

宏观点评

从6月非农数据，看美元和美债走势

事件：北京时间7月2日晚8:30，美国公布6月非农就业数据。此外，近期长端美债收益率持续回落，美元指数有所反弹，市场对此分歧较大。

核心结论：

1、美国6月就业数据进一步确认经济放缓，薪资增速回落预示着通胀压力缓解。

美国6月新增非农就业85万人，高于预期值72万人和前值58.3万人；6月失业率5.9%，低于预期值5.6%和前值5.8%；6月劳动参与率61.6%，与前值持平，低于预期值61.7%。在劳动参与率不变的情况下，本月新增非农就业与失业率同时上升，主要原因在于二者统计口径不一致，非农就业的统计对象为企业和政府机构，而失业率的统计对象为6万户家庭抽样。整体看，本月非农报告有两大信号：

1) **进一步确认了经济边际放缓：**美国失业率在3月降至6.0%，至今仍高达5.9%，反映出就业改善明显放缓。值得注意的是，美国已有过半数的州自6月开始取消额外的失业救济，而截至5月底，美国已有40个州完全重新开放，因此经济封锁和失业救济对就业的拖累已明显减轻。我们认为，美国就业改善速度放缓，根本原因还是美国经济复苏节奏边际放缓，这也可以从ECRI、WEI、PMI等指标得到验证。

2) **薪资增速放缓指向通胀压力减轻：**薪资上涨压力是过去一段时间推升美国通胀预期的重要因素，而6月美国平均周薪环比增速为0.04%，低于5月的0.14%和4月的0.67%，也低于2015-2019年的均值0.22%。美国剩余州的额外失业救济将在8月底到期，预计后续薪资上涨压力有限，这将在一定程度上缓解通胀压力。

2、如何理解近期美元指数反弹？

> **美联储加息预期升温是主因：**6月17日的FOMC会议后，由于美联储点阵图反映的加息次数明显增加，并且对通胀的预测大幅上调，联邦基金利率期货隐含的2022加息次数由0.6次快速提升至1.1次，美元指数也随之反弹。

> **变异新冠病毒在海外传播是辅助因素：**6月以来，新冠病毒Delta变异株在全球多个国家快速传播，受此影响，英国新增确诊病例快速飙升，并将封锁措施延长四周。对全球疫情的担忧加剧引发避险情绪升温，也在一定程度上推高了美元。

3、如何理解近期美债收益率回落？

> **经济边际放缓是主因：**长端美债收益率主要反映的是经济边际改善速度，因此与ECRI领先指标增长年率（周度）和制造业PMI等衡量经济环比增速的指标高度同步。ECRI和制造业PMI均在3月底触顶，随后持续回落，与之相对地，10Y美债收益率的顶部同样出现在3月底。需注意的是，加息预期主要影响短端利率，对长端利率影响较弱，因此6月FOMC会议之后，2Y美债收益率上行10BP至0.25%。

> **通胀接近触顶、流动性过剩是辅助因素：**Forecast的通胀模型显示，美国CPI同比在6月和7月仍将达5.1%左右，自8月开始回落，年底将回落至4.4%。因此，当前5%的通胀已接近触顶，10Y美债与TIPS的利差也由5月中旬的2.54%回落至当前的2.35%，反映出市场对通胀的担忧有所缓解。此外，美联储逆回购规模不断创新下历史新高，反映出流动性出现过剩，也在一定程度上推动了美债收益率下行。

4、怎么看下半年的美元和美债收益率走势？

> **美元指数：大概率震荡，难持续反弹。**美元指数本质上是全球经济的镜像指标，表现为与OECD综合领先指标高度负相关，背后的逻辑在于，全球经济向好时期，欧洲经济表现往往强于美国。截至5月，OECD综合领先指标为100.4，1990年来每轮高点均在101以上，表明全球经济景气仍有提升空间，从而美元不具备持续反弹的基础。但美联储政策立场较欧央行更加鹰派，将对美元形成支撑，因此美元指数下跌空间也不大。除非全球疫情再度恶化，否则下半年美元大概率震荡。

