

宏观动态跟踪报告

美联储的“幡”已被拨动了么？——美国2月非农就业数据详解

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

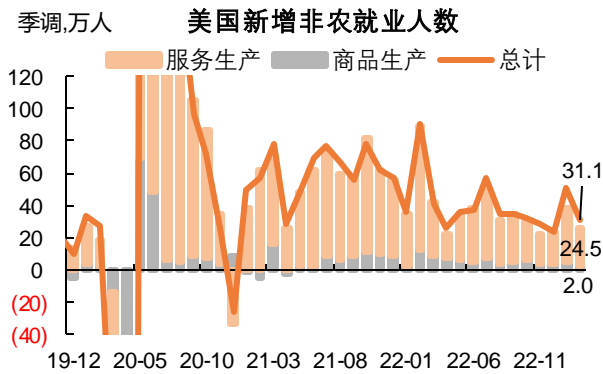
- **1、美国就业边际降温。**美国2月新增非农就业较1月放缓、但仍高于预期，基本持平于近半年以来的平均水平；失业率回升至3.6%；劳动参与率回升0.1个百分点；非农平均时薪环比增速回落至近一年新低。我们测算，当前美国劳动力供需缺口约470万，其中供给不足贡献约贡献了310万。趋势上看，美国劳动力供需缺口已连续第二个月呈现扩大趋势（即使劳动力供给在稳步修复，但劳动力需求增长的速度更快），这凸显了美国就业市场仍然火热。我们认为，美国就业市场暂不具备大幅降温的基础，失业率可能尚未步入趋势回升通道。
- **2、市场暂时交易“衰退”。**2月就业数据公布后，市场对3月美联储加息50BP的预期降温，但仍抱有警惕。据CME FedWatch，3月10日就业数据公布后，市场对3月加息50BP的预期由70%左右，下降至40%左右。3月10日市场似乎呈现“衰退交易”：美债利率大幅回落，美股三大指数日内跌超1%，美元指数回落，金价明显上涨。我们认为，排除硅谷银行事件等的扰动，美国就业数据或不足以引发持续的“衰退交易”。
- **3、美联储的“幡”已被拨动了么？**一方面，2月就业数据虽较1月边际降温，但绝对水平仍然强劲。仍需观察即将公布的2月通胀数据的成色，再结合美联储的表态，才能进一步确认3月加息幅度。另一方面，在美国政策利率逼近5%的“充分限制性水平”之际，经济衰退和金融波动风险对于美联储紧缩的掣肘会更为显著。近期黑石CMBS违约、硅谷银行破产等事件爆发，更提示我们关注美联储紧缩带来的流动性压力。虽然，我们认为美国出现系统性金融风险的概率不高，但金融市场的剧烈波动是美联储不得不关注的风险。综合来看，我们倾向于认为3月美联储“应该”加息25BP而不是50BP。如果说市场预期的“风”向变化快，美联储的“幡”则应较岿然，相对于“风动幡动”，“风动幡（暂时）不动”也许是更明智的选择。
- **风险提示：**美国通胀超预期走强，美联储政策超预期变化，美国金融风险超预期上升等。

美国 2 月就业数据较 1 月边际降温，其中失业率超预期回升，薪资环比增速创下近一年新低。但劳动力供需缺口仍在扩大，就业需求仍未降温，我们判断美国失业率尚未步入趋势回升通道。就业数据公布后，市场对 3 月美联储加息 50BP 的预期降温，但仍抱有警惕。整体来看，我们认为 2 月就业数据本身尚不足以引发“衰退交易”，美联储加息节奏和终点仍存不确定性。但不可否认的是，当前经济放缓和金融波动风险对于货币紧缩的掣肘更为显著。

