

宏观报告

鲍威尔：关注劳动力市场供需失衡

- 重申有意放缓加息步伐
- 警告不应过早放松货币政策
- 对劳动力市场供需失衡及其对核心通胀未来路径的影响提出忧虑

新看点：11月30日，美联储主席鲍威尔在华盛顿布鲁金斯学会(Brookings Institution)主办的活动上发表了关于通胀和劳动力市场的演讲。这是在12月13-14日联邦公开市场委员会(FOMC)会议召开前的“静默期”开始前，美联储官员最后一次主要公开讲话。在连续四次会议加息75个基点后，美联储抗击通胀的努力现已进入了一个新阶段。

重申有意在12月的会议上加息50个基点。鲍威尔表示，今后放缓加息步伐是合适的，这与他在11月FOMC会议上的表态一致。他表示：“放缓加息步伐的时间点可能最快在12月会议上到来。”美联储官员认为，今年以来利率已经大幅上调，并且政策收紧的影响要渗透到实体经济还需要一段时间。11月的FOMC会议纪录显示，“绝大多数”美联储官员支持尽快放缓加息步伐。

随着政策收紧进入新阶段，利率峰值将成为焦点。鲍威尔重申了此前的观点，即明年利率的峰值水平可能需要“略高于”9月会议后发布的预测，美联储可能会在“一段时间内”将政策维持在“限制性水平”。他警告不应“过早放松政策”，并指出历史上的教训。然而，鲍威尔也警告过度紧缩的风险，因为“降息不是我们想很快做的事情”。

对劳动力市场失衡的担忧。尽管劳动力市场开始显现出一些初步的再平衡迹象，但职位空缺仍远高于疫情前的水平。同日发布的数据显示，10月份JOLTS职位空缺小幅下降至1,033.4万(9月：1,068.7万；2020年2月：700.6万)。职位空缺超过失业人数427.5万(9月：493.4万；2020年2月：128.9万)，职位空缺/失业人口比率为1.7(9月：1.9；2020年2月：1.2)。鲍威尔在演讲中分享了一些关于劳动力参与率维持较低水平的见解(2022年10月：62.2%；2020年2月：63.4%)。关键因素包括：1) 过多人口退休；这一现象归咎于与新冠相关的健康问题，以及股市和房价上涨带来的财富效应；2) 劳动人口增速放缓；这一现象归咎于净移民大幅下降，以及与新冠相关的死亡案例激增。由于劳动力市场失衡，“工资增速仍远高于与2%通胀相符的水平”，美联储“要恢复物价稳定还有很长的路要走”。由于劳动力供应政策不是央行的领域，恢复价格稳定可能需要“持续一段时间经济增速低于趋势水平”。

我们的观点：鲍威尔讲话的基调与他在11月FOMC会议上的立场基本一致。展望未来，我们预计通胀将进一步放缓，但距离通胀回到2%的目标还有很长的路要走。由于劳动力市场依然紧张，工资增速强劲，与服务业相关的通胀仍处于高位。我们预计随着美联储在即将到来的12月会议上加息50个基点，加息周期将迎来拐点。FOMC官员可能会利用最新预测来反映他们预计的最终利率将高于先前的预期。金融市场仍将对经济数据的发布高度敏感。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessiequo@cmschina.com.hk

钱莺, CFA

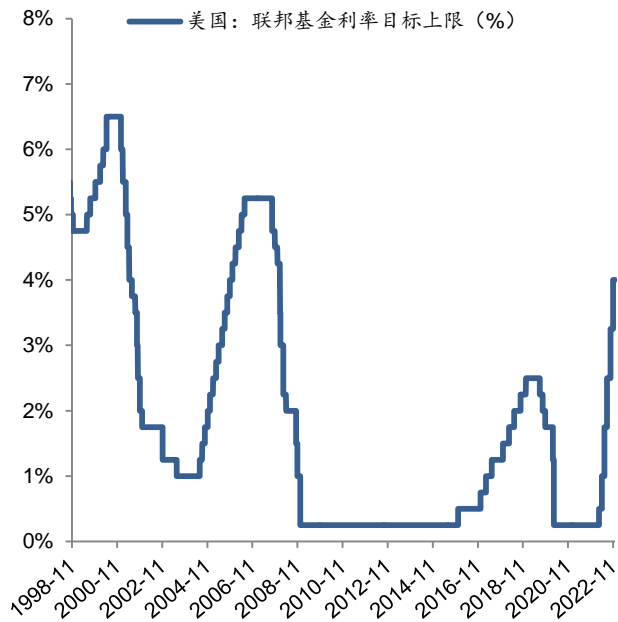
+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

相关报告

1. 招证国际策略周报(2022/11/28) - 监管层加大对房企融资支持力度(2022/11/28)
2. 主要发达经济体11月经济增速进一步放缓(2022/11/24)
3. 美国10月零售销售展现韧性(2022/11/17)
4. 美国通胀出现放缓迹象(2022/11/11)
5. 迎接新篇章：对投资中国的思考(2022/11/05)

