

# 宏观点评 20230310

## 2月非农预示加息结局

2023年03月10日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《读懂机构改革的“科技”和“金融”含量》

2023-03-08

《政府工作报告：经济预期差下的政策线索》

2023-03-05

■ 2月以来随着超预期的通胀及就业，美国宏观经济叙述正在发生变化。纵观劳动力市场压力，美国用工紧张蔓延在各行各业（图1）。自本轮加息周期以来，美联储已累计加息450bp，劳动力市场却迟迟“不买账”。美联储此前担心的经济衰退已不再是主要风险，当下矛盾发生转移至经济上行。美联储是否低估通胀，再次误判加息放缓的节奏？劳动力市场在总量和结构上都值得关注。

■ 具体而言，总量上看：我们认为2月非农新增就业人口若不足10万人（大幅低于预期20万人），则延续加息25bp的预期；如果超过30万人，则打开了加息50bp的“大门”。结构上看：

■ 一、消费韧性犹存叠加流感季：服务业持续给就业市场“加火”。从结构上看，就业人数增长最为显著的行业仍为休闲和酒店业以及教育和保健服务业（图3、4）。受消费韧性及流感季影响，餐饮服务业及医疗就业需求旺盛。美国1月休闲和酒店新增就业12.8万人（前值6.4万人），医疗保健服务新增就业5.8万人。预计流感季于2月达峰，持续至5月，医疗保健就业持续给就业“添柴加火”。

整体薪资上涨动能减弱不足，“最大雇主”面临薪资加速压力。2023年1月，美国私人行业平均时薪同比增速虽放缓至4.62%（12月为5.09%），但增速仍然高涨。就业密集型的服务部门薪资增速有进一步上涨压力。服务业增速居首位的休闲和酒店业在1月薪资同比增速仍接近7%，近2个月环比增速升至0.51%。从薪资增速来看，需要进一步继续大幅放缓（图5）。

■ 二、各部门职位空缺及裁员率均未显著下降：供需两侧情况尚未缓解。职位空缺多的部门也体现在最快的就业增长。过去的一年里职位空缺率在降温后近期出现反弹。叠加除信息行业外的裁员率仍然很低。就业市场结构性问题仍存，预计2月还将对非农就业形成支撑（图6、7）。

■ 三、初请失业金持续下降：先行指标预示就业市场并未大幅疲软。初请失业金人数是就业市场的高频数据亦是先行指标。在劳动力市场走弱的情况下，该指标的持续上升通常领先于就业人数的稳步下降。然而当前，初请失业金人数持续走低预示就业强劲，并未出现明显疲软迹象。

■ 加息提速，年内利率峰值不止于5.5%。总体来看，美国紧俏就业市场的缓解程度不及预期，火热的劳动力市场是高通胀背后的一大推手。鲍威尔3月7日国会听证会指出“美联储利率可能会高于先前预估水平”，如果2月通胀继续超预期，3月加息50bp将不再是终点，加息至少持续至5月，年内利率峰值不会低于5.5%（图8、9）。

