹，主要是受到服务价格上涨和能源价格跌幅回升的影响。剔除了食品和能源后的核心PCE同比小幅回升0.1pct至4.2%，环比维稳。核心PCE显示出较大的黏性特征，更多还是由于服务价格韧性的支撑。
- 美国就业结构改善：**美国8月非农就业人数超预期温和增长18.7万人，高于前值，但前两个月数据大幅下修，共计下修11万人。当前非农就业人数大概已经回落到2019年底疫情前的水平，增长势头没有此前那么强劲。ADP统计的新增私营就业人数较前值大幅减少，劳动力市场松动迹象初见端倪。而美国失业率8月突然上行0.3pct至3.8%，回到了本轮加息前水平，7月职位空缺数与失业人数之比继续下滑，8月美国挑战者企业裁员人数意外激增，以上均显示劳动力供需结构有改善迹象。
- 美债整体下行：**本周美债收益率整体下行，其中短端利率持续下行，中长端利率震荡下行后小幅回升。美国劳工部周二披露的7月职位空缺数超预期减少，突破了2021年3月以来的最低水平，说明劳动力供需结构呈现逐步改善趋势。受此影响美债收益率显著下行，尤其是中端利率下行超10bp。周五公布的8月非农数据超预期增长，PCE显示通胀反弹，美债收益率小幅回调。当前的数据喜忧参半，但根据芝交所的FedWatch工具，对美联储加息预期上，市场更加注重劳动力市场结构上的边际变化，周五市场整体预期转向年内不再加息。
- 风险提示：**美联储超预期加息，美国通胀超预期反弹。



报告目录

1	国际数据跟踪.....	- 3 -
1.1	美国通胀-PCE 数据.....	- 3 -
1.2	美国就业-非农数据.....	- 5 -
1.3	美债行情梳理.....	- 8 -



1 国际数据跟踪

1.1 美国通胀-PCE 数据

美国 7 月通胀反弹，服务领域价格韧性仍强。

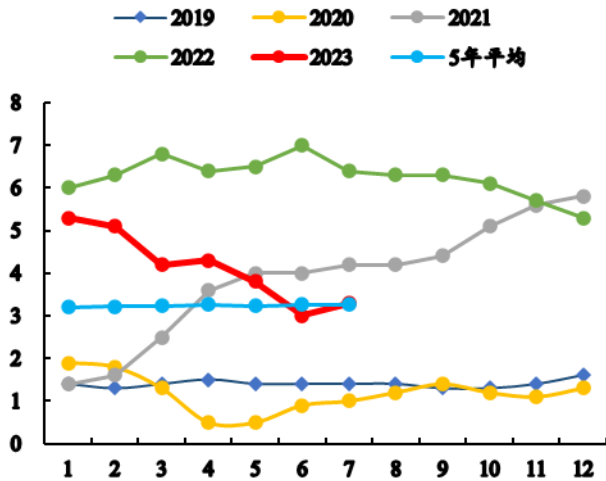
美国 7 月 PCE 同比增速为 3.3%，较上月提升 0.3pct，这是自 2022 年 6 月通胀高点一路下行以来的第二次反弹，主要是受到服务价格上涨和能源价格跌幅回升的影响；季调环比增速为 0.2%，较上月不变。剔除了食品和能源后的核心 PCE 同比小幅回升 0.1pct 至 4.2%，环比维稳。核心 PCE 显示出较大的黏性特征，更多还是由于服务价格韧性的支撑。

能源价格同比在 6 月大概率筑底，7 月至年底可能形成回升趋势，一方面由于能源同比高基数逐渐走弱，降幅继续大幅下探的空间缩小，另一方面去通胀进程接近后半段，出于对核心通胀指标的关注，政策措施将更多集中在服务领域。7 月能源价格同比降幅依旧最大，虽然较前值回升 4.3pct，不过仍在接近 15% 的较深的负值区间，是通胀的首要下拉项，但作用有一定程度的减弱。季调环比增速为正，和 6 月比有所下降。食品价格同比增速稳步下降，继续保持和上月相近幅度，在 1pct 左右，季调环比增速出现小幅抬升，由负转正。

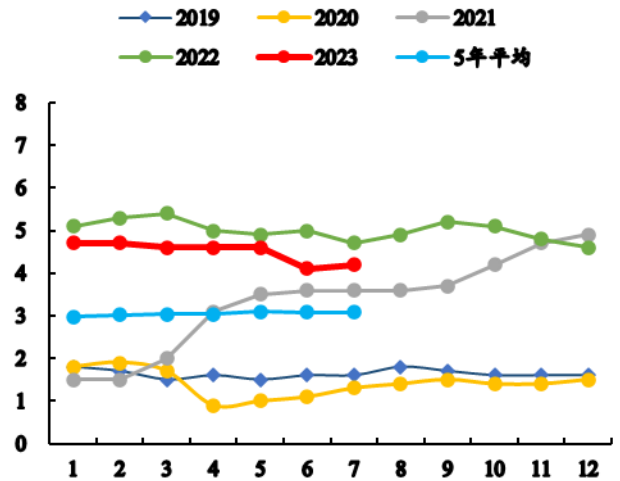
商品领域降通胀表现优于服务领域。商品价格同比反弹 0.1pct，但增速仍保持为负，其中耐用品价格加速下跌，非耐用品价格跌幅明显回升。环比来看，商品各项数据均显示价格的同步下行。服务领域不仅未延续上月初步显现的加速去通胀趋势，而且显著反弹 0.3pct 至 5 月 5.2% 的水平，环比增速也有小幅回升。