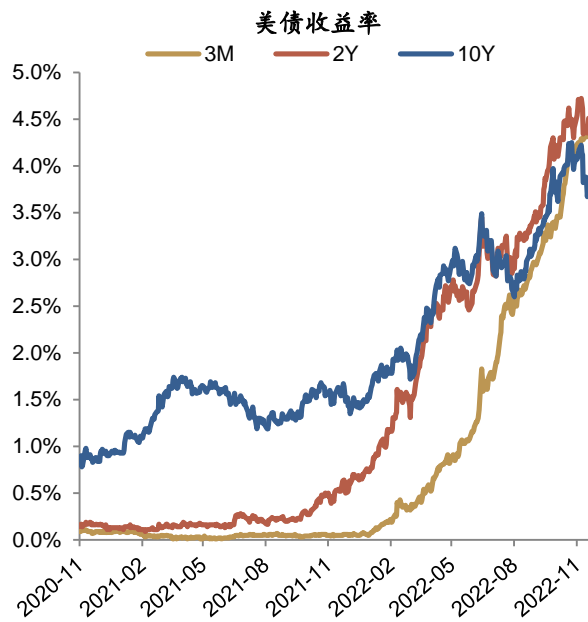
利率水平和利率预期

图表 1: 美国联邦基金利率目标



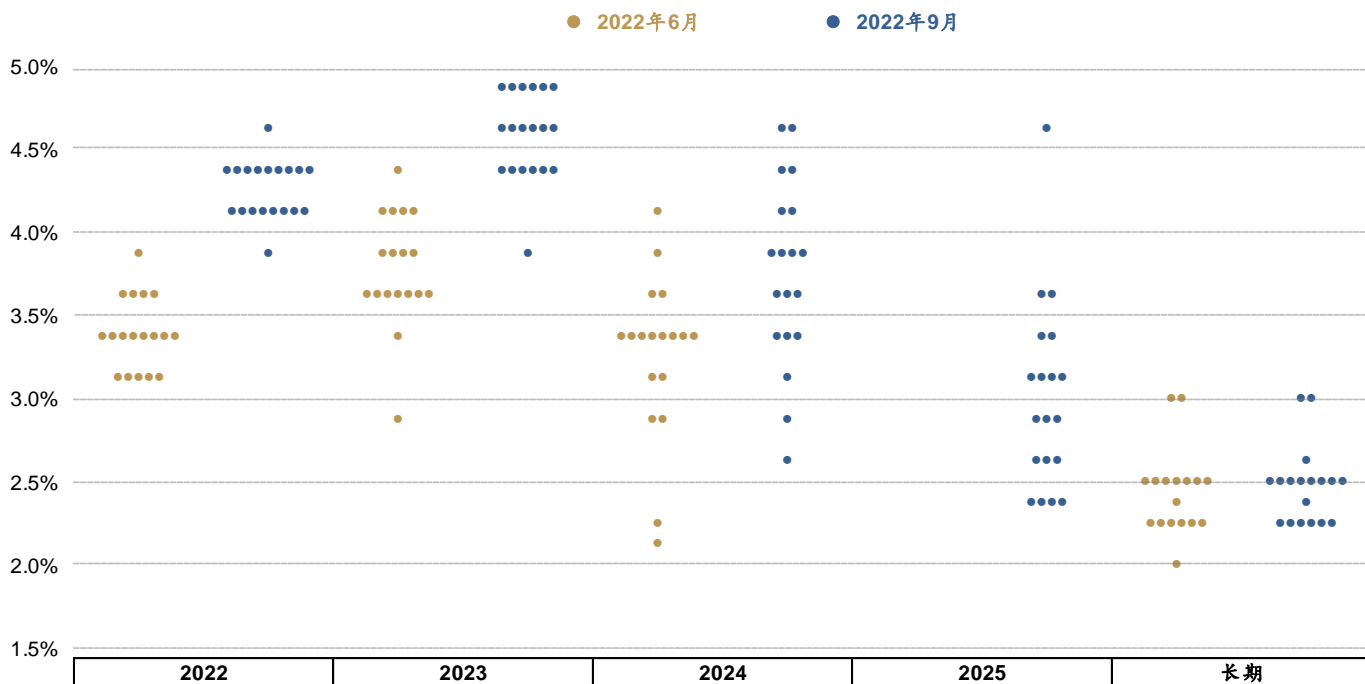
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 2: 美债收益率



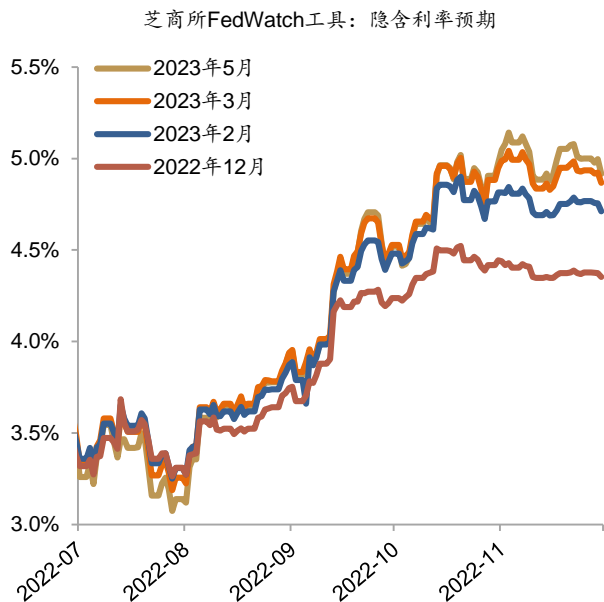
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部; 数据截至2022年11月29日

