



Research and
Development Center

美国就业或已达到繁荣的顶点

2023年3月2日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

美国就业或已达到繁荣的顶点

2023年3月2日

- **较强就业表现重燃市场对于美联储加息的担忧。**当前美国就业市场展现出比较强的劳动力就业表现,不仅疫后的就业人数修复至历史新高,失业率也是53年以来的历史低位,较强的就业表现重新引起市场对美联储加息的担忧。从疫后美国大类行业的就业修复情况来看,服务业恢复最好,制造业和建筑业表现次之,政府部门的就业恢复最差。尽管如此,服务业细分行业中休闲住宿等行业的职位空缺率仍高。较强的就业表现重燃起市场对美联储加息的担忧,市场也开始调整对美联储加息的预期。
- **下半年美国失业率或将进入上升期。**尽管当前就业表现较强,但我们认为美国就业或已达到繁荣顶点,失业率或将于四季度进入上升期。这一推演主要基于三个逻辑。一是净移民数量从疫情中修复后,美国国内人口继续增长,人口的增长给就业市场带来的压力或更大。二是劳动参与率还有逐步提升的空间。劳动参与率由劳动人口和非劳动人口的相对变化决定,当前劳动力人口逐步增长,而退出劳动力市场的非劳动力人口存量已经基本稳定。非劳动力人群基本稳定的原因是退休人群提前退休后难再重回劳动力市场。三是就业人数的增长动力在衰弱。根据就业先导指数来看,均指向未来新增就业的增长趋势或将减缓。基于我们的预测,失业率或于年底升至3.8%左右。
- **降息预期或于下半年再度发酵。**回顾历史,从1988年以来的四轮失业率回升期中,美联储往往会启动降息,并且降息不止一次。若今年四季度失业率如我们预测的呈现上升趋势,市场有可能对美联储降息会再度形成预期。这或会导致降息预期与实际降息落地再次出现分化。因为四季度失业率虽然在回升,但我们预计失业率年内高点约为3.8%,不仅低于美国预算办公室预计的自然失业率水平,也低于美联储预测的2023年失业率中枢和预期区间。此外,我们认为今年上半年通胀或仍处于下行通道,但是下半年通胀韧性可能更高。根据我们的预测,一直到年底,通胀也难回政策合意区间,因此,如果降息于年内落地,很可能会抑制不住通胀。综合来看,我们认为四季度美国失业率或将进入上升阶段,这可能导致市场降息预期再度发酵。
- **风险因素:**美国通胀下降速度超预期;美国收紧政策进程超预期。

目录

一、较强就业表现重燃市场对于美联储加息的担忧	4
1.1 美国就业或已达到繁荣的顶点	4
1.2 疫后美国大类行业和细分行业的就业修复差异	5
二、下半年美国失业率或将进入上升期	8
2.1 预判美国失业率走势有三个关键变量	8
2.2 逻辑一：人口增速上升，进入劳动力市场潜在人数增多	9
2.3 逻辑二：劳动参与率仍有提升空间	11
2.4 逻辑三：未来就业人数的增长动力在衰弱	15
三、降息预期或于下半年再度发酵	21
风险因素	23

表目录

表 1：疫后美国大类行业的就业修复情况	6
表 2：疫后美国服务业细分行业的就业修复情况	7
表 3：美国失业率预测明细	20
表 4：美联储对 2023 年失业率的预测在 4% 以上	22
表 5：市场下半年的降息预期仍然可能进一步发酵	23

图目录

图 1：美国就业人数创历史新高	4
图 2：美国失业率创过去几十年新低	5
图 3：劳动力市场需求超过供给	5
图 4：美国个人消费逐步由商品消费切换到服务消费	6
图 5：2022 年 Q2 起，美国服务业就业人数回到 2020 年 2 月的基期水平	7
图 6：休闲住宿等服务业的职位空缺率仍高	8
图 7：美国失业率预测模型与变体	8
图 8：疫情期间美国明显下降的净移民数得到恢复	9
图 9：美国人口增长速度较疫情前甚至有所加快	10
图 10：美国人口持续增长	10
图 11：人口增长一般意味着求职人数增长	11
图 12：美国劳动参与率仍有提升空间	11
图 13：疫情爆发后，劳动力人口一度大幅减少	12
图 14：至今，非劳动力人口仍高于疫情前	13
图 15：55 岁以上的非劳动力人口高于疫情前趋势水平	13
图 16：55 岁以上的非劳动力人口变化没有下降的趋势	14
图 17：退休人口比例增长速度快于其疫情前速度	14
图 18：55 岁劳动参与率受到冲击后很难改善	15
图 19：制造业 PMI 就业指数呈放缓趋势	16
图 20：非制造业 PMI 就业指数也呈放缓趋势	16
图 21：制造业就业扩散指数呈放缓趋势	17
图 22：私人部门就业扩散指数呈放缓趋势	17
图 23：就业扩散指数与 PMI 就业指数相互印证	18
图 24：就业扩散指数与新增非农就业人数相互印证	18
图 25：新增非农就业人数下降趋势未改	19
图 26：1 月挑战者企业裁员人数有所上升	19
图 27：下半年美国失业率可能进入上升期	20
图 28：历史上失业率回升时，美联储均会进入降息周期	21
图 29：CBO 预计的美国自然失业率水平高于 4%	22

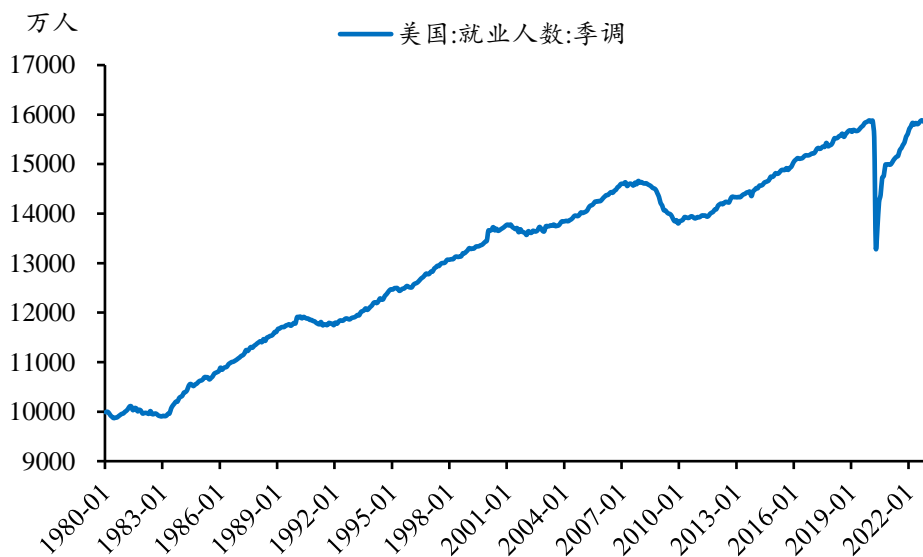
一、较强就业表现重燃市场对于美联储加息的担忧

1.1 美国就业或已达到繁荣的顶点

当前美国就业市场展现出较强的就业表现，不仅疫后的就业人数修复至历史新高，失业率也是近 53 年以来的历史低位，较强的就业表现重新引起市场对美联储加息的担忧。

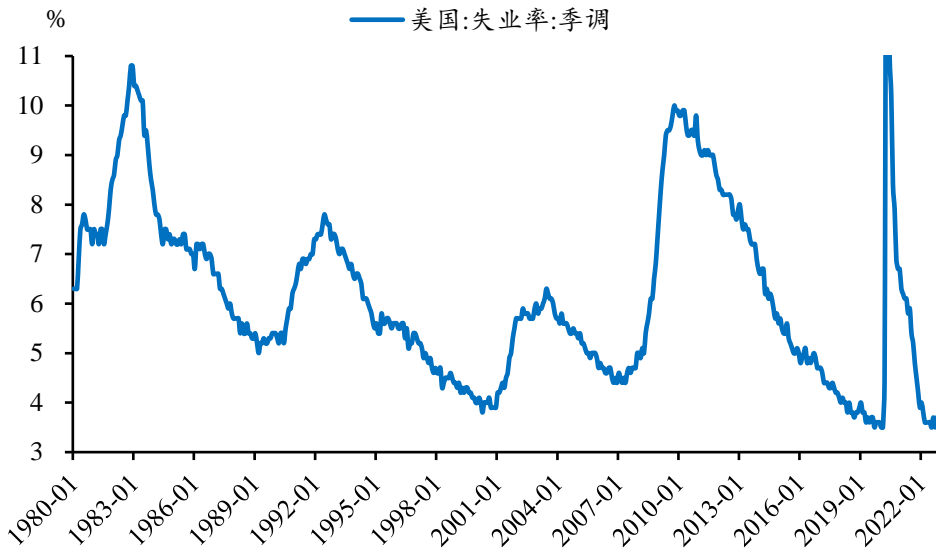
一是美国就业人数创历史新高。疫情前几年，美国就业人数一直以平稳趋势增长，截至 2019 年 12 月美国的就业人数为 1.59 亿人。经历新冠疫情冲击后，美国采取了临时性入境管控等措施，同时美国的生产经营活动受到冲击，就业人数下降至 1.33 亿人的低位水平。但很快美国就业人数就开始进入修复通道，到 2022 年 9 月美国就业人数已经修复至疫情前水平，填平了新冠疫情带来的就业缺口。2023 年 1 月就业人数则达到 1.60 亿人，超出疫前 138.9 万人，就业人数创下历史新高。

