

海外宏观经济周报

美联储认可通胀进入下行趋势，美国就业市场非常强劲

核心观点

美国通胀降温带动需求恢复，就业市场不改强劲势头：美国1月非农就业数据非常强劲，整体来看，1月新增非农就业51.7万人，远超彭博18.9万人的一致预期。

商品消费需求的恢复将带动商品生产就业持续转好。1月服务生产分项中批发、零售、仓储行业就业出现明显好转，意味着通胀缓解的背景下，下游商品消费需求正在复苏。此外，目前美国商品消费已基本回落至长期趋势线上，意味着未来美国商品消费增速将会由下滑逐步回升至正常化水平，从而增加制造业的就业需求。

美国服务业就业出现了结构性分化，主要表现在信息业、金融业的就业出现收缩，而休闲酒店业、专业和商业服务业、教育和保健服务业的新增就业依旧处于高水平状态。主要是疫情对接触性服务业冲击较大，接触性服务业依旧处于疫后复苏阶段。

美国失业率继续维持低位，劳动参与率提升不明显，通胀缓解带动需求复苏支撑了美国劳动力市场供需失衡格局，未来可能会增加通胀长期化的风险。

美联储认可通胀进入下行趋势：美联储2月会议加息25bp，与市场的加息预期基本一致。美联储申明中有两部分值得重点关注。经济方面，美联储对于通胀的态度发生了明显的改变，美联储开始认可通胀进入趋势下行的周期。政策指引方面，美联储提到将考虑货币紧缩的滞后影响来调整目标区间上行的“维度”而非之前的“步伐”，措辞修改或意味着美联储已经开始考虑停止加息进程。

我们认为现在美联储加息已接近限制性的利率水平，预计美联储还将加息1-2次25bp。但考虑到美国劳动力供需失衡的问题远未解决，不能过早预期美联储在今年降息。

风险提示：美联储超预期紧缩，全球经济下滑超预期，局部地缘政治冲突超预期。

经济研究·宏观周报

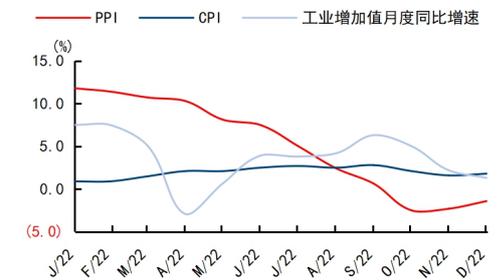
证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S098051310001

证券分析师：季家辉
021-61761056
jijiahui@guosen.com.cn
S0980522010002

基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-9.90
M2	11.80

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-春节前后国内疫情未明显反弹，经济持续向上修复可期》——2023-01-30
- 《宏观经济宏观周报-春节临近，国内生产活跃度下降》——2023-01-18
- 《货币政策与流动性观察-社融“拐点”将至》——2023-01-16
- 《宏观经济宏观周报-1月首周国内经济景气有所回暖》——2023-01-10
- 《货币政策与流动性观察-央行11月资产负债表变化解析》——2023-01-09

内容目录

美联储认可通胀进入下行趋势，美国就业市场非常强劲.....	4
美国通胀降温带动需求恢复，就业市场不改强劲势头.....	4
美联储认可通胀进入下行趋势.....	6

图表目录

图 1: 美国新增非农就业一览.....	4
图 2: 美国通胀缓解带动商品消费回升 (%)	4
图 3: 美国商品消费基本回落至趋势线上 (单位: 十亿美元)	5
图 4: 美国非农服务业各分项就业总人数 (单位: 千人)	5
图 5: 美国劳动力市场供需情况 (单位: 千人)	6
图 6: 3 月会议加息概率 (%)	7
图 7: 11 月会议调整至各个利率区间的概率 (%)	7
表 1: 美联储声明主要内容对比.....	6