■ 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

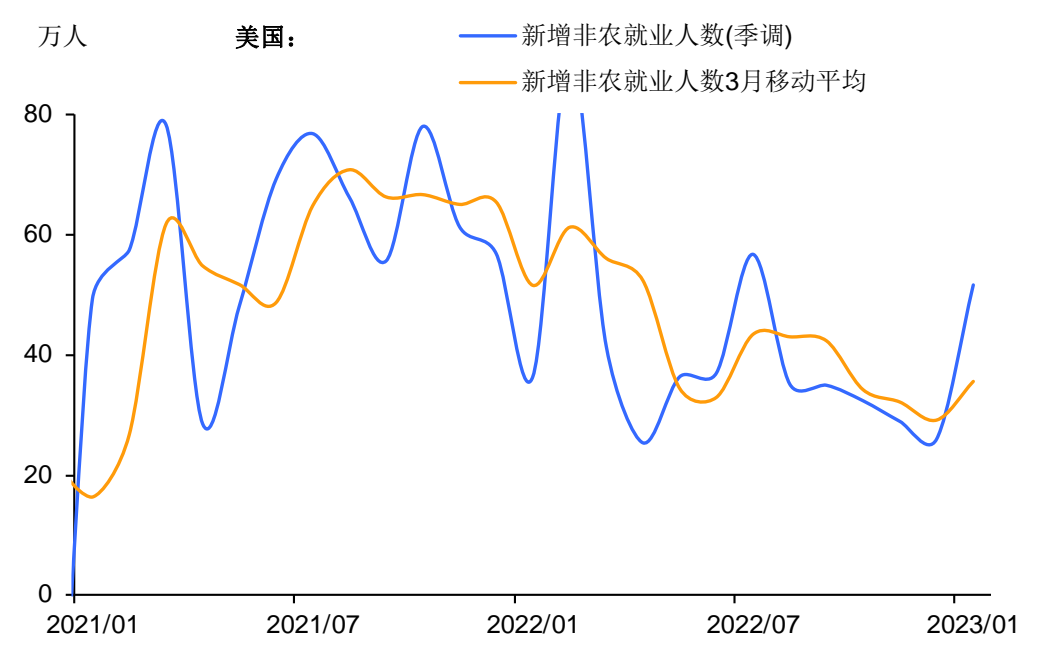
图1: 美国劳动力市场总览

		平均薪资同比 (%)	当前就业 (百万人)	疫情前就业 (百万人)	相较疫情前就业 (%)	职位空缺率 (%)	平均职位空缺率 (%)	职位空缺率 vs 平均水平倍数	相较平均水平裁员	就业占比 (%)
	<b>总计</b>	<b>4.4</b>	<b>132.7</b>	<b>128.5</b>	<b>3.2</b>	<b>6.9</b>	<b>3.8</b>	<b>1.8</b>	<b>低</b>	<b>83.4</b>
商品、供应链及IT业	采矿业	4.2	0.6	0.7	-12.3	5.9	2.6	2.3	低	0.5
	建筑业	5.5	7.9	7.5	4.9	3.0	2.5	1.2	低	5.9
	制造业	3.2	13.0	12.8	1.5	5.8	2.6	2.2	低	9.8
	运输仓储业	4.4	6.7	5.7	18.4	5.9	3.3	1.8	正常	5.1
	信息业	5.8	3.1	2.9	8.6	4.4	3.7	1.2	正常	2.4
服务业	金融业	3.9	9.1	8.8	3.9	5.3	3.5	1.5	低	6.9
	专业和商业服	4.5	22.9	21.4	7.3	8.7	3.5	2.5	低	17.3
	教育和医疗服	4.5	24.9	24.2	2.9	7.7	4.3	1.8	低	18.8
	休闲和酒店	7.0	16.5	16.6	-1.1	9.5	4.5	2.1	低	12.4
	其他服务业	4.1	5.8	5.9	-1.4	6.1	3.4	1.8	低	4.4

注: 数据均截止至 2023/01, 疫情前就业选取时间区间为 2019/02-2020/02; 平均职位空缺率的时间区间选取为 2001/03-2023/01。

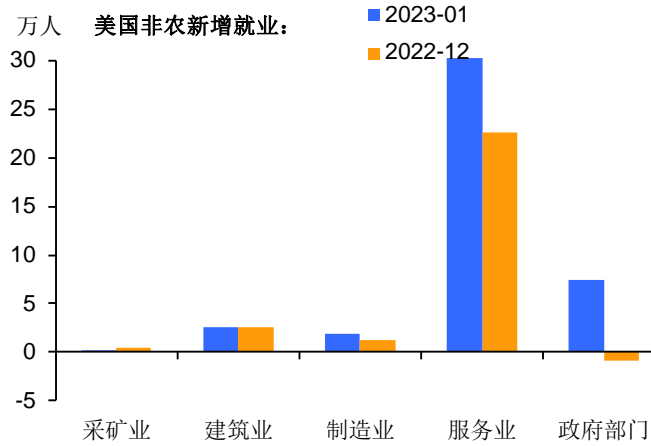
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图2: 美国新增非农就业人数