> **美债收益率：上行压力有限。**前期报告中我们曾指出，美债收益率的核心影响因素包括经济边际改善速度、通胀预期、货币政策。下半年的基准情景为，美国经济边际放缓、通胀高位回落、美联储政策立场逐步转鹰。因此，美债收益率上行和下行的因素都具备，具体走势将取决于三者的变化幅度，但至少可以认为上行压力不会太大。

风险提示：全球疫情超预期演化；美联储政策立场超预期调整。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

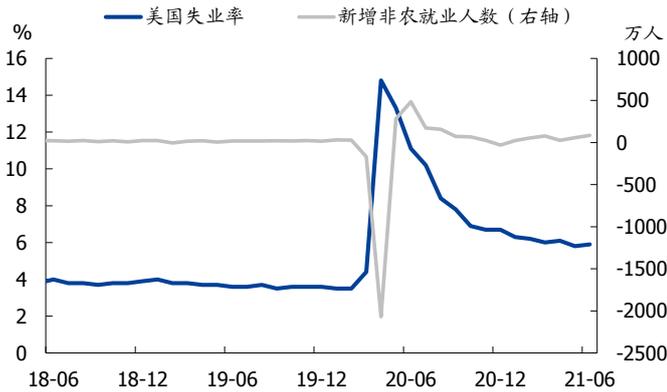
邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《正式转向的开始——美联储6月议息会议点评》2021-6-17
- 2、《分化下的预期差——2021年中期宏观经济和资产配置展望》2021-6-6
- 3、《4月美联储会议纪要和纽约联储调查的Taper信号》2021-5-21
- 4、《美国4月非农数据真的差吗？》2021-5-8
- 5、《美债与TIPS：联系、展望、对资产价格影响》2021-4-2

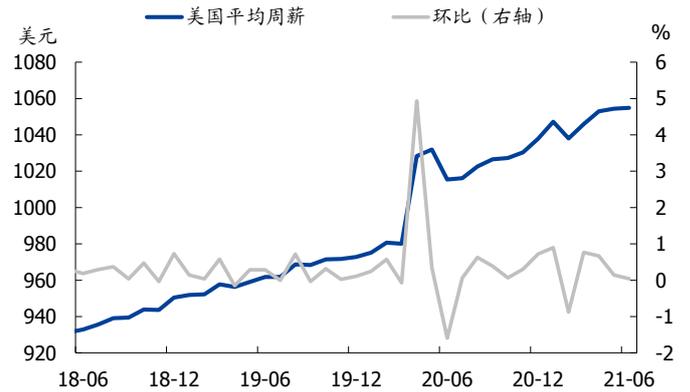


图表1: 美国6月新增非农就业人数和失业率均小幅抬升



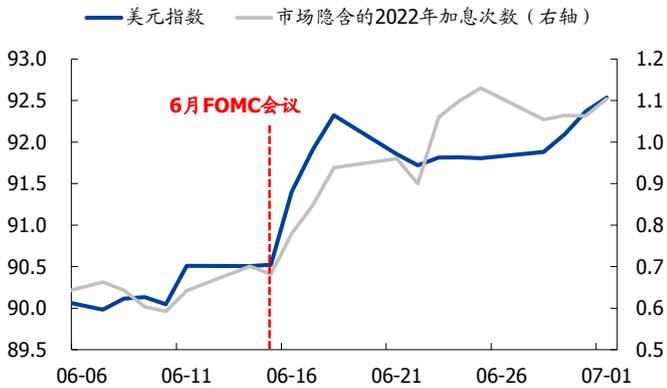
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 美国6月平均周薪环比增速进一步放缓