图表 3: 美联储点阵图



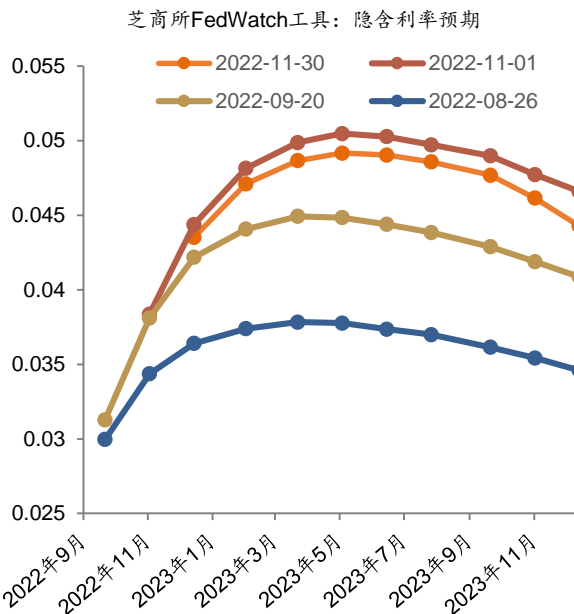
资料来源: 美联储、招商证券(香港)研究部

图表 4: 联邦基金利率期货隐含预期变化



资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部;
数据截至2022年11月30日

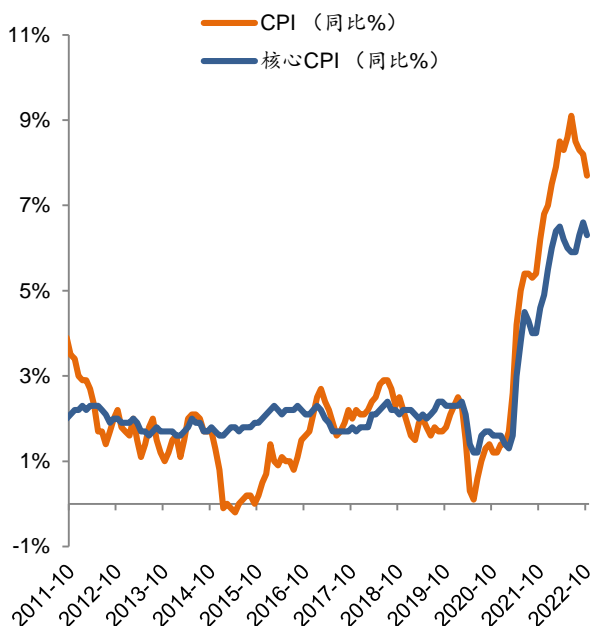
图表 5: 联邦基金利率期货隐含预期路径



资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部;
数据截至2022年11月30日

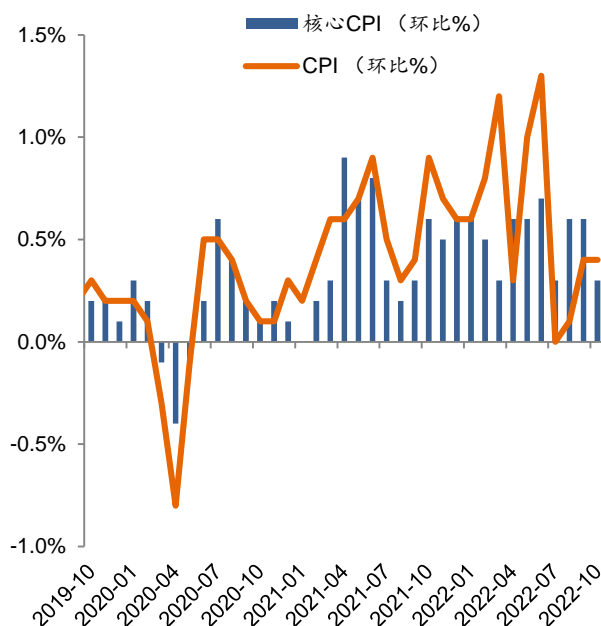
美国通胀数据

图表 6: 美国 CPI 和核心 CPI 同比



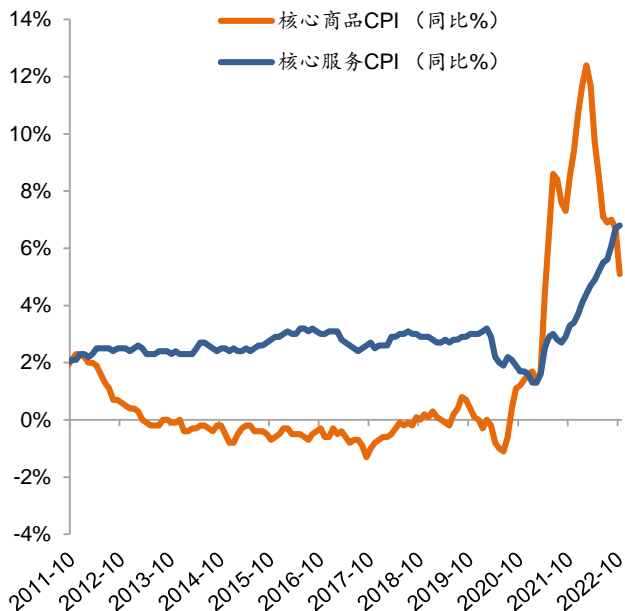