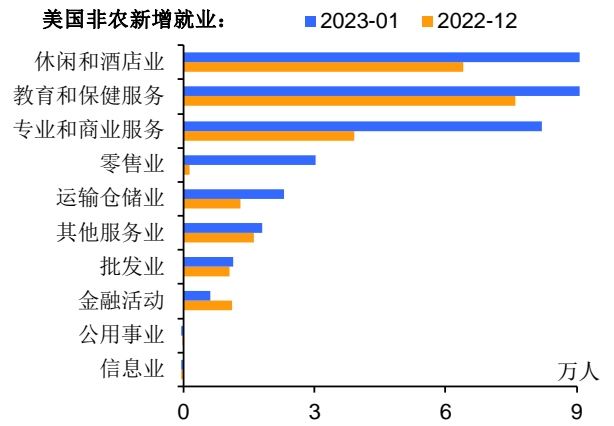
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 服务业为新增就业的“主力军”



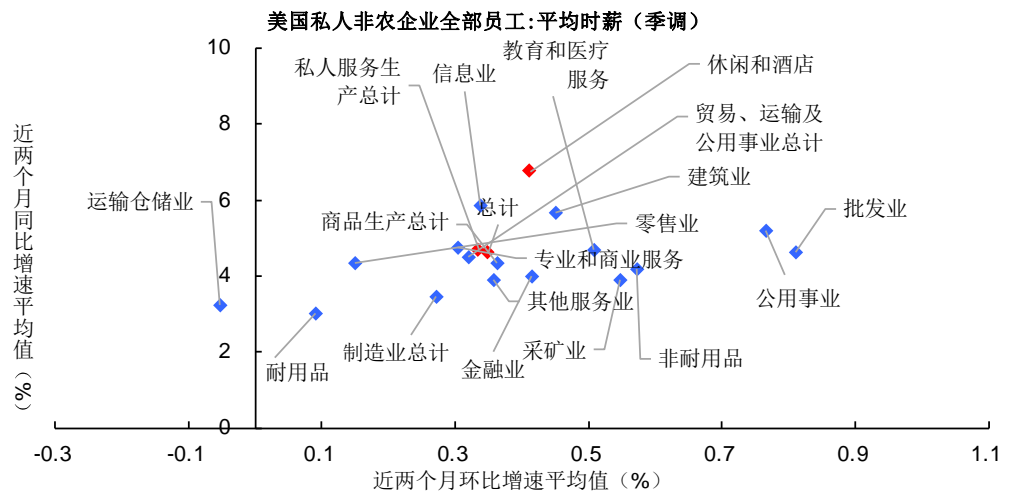
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 服务业子行业新增非农就业情况



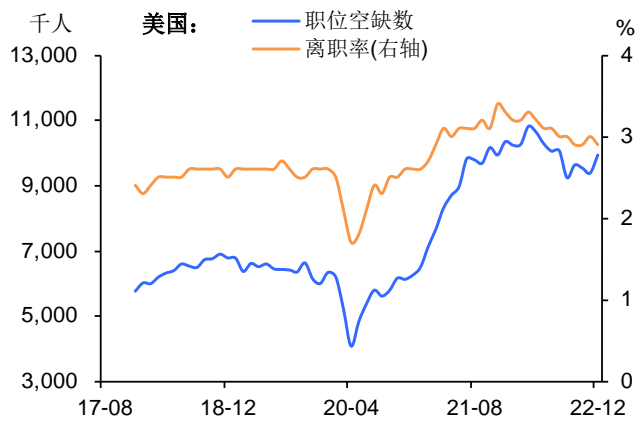
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 美国私人非农行业平均时薪增速



