

美國就業數據為何「打架」？



前沿思潮 郭磊

廣發證券
首席經濟學家

2023年5月美國新增非農就業人數33.9萬人，遠超市場預期的19.5萬人，較前6個月月均新增的21.5萬人顯著上行。3月數據由增16.5萬人上修至21.7萬人，4月由增25.3萬人上修至29.4萬人，3月和4月總共上修9.3萬人。但5月失業率反彈至3.7%，前值3.4%，市場預期3.5%。其中，登記失業人數上行44萬人、就業人口下行31萬人為主要原因。從失業原因來看，被動失業人數（job losers）上升31.8萬，為主要貢獻項，主動失業人數（job leavers）下降2.5萬人。5月自願和被動失業人數比率為25.8%，為2021年11月以來最低水平，亦指向就業市場趨鬆。

為何5月新增非農和失業率數據在指向上背離？

一方面，失業率來自住戶調查，僱傭統計方面包括自營職業者、家族公司中無薪酬工作者、農場工作者。5月自僱人數減少36.9萬人，為主要拖累項。相較而言，新增非農來自於機構崗位統計，只有正式登記在工資表上的職員才能算作新增就業，這也導致被入戶調查包括的失業人口沒有被機構崗位統計。所以失業率和新增非農數據背離。

另一方面，從失業人口年齡來看，16至19歲人口失業率上升1.1個百分點至10.3%，為主要貢獻項。5月份是美國高中的畢業月，美國高中畢業後可能會開始尋找工作，進入大學不是唯一的選擇，因此可能抬升5月份失業率波動。

最能反映失業率指標的U6失業率小幅下行0.1個百分點至6.6%，主要由於失業人口人數下降以及邊際勞動力人口上升所致。U6失業率的計算方式為： $U6 = (\text{失業總人數} + \text{因經濟原因而選擇兼職人數} + \text{邊際勞動力人口}) / (\text{勞動力總人數} + \text{邊際勞動力人口})$ 。5月失業人數上升44萬人，邊際勞動力人口上升2.8萬人。

5月勞動參與率持平於上月，為

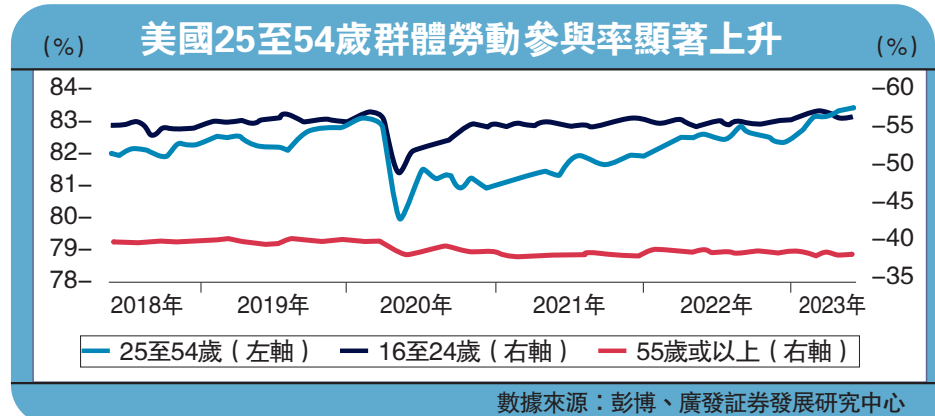
62.6%。其中，16至24歲人群勞動參與率從56.1%上行至56.3；25至54歲人口勞動參與率從83.3%上升至83.4%；55歲以上人群勞動參與率保持在38.4%。勞動參與率=勞動力人口/（勞動力人口+非勞動力人口），整體來看，5月勞動力人口上升13萬人，非勞動力人口上升4.5萬人。

此外，美國薪資增速維持韌性同時小幅走弱。5月時薪按月增0.3%，低於前值的0.4%，持平於市場預期。5月非農時薪按年增4.3%，低於前值和預期的4.4%；4月時薪按月下修0.1個百分點至0.4%。此外，5月平均周度工作時長持續走弱，回落至34.3小時，為2020年5月以來最低水平。