美联储认可通胀进入下行趋势，美国就业市场非常强劲

美国通胀降温带动需求恢复，就业市场不改强劲势头

美国 1 月非农就业数据非常强劲，整体来看，1 月新增非农就业 51.7 万人，远超彭博 18.9 万人的一致预期。结构上，商品生产与服务生产新增就业人数较上月均有提升，分别录得 4.6 万人和 39.7 万人，其中，服务生产新增就业人数为去年 3 月以来的最高水平。

图1: 美国新增非农就业一览

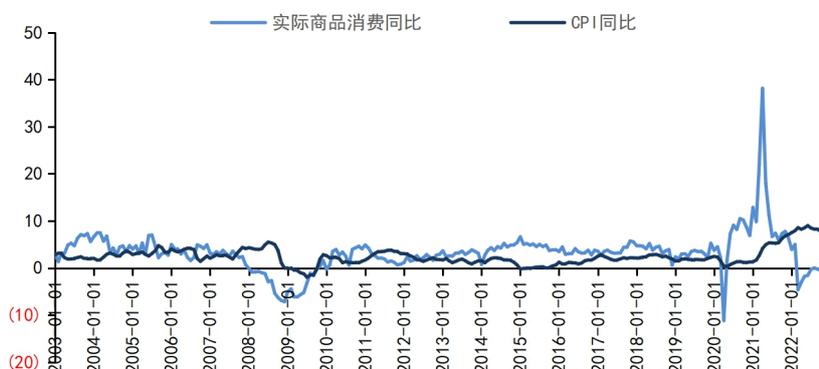
单位(千人)	疫情前	2022/1/1	2022/2/1	2022/3/1	2022/4/1	2022/5/1	2022/6/1	2022/7/1	2022/8/1	2022/9/1	2022/10/1	2022/11/1	2022/12/1	2023/1/1
非农总数	181.5	504	714	398	368	386	293	537	292	269	284	263	223	517
私人总计	156	492	704	385	368	331	346	448	233	255	248	221	220	443
商品生产	1.6	32	114	85	64	61	43	63	43	43	47	37	40	46
采矿和挖掘	-3	0	10	5	8	7	8	5	-2	3	2	3	4	2
建筑业	13.5	6	54	22	-5	35	10	21	9	23	9	20	28	25
制造业	-1.5	26	50	58	61	19	25	37	36	17	38	14	8	19
耐用品	-4.5	10	20	43	34	8	10	30	36	9	27	11	24	4
机动车及零部件	-2.6	0.3	-14	18.4	7	-7.4	1.7	8.4	13.1	9	7.5	1.9	7.4	-6.5
非耐用品	1.5	19	39	17	29	11	15	7	0	8	9	3	-16	15
私人服务生产	148	460	590	300	304	270	303	389	190	212	201	184	180	397
批发贸易	1.6	12.6	26.5	29.9	28.2	13.1	10	15.8	15.1	6.5	9.2	-3.3	12.1	11.3
零售贸易	-9.75	121.4	111.3	-22.9	0.4	-43.7	22.3	16.3	29.3	-29.9	-2.6	-29.9	9	30.1
仓储物流	14.45	83.4	73.8	3.7	49	38.1	15.9	17.6	-1.7	-18.1	-3.4	-15.1	4.7	22.9
公用事业	-0.5	0.6	0.1	-0.5	0.9	0.6	0.2	1.1	1.5	-0.1	1.1	-0.5	1.6	-0.7
信息业	3.5	5	0	18	21	26	26	16	7	8	6	19	-5	-5
金融活动	14.5	2	29	11	31	10	5	7	9	3	13	14	5	6
专业和商业服务	23	88	87	94	40	69	90	84	29	25	26	6	-6	82
暂时性支持服	-0.35	27.7	28.2	8.2	-10.6	5	6.5	13.4	-0.7	-22.5	-6.1	-17.2	-35	25.9
教育和医疗服务	50.5	33	101	51	62	78	94	122	82	82	80	82	78	105
医疗保健和社	43.65	11.1	91	37.8	51.2	57.4	82	88.7	71.7	81.3	73.8	68.1	74.4	79.2
休闲和酒店	39	136	124	124	59	69	43	89	13	111	60	58	67	128
其他服务	5	6	38	15	13	10	-4	17	5	39	12	24	14	18
政府	28.5	12	10	13	0	55	-53	89	29	14	36	42	3	24

