

固收半月谈 | 从就业和消费端关注美国衰退的迹象和节奏

热点事件怎么看？固收行家来解读

主讲人：



沈丹莹

上银基金固定收益部助理研究员

纽约大学计量金融学硕士，擅长资金面及流动性的预测分析，研究范围覆盖海外经济数据分析、银行及交通运输等行业的信用研究等。

【市场回顾】

国内利率债市场方面，6月以来资金面维持宽松，经济数据表现疲弱，市场对增量刺激政策预期较低，债市整体情绪较好，短端品种下行幅度更大。具体来看，截至6月7日收盘：

（1）国债方面，1Y国债收益率当月下行9BP，收于1.90%；3-7Y国债收益率下行1-2BP；10Y国债收益率收平于2.68%；

（2）政金债方面，1Y口行债和农发债收益率下行7BP，分别收于2.08%和2.06%，1Y国开债收益率下行5BP收于2.05%；3Y政金债收益率下行4-5P不等；

5Y 政金债收益率下行 3BP；7Y 政金债收益率下行 2-3BP；10Y 国开债和农发债收益率下行 1P，10Y 国开债收益率下行 2BP，收于 2.83%。

同业存单方面，从周度跟踪来看，5.29-6.2 存单利率除 1M 以外，其他期限价格均有所下行，1M 存单因为跨月资金面有所趋紧，利率上行 12bp 至 2.02%。上周存单的发行规模有所下降，净融资额下降至 -839.2 亿元，国有行和城商行发行规模占比下降，AAA 和 AA+ 评级的占比下降，整体发行加权期限从 7.08 个月上升到 8.76 个月，9M-1Y 期限存单发行量占比上升。

票据利率市场方面，上周国股转贴半年在 5 月最后三天呈下行趋势，跨月后立马反转上升至二季度以来新高 1.82%，从 5 月最后两周票据利率的反弹结果以及票据净贴现数据来看，大行本月可能提前一周完成了平规模，股份制和城商行投放一般，农商行略好于上月。6 月初以来的数据显示 6 月信贷投放预期或较好，今年一季度前置投放后，银行经过 4、5 月蓄势，6 月贷款投放可能重新上量。

信用债市场方面，6 月以来资金面稳定，信用债 1 年期、3 年期品种下行幅度较大，5 年期品种涨跌不一。另外，近期弱资质城投平台估值修复减缓，主要原因是弱资质前期修复太快，目前票息的吸引力减弱，同时近期技术性违约事件频发打断了下行节奏。

权益市场方面，5 月权益市场整体下跌，其中 wind 全 A 下跌 3.3%，沪深 300 下跌 5.7%，上证指数下跌 3.57%，创业板指下跌 5.6%，中证转债下跌 1.5%。分行业看，TMT 和共用环保相关板块表现较好，电子、公用事业、通信、计算机等行业上涨 2%-4%，下游消费和上游能源相关板块表现较差，建材、石化、商贸零售、农林牧渔等行业表现较差，整体下跌 8%-10%。

海外市场方面，美国债务上限问题基本解决，非农数据表现强劲，海外股市整体表现较好；但美联储多位官员偏鹰派的表态，导致市场对美国年内加息预期再度上调，美债收益率上行。具体来看，截至 6 月 7 日收盘，法国 CAC40 上周 1.47%，英国富时 100 上涨 2.39%，德国 DAX 指数当月上涨 1.89%，标普 500 上涨 2.1%；亚洲股市方面，韩国综指上涨 1.49%，日经当月上涨 2253.32%，恒生指数涨幅达到 5.58%。债券市场方面，英国 10Y 国债收益率当月上行 4BP，收于 4.24%；德国和法国的 10Y 国债收益率上行 10BP 和 16BP，分别收于 2.38% 和 2.79%；美国 10Y 国债收益率上行 15P，收于 3.79%。

【市场展望】

从经济基本面来看，去年 10 月以来，市场依次经历“弱现实、强预期”、“强现实、弱预期”、“弱现实、弱预期”三个阶段，偏弱的 PMI 和出口数据对市场影响有限。当前政策定力较强，后续政策或更多从保障就业和促进内需着手。对债市而言，在经济偏弱、货币偏松的背景下，整体风险可控；在缺乏超预期宽松政策的情况下，长端利率进一步下行的空间有限。6 月需关注年中资金面情况，若资金利率平稳，可以更多关注短端品种。