图 1：美国就业人数创历史新高

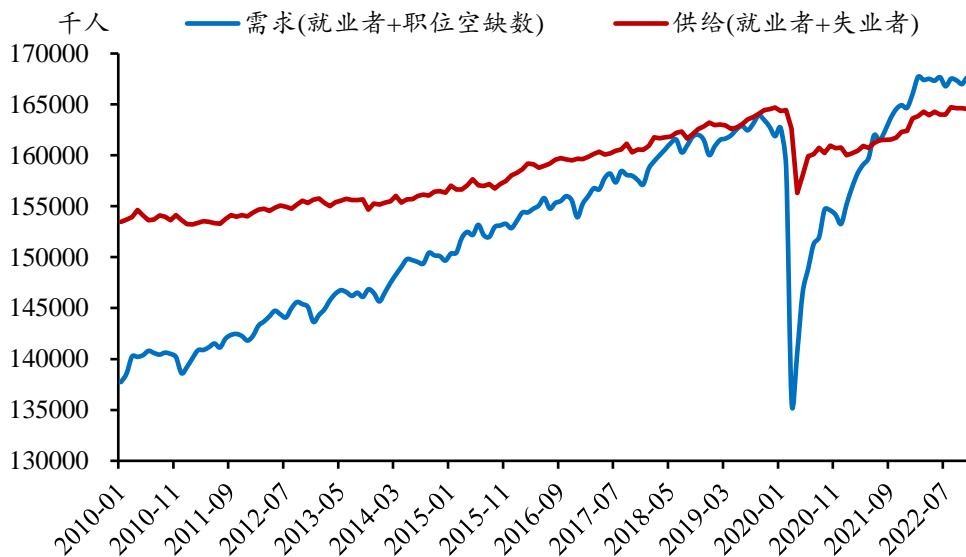


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是美国失业率创过去 53 年以来低位。在疫情初期，劳动力供给和需求都因受到疫情影响而减少，但劳动力需求受到的冲击更大。因此，整个劳动力市场的状况表现为供给超过需求而失业率上升，可以看到疫情初期失业率一度上升到 2020 年 4 月 14.7% 的高点。随着美联储政策刺激落地，劳动力需求开始快速上升而劳动力供给缓慢修复，自 2021 年下半年起劳动力需求开始超过供给，失业率快速回落。截至 2023 年 1 月，美国劳工部公布 1 月失业率录得 3.4%，连续 3 个月下行，这一失业率为 1969 年 6 月以来的历史低位。

图 2：美国失业率创过去几十年新低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：劳动力市场需求超过供给


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 疫后美国大类行业和细分行业的就业修复差异

从疫后美国大类行业的就业修复情况来看，服务业恢复最好，政府部门的恢复最差。

1) 在美国的疫后修复中，服务业的就业修复情况最好。2022 年以来，美国消费从商品切换到服务，这带动了整个服务业的就业大增。截至 2023 年 1 月，美国服务业就业人数较疫情前累计增加 274.9 万人，在全部非农就业人数中的占比提高了 0.5 个百分点。由于服务业的就业人数在整个劳动力市场的占比较大（约为 71.7%），再加上服务业在全部非农大类行业中恢复最好，在服务业恢复的带动下，整个就业市场的表现也修复得比较好。而修复程度仅次于服务业的是建筑业和制造业的就业，截至 2023 年 1 月，这两个大类行业的就业人数也都超过了疫情前。

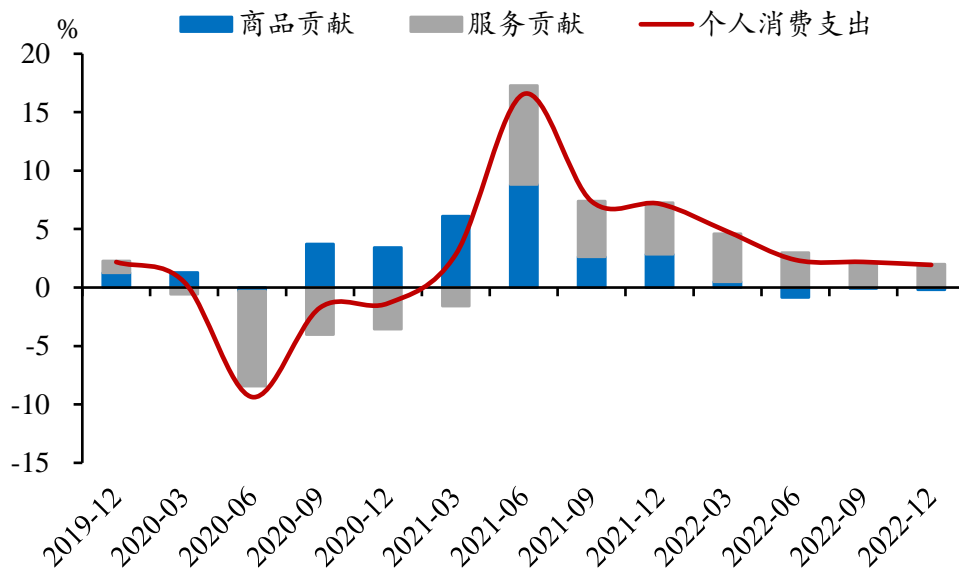
2) 政府部门和采矿业的修复相对较差。相对而言,美国的政府部门和采矿业的就业修复就比较差。截至2023年1月,这两个部门的就业人数都没有回到疫情前水平。其中,政府部门就业人数与2020年2月还有明显缺口,政府部门比2020年2月的就业人数水平还少48.2万人,而采矿业就业人数比2020年2月还少5.5万人。

表 1: 疫后美国大类行业的就业修复情况

行业	就业人数 (202002) 单位: 万人	就业人数 (202301) 单位: 万人	累计增加 单位: 万人	就业占比 (202002) 单位: %	就业占比 (202301) 单位: %	累计增加 单位: %
私人:采矿业	68.6	63.1	-5.5	0.5	0.4	0.0
私人:建筑业	760.8	788.4	27.6	5.0	5.1	0.1
私人:制造业	1278.5	1299.9	21.4	8.4	8.4	0.0
私人:服务业	10842.1	11117.0	274.9	71.2	71.7	0.5
政府	2287.1	2238.9	-48.2	15.0	14.4	-0.6
全部非农:合计	15237.1	15507.3	270.2	100.0	100.0	0.0

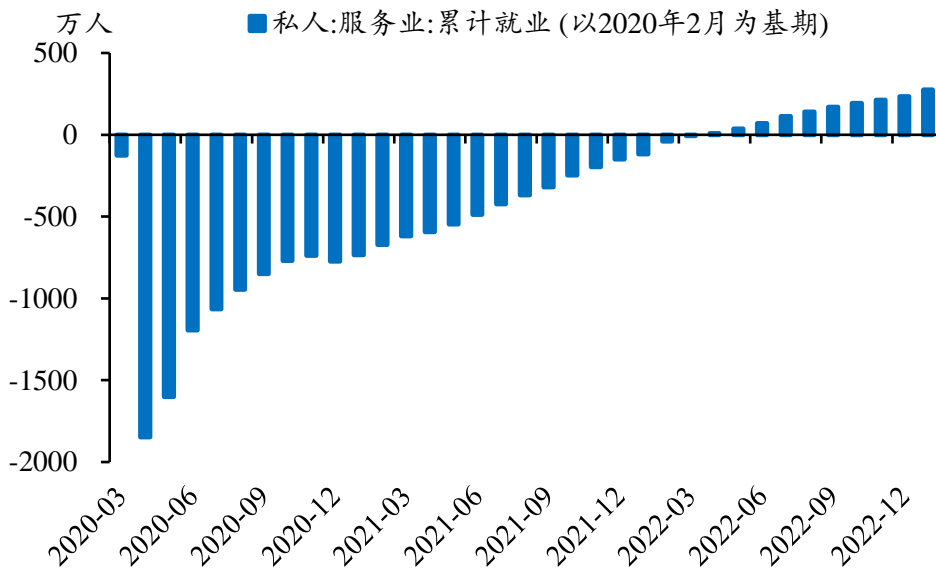
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 美国个人消费逐步由商品消费切换到服务消费



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：2022 年 Q2 起，美国服务业就业人数回到 2020 年 2 月的基期水平