往前看，時薪按月回落及周度工作時長數據走弱，反映就業市場供需在逐步走向平衡，菲利普斯曲線正常化也意味着薪資增速大方向依然是下行，但節奏可能偏慢，消費韌性對企業盈利以及就業市場的支撐仍然偏強。一方面，勞動力需求維持韌性。4月JOLTS（美國勞工流動調查）報告顯示，職位空缺上升35.8萬個，整體勞動力供給和需求缺口從400萬人回落到444萬人，職位空缺和失業人數比率從1.6倍上升到1.7倍。但另一方面，就業市場的負面線索亦開始顯現：一是5月平均周度工作時長持續走弱，回落至34.3小時，為2020年5月以來最低水平，反映企業用工持續走弱；二是4月ISM服務業就業指數從51.3回落至50.8，即服務業就業雖處於擴張區間，但斜率在放緩。

本月暫停加息概率高

非農數據公布後，10年期美債收益率上升9個基點至3.69%；美匯指數上行至104.02；三大股指均漲。筆者的理解是，對於利率來說，偏強的非農就業數據一則抬升了對名義GDP的預期，二則顯著削弱了年內減息的概率。對股指來說，強非農就業對應經濟和企業盈利預期，同時失業率數據又約束激進加息預期。Fed Watch數據顯示，6月份「不加息」和「加息0.25厘」的概率分別為74.7%和25.3%，即當前市場亦認為6月不加息仍是偏大概率。



置業剛需強勁 樓價回升在望



樓語縱橫 楊永健

世紀21 Q動力
總經理

踏入2023年，樓市成交顯著回升，雖然近月因大部分筍盤承接，加上業主叫價企硬，二手成交量顯著回落，但整體而言，今年上半年樓價已顯著見底回升。差餉物業估價署最新公布的私人住宅樓價指數連升4個月，4月份報354.2點，較3月352.3點升0.5%，惟升幅收窄；指數亦為去年9月以來的7個月新高。若與去年12月樓價指數334.7點比較，今年首4個月累升5.8%，但相比去年同期仍跌8%。

整體而言，過去一年樓價回落約一成多至兩成，因此即使過去4個月樓價反彈5.8%，對比去年同期仍然有所回落。相信大家亦明白，隨著疫情過去，經濟按下重啟鍵，樓價自然可以止跌回升，特別是市場對中小型住宅剛需仍在，過去數個月中小型住宅率先走好。無可否認，今年上半年樓市仍然充滿挑戰，不穩定因素包括：環球貿易爭

拗仍然存在、各國疫後經濟重啟步伐不一、個別地區經濟仍有機會出現衰退，但本港的經濟環境氣氛明顯好轉，關鍵因素是兩地恢復通關，整體零售及飲食生意顯著回升，勞動市場持續改善，失業率亦回落至疫情前水平。

暑假迎來租房高峰

還有一個月，今年上半年將要過去。總括而言，上半年新盤市場持續熱鬧，特別是提供中小型住宅的新盤需求熾熱，反映市場對中小型住宅的剛需強勁。當然，因應近年新盤供應明顯上升，入伙盤增加下，大量現樓積存貨尾，發展商亦明顯以審慎價推盤，整體樓價仍然平穩。

踏入下半年，相信隨着內地買家增多，特別是兩地恢復通關後，今年暑假勢必會有大批內地生來港進修。

隨着樓價回升，租金同樣連升4個月，差餉物業估價署最新的私人住宅租金指數為178.2點，輕微高於去年同期的177.3點。整體租金輕微回升，加上經濟環境改善，相信今年下半年樓價會穩步回升。



◀隨着疫情過去，樓價開始回升，特別是中小



◀人民幣匯率市場化，幫助中國真正減輕了對美元的過度依賴，相應的，美債也少了一個重要的資金供給方。

近年來關於中國投資者減持美國國債的市場傳聞不絕於耳。那麼，真實情況究竟如何呢？筆者擬主要結合美國財政部國際資本流動報告（TIC）中的存量和流量數據對此進行分析。

中資加速擺脫對美元依賴



集思廣益 管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

根據TIC報告關於外國投資者持有美債餘額的存量統計，中國投資者持有美債餘額於2002年8月突破千億美元大關，接着用了不到6年時間，於2008年4月突破5000億美元大關，其後再用了兩年多的時間，於2010年6月突破了萬億美元大關。到2013年11月底，中資持有美債餘額達1.3167萬億美元，刷新歷史紀錄。