资料来源: BLS、国信证券经济研究所整理 注: 图中红/绿的颜色越深, 与疫情前平均水平相比越强/越弱

商品消费需求的恢复将带动商品生产就业持续转好。尽管数据上, 1 月商品生产相关新增就业上升幅度不明显, 但服务生产分项中商品消费的相关行业批发、零售、仓储就业出现明显好转, 意味着通胀缓解的背景下, 下游商品消费需求正在复苏。

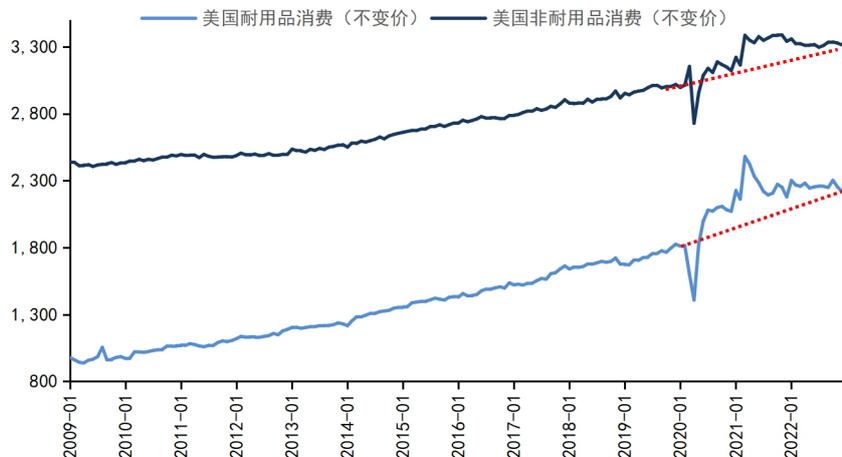
此外, 2022 年美国商品消费低迷的一个主要原因是疫情封控期间美国居民存在超额商品消费, 防疫放开后, 美国居民消费倾向从商品转为服务。但目前美国商品消费已基本回落至长期趋势线上, 意味着未来美国商品消费增速将会逐步回归正常化, 进而增加制造业的就业需求。

图2: 美国通胀缓解带动商品消费回升 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 美国商品消费基本回落至趋势线上 (单位: 十亿美元)

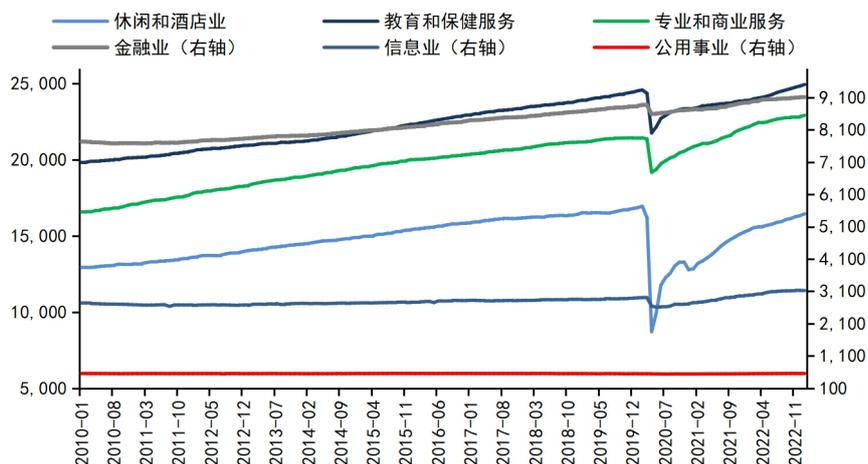


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美国服务业就业出现了结构性分化, 主要表现在信息业、金融业的就业出现收缩, 而休闲酒店业、专业和商业服务业、教育和保健服务业的新增就业依旧处于高水平状态。我们认为, 美国服务业就业出现分化的主要原因是服务业各项疫后复苏的程度各不相同。可以看到, 休闲和酒店业、教育和保健服务以及信息业本身受疫情影响较大, 目前仍处于疫后复苏的状态, 而金融、专业和商业服务以及公用事业受疫情影响较小, 且疫后复苏基本完成。