图表1: 美国7月PCE当月同比

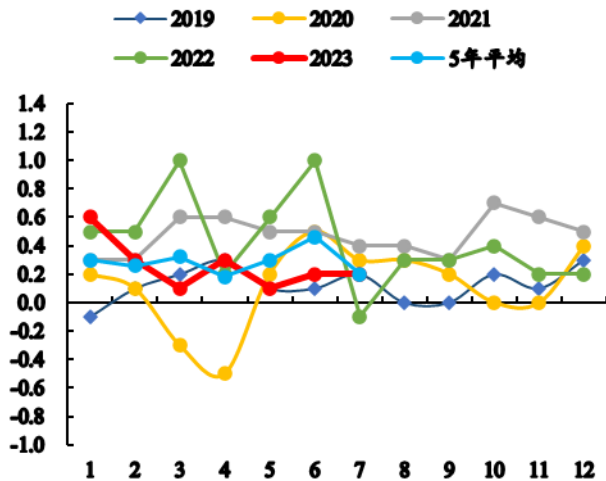


图表2: 美国7月核心PCE当月同比

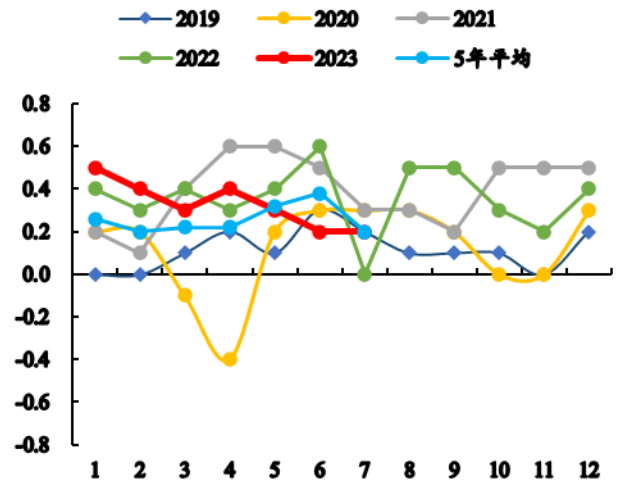


资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表3: 美国7月PCE季调环比



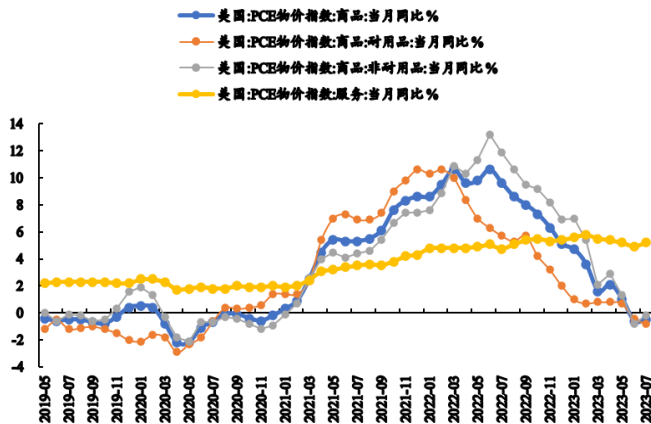
图表4: 美国7月核心PCE季调环比



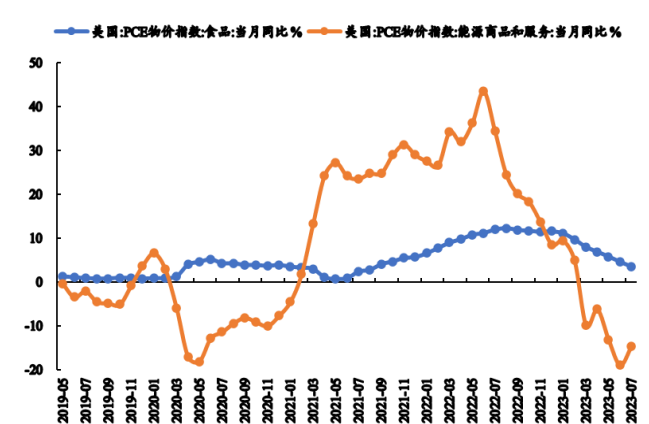
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表5: 美国7月PCE当月同比分商品和服务



图表6: 美国7月PCE当月同比分食品和能源

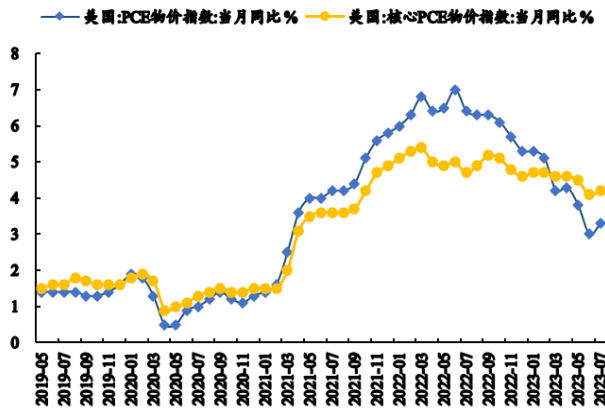


资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

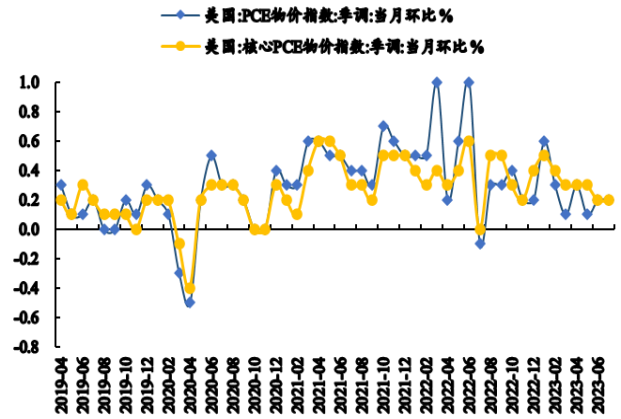


图表7：美国7月PCE和核心PCE当月同比上行



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表8：美国7月PCE和核心PCE当月环比维稳



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表9：美国7月PCE及核心PCE当月同比和环比分类数据

	当月同比 (%)					季调环比 (%)				
	2023-07	2023-06	2022-07	环比变化	同比变化	2023-07	2023-06	2022-07	环比变化	同比变化
PCE	3.30	3.00	6.40	0.30	-3.10	0.20	0.20	-0.10	0.00	0.30
核心PCE	4.20	4.10	4.70	0.10	-0.50	0.20	0.20	0.00	0.00	0.20
商品	-0.50	-0.60	9.60	0.10	-10.10	-0.30	-0.10	-0.40	-0.20	0.10
耐用品	-0.80	-0.40	5.70	-0.40	-6.50	-0.70	-0.30	-0.20	-0.40	-0.50
非耐用品	-0.20	-0.80	11.90	0.60	-12.10	0.00	0.10	-0.60	-0.10	0.60
服务	5.20	4.90	4.70	0.30	0.50	0.40	0.30	0.00	0.10	0.40
食品	3.50	4.60	12.00	-1.10	-8.50	0.20	-0.10	1.30	0.30	-1.10
能源	-14.60	-18.90	34.40	4.30	-49.00	0.10	0.60	-4.90	-0.50	5.00