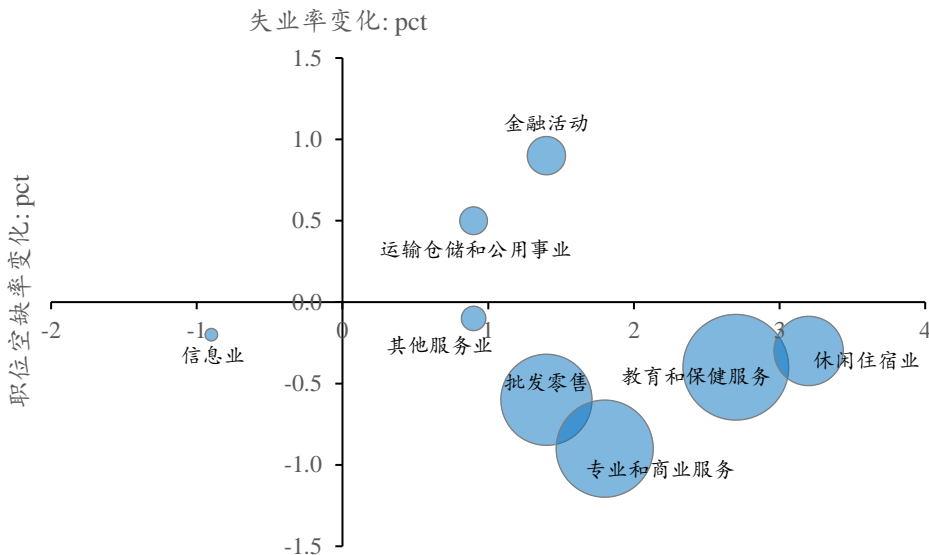


即使整个服务业就业修复良好，但从服务业的细分行业来看，休闲和酒店业的恢复并没有那么乐观。从疫后美国服务业细分行业的就业修复情况来看，许多细分服务业就业情况已经恢复到了疫情前水平，但是也有修复仍存在缺口的行业。其中，就业人数仍低于 2020 年 2 月水平的有零售业、休闲和酒店业以及其他服务业，休闲和酒店业就业人数比 2020 年 2 月还少 49.5 万人，累计缺口还有 0.5%，零售业就业人数比 2020 年 2 月还少 3.7 万人。

表 2：疫后美国服务业细分行业的就业修复情况

行业	就业人数 (202002) 单位：万人	就业人数 (202301) 单位：万人	累计增加 单位：万人	就业占比 (202002) 单位：%	就业占比 (202301) 单位：%	累计增加 单位：%
批发业	589.3	604.1	14.8	3.9	3.9	0.0
运输仓储业	578.6	674.1	95.5	3.8	4.3	0.5
公用事业	54.8	55.5	0.8	0.4	0.4	0.0
信息业	290.8	311.9	21.1	1.9	2.0	0.1
金融活动	886.9	911.4	24.5	5.8	5.9	0.1
零售业	1552.0	1548.3	-3.7	10.2	10.0	-0.2
专业和商业服务	2143.7	2291.2	147.5	14.1	14.8	0.7
教育和保健服务	2457.6	2493.7	36.1	16.1	16.1	0.0
休闲和酒店业	1694.5	1645.0	-49.5	11.1	10.6	-0.5
其他服务业	594.0	581.9	-12.1	3.9	3.8	-0.1
私人:服务生产:合计	10842.1	11117.0	274.9	71.2	71.7	0.5

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：休闲住宿等服务业的职位空缺率仍高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 以 2020 年 2 月为基期

二、下半年美国失业率或将进入上升期

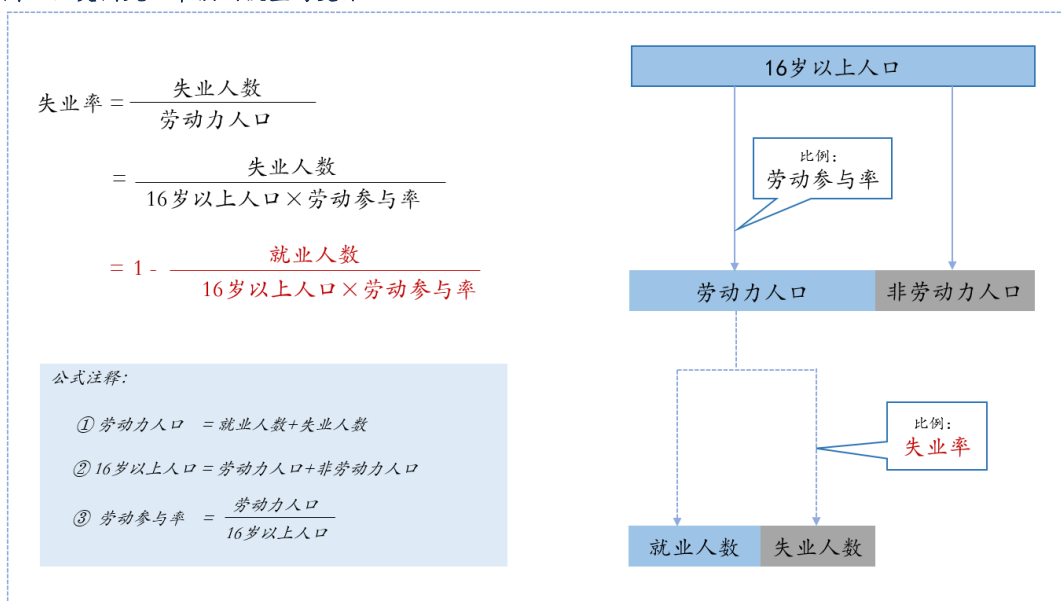
2.1 预判美国失业率走势有三个关键变量

较强的就业表现让市场更加关心后续美国就业市场的演变方向和程度, 为了更好地预判美国失业率的走势, 我们根据失业率、劳动力人口、劳动参与率等指标的定义, 推导出失业率计算公式的另一个变体。

可以看到, 失业率是 16 岁以上人口、劳动参与率、就业人数三个变量的函数。

16 岁以上人口反映了进入劳动力市场的潜在人数有多少数量; 劳动参与率反映了潜在总人口中有多少人选择进入劳动力市场; 就业人数则是所有加入劳动力市场的人群中, 有多少人真正找到了工作。劳动力人口和 16 岁以上人口间的比例则为劳动参与率, 在整个劳动力人口中, 就业人数的规模变化也影响了后续失业率的走向。

从这三个变量的演变来看, 我们认为美国失业率或将在下半年进入上升期。

图 7：美国失业率预测模型与变体


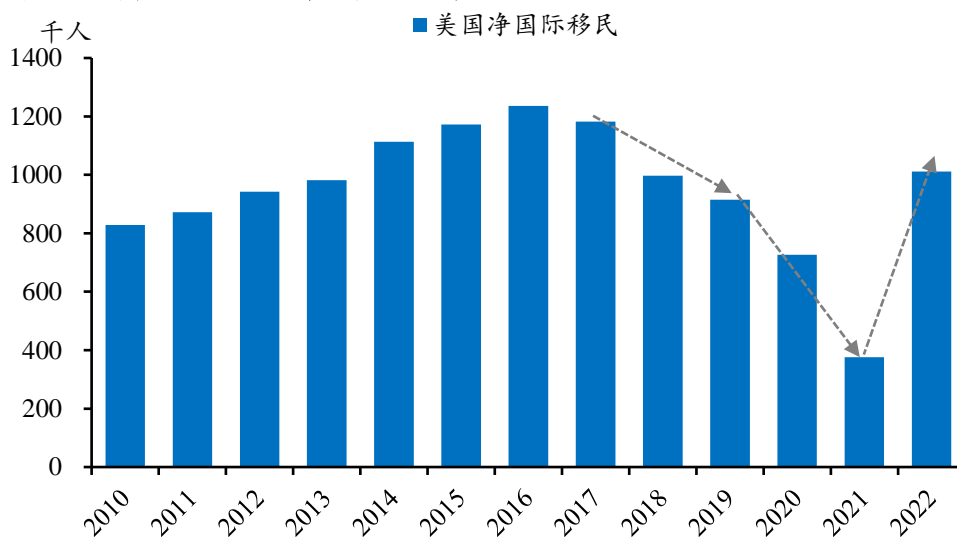
资料来源: 信达证券研发中心

2.2 逻辑一：人口增速上升，进入劳动力市场潜在人数增多

16 岁以上总人口反映了进入劳动力市场的潜在人群规模有多大，是失业率走向的一个关键变量之一。美国人口增速上升意味着进入劳动力市场的潜在人群规模也在变大，这或将增加就业市场的压力。我们对 2023 年人口基数（16 岁以上）继续上升的判断基于以下几点观察：

一是 2022 年美国净国际移民或从新冠疫情中完全修复。从 2020 年新冠爆发以来，受美国限制旅行和关闭边境等措施的影响，国际净移民数量一直较低。截至 2021 年 6 月，美国和墨西哥、加拿大之间的边境不对非必要跨境旅行开放，不仅如此，3/4 的美国签证签发机构也处于关闭状态。2021 年底，美国放松了旅行限制，美国净国际移民在经历了 2020-2021 年净移民数量的低谷后，开始显示出复苏迹象，这和 2022 年美国净国际移民的大幅增长相吻合。根据 Census，移民模式正恢复到疫情前的水平。美国人口普查局预计 2022 年美国净国际移民将从新冠疫情中完全修复，恢复到疫情前的水平。