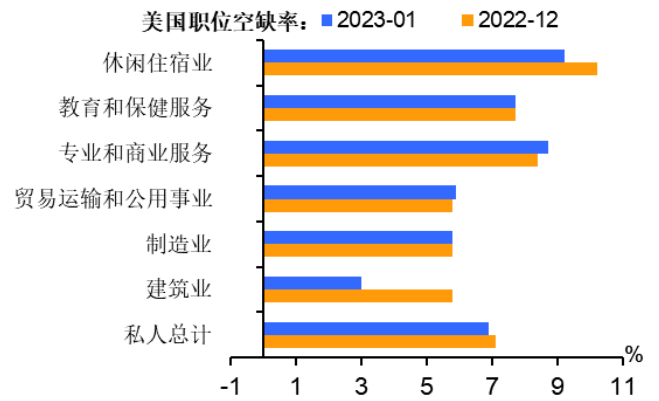
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 美国职位空缺数及离职率



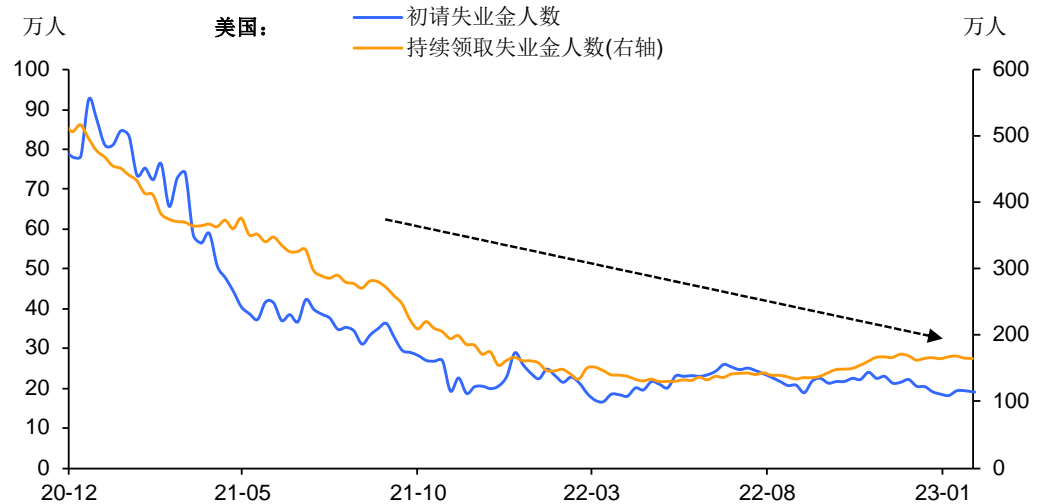
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 教育及卫生健康服务用工需求高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国领取失业金人数



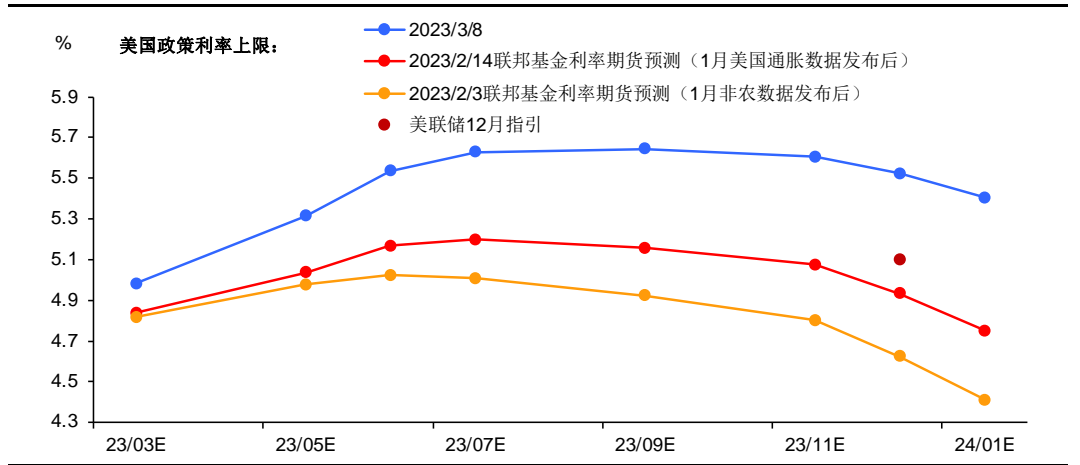
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9：美联储近期票委发言