一、美国就业边际降温

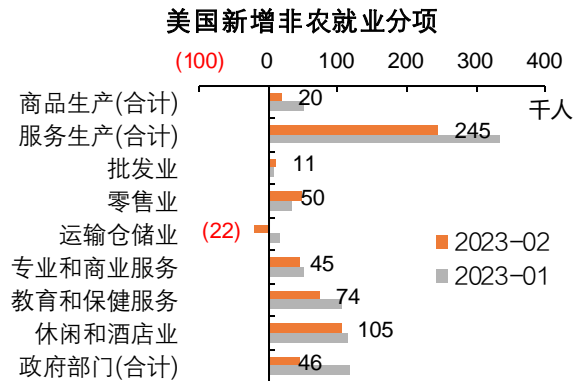
美国 2 月新增非农就业较 1 月放缓、但仍高于预期，基本持平于近半年以来的平均水平。美国时间 2023 年 3 月 10 日公布的就业数据显示，美国 2 月新增非农就业 31.1 万人，高于预期的 22.5 万人，但较 1 月的 50.4 万人（调整后）明显回落，基本持平于 2022 年 8 月以来的月度平均水平。结构上，2 月商品生产（2 万，前值 5.1 万）、服务生产（24.5 万，前值 33.5 万）以及政府部门（4.6 万，前值 11.8 万）的新增就业人数较 1 月均有所回落。细分行业中，大部分行业新增就业边际放缓，仅批发、零售等行业新增就业小幅上升。

图表1 美国 2 月新增非农就业回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

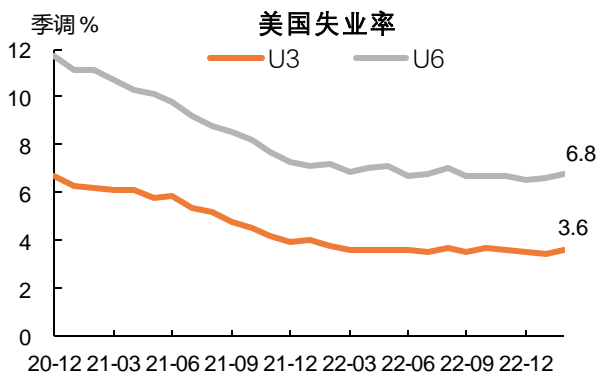
图表2 大部分行业新增就业边际放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

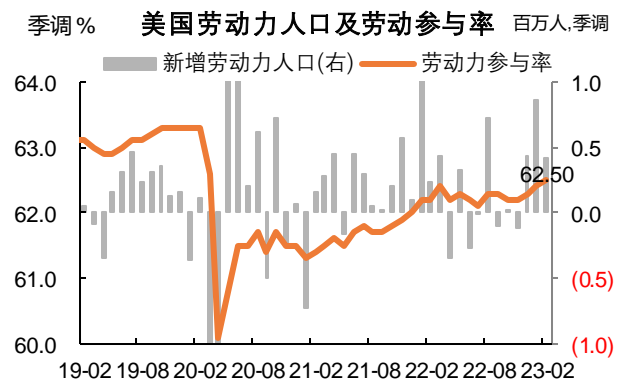
美国 2 月失业率回升至 3.6%；劳动参与率回升 0.1 个百分点。美国 2 月 U3 失业率由前值 3.4% 的历史低点回升至 3.6%，U6 失业率由 6.6% 回升至 6.8%。2 月劳动参与率回升 0.1 个百分点至 62.5%，对应新增劳动力 41.9 万人，是 2022 年平均水平两倍左右，近三个月美国劳动力人口修复速率加快。

图表3 美国 2 月失业率回落并处于历史低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

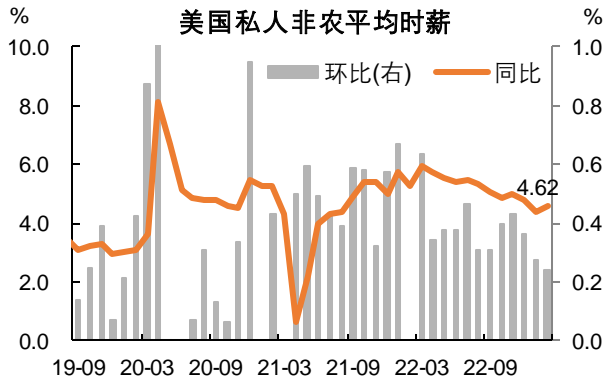
图表4 美国 2 月劳动参与率回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