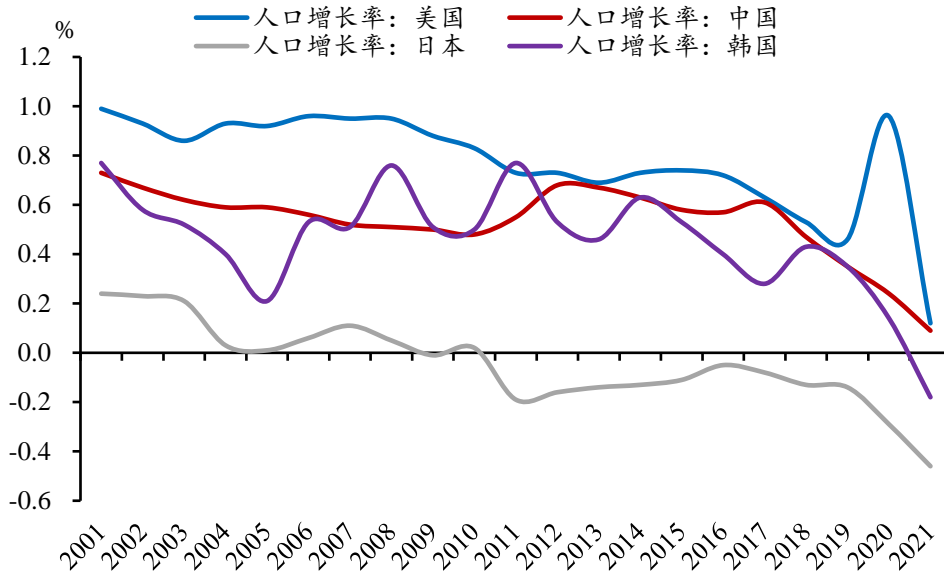
图 8：疫情期间美国明显下降的净移民数得到恢复



资料来源: Census, 信达证券研发中心

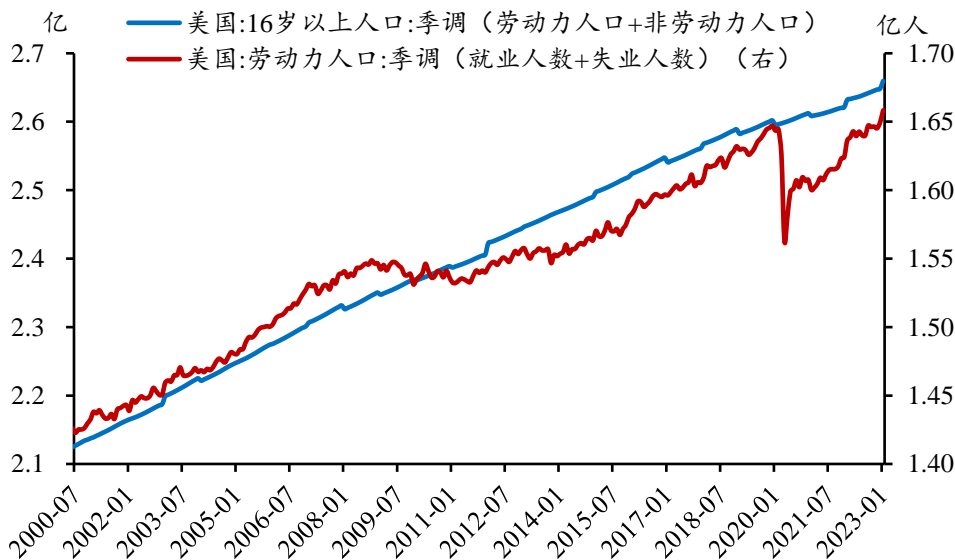
注: Year represents the annual estimates period ending on June 30.

二是美国总人口持续增长，增速有所加快。受疫情影响，中日韩等经济体人口增长率在 2019 年后出现骤降。比如，2021 年中国人口同比增长率为 0.09%，连续 4 年下降；韩国首次出现负增长；日本人口负增长的幅度更大。但与中日韩等经济体的人口增长放缓不同，美国人口仍在持续增长。根据美国人口普查局 2022 年 12 月 22 日公布的最新估计数据，截至 2022 年 7 月 1 日，美国人口为 3.33 亿人，同比增长约 0.4%，即增加了 125.6 万人。在此期间，净国际移民增加了 101.1 万，人口的自然变化（出生-死亡）带来的人口增长为 24.5 万人。美国人口普查局人口统计学家 Kristie Wilder 表示：“与 2021 年的历史低位相比，2022 年人口增长大幅上升的背后是净国际移民的反弹，以及自 2007 年以来总出生人数的最大同比增长。”

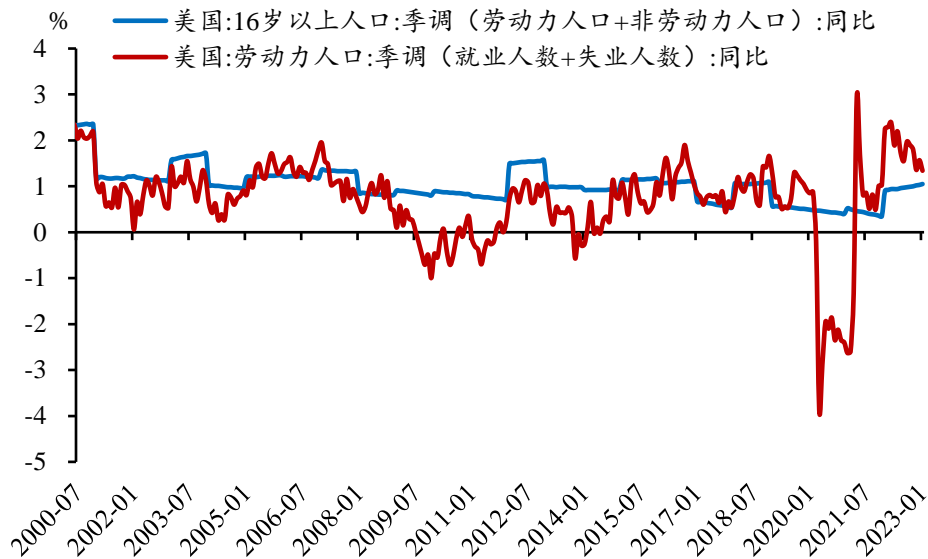
图 9：美国人口增长速度较疫情前甚至有所加快


资料来源: World Bank, 信达证券研发中心

三是历史上美国人口增长一般会引起来求职人数增长。劳动力人口增速围绕人口增速波动，人口增长往往会带来劳动力人口相应增长，即求职人数增长。这在就业市场上，会给失业率进一步下降产生负面影响。截至 2023 年 1 月，美国 16 岁以上人口（劳动力人口+非劳动力人口）为 2.66 亿人，而美国劳动力人口已经达到 1.66 亿人。虽然疫情等不利因素引起 2020 年 4 月劳动力人口大幅回调，但是疫情后劳动力人口修复的斜率整体高于疫情前水平。2022 年以来美国人口同比增速较疫情前有所增加，2023 年 1 月美国 16 岁以上人口同比增速达 1.05%，较疫情前的 2020 年 2 月提高 0.57 个百分点。如果人口增速保持现有较高水平，劳动力人口增速可能进一步上升，届时美国就业市场压力也会更大。

图 10：美国人口持续增长


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：人口增长一般意味着求职人数增长


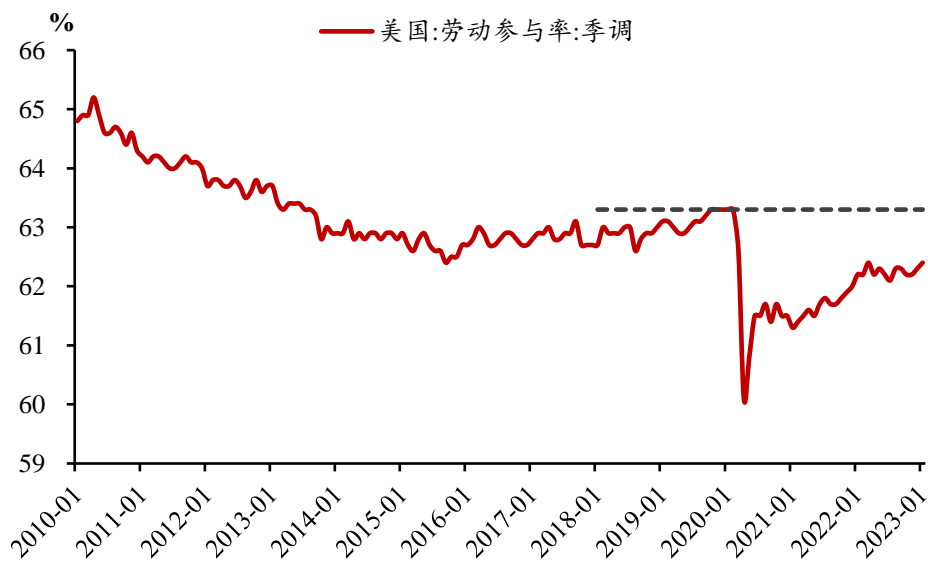
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3 逻辑二：劳动参与率仍有提升空间

劳动参与率修复进程仅至七成，仍有提升空间。疫情之前，美国的劳动参与率为 63.3%。疫情爆发后，市场上劳动人口下降，导致劳动参与率下降 3.2 个百分点回落至 60.1%。此后劳动力人口逐渐修复，2023 年 1 月达到 62.4%，与疫情前相比还有 0.9 个百分点的差距。目前来看，劳动参与率的修复进程仅至七成，与疫情前相比还存在继续提升的空间。但回顾历史可以看到，劳动参与率提升是一个长期过程。在 2015 年 10 月到 2019 年 10 月，这四年的时间里仅提升 0.9 个百分点。