同业存单方面，6.5-6.9 存单到期量较大，为 7337 亿元，由于跨月结束，叠加月初资金需求较小，存单利率下行空间较上周增加。从供需角度来看，二季度信贷投放缓解了银行负债端压力，存单主动放量有所收缩，而需求端的货基以及同业存单指数基金近期规模大幅回升，今年以来新发行的同业存单指数基金有 11 只，目前规模合计 268.21 亿元，为存单的收益率打开了下行限制。

信用债市场方面，目前信用债整体信用利差不低，公司债信用利差普遍在 2019 年以来 40% 以上分位数，重点可关注绝对收益高的 2 年期隐含评级 AA 城投债机会。二永方面，5 月二永规模大幅净买入 387.47 亿元（今年前四个月均为净卖出），随着理财风险偏好修复，叠加目前二永的安全垫不低（1 年期、3 年期 AAA-信用利差比去年低点分别高出 14bp、33bp），可重视二永投资机会。

权益市场方面，偏弱的高频数据显示疫情后积压需求逐步释放完毕，经济动能出现边际走弱迹象，经济复苏预期重新修正，市场需要重塑预期，权益近期或将维持震荡行情。结构上可关注从悲观预期达到极致触底反转的行业以及一些主题性的结构机会。悲观预期反转方面，新能源可能有所表现，基本面补库存有一些短期改善，对比其他行业性价比较高，此外，白酒调整较为充分，预期悲观，估值角度反弹空间开始变大。主题机会方面，可以关注半导体，主要寻找国产替代空间大的设备方向。另外，高分红高股息中特估资产随着债券收益率往下，资金没有去处，近期在外交一带一路的催化下具备性价比。另外，可关注政策端在提振和扩大消费、改善居民资产负债等方向的发力情况。

【热点关注】从就业和消费端关注美国衰退的迹象和节奏

从美国劳动力市场缺口来看，当前处于较为罕见的供不应求状态，从美国历史数据上来看，几十年以来劳动力都是供大于求，而现在供需两端已经基本处于饱和状态。

5月非农就业新增33.9万人，预期值为19.5万人，前值有29.4万人；4月的职位空缺数量结束连续3个月的下滑，数量激增到1010万人，5月失业率意外从3.4%回升到3.7%，高于预期。失业率回升高于预期和新增非农就业人数相背离的主要原因为统计口径有所分歧。失业率是按照家庭调查口径，而非农就业是企业调查口径。家庭调查口径在5月的就业人数下降31万，与企业调查口径差距为64.9万。由于企业调查样本量更大，误差更小，通常认为企业调查所得到的新增就业数据的准确度和可靠程度更高，所以这次失业率上升并不意味着劳动力市场开始出现恶化。

我们认为，就业市场的韧性支撑了居民消费超趋势性增长，从美国个人消费支出数据可以看出，按照疫情前消费数据的线性推导，目前的消费增长趋势远超线性增长，而消费在美国的GDP中占比高达70%。

消费强劲的部分原因可以从居民端的资产负债表看出。首先是巨大的超额储蓄存量，主因是拜登在2021年4月底的1.84万亿美元刺激计划，使得居民超额储蓄在2021年8月达到最高点，为2.4万亿美元。按照测算结果，每个月最快消耗900亿美元，目前存量还有6700亿美元，还需要消耗8个月，年内很难消耗完毕，所以该存量规模仍能支撑年内的美国消费。

推动消费的另外一个边际因素是今年年初IRS宣布的报税改革，降低了个人和企业所得税，减轻了居民纳税负担，增加了个人可支配收入的空间。从缴纳的个税量来看，从去年12月缴纳的3.2万亿美元下调到今年1月的2.92万亿美元，虽然数据看上去不是很明显，但可支配收入的趋势线会有相对明显的偏离。

综上，消费韧性大概率能避免美国经济在今年内陷入全面深度衰退。

值得注意的是，美国家庭的净资产额虽然在疫情期限快速增长，但近期已经进入了下行通道。根据以往的历史数据，居民消费增长往往在家庭净资产下行2-3个季度后开始减速，美国家庭净资产额在2022年一季度见顶，对应的消费减速应该在2022年底开始，但因为有超额储蓄这个缓冲垫，居民消费在去年并没有减速，随着存量逐渐减少，预计今年年底居民消费或开始降速。

从劳动力市场来看，目前韧性仍然强于市场预期，而且服务业依然是非农新增就业的主力。5月非农就业新增有33.9万人，教育和卫生服增加了9.7万人，休闲和酒店新增了4.8万人。

按照疫情前就业人数的增长态势做线性回归推导，可以测算出目前服务业就业的缺口人数有134万人，按照14.47万人/月的增速（2021年2月开始的增速），最快需要9个月才能弥补缺口。导致劳动力供给缺口较大的原因有三：