资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

1.2 美国就业-非农数据

美国8月非农就业人数超预期温和增长，但前两个月数据大幅下修。

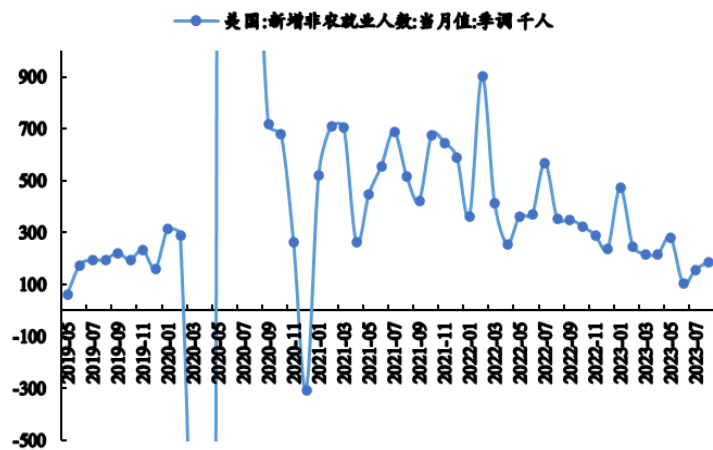
8月美国新增非农就业人数达18.7万人，较前值缓慢增长了3万人，高于预期的17万人。但7月数据由18.7万人下修至15.7万人，6月数据由18.5万人下修至10.5万人，两个月合计下修11万就业人数。美国新增非农就业人数中私营部门新增17.9万人，较上月增加2.4万人，其中生产端的制造业以及服务业的专业和商业的就业人数环比实现较好的改善，分别增加了2万人和3.88万人，为非农人数的超预期增长提供了支撑。贸易、运输和公用事业以及金融活动就业人数下滑比例较大，分别减少3.8万人和1.3万人。

虽然8月非农获得了超预期增长，但当前就业人数的增长势头没有此前那么强劲，位置大概已经回落到2019年底疫情前的水平。且ADP统计的新增私营就业人数为17.7万人，较前值减少14.7万人，叠加6-7月非农数据下修，劳动力市场松动迹象初见端倪。而美国失业率在维持了17个月的3.4%-3.7%区间内的稳定运行之后在8月突

然上行 0.3pct 至 3.8%，回到了本轮加息前水平，季调后的劳动力参与率提高 0.2pct 至 62.8%，7 月职位空缺数与失业人数之比继续下滑。挑战者披露的 8 月美国企业裁员人数意外出现锐增，同比增加 267%，环比增速为 217%，超过 2020 年 4 月以来的最高值。以上均显示劳动力供需结构有改善迹象。随着 8 月失业人数的增加，劳动力供需缺口有望得到进一步缩小。

根据美国经济分析局公布的数据，Q2 美国企业利润同比增速为-6.46%，与 Q1 相比加速下探，整体超过了疫情以来的次低水平。企业端盈利的下滑导致居民工资增速的回落和收入缩减。8 月美国平均时薪进一步提升，但增速持续 3 个月下降，与 6 月相比，同比增速下滑 0.05pct 至 4.29%，环比增速下滑 0.03pct 至 0.24%。7 月美国实际人均可支配收入同比增速减少 1.06pct 至 3.27%，环比跌幅下行至-0.23%。

图表 10：美国新增非农就业人数超预期温和增加



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

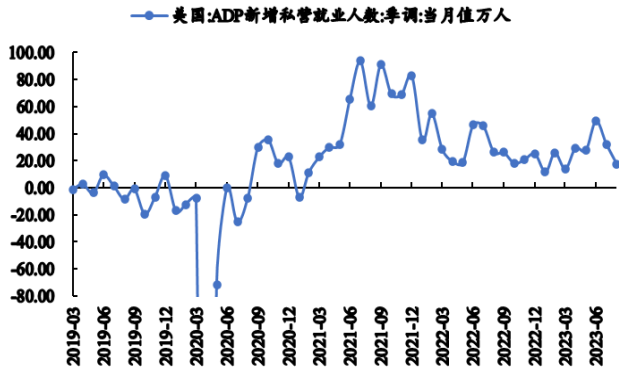
图表 11：美国 8 月新增非农就业人数及分项

	Aug-23	Jul-23	Aug-22	Δ上月	Δ上年同月	环比	同比
美国新增非农就业人数 (万人)	18.70	15.70	35.20	3.00	-16.50	19.11%	-46.88%
私营	17.90	15.50	30.60	2.40	-12.70	15.48%	-41.50%
生产	3.64	1.38	3.67	2.26	-0.03	163.77%	-0.82%
采矿业和伐木业	-0.20	0.20	-0.20	-0.40	0.00		
建筑业	2.24	1.58	0.77	0.66	1.47	41.77%	190.91%
制造业	1.60	-0.40	3.10	2.00	-1.50		-48.39%
服务	14.30	14.08	26.94	0.22	-12.64	1.56%	-46.92%
贸易、运输和公用事业	-2.00	1.80	6.00	-3.80	-8.00		
信息咨询	-1.50	-1.50	0.80	0.00	-2.30		
金融活动	0.40	1.70	0.90	-1.30	-0.50	-76.47%	-55.56%
专业和商业	1.88	-2.00	4.80	3.88	-2.92		-60.83%
教育和保健	10.20	10.17	9.23	0.03	0.97	0.29%	10.51%
休闲和住宿	4.02	3.21	4.81	0.81	-0.79	25.23%	-16.42%
其他	1.30	0.70	0.40	0.60	0.90	85.71%	225.00%
政府	0.80	0.20	4.60	0.60	-3.80	300.00%	-82.61%
联邦政府	1.00	0.60	-0.20	0.40	1.20	66.67%	
州政府	0.00	-0.50	0.60	0.50	-0.60		
地方政府	-0.20	0.10	4.20	-0.30	-4.40		