考虑到休闲和酒店业、教育和保健服务以及信息业就业人数占整体服务业比重非常高, 我们预计未来美国服务业的新增就业将继续保持高水平。

图4: 美国非农服务业各分项就业总人数 (单位: 千人)

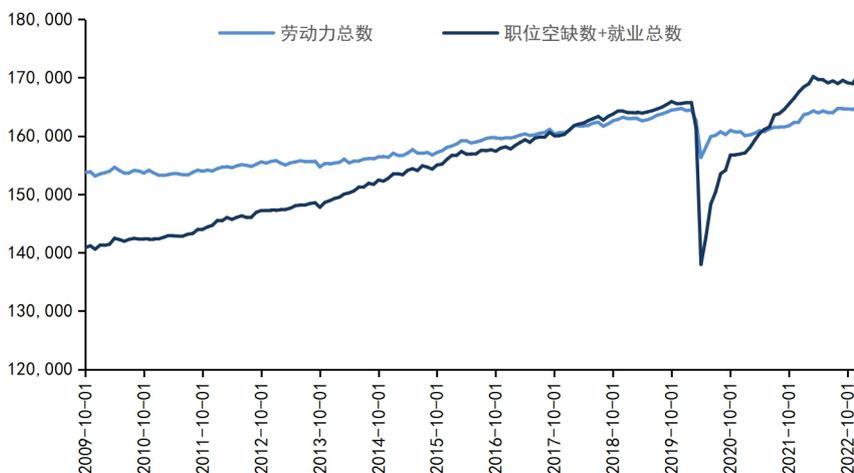


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从家庭调查项目来看, 1月美国失业率再创新低, 录得3.4%, 为疫情大流行以来的最低水平, 劳动参与率较上月略微上升0.1%, 为62.4%, 整体上美国劳动力市场失衡的状态难以缓解。2022年高通胀与美联储货币紧缩大幅压低了美国的劳动力需求, 劳动力供需缺口开始收窄。而现在通胀缓解带动下需求反弹, 反而刺激美国劳动力需求恢复, 美国职位空缺数在2022年12月有所反弹, 劳动力市场长期维持供需失衡的

格局可能会增加通胀长期化的风险。

图5: 美国劳动力市场供需情况(单位: 千人)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美联储认可通胀进入下行趋势

美联储2月会议加息25bp,与市场的加息预期基本一致。美联储申明中有两部分值得重点关注。在经济方面,美联储对于通胀的态度发生了明显的改变,美联储开始认可通胀进入趋势下行的周期。美联储会议声明中对美国通胀的表述自美联储加息以来首次出现变化,删除了“通胀很高,供需失衡,俄乌冲突给通胀带来额外上行压力”的表述。新增了“通胀有所缓解”(eased somewhat)的表述。与之相比,去年尽管CPI和核心CPI同比均出现了拐点,但美联储对“通胀降温”仍持保守态度。12月美联储会议纪要显示,“与会者一致认为通货膨胀率高得令人无法接受(unacceptably high)。尽管10月和11月的通胀数据显示月度价格上涨速度有所放缓(welcome reductions),但他们强调,需要更多的进展证据才能确信通胀处于持续下降的轨道上”。

政策指引方面,美联储声明中提出“美联储将考虑货币收缩对经济和通胀的滞后影响来调整目标区间上行的维度”,与上一次会议申明的内容相比,本次重点提到了加息的程度(extent)而不是步伐(pace)。这一措辞的修改是相当重要的,因为美联储首次提出放缓加息后,因市场过于乐观,美联储官员特别强调需要关注加息的总体程度而不是速度,这次修改措辞或意味着美联储已经开始考虑停止加息进程。