劳动参与率=劳动力人口/16 岁以上人口=劳动力人口/（劳动力人口+非劳动力人口）。

即劳动参与率由劳动力和非劳动力的相对变化决定。

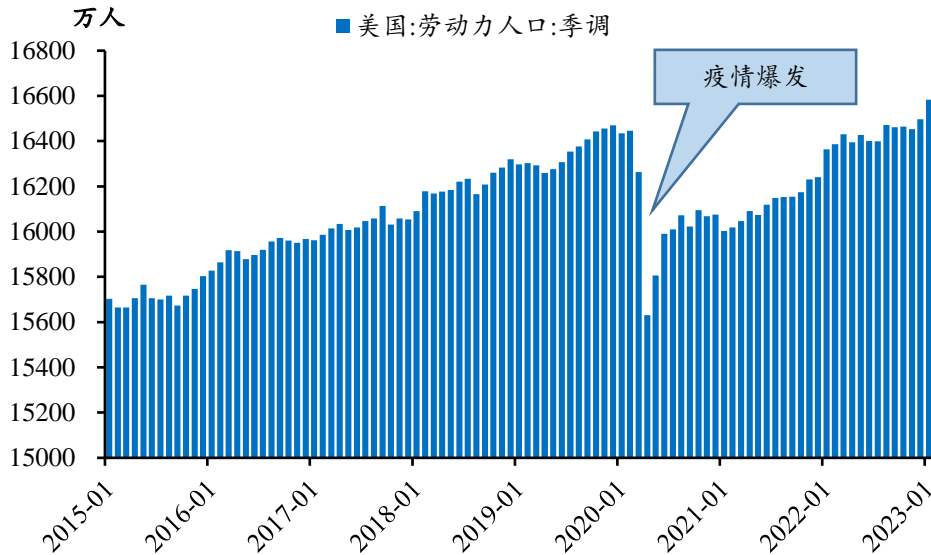
图 12：美国劳动参与率仍有提升空间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总体来看，劳动人口逐步回归、非劳动力人口基本稳定，所以整个劳动参与率还有进一步提升的空间。

一方面，劳动人口在逐步回归。过去美国的劳动力人口一直存在上升趋势，截至2020年2月美国的劳动力人口增加到1.64亿，但这一增长进程被新冠疫情打断。受到新冠疫情影响后，美国劳动力人口一度大幅减少到2020年4月的1.56亿人，很快劳动力人口又重回继续增长的趋势。从2022年9月起，美国劳动力人口已经回到1.64亿人。而截至2023年1月，劳动力人口则增加到了1.65亿人。

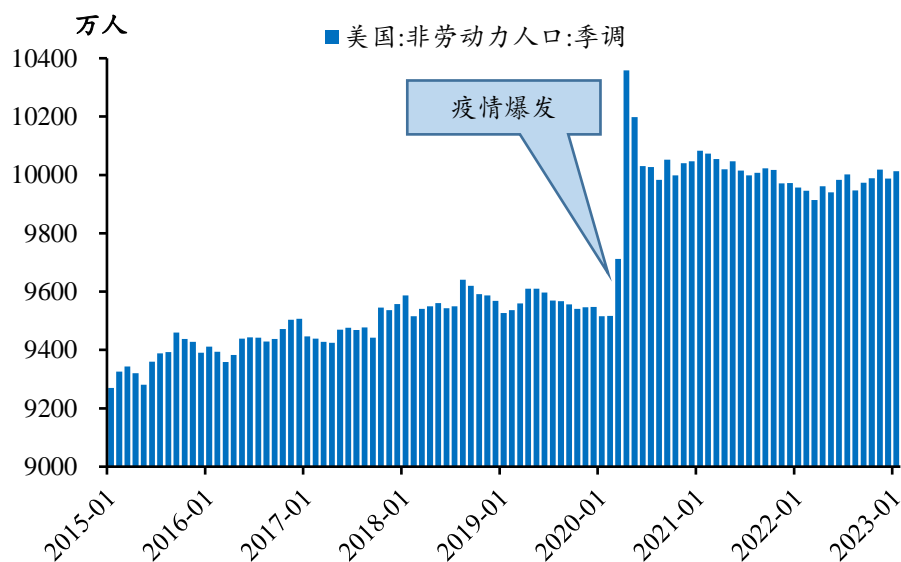
图 13：疫情爆发后，劳动力人口一度大幅减少



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

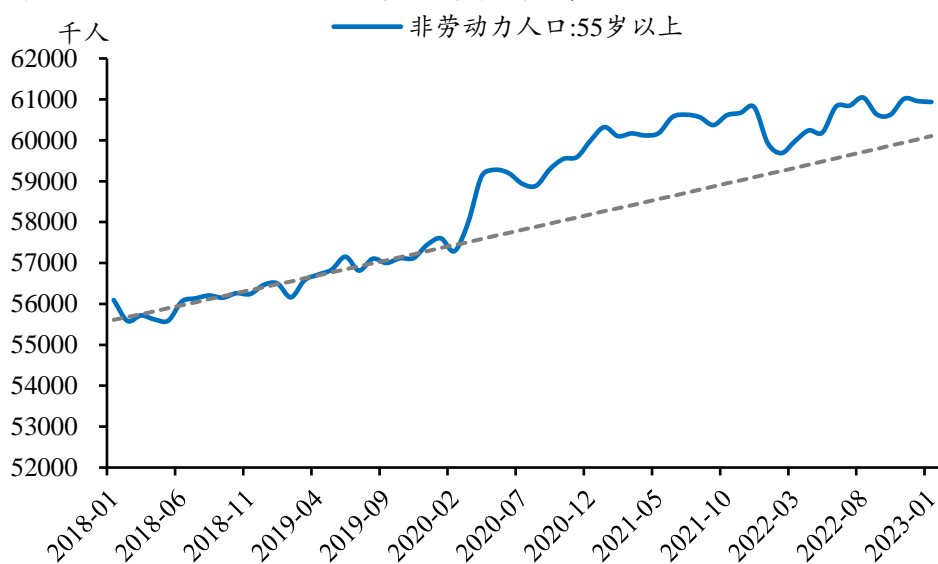
另一方面，退出劳动力市场的非劳动力人口存量已经基本稳定。疫情爆发后，大批劳动力告别求职市场，不再寻求工作，这部分人口成为了非劳动力人口。截至目前，美国非劳动力人口仍然高于疫情前水平，而且非劳动力人口已经基本稳定在1亿人左右，而疫情前非劳动力人口约为9500万人。分年龄段来看，与2019年同期水平相比，受到疫情冲击后不同年龄段的非劳动力人口都出现不同程度的上升，16-54岁的非劳动力人口慢慢向基期靠拢，而55岁以上的非劳动力人口自从以超疫情前增长速度上升后，很难再重新回归2019年的基期水平附近，目前这部分年龄段的非劳动力数量基本维持在高于基期6%左右的水平上。