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 7: 美国 CPI 和核心 CPI 环比



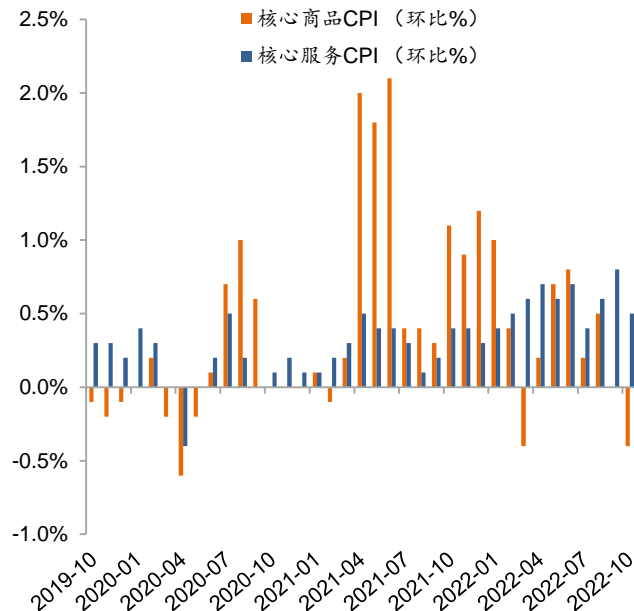
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 8: 核心商品和服务 CPI 同比



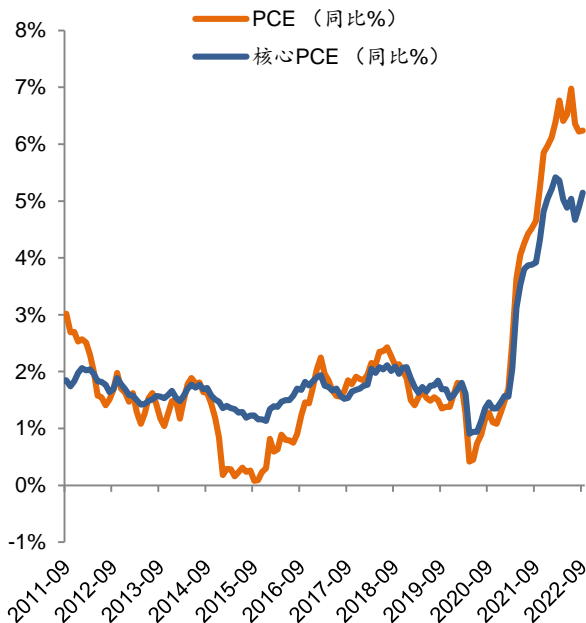
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 9: 核心商品和服务 CPI 环比



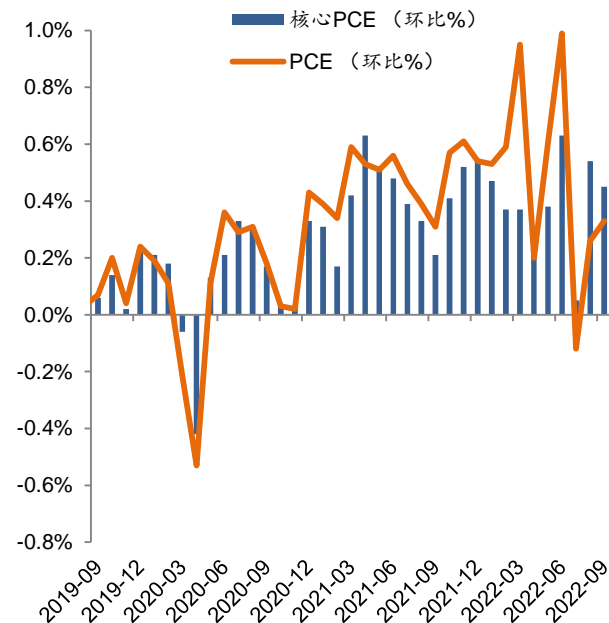
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 10: 美国 PCE 和核心 PCE 同比