官员	日期	美联储官员表态	职位	2023FOMC 投票权	2024FOMC 投票权
博斯蒂克	2023/2/7	1月份就业增长数据意外强劲，我预计这将转化为我们提高利率的幅度超过我现在的预期。 <b>美联储还可以考虑将利率提高半个百分点，我的基本预期仍然是再加息两次。</b> 预计今年美国的通胀率将低于3%。	亚特兰大联储行长	无	有
卡什卡利	2023/2/7	我对1月份的就业报告感到惊讶，我没有降低我的利率路径预测， <b>目前仍然在5.4%左右。我们可能不得不将利率维持在较高水平上更长时间。</b>	明尼阿波利斯联储行长	有	无
鲍威尔	2023/2/8	周五的重磅就业报告显示了为什么抗击通胀将需要相当长的时间，利率可能需要高于预期经济实力威胁到美联储在降低通胀方面取得的进展。如果数据继续强于预期，美联储肯定会加息更多。美联储缩减资产负债表的过程还需要几年时间才能结束，在为中央银行持有的债券设定停止点时，我们还没有设定具体目标。通胀回落的过程只是处于开始阶段，美联储不寻求改变2%的通胀目标。	美联储主席	有	有
洛根	2023/2/15	<b>可能需要比以前预计的更多的加息。</b> 现在最重要的风险在于美联储紧缩过少，美联储不应锁定峰值利率或精确路径。	达拉斯联储行长	有	无
哈克	2023/2/15	我预测今年核心通胀率在3.5%左右；2024年为2.5%；2025年将回到2%的目标。预计今年的实际GDP增长约为1%， <b>今年的失业率将升至略高于4%的水平。利率需要高出5%多少取决于即将发布的数据。</b>	费城联储行长	有	无
威廉姆斯	2023/2/15	目前通胀率过高，降至2%至关重要。预计2023年美国GDP将增长1%，失业率为4%-4.5%。最近的数据支持进一步加息。美联储有可能需要将利率提高到高于目前预期的水平。美联储可能会在2024年、2025年降息，以反映较低的通胀。	纽约联储行长	有	有
杰斐逊	2023/2/24	<b>工资增长仍然过高，与及时、可持续地回归2%通胀目标相对立。</b> 长期通胀预期仍远未达到美联储2%的目标。	美联储理事	有	有
卡什卡利	2022/3/1	目前我对加息25个基点还是50个基点持开放态度，最重要的信号将是美联储在3月会议上关于需要多高的利率才能降低通胀的最新预测，我在去年12月会议上的预计为5.4%，这略高于5.1%的预期中值，我倾向于提高对最终利率的估计， <b>政府将在美联储3月21-22日的下次会议之前发布2月就业报告和通胀数据，这些数据将为我的最终决定提供依据。</b>	明尼阿波利斯联储行长	有	无
沃勒	2022/3/2	通胀下降的速度没有我想象的那么快，这意味着如果价格压力不能更快缓解，我将对进一步加息持开放态度， <b>最主要的是下一个美国就业报告和消费者价格指数</b> ，我倾向于再加息几次，将短期联邦基金利率提高到5.1%至5.4%的上限。	美联储理事	有	有
巴尔金	2022/3/3	美国实际利率水平在去年已经显著上升；把通胀率降至2%目标水平仍需要时间；美联储点阵图显示在2023年将更多次加息，而不会降息；美联储在遏制通胀方面仍有很多工作要做；今年货币政策行动比去年更谨慎是有道理的；如果通胀持续下去，可以进一步加息；通胀已经过了最高水平；一月份的消费者支出数据可能不可持续； <b>就业市场仍旧“相当紧张”；可以设想美联储将美国基准政策利率推高至5.5%-5.75%的区间</b>	里士满联储行长	无	有

数据来源：路透社，Bloomberg，东吴证券研究所

图10: 市场不断上调联邦基金利率终值



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