资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

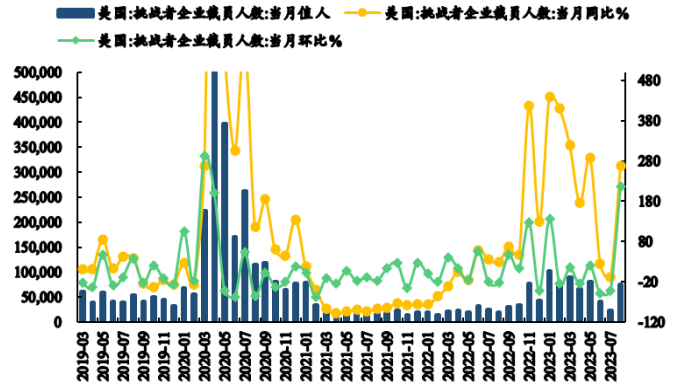


图表12: 美国8月ADP新增私营就业人数大幅下滑



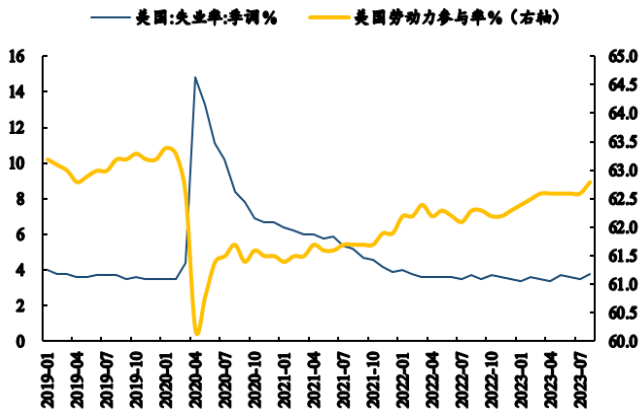
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表13: 美国8月挑战者企业裁员人数锐增



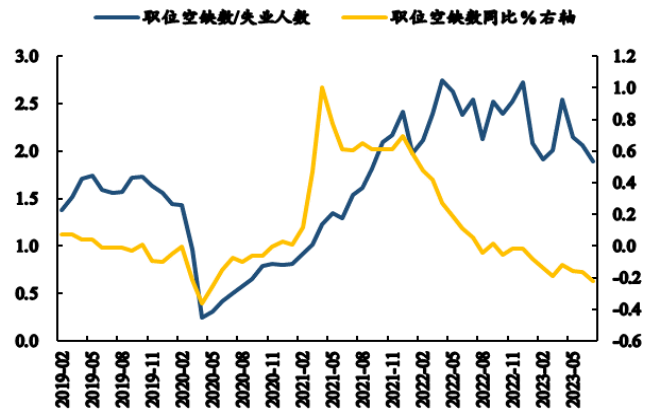
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表14: 美国8月失业率和劳动参与率上行



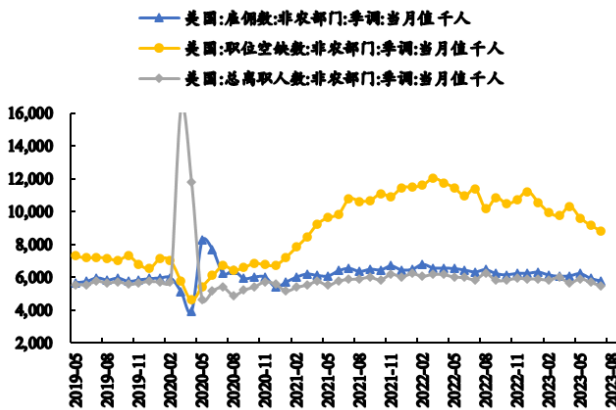
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表15: 美国7月职位空缺数和失业人数之比减小



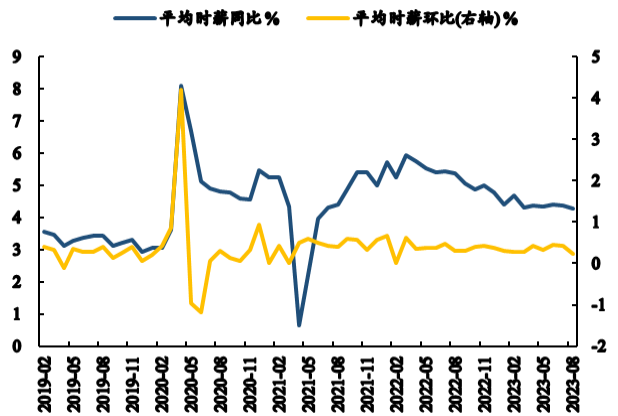
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表16: 美国7月非农部门职位空缺数大幅减少