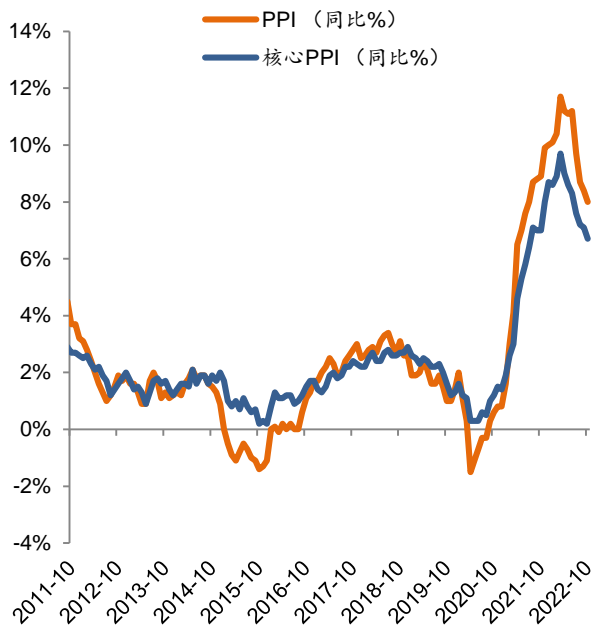
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 11: 美国 PCE 和核心 PCE 环比



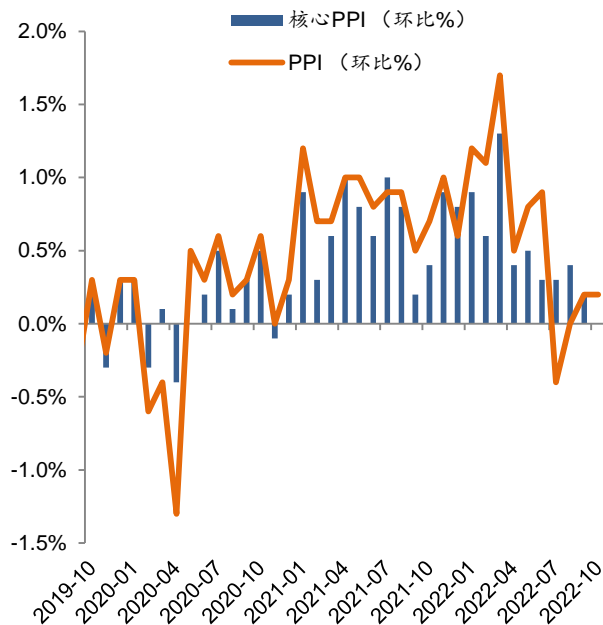
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 12: 美国 PPI 和核心 PPI 同比



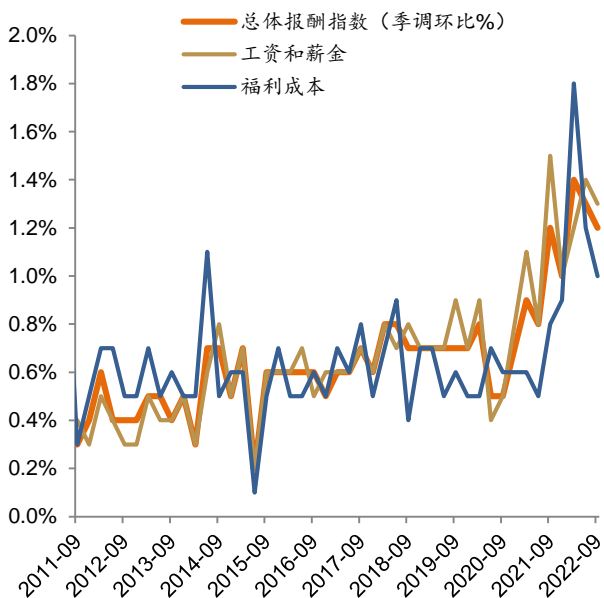
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 13: 美国 PPI 和核心 PPI 环比



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 14: 总体报酬指数



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 15: 汽油零售价格



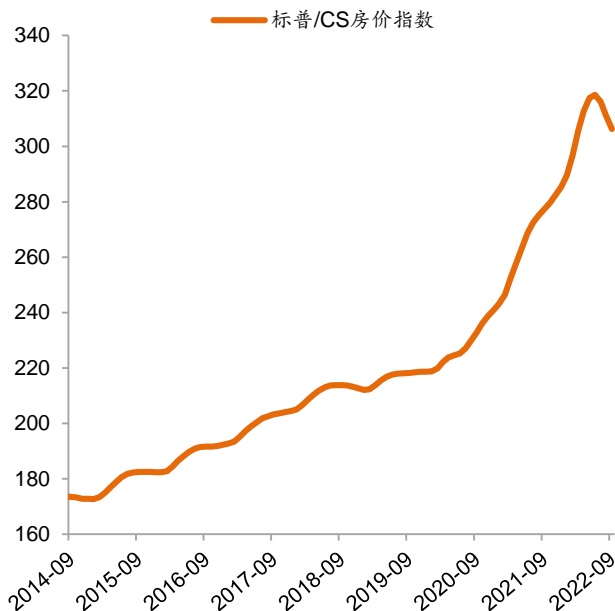
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 16: 全球食品价格指数