图 14: 至今, 非劳动力人口仍高于疫情前

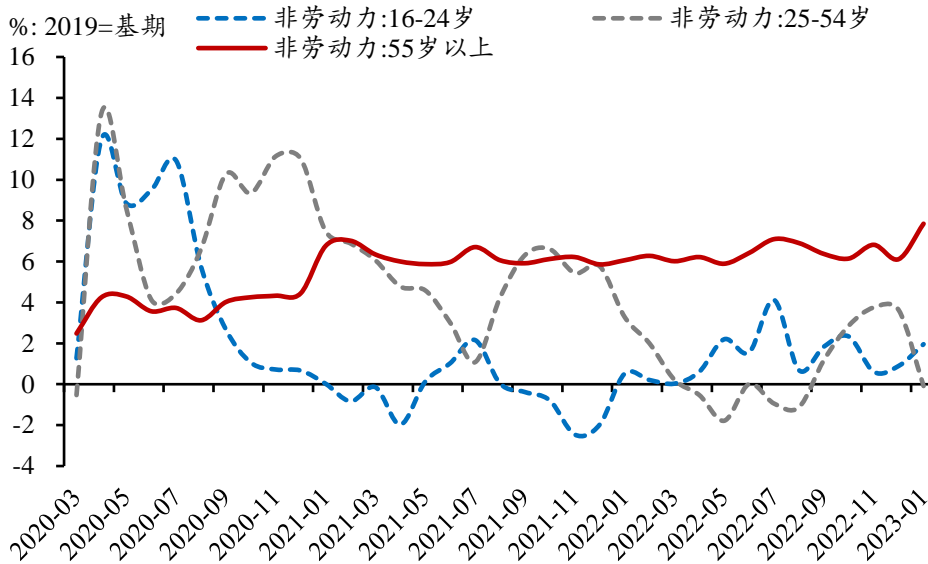


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 55 岁以上的非劳动力人口高于疫情前趋势水平

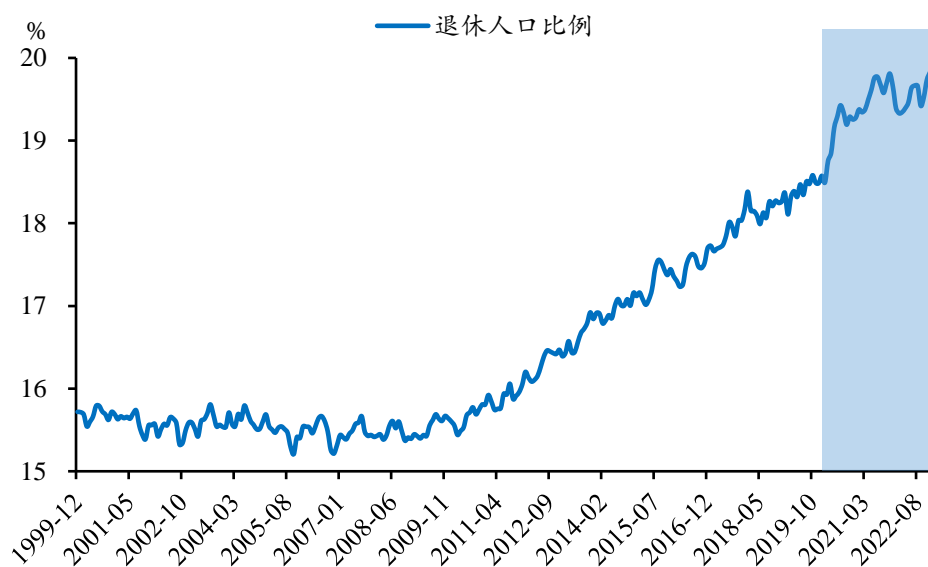


资料来源: BLS, 信达证券研发中心

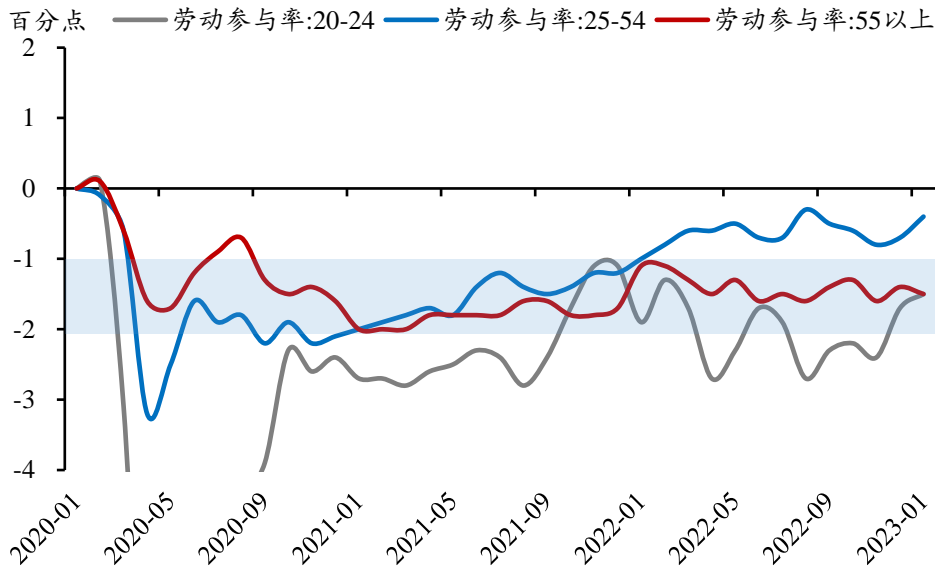
图 16: 55 岁以上的非劳动力人口变化没有下降的趋势


资料来源: BLS, 信达证券研发中心

我们认为非劳动力人群基本稳定的原因是退休人群提前退休后难再重回劳动力市场。分年龄段来看，当新冠疫情袭来时，劳动参与率下降幅度最大的是 20-24 岁的工人，该年龄段的劳动参与率从 73% 下降到 64.4%，然后再次上升。到 2022 年底，20-24 岁年龄段的劳动参与率比 2020 年 1 月的值低 1.7 个百分点，仍没有完全恢复。25-54 岁和 55 岁以上的劳动参与率也有类似的模式。值得注意的是，在新冠疫情期间，退休人口比例增长速度快于其疫情前速度。目前，55 岁以上人群的劳动参与率难以出现明显改善，截至 2022 年 12 月，55 岁以上人群的劳动参与率仍比 2020 年 1 月的水平低 1.4 个百分点，短期内没有进一步复苏的迹象。

图 17: 退休人口比例增长速度快于其疫情前速度


资料来源: Federal Reserve Bank of Kansas City, Census, NBER, 信达证券研发中心

图 18: 55 岁劳动参与率受到冲击后很难改善


资料来源: FRED, U.S. Bureau of Labor Statistics, 信达证券研发中心

注: 以 2020 年 1 月为基期

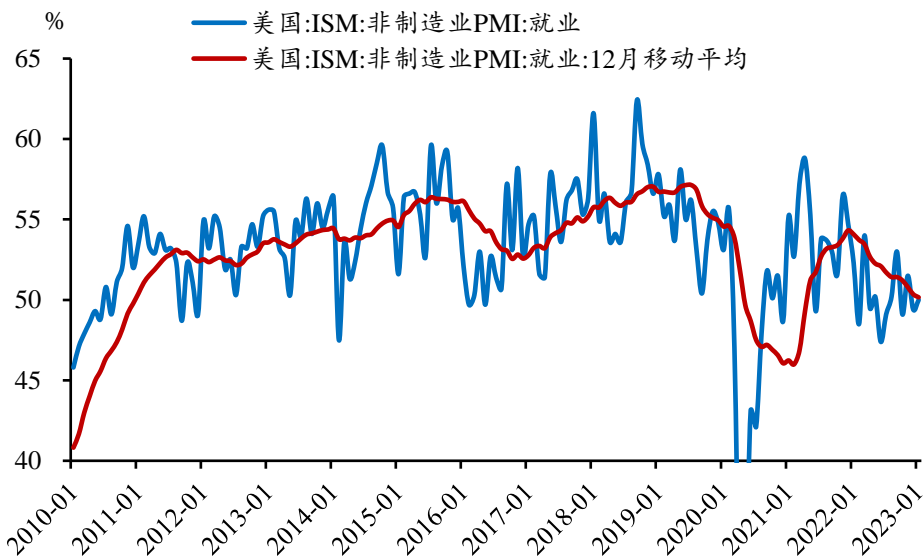
2.4 逻辑三：未来就业人数的增长动力在衰弱

当人口进入劳动力市场时，能否寻到就业岗位决定了市场上就业人数的规模，这是失业率的重要变量之一。若创造新增就业岗位的动力强劲，则可能拉低失业率；但若创造新增就业岗位的动力逐渐衰弱，则失业率可能提升。尽管当前新增就业数据表现强劲，**但根据先行指标 PMI 就业指数和就业扩散指数的趋势来看，未来就业人数的增长动力或呈放缓趋势。**

首先，制造业和非制造业就业景气度均呈衰减趋势。从需求端的分项指标来看，反映需求的新订单指数和新出口订单指数都在不断下降。受需求走弱的影响，制造业和非制造业的就业景气度都或将被拖累。观察 PMI 就业指数 12 月移动平均值反映的数据趋势，可见，自 2022 年起，制造业就业景气已不断衰减。非制造业就业也与制造业就业趋势相似，从 2022 年起，也呈不断衰减趋势。

图 19：制造业 PMI 就业指数呈放缓趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

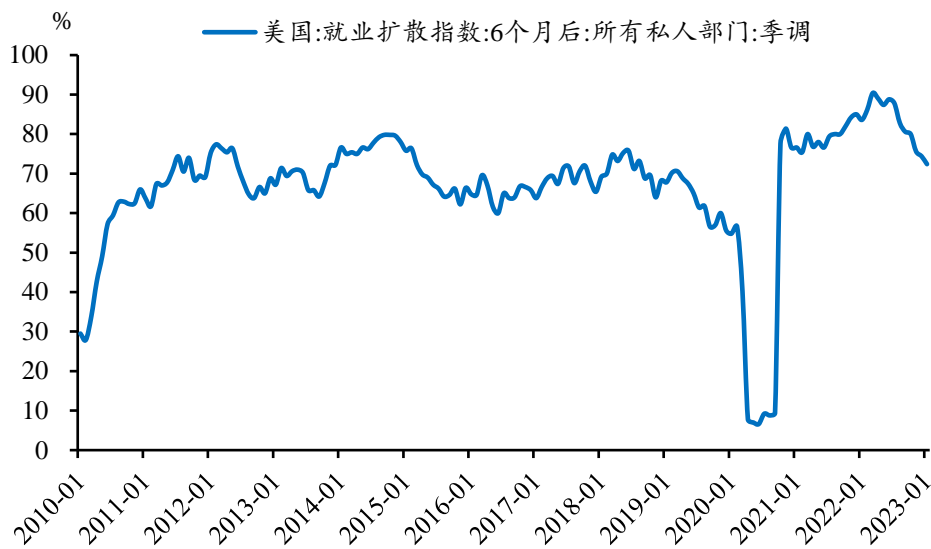
图 20：非制造业 PMI 就业指数也呈放缓趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其次，就业扩散指数上，制造业甚至所有私人部门均呈现出未来就业放缓的趋势。观察美国劳工部发布的就业扩散指数，未来就业趋势也呈现出逐步放缓的迹象。截至 2023 年 1 月，美国制造业乃至所有私人部门的就业扩散指数仍处于历史相对高位，与当前偏紧的就业市场表现相一致。但从数据趋势上看，2022 年起已不断放缓。2022 年 4 月起，美国制造业指向 6 个月后的就业扩散指数逐步放缓。2022 年 3 月起，美国私人部门指向 6 个月后的就业扩散指数也呈现出波动性下降的趋势。