资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

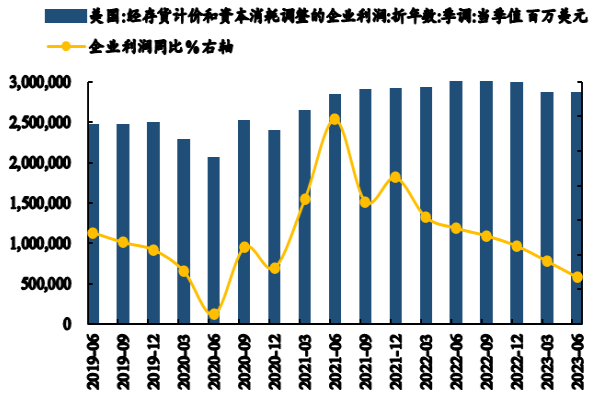
图表17: 美国8月平均时薪增速下滑



资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

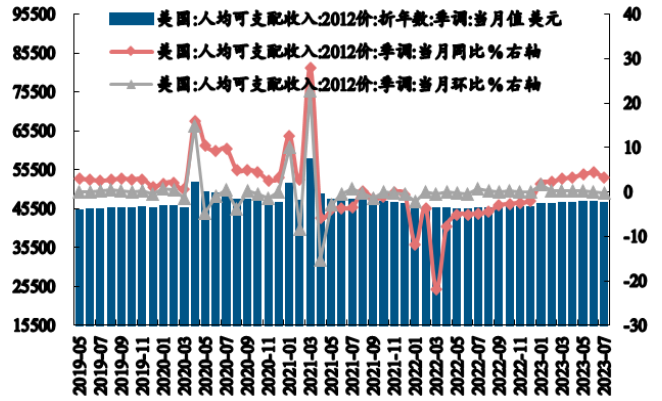


图表18: 美国Q2企业利润同比下行



资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

图表19: 美国7月实际人均可支配收入增速下滑

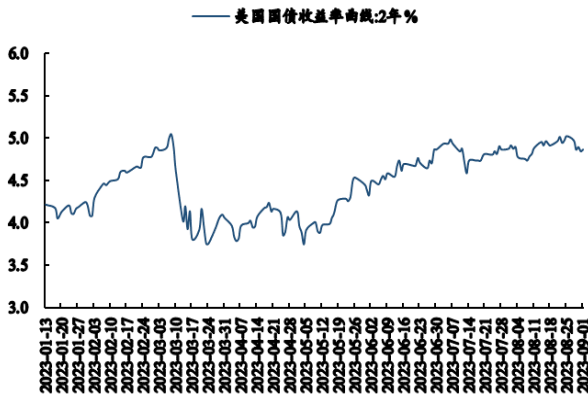


资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

1.3 美债行情梳理

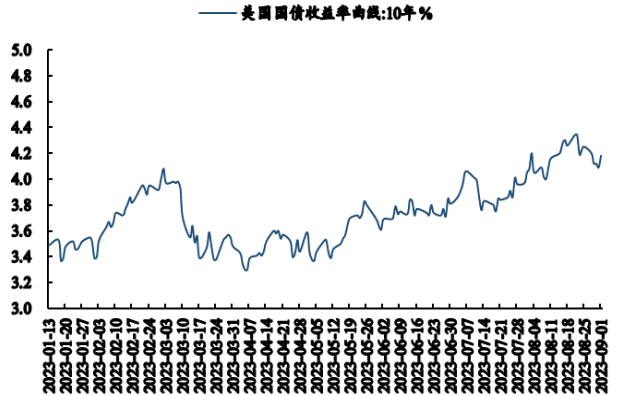
美国劳工部周二披露的7月职位空缺数超预期减少, 突破了2021年3月以来的最低水平, 说明劳动力供需结构呈现逐步改善趋势。受此影响, 美债收益率显著下行, 尤其是中端利率下行超10bp。周三下调二季度GDP增速0.3pct至2.1%, 美债表现维稳, 个别期限国债微幅上行。周五公布的8月非农数据超预期增长, PCE显示通胀反弹, 美债收益率小幅回调。截至9月1日收盘, 2Y国债下行16bp, 收于4.87%; 10Y国债下行7bp, 收于4.18%。当前的数据喜忧参半, 但对美联储加息预期上, 市场更加注重劳动力市场结构上的边际变化, 以及非农数据前值的下调。根据美联储观察工具, 对于9月议息会议, 市场没有太大异议, 超九成概率认为利率维持不变。但对于11月和12月的会议, 周一还显示的加息25bp概率超50%, 到了周五市场整体预期则变为年内不再加息的概率接近60%。

图表20: 美债收益率2Y



资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

图表21: 美债收益率10Y



资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

本周美债收益率整体下行。其中，短端利率下行，中长端利率震荡下行后小幅回升。截至9月1日收盘，国债1M、3M、6M、1Y、2Y、3Y、5Y、7Y、10Y、20Y、30Y收益率较上周分别下行5bp、8bp、14bp、8bp、16bp、15bp、15bp、10bp、7bp、2bp、1bp。期限利差倒挂程度和上周相比有所缓解。截至9月1日，国债5Y-3Y期限利差倒挂程度不变，仍为-28bp。国债10Y-1Y、10Y-2Y、10Y-3Y、10Y-5Y、10Y-7Y期限利差倒挂程度分别缓解1bp、9bp、8bp、8bp、3bp，国债30Y-10Y利差走阔6bp至11bp。本周中美10Y国债收益率利差倒挂程度有所缓解，中美10Y国债利差为-159.5bp，与上周五-167.98bp相比倒挂程度缓解了8.48bp。

图表 22：本周二级市场美国国债收益率及周涨跌

美国国债收益率			
期限	2023/8/25(%)	2023/9/1(%)	周涨跌BP(‰)
1M	5.56	5.51	-5
3M	5.61	5.53	-8
6M	5.61	5.47	-14
1Y	5.44	5.36	-8
2Y	5.03	4.87	-16
3Y	4.72	4.57	-15
5Y	4.44	4.29	-15
7Y	4.37	4.27	-10
10Y	4.25	4.18	-7
20Y	4.5	4.48	-2
30Y	4.3	4.29	-1