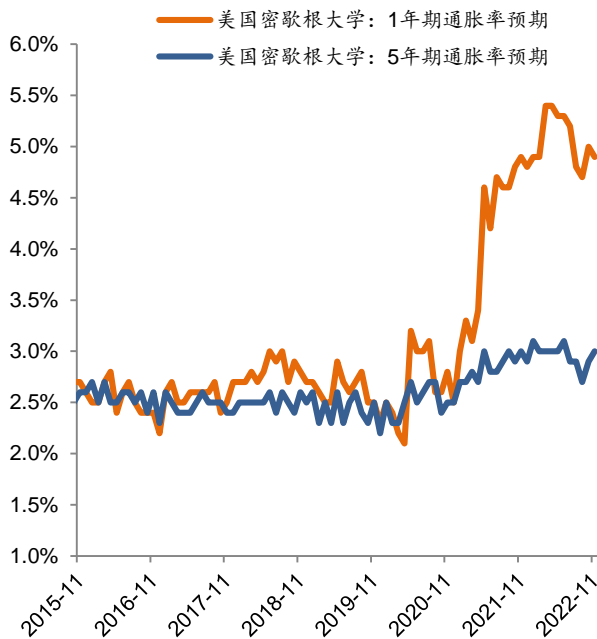
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 17: 美国房价指数



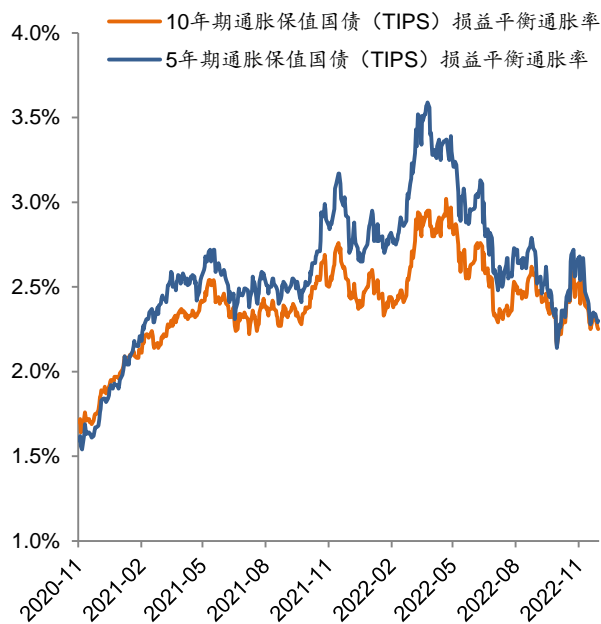
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 18: 密歇根大学通胀预期