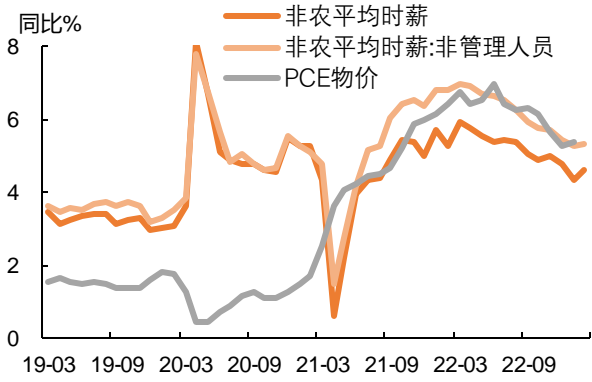
美国 2 月工资环比增速回落至近一年新低,即使同比增速小幅回升。美国 2 月非农平均时薪为 33.09 美元,环比增长 0.24%, 低于预期的 0.4%, 并创先 2022 年 2 月以来的最低水平;同比增速为 4.6%, 低于预期的 4.8%, 但高于前值的 4.4%; 同时, 非农非管理人员平均时薪同比为 5.3%。观察到, 2022 年下半年以来, 非农非管理人员工资同比增速与当月 PCE 物价同比较为接近。据此, 预计 2 月美国 PCE 同比约 5.3% 左右。

图表5 美国 2 月工资环比回落至近一年新低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

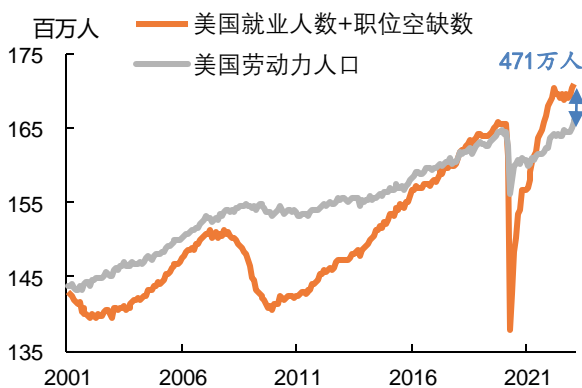
图表6 当前非农非管理时薪同比增速与 PCE 较为一致



资料来源: Wind, 平安证券研究所

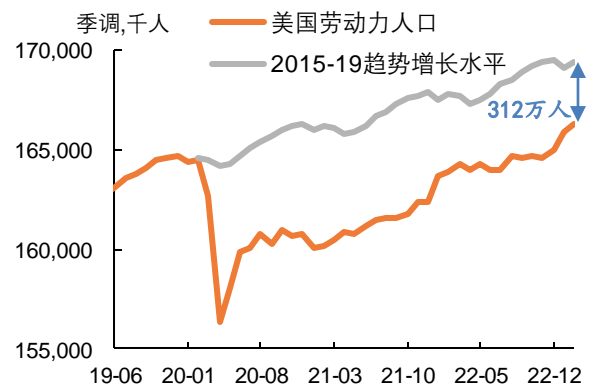
我们测算, 美国 2 月劳动力供需缺口约 470 万, 其中供给不足贡献约 310 万。我们以 2 月美国就业人数 (家庭调查, 季调) 和 1 月职位空缺数 (JOLTS 调查, 季调) 二者之和作为“劳动力需求”, 以劳动力人口 (家庭调查, 季调) 作为“劳动力供给”, 测算得到当前美国劳动力“供需缺口”为 471 万人。美国劳动力供需缺口已连续第二个月呈现扩大趋势, 即使劳动力供给在稳步修复, 但劳动力需求增长的速度更快, 这凸显了美国就业市场仍然火热。因此, 我们认为美国就业市场暂不具备大幅降温的基础, 失业率可能尚未步入趋势回升通道。