無疑，2008年全球金融海嘯之後，美聯儲三輪量化寬鬆，全球低利率、寬流動性是中資持有美債餘額增長最快的時期。

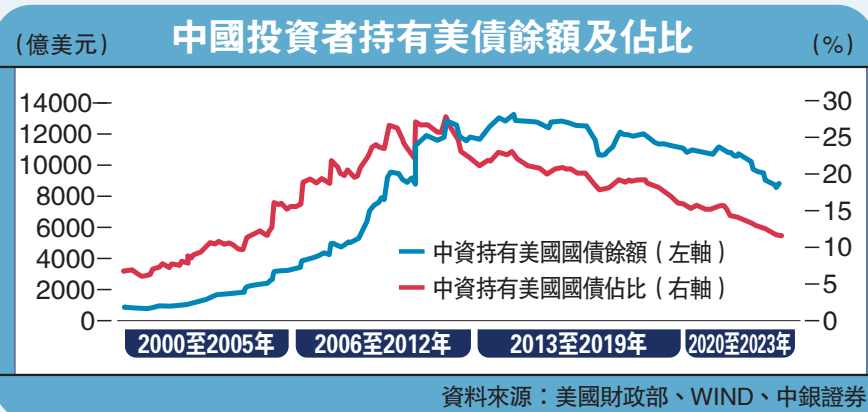
2013年11月之後，中資持有美債餘額見頂回落。到2022年4月，中資持有美債餘額跌破萬億美元大關，結束了連續142個月持有美債餘額過萬億美元的歷史（日本投資者迄今也僅有137個月）。此後，中資持有美債餘額低至2023年2月的8488億美元，3月份小幅反彈至8693億美元，較歷史峰值下降4474億美元，減少了34%，跌至2010年5月以來新低。

從外資美債持有的中資佔比看，2007年6月至2016年5月，除個別月份外，中資佔比都在20%以上，中位數22%，2011年7月曾高達28.2%，到2023年3月降至11.5%，為2004年9月以來新低。2008年10月至2019年5月，中國有106個月是美債第一大外國投資者，之後才將這個位置讓給了日本。

根據TIC的存量和流量數據，2013年12月至2023年3月，中資持有美債餘額減少4474億美元。其中，淨賣出中長期美債1706億美元，淨買入短期美國國庫券108億美元，合計淨賣出美債1598億美元，貢獻了持有美債餘額降幅的35.7%；負估值效應2876億美元，貢獻了持有美債餘額降幅的64.3%。可見，中資持有美債餘額減少是淨減持與負估值效應共同作用的結果，其中負估值效應貢獻了總降幅的將近三分之二。

按年度看，2015至2016年是中資持有美債餘額下降的第一波高峰。兩年間，中資持有美債餘額減少1859億美元。其中，淨賣出中長期美債1771億美元，淨買入短期美國國庫券29億美元，合計淨賣出美債1742億美元，貢獻了持有美債餘額降幅的93.7%；負估值效應117億美元，貢獻了持有美債餘額降幅的6.3%。可見，這波中資持有美債餘額減少主要是因為淨拋售美債。

但這不能簡單等同於中國對外資產分散化配置的主動操作，而更多與中國境內外匯形勢有關。當時，正值美聯儲退出2008年金融危機之後的量化寬鬆，實施貨幣政策正常化操作，中國於2015年「8·11」匯改初期遭遇了「資本外流——儲備下降——匯率貶值」的高烈度跨境資本流動衝擊。2015至2016年，中國外匯儲備餘額累計減少8325億美元。其中，交



易引起的外匯儲備減少7910億美元，匯率及資產價格變動引起的負估值效應達415億美元。到2016年底，人民幣匯率離破七僅一步之遙，外匯儲備餘額眼看也要破3萬億美元，市場開始激辯保匯率還是保外儲。