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

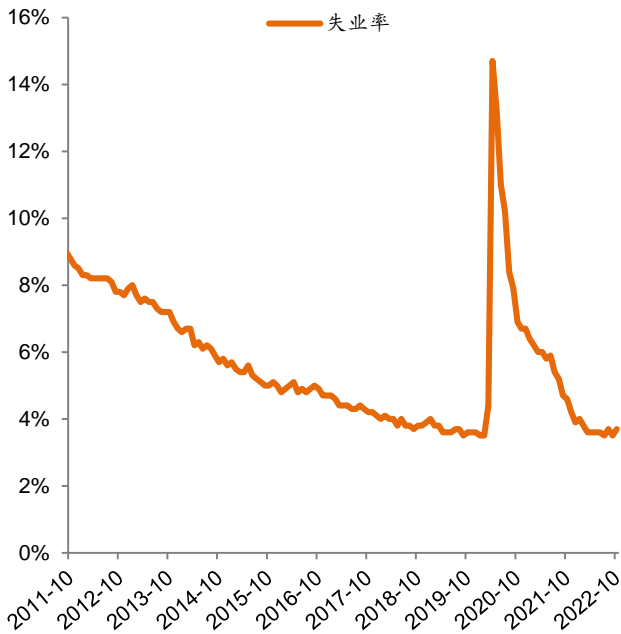
图表 19: TIPS 损益平衡通胀率



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部;
数据截至 2022 年 11 月 29 日

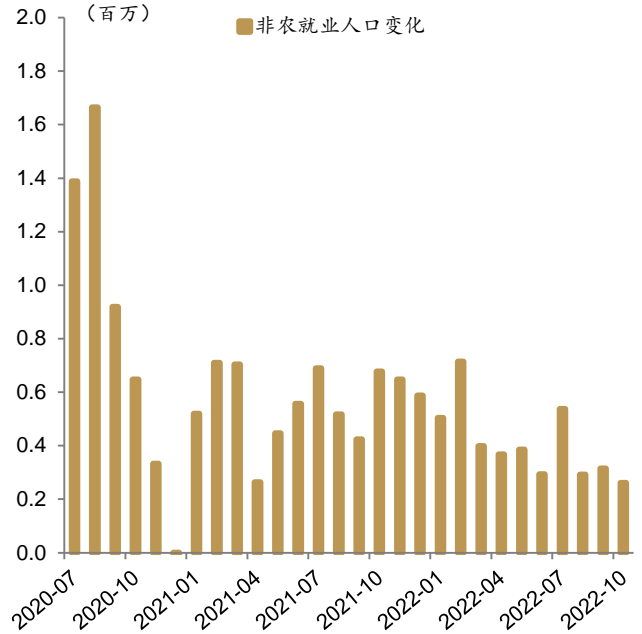
美国劳动力市场数据

图表 20: 失业率



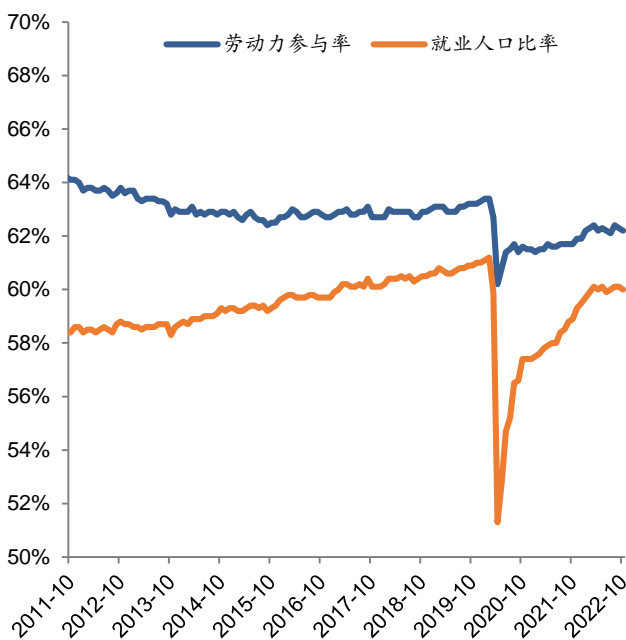
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 21: 新增非农就业人数



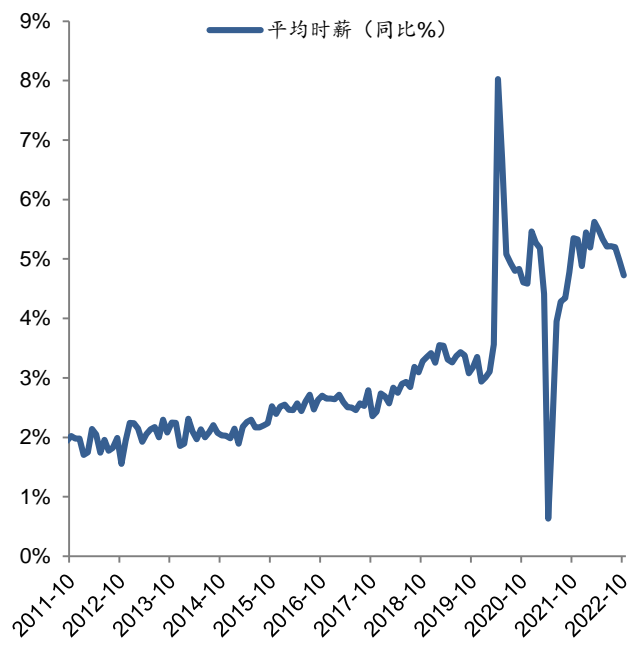
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 22: 劳动力参与率



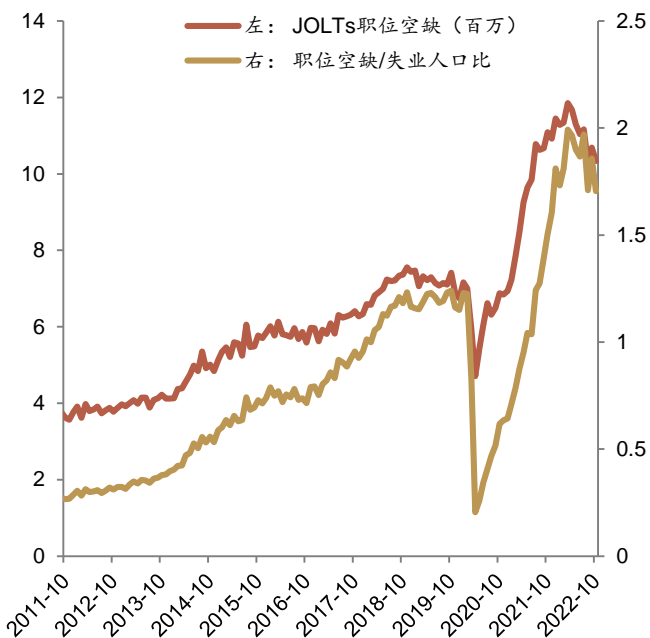
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 23: 平均时薪增速