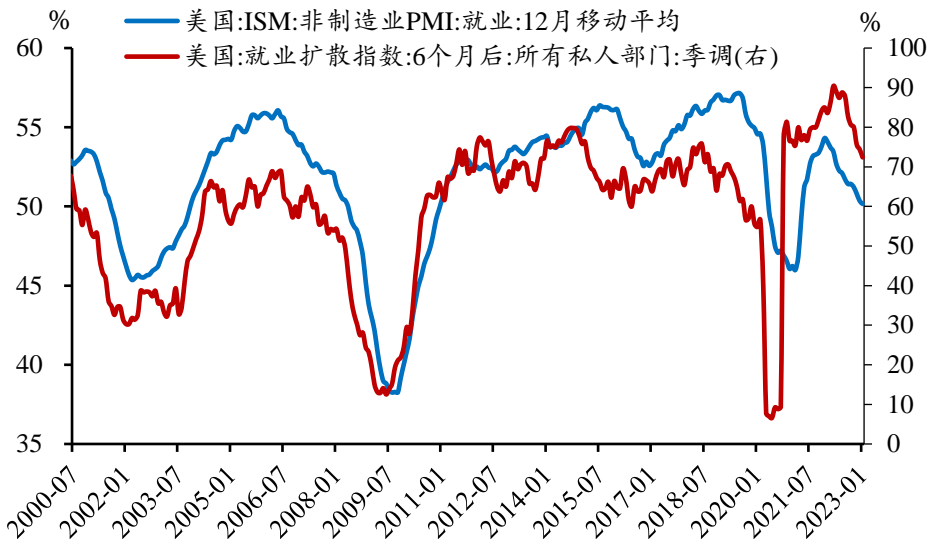
图 21：制造业就业扩散指数呈放缓趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

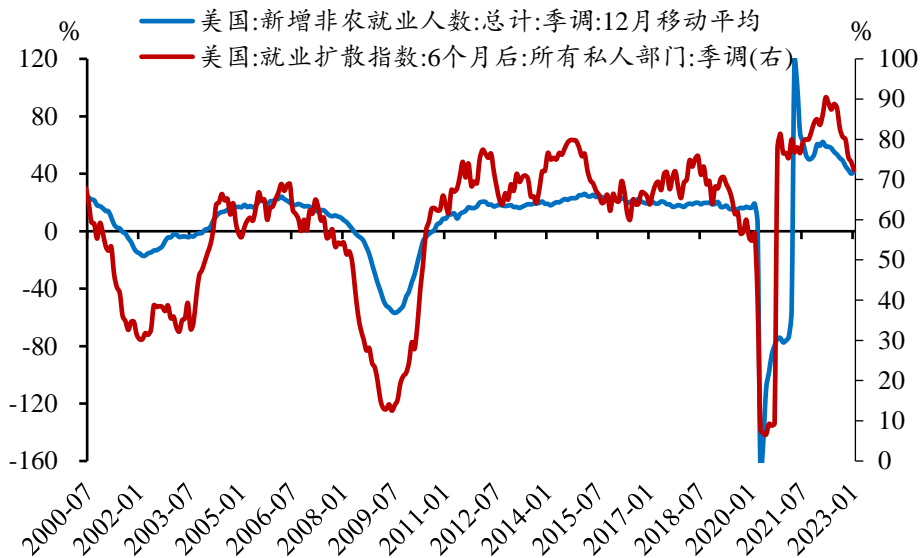
图 22：私人部门就业扩散指数呈放缓趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

历史上，就业扩散指数、PMI 就业指数和新增非农就业人数等指标之间都存在较好的相互印证关系。这表明，就业先导指数具有较强的指示意义。而从就业扩散指数和 PMI 就业指数这两个就业先导指数来看，它们都指向未来新增就业的增长趋势或将减缓。

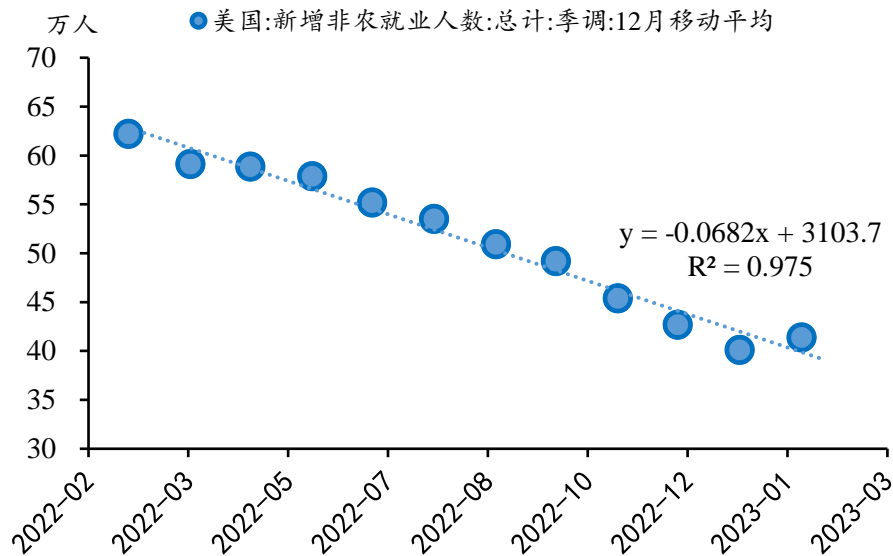
图 23：就业扩散指数与 PMI 就业指数相互印证


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

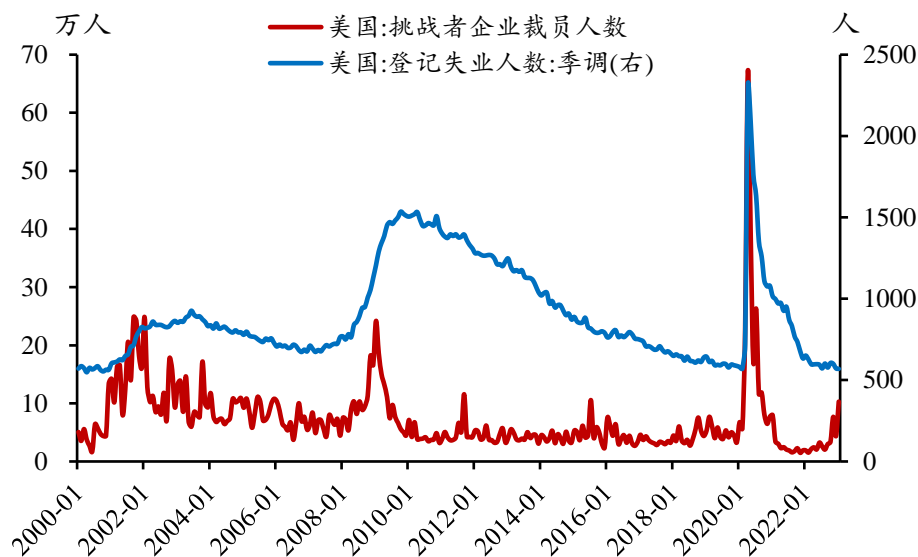
图 24：就业扩散指数与新增非农就业人数相互印证


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

过去一年，实际就业表现也与就业先导指数指示的方向一致。过去一年，美国新增非农就业人数的下降趋势已经出现。根据线性回归方程估计的结果，新增非农就业人数平均每月减少 2 万人左右。这一趋势不因今年 1 月的单月数据而改变。根据美国就业咨询公司“挑战者”（Challenger, Gray & Christmas）的数据，今年 1 月，美国企业裁员 102943 人，是去年 12 月的 2 倍多，比去年 1 月增加了 440%。

图 25: 新增非农就业人数下降趋势未改


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 1月挑战者企业裁员人数有所上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

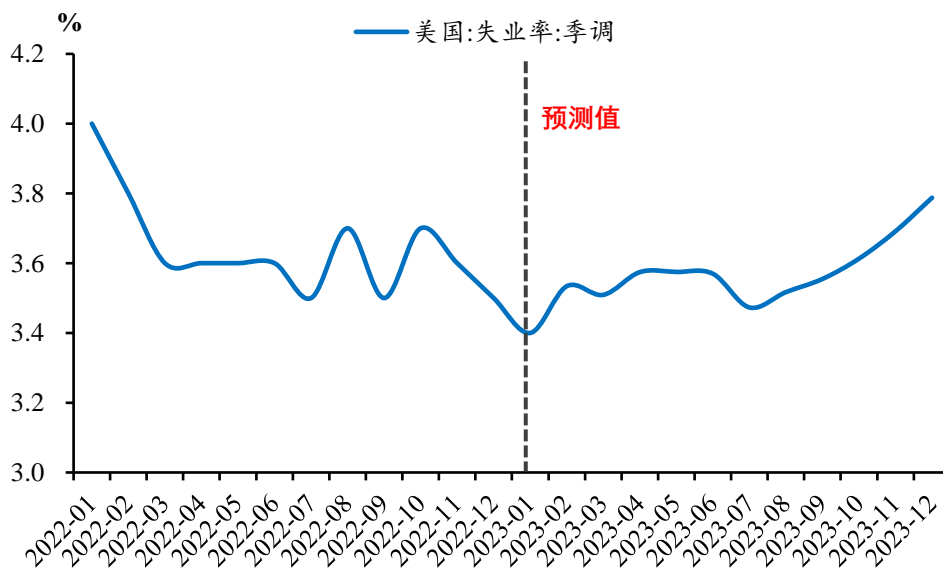
基于前文构建的美国失业率预测模型, 得到的年内预测表如下。根据我们的预测, 2023 年内就业人数、16 岁以上人口和劳动参与率均会有上升趋势。其中, 就业人数会上升到年底的 16140 万人, 16 岁以上人口会增加到 26749 万人, 劳动参与率会上升到 62.7%, 根据我们的预测劳动参与率年内或难恢复到疫情前水平。