资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

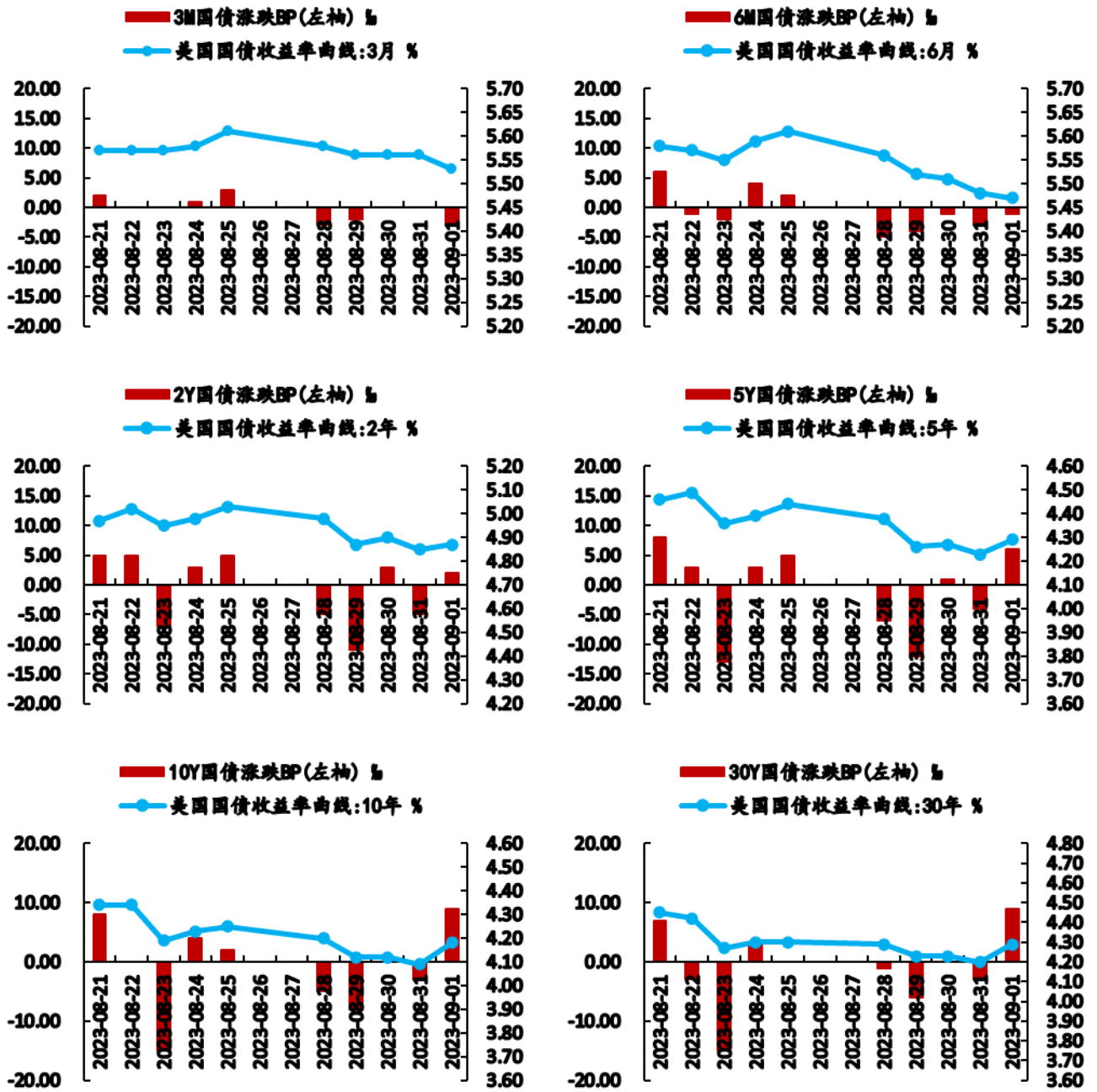
图表 23：本周二级市场美国国债收益率期限利差及周涨跌

美国国债期限利差(‰)			
期限差	2023/8/25(‰)	2023/9/1(‰)	周涨跌BP(‰)
5Y-3Y	-28	-28	0
10Y-1Y	-119	-118	1
10Y-2Y	-78	-69	9
10Y-3Y	-47	-39	8
10Y-5Y	-19	-11	8
10Y-7Y	-12	-9	3
30Y-10Y	5	11	6

资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所



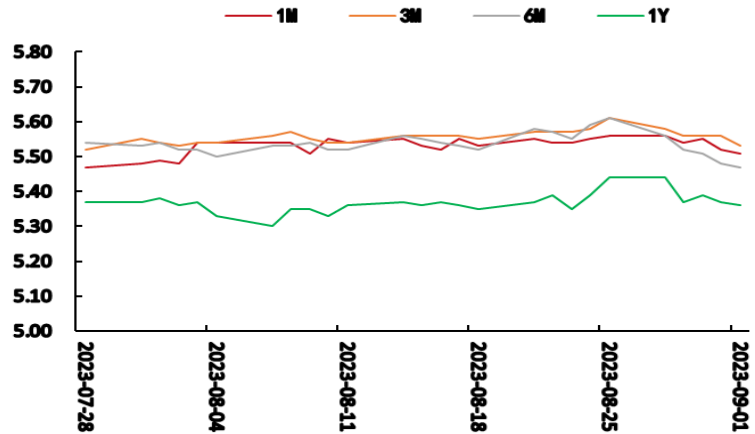
图表24：美国国债收益率周变化



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

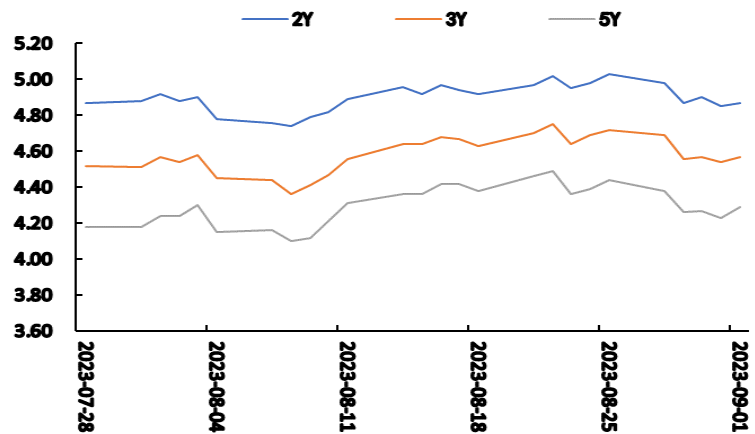


图表 25: 短端利率 (%)



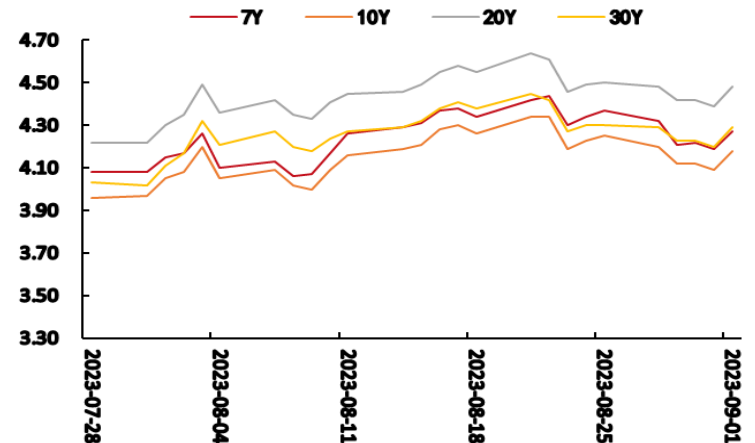
资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