表1: 美联储申明主要内容对比

项目	2023年2月	2022年12月
经济增长	支出和生产温和增长; 就业增长强劲,失业率保持在低位;	支出和生产温和增长; 就业增长强劲,失业率一直保持在低位;
经济形势	通胀有所缓和,但仍处于高位; 俄乌冲突正在造成巨大的人员和经济困难,并加剧了全球不确定性; 委员会高度关注通胀风险;	通货膨胀仍然很高,反映疫情大流行、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力引发了供需失衡; 俄乌冲突正在造成巨大的人员和经济困难,增加了通胀上行压力 委员会高度关注通胀风险;
政策调整	将联邦基金利率的目标范围提高到4.5-4.75%; 目标范围的持续上调将是合适的,以达到足够限制性的政策立场;	将联邦基金利率的目标范围提高到4.25-4.5%; 目标区间的持续上调是合适的,以达到足够限制性的政策立场;
货币政策	委员会将考虑货币政策的累积收紧、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性以及经济和金融发展确定未来目标区间上调程度。	委员会将考虑货币政策的累积收紧、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性以及经济和金融发展确定未来目标区间上调步伐。

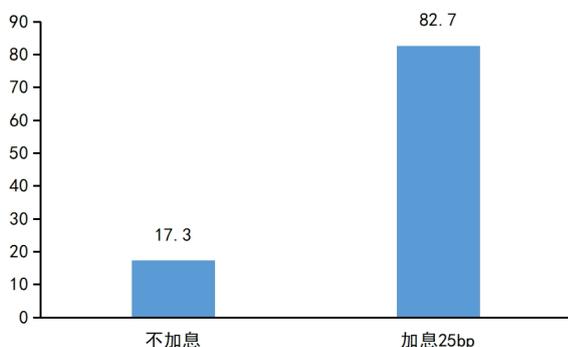
资料来源：FED、国信证券经济研究所整理 注：红色为2月会议新增或修改内容，蓝色为会议删除内容。

美国接下来的加息路径如何？我们认为，现在美联储加息已接近限制性的利率水平。美联储2月加息后美国联邦基金利率中枢已超过4.5%，而现在美国核心CPI已回落至5.7%，如果考虑到缩表的影响（联储官员认为缩表的影响相当于加息25-50bp），美联储再加息50-75bp后，实际利率水平大概率会转正。但考虑到加息对经济的滞后影响，事实上不需要加息至实际利率转正即可达对经济的抑制作用。综合考虑，我们预计美联储还将加息1-2次25bp。

另一个市场关注的问题是美联储是否会在今年降息？从鲍威尔的媒体会发言来看，美联储的政策走向将紧跟经济数据（taking into account the totality of incoming data）。而当前美国劳动力供需失衡的问题远未解决，这也将成为支撑通胀的一个重要因素，美国通胀在今年回落至2%的目标水平依旧困难。我们建议，不宜过早预期美联储在今年降息。

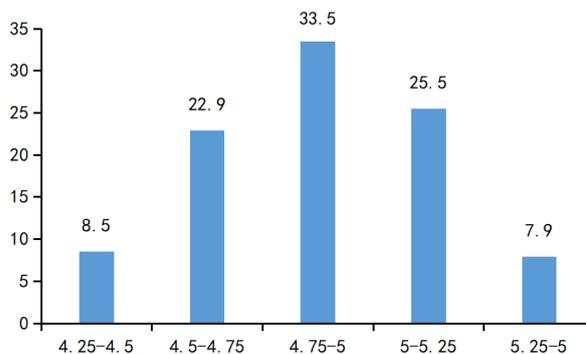
目前期货市场反映的加息预期如下：美联储最有可能还会加息2次25bp，加息至5-5.25%的区间后停止加息，并在11月会议上开始降息。

图6：3月会议加息概率（%）



资料来源：CME、国信证券经济研究所整理

图7：11月会议调整至各个利率区间的概率（%）



资料来源：CME、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032