避免金融風險輸入

中資持有美債餘額下降的第二波高峰是2018至2022年。5年間，中資持有美債餘額累計減少3179億美元。其中，累計淨賣出中長期美債1802億美元，淨買入短期美國國庫券6億美元，合計淨賣出美債1796億美元，貢獻了持有美債餘額降幅的56.5%；負估值效應1383億美元，貢獻了持有美債餘額降幅的43.5%。這波中資持有美債餘額下降也是淨減持與負估值效應共同作用，淨減持略佔優勢。

由於這一時期正值百年變局加速演進，國際環境日趨複雜嚴峻，中資拋售美債一定程度反映了降低對美國金融風險暴露的操作。同期，外國投資者累計淨買入美債4148億美元。當然，造成此種情形也不完全是這方面的原因。2018年以來中國一個重要的政策變遷是，2017年人民幣匯率止跌企穩後，進入了有漲有跌、雙向波動的新常態。人民銀行回歸匯率政策中性，基本退出了外匯市場常態干預，匯率政策靈活性增加。2018至2022年間，中國外匯儲備餘額累計減少123億美元。其中，交易引起的外匯儲備資產累計2695億美元，負估值效應2817億美元。但是，交易引起的外匯儲備資產增加主要來自儲備投資收益，而非外匯市場干預。同期，交易引起的外匯儲備資產累計增加額遠小於2009至2013年累計17678億美元的規模。

隨着外匯儲備積累急劇放緩，中資官方對美債投資能力大幅減弱。人民幣匯率市場化幫助中國真正減輕了對美元的過度依賴，相應的，美債也少了一個重要的資金供給方。试想，如果不是2019年8月份人民幣破七之後，打開了匯率可上可下的彈性空間。過去3年，面對美聯儲貨幣政策的快速快出、大放收，中國很可能又會被「剪羊毛」。

如前所述，2013年12月至2023年3月，中國投資者累計拋售了近1600億美元美債，但同期中國累計淨增持了5232億美元美國機構債、171億美元美國企業債、2747億美元在美上市外國債券和38億美元在美上市外國公司股票，累計淨減持美國上市公司股票38億美元。前述合計，中國投

資者對美證券投資淨流入6489億美元，相當於美方統計的對華商品貿易逆差的19.5%。

其中2018年1月至2023年3月，中國投資者累計淨減持美債1860億美元，但累計淨增持了4365億美元美國機構債、149億美元美國企業債、2361億美元在美上市外國債券和67億美元在美上市外國公司股票，累計淨減持美國上市公司股票130億美元。前述合計，中國投資者對美證券投資淨流入4892億美元，相當於美方統計的對華商品貿易逆差的27.1%，遠高於2013年12月至2017年12月9.8%的水平。

也就是說，在中資持有美債餘額減少的過程中，中資減持了美國國債，卻增持了其他美國證券資產。而且，2018年及之後，中國對美商品貿易順差轉化為對美證券投資的比例較之前不降反升。這意味着，在官方減少外匯儲備資產積累、「藏匯於民」的過程中，儘管官方減少了對美金融風險敞口，但民間依然加大了對美金融投資。

資金青睞香港市場

中方統計也印證了前述判斷。根據國家外管局的對外證券投資資產（分國別地區，不含官方外匯儲備投資）統計，截至2022年底，中國對美證券投資資產餘額2177億美元，較2017年底增長了49.9%，美國穩居中國對外證券投資資產分布的第二大目的地。其中，對美股本證券投資資產餘額1183億美元，增長44.3%；對美債務證券投資資產餘額994億美元，增長57.1%。

但在穩步推進金融雙向對外開放的背景下，過去5年美國之於中國對外證券投資的重要性趨於降低。到2022年底，中國對外證券投資資產餘額1.0335萬億美元，較2017年底增長107.6%，其中對美證券投資資產佔比21.1%，回落了8.1個百分點。

「8·11」匯改以來，美國市場在中國對外證券投資地位下降的趨勢更加明顯，只是因為中國對外證券投資資產絕對規模增長較快，對美金融投資規模依然有所增加。

相反，過去5年中國內地對中國香港地區的證券投資資產、股本證券投資資產、債務證券投資資產三項佔比分別上升了9.8、15.0和4.8個百分點，顯示受益於兩地各種互惠互通的安排，香港地區在內地對外金融開放進程中依然是重要的「橋頭堡」，穩居第一大目的地。