图表 26: 中端利率 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

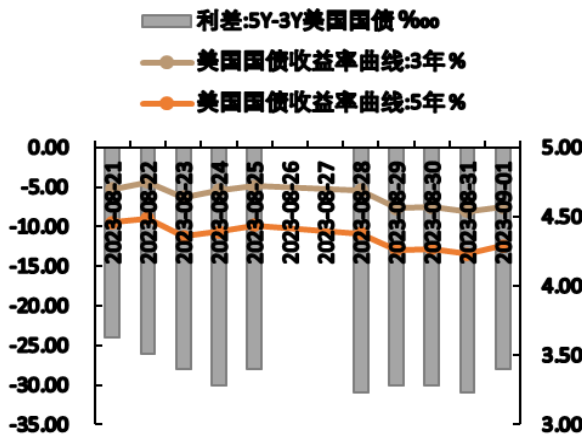
图表 27: 长端利率 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

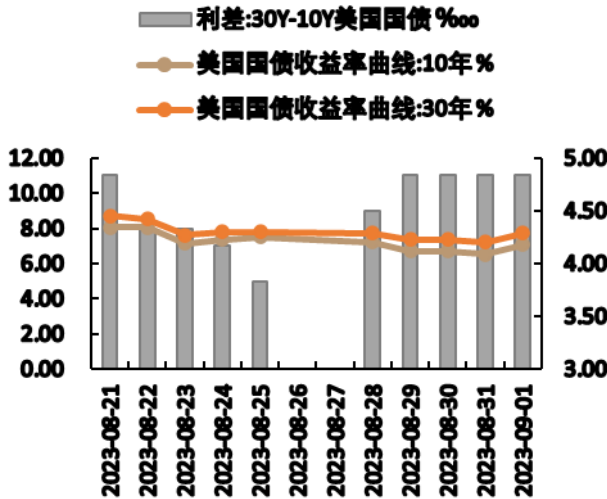


图表28: 5Y-3Y期限利差周变化



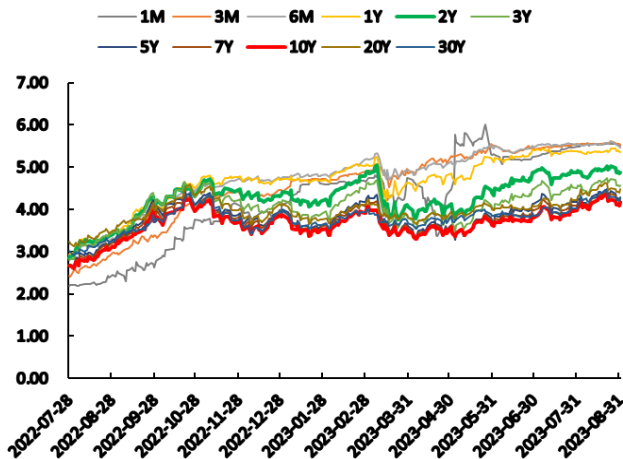
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表30: 30Y-10Y期限利差周变化



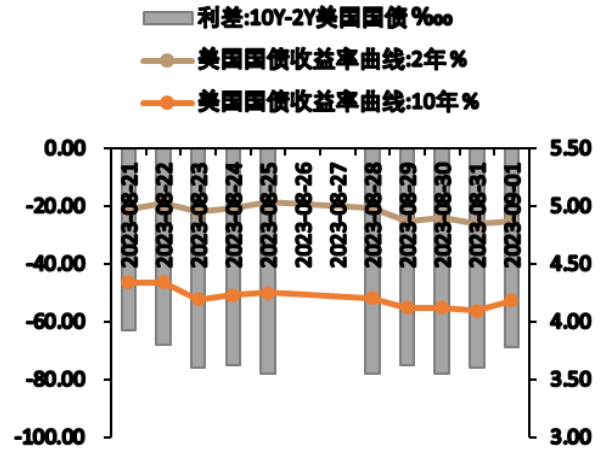
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表32: 美国国债各期限收益率



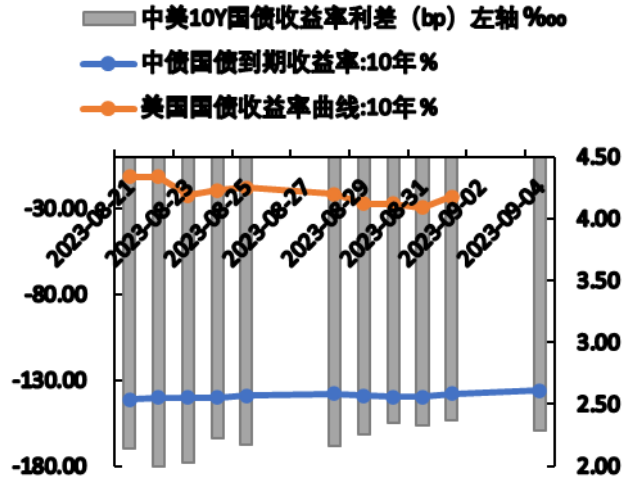
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表29: 10Y-2Y期限利差周变化



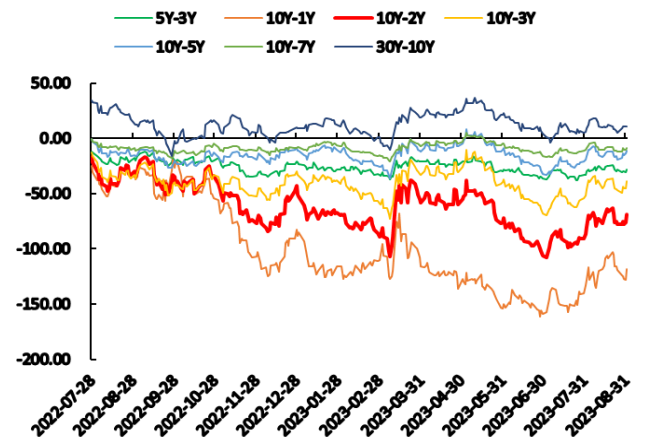
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表31: 中美10Y国债利差