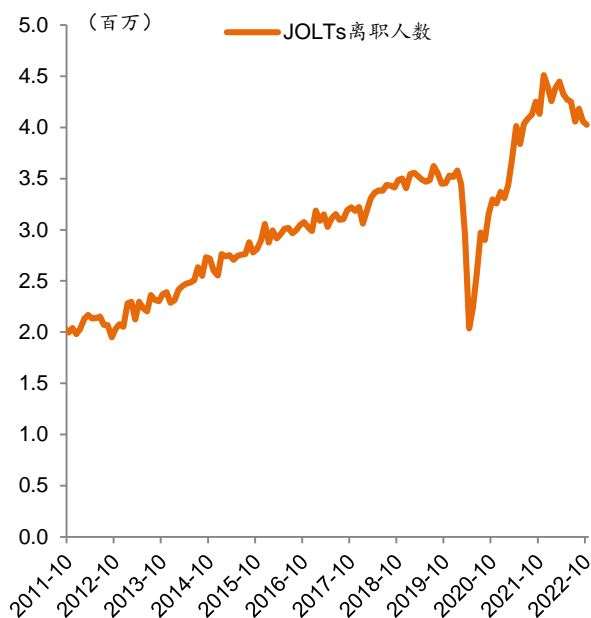
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 24: JOLTs 职位空缺



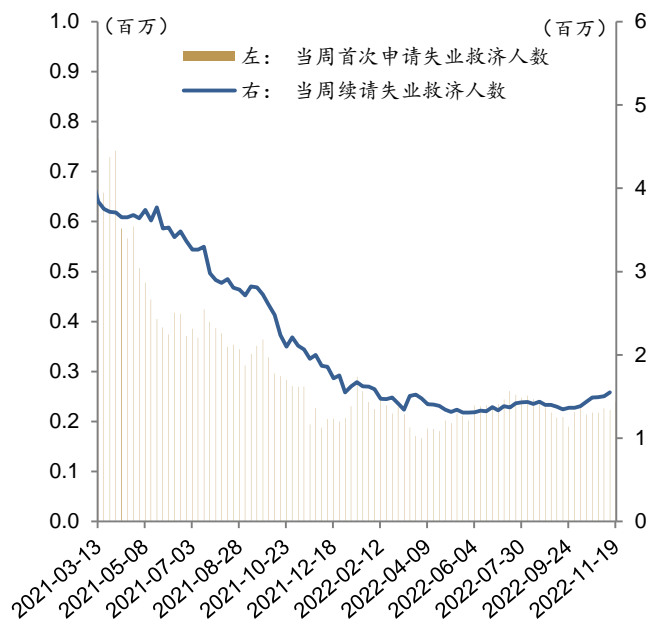
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 25: JOLTs 离职人数



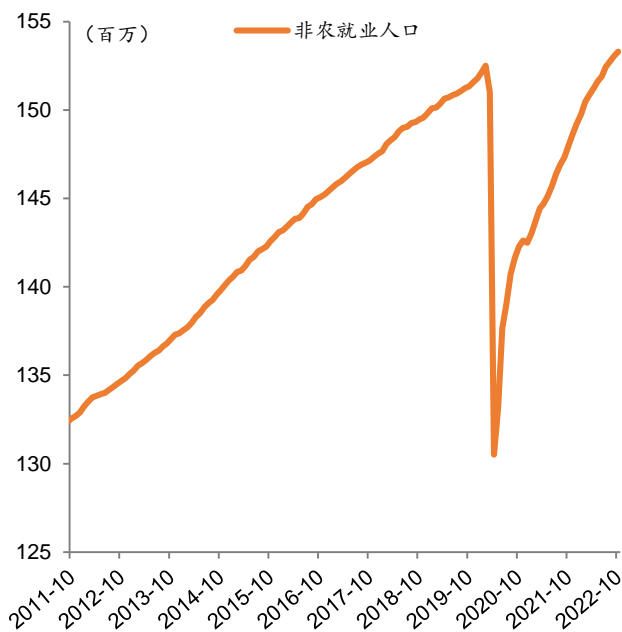
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 26: 首次和续请失业救济人数



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 27: 非农就业人口



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 28: 分行业非农就业人口 (目前 vs 疫情前)

(’000)	2020-02	2022-10	变动	变动%
非农就业人口总计	152,504	153,308	804	0.5%
私人:合计	129,625	130,958	1,333	1.0%
私人:商品生产:总计	21,095	21,277	182	0.9%
采矿业	686	634	-52	-7.6%
建筑业	7,624	7,721	97	1.3%
制造业	12,785	12,922	137	1.1%
耐用品	8,007	8,039	32	0.4%
非耐用品	4,778	4,883	105	2.2%
私人:服务生产:合计	108,530	109,681	1,151	1.1%
批发业	5,893	5,923	30	0.5%
零售业	15,598	15,829	232	1.5%
运输仓储业	5,795	6,526	732	12.6%
公用事业	547	544	-3	-0.5%
信息业	2,903	3,043	140	4.8%
金融活动	8,870	8,971	101	1.1%
专业和商业服务	21,393	22,493	1,100	5.1%
教育和保健服务	24,598	24,732	134	0.5%
休闲和酒店业	16,983	15,886	-1,097	-6.5%
政府	22,879	22,350	-529	-2.3%
联邦政府	2,861	2,873	12	0.4%
州政府	5,310	5,254	-56	-1.1%
地方政府	14,708	14,223	-485	-3.3%

资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828