表 3：美国失业率预测明细

时间	就业人数 (万人)	16 岁以上人口 (万人)	劳动参与率 (%)	失业率 (%)
2023-02	16036	26597	62.5	3.5
2023-03	16052	26609	62.5	3.5
2023-04	16053	26621	62.5	3.6
2023-05	16064	26633	62.6	3.6
2023-06	16077	26645	62.6	3.6
2023-07	16108	26661	62.6	3.5
2023-08	16118	26678	62.6	3.5
2023-09	16128	26696	62.6	3.6
2023-10	16135	26713	62.7	3.6
2023-11	16140	26731	62.7	3.7
2023-12	16140	26749	62.7	3.8

资料来源: 信达证券研发中心

美国就业或已至繁荣顶点，下半年美国失业率或将进入上升期。尽管目前美国就业十分亮眼，但我们认为当前可能已是美国就业的繁荣顶点。根据我们的预测，美国 1 月的失业率或是年内的最低水平，上半年失业率整体水平也比较低，维持在 3.5%-3.6% 的水平上，但是在下半年失业率会形成一个上升趋势，这一上升趋势将在四季度显现。我们预计到 2023 年底，美国失业率可能升至 3.8% 左右。

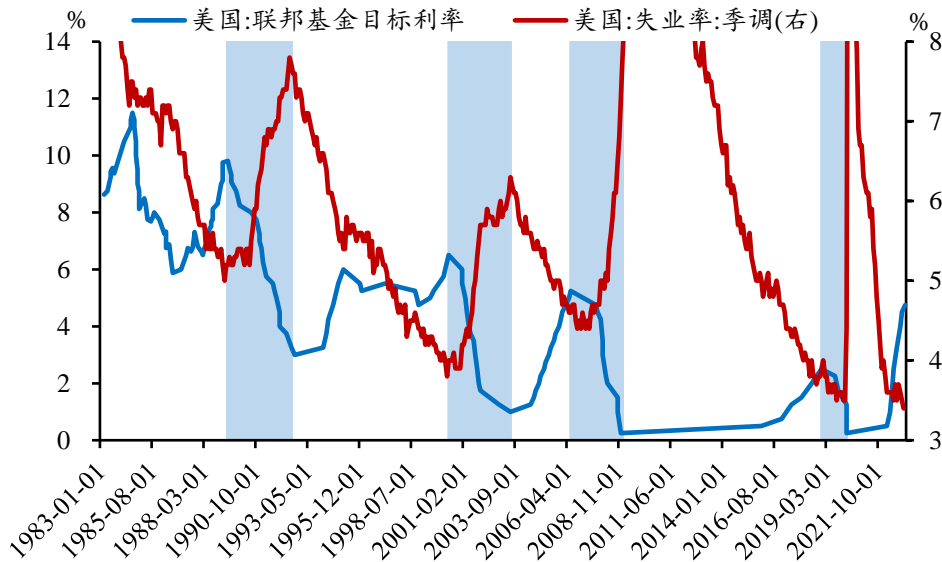
图 27：下半年美国失业率可能进入上升期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、降息预期或于下半年再度发酵

若四季度失业率进入上升阶段，市场的降息预期可能提前发酵。历史数据显示，从1988年以来的四轮失业率回升期中，美联储往往会启动降息，并且降息不止一次。若今年四季度失业率如我们预测的呈现上升趋势，市场有可能对美联储降息会再度形成预期。

图 28：历史上失业率回升时，美联储均会进入降息周期



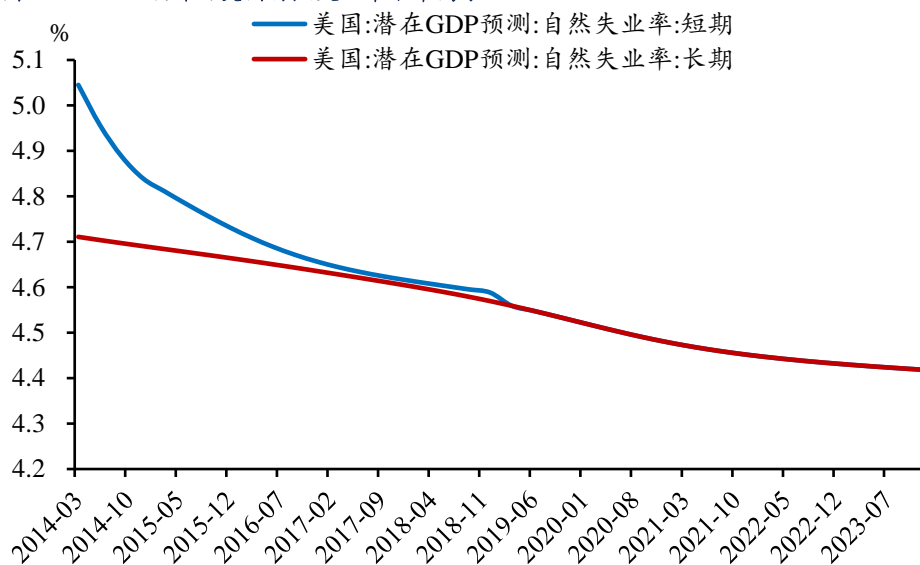
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

降息预期与实际降息落地有可能再次出现分化。美联储的政策目标包含就业目标和通胀，从这两大目标来看，我们认为美联储降息在年内落地的概率不高。

1) 从就业目标来看，我们认为失业率回升但幅度有限。我们预判美国失业率或将回升，但是上升幅度不够大，年内失业率最高约为 3.8%，不仅低于美国预算办公室预计的自然失业率水平，也低于美联储预测的 2023 年失业率中枢（4.6%）和预期区间（4.4%-4.7%）。当前，美国经济逐渐放缓的方向没有发生改变，但我们认为年内失业率上升幅度有限，经济仍有较强韧性。

2) 从通胀目标来看，过早降息有可能抑制不住通胀。我们认为今年上半年通胀或仍处于下行通道，但下半年的通胀韧性可能更高。因为 2022 年 6 月后能源和食品项 CPI 环比增速较低，所以今年下半年 CPI 基数会整体下移，这或将导致下半年的通胀韧性较高。根据我们的预判，一直到年底，通胀也难回政策合意区间，全年通胀中枢或仍保持在 4% 以上的通胀水平，而美联储关注的 PCE 指标也难以回落到 2% 的通胀目标范围内。因此，如果降息于年内落地，很可能会抑制不住通胀。

综合来看，我们认为四季度美国失业率或将进入上升阶段，这可能导致市场的降息预期再度发酵。

图 29: CBO 预计的美国自然失业率水平高于 4%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 4: 美联储对 2023 年失业率的预测在 4% 以上

Variable	Median			Central Tendency			Range		
	2023	2024	Longer run	2023	2024	Longer run	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	0.5	1.6	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.7-2.0	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.6-2.5
Unemployment rate	4.6	4.6	4	4.4-4.7	4.3-4.8	3.8-4.3	4.0-5.3	4.0-5.0	3.5-4.8
PCE inflation	3.1	2.5	2	2.9-3.5	2.3-2.7	2	2.6-4.1	2.2-3.5	2
Core PCE inflation	3.5	2.5		3.2-3.7	2.3-2.7		3.0-3.8	2.2-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path									
Federal funds rate	5.1	4.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.3-2.5	4.9-5.6	3.1-5.6	2.3-3.3

资料来源: FED, 信达证券研发中心

表 5：市场下半年的降息预期仍然可能进一步发酵

利率区间	概率 (%)						
	2023-03	2023-05	2023-06	2023-07	2023-09	2023-11	2023-12
5.75%-6.00%	0.0	0.0	0.3	8.3	9.1	7.6	5.1
5.50%-5.75%	0.0	0.5	20.3	36.4	36.6	31.9	23.7
5.25%-5.50%	0.0	27.0	61.0	44.1	43.1	42.0	38.6
5.00%-5.25%	26.2	72.5	18.4	11.1	10.8	16.4	25.0
4.75%-5.00%	73.8	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	6.8
FOMC 时间：	2023-03	2023-05	2023-06	2023-07	2023-09	2023-11	2023-12

资料来源: CME, 信达证券研发中心, 数据截至 2023.3.1

风险因素

美国通胀下降速度超预期；美国收紧政策进程超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。