（1）提前退休。美国婴儿潮（1946年出生，二战后大批军人返回美国）已经进入退休期，因为55岁以上的就业人员大多从事教育、医疗保健及售货员等工作，这部分人群的退休会对服务业造成永久性的缺口；

（2）新冠导致的死亡人数。2020-2022年因新冠导致超额死亡的人有90万；

（3）移民减少：特朗普在2017年上任后收紧了移民政策，2020-2022年下降了99万人，而大部分国际移民从事中低端的服务业。

工资方面，美国从2021年4月疫情开放后，服务业的时薪飞速上涨，100多万人的缺口数据加上不断增高的时薪，再叠加存量不断被消耗的超额储蓄，后续非农新增就业依然有来自服务业的较强支撑。但从5月最新数据来看，时薪的同比环比均有小幅降温，同比增长4.3%，前值4.4%，环比增长0.3%，前值0.4%。当服务业缺口人数被弥补后，就业需求减少了，供需矛盾有一定的边际软化，相应的时薪也会下降。

从更长的周期来看，时薪的增速以及职位空缺/登记失业人数和疫情前相比依然处于高位。从2022年初到现在，职位空缺数量/失业人数均值在1.8左右，今年以来该项数据回落速度较快，平均下降速度为0.1/月，如果要回到疫情前均值1.2的水平，最快情况下大概还需6个月才会恢复，这也意味着工资影响下的通胀韧性并不会那么快消退。

综上，从近期数据来看，我们认为美国的经济本身并未出现很大的改变，劳动力市场带来的工资韧性和近期个税下调增加居民可支配收入，提振了消费和个人储蓄。整体来看，居民消费强化了美国经济的现实，而超额储蓄强化了预期，导致衰退预期再次被推迟。

【债券知识小课堂】资金交易是什么？回购交易有哪些类别？

国内的交易是按照交易的资产类型来分：股票交易、债券交易、外汇交易、大宗商品交易以及衍生品交易。债券交易又分为现券交易和资金交易。国内的债券市场和权益市场有很大不同，债券交易市场除了上交所和深交所，还有银行间市场，一共三大交易市场。大部分交易都集中在银行间，这也是为什么债券交易员在询价和报价上有更多自主的发挥空间。

资金交易主要进行中短期的流动性管理，通过信用拆借、质押式回购、买断式回购等满足日间流动性管理，保证中短期的头寸缺口，另外也可以做一些期限套利，本质上是一种流动性管理以及风险承担能力的价值交换。直观来说就是出钱和借钱，特别是在关键时点（月末、季末、年底或者节前）能帮所在机构及时借到有一定性价比的钱。

今天主要聊一下回购交易。回购交易一般是指债券持有人在卖出债券时，买卖双方约定在将来某一日期以约定的价格，由卖方向买方购回相等数量的债券的交易行为，在银行间市场主要分为质押式回购和买断式回购。

质押式回购：是指正回购方（借钱的一方）将回购债券出质给逆回购方（出钱的一方），逆回购方在首期结算日向正回购方支付首期资金结算额，同时约定在某一日期由正回购方向逆回购方支付到期的资金结算额，届时逆回购方解除在回购债券上设定的质权交易。

买断式回购：和质押式回购操作方式基本差不多，但买断式回购是正回购方将债券出售给逆回购方，然后在约定的到期结算日，由正回购方以约定价格从逆回购方手里购回债券的交易。

回购交易的主体主要分为两大类：法人类合格机构投资者和非法人类合格机构投资者。法人类主要为境内外的商业银行、券商、基金公司、期货、保险以及企业集团的财务公司等。非法人类的包括银行理财产品、资管计划、社保基金、养老基金等。

在执行交易前，双方需要对交易主协议中涉及的回购天数、回购利率、交易金额等达成一致。需要注意的是，开展质押式回购和买断式回购最长期限均不可以超过 365 天，经交易双方协商一致，质押式回购交易可以换券，买断式回购交易可以现金交割和提前赎回。

如果交易违约了怎么办？现实中经常出现回购交易违约的情况，比如银行间市场在下午 4:50-5:00 交易结束前，正回购方没有收到逆回购方支付的结算资金，或者逆回购方没有收到正回购方偿还的资金，均算作回购交易违约。目前对于银行间债券市场中发生的债券违约处置路径有两个：（1）通过诉讼或仲裁的方式进行司法处置；（2）通过外汇交易中心以及银行间市场登记托管机构进行债券违约处置（仅适用于正回购方触发违约事件的情况）。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本内容中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。