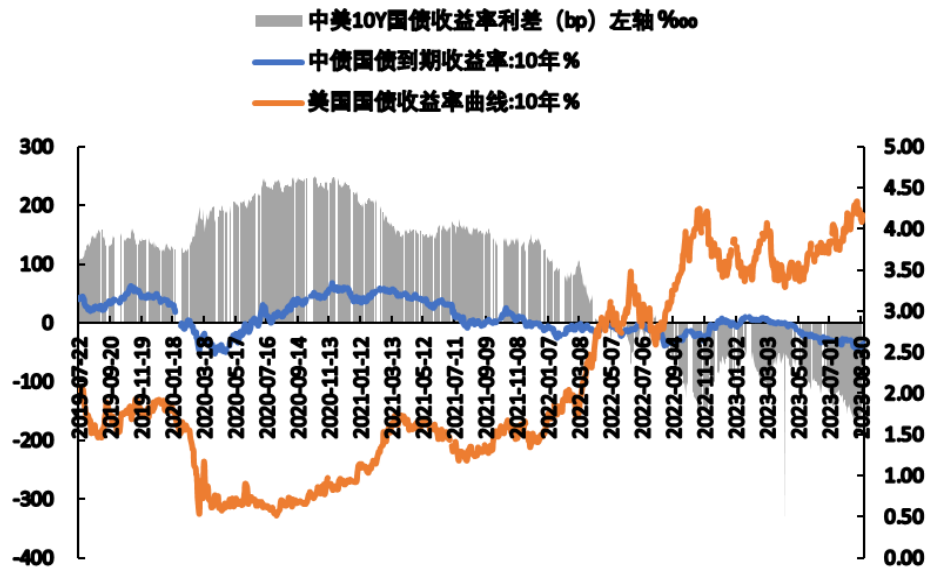
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表33: 美国国债收益率期限利差



资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表 34：中美 10Y 国债收益率利差



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

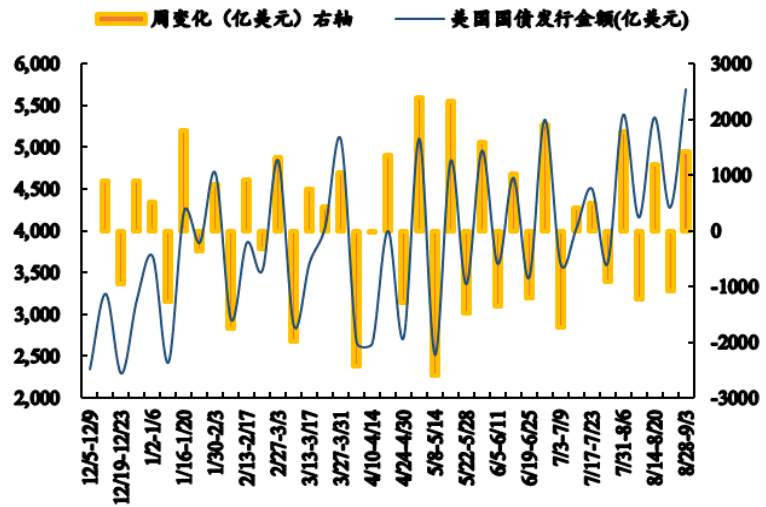
本周（2023/8/28-2023/9/3）美国国债发行金额达 5700.77 亿美元，与上周相比 +1419.89 亿美元，环比+33.17%。其中短期债券发行额为 4033.89 亿美元，和上周相比-6.99 亿美元，周环比-0.17%，占比 70.76%；中期债券发行额为 1401.95 亿美元，和上周相比+1161.95 亿美元，周环比+484.15%，占比 24.59%；长期债券发行额为 264.93 亿美元，占比 4.65%。下周预计至少发行 2330 亿美元的美国国债，均为短期债券。截至 2023 年 8 月 31 日，美国国债总额已达 32.91 万亿美元，周环比+0.42%，其中公众持有的政府债务为 26.04 万亿美元，占比 79.13%，周环比+0.47%；政府持有的政府债务为 6.87 万亿美元，占比 20.87%，周环比+0.21%。截至 2023 年 8 月 29 日，CBOT 美国国债期货持仓量 133.94 万张，环比上周-6.43%；ICE 美元指数期货持仓量 3.67 万张，环比上周+8.23%。

图表 35：美国各期限国债新增发行量（亿美元）

期限	8/21-8/27	8/28-9/3	周变化	周环比	下周预计发行
Bill	4040.88	4033.89	-6.99	-0.17%	2330.00
Note	240.00	1401.95	1161.95	484.15%	0.00
Bond	0.00	264.93	264.93	-	0.00
国债汇总	4280.88	5700.77	1419.89	33.17%	2330.00

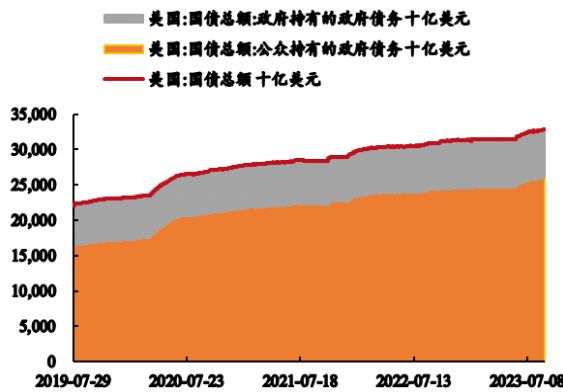
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表 36：美国国债新增发行金额



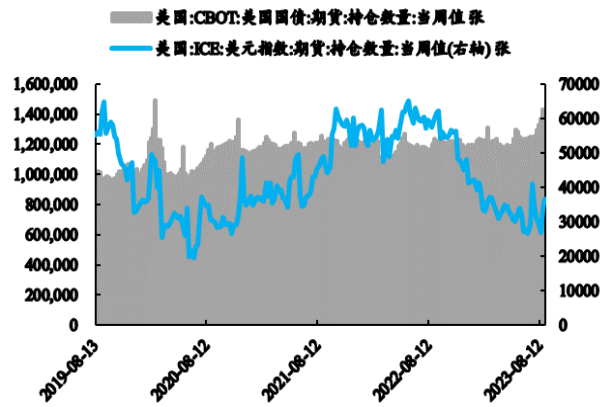
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表 37：美国国债总额



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表 38：美国国债期货和美元指数期货持仓量



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。