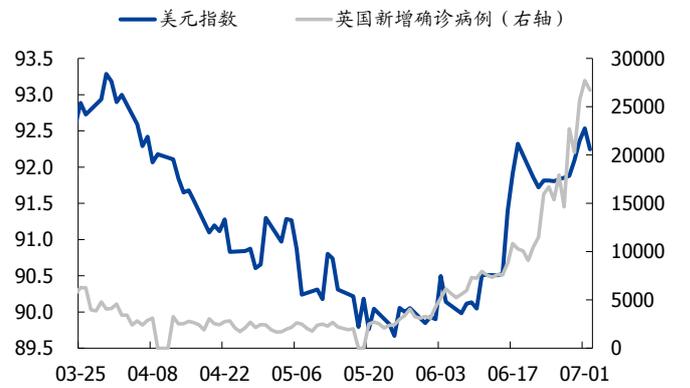
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 美联储加息预期升温是近期美元指数反弹的主因



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 近期新冠病毒 Delta 变异株在英国传播推动了美元反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 10Y美债收益率和ECRI增长年率均在3月底触顶



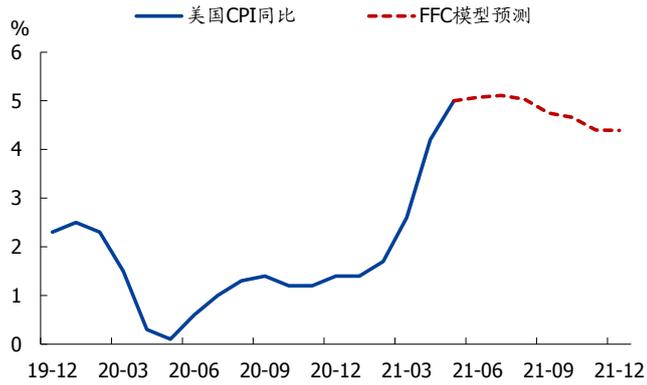
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 10Y美债收益率和美国制造业PMI均在3月底触顶



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: FFC模型显示美国CPI同比已接近触顶



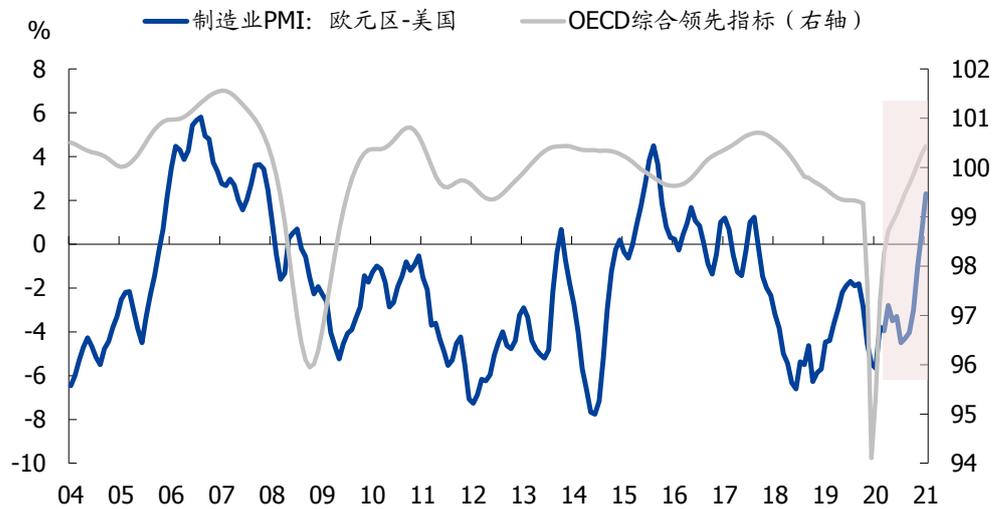
资料来源: Wind, FFC, 国盛证券研究所

图表8: 全球经济向好将对美元指数形成压制



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 全球经济向好时期, 欧洲经济表现往往强于美国



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

全球疫情超预期演化; 美联储政策立场超预期调整。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20526