图表7 当前美国劳动力供需缺口约 470 万



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国劳动力供给较趋势增长水平减少约 310 万



资料来源: Wind, 平安证券研究所

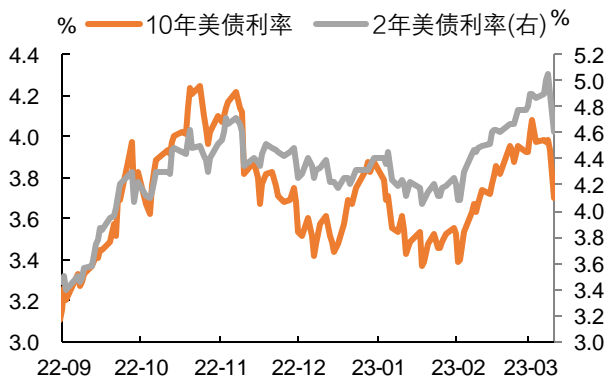
二、 市场暂时交易“衰退”

美国 2 月就业数据公布后, 市场对 3 月加息 50BP 的预期降温, 但仍抱有警惕。据 CME FedWatch, 3 月 10 日就业数据公布后, 市场对 3 月美联储加息 50BP 的预期由 70% 左右, 下降至 40% 左右。同时, 市场对于本轮终端利率的预期由 5.5% 左

右回落至 5.25% 左右。虽然市场认为美联储加速加息的必要性下降，但就业市场没有实质软化，市场对美联储可能的鹰派行动仍抱有警惕。

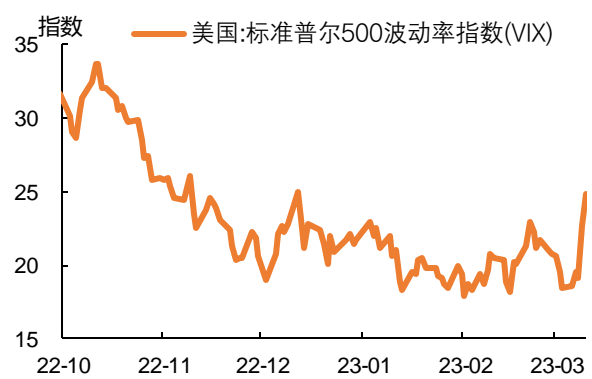
就业数据边际降温，叠加硅谷银行暴雷事件助推，市场似乎呈现“衰退交易”，但其持续性或不足。3月10日，10年美债收益率由前值 3.93% 大幅下降约 23BP，至 3.7% 附近，2年美债收益率大跌 30BP，至 4.6%。美股三大指数当日跌幅均超过 1%，纳斯达克指数跌 1.76%，标普 500 波动率指数（VIX）跃升至 24.8、创年内新高，硅谷银行宣告破产、以及相关流动性担忧使美股银行板块遭遇抛售，进一步冲击美股。美元指数日内跌 0.56%，至 104.65。金价日内涨 2.06%，至 1867 美元/盎司。

图表9 3月10日美债利率大幅跳水



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表10 3月10日美股波动率大幅上升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

三、 美联储的“幡”已被拨动了么？

整体来看，目前尚不能确定 3 月美联储加息幅度，但我们倾向于认为美联储“应该”加息 25BP 而不是 50BP。

一方面，2月就业数据虽较 1 月边际降温，但绝对水平仍然强劲。如前所述，目前美国非农就业人数仍然高增，劳动力供需缺口仍在扩大，就业需求并未降温。因就业市场紧俏带来的通胀压力和通胀反复风险，仍然很高。在此背景下，仍需观察即将公布的 2 月美国通胀数据的成色，再结合美联储的表态，才能进一步确认 3 月加息幅度。

另一方面，在美国政策利率逼近 5% 的“充分限制性水平”之际，经济衰退和金融波动风险对于美联储紧缩的掣肘会更显著。目前 5% 以上的终端利率（并维持较长时间）或已足以“制造”衰退，只不过经济指标对于加息的反应存在滞后而已（参考报告《2023 海外经济与市场九问》、《再论美联储如何走》等）。此外，近期黑石 CMBS 违约、硅谷银行破产等事件爆发，更提示我们关注美联储紧缩带来的流动性压力。虽然我们认为美国出现系统性金融风险的概率不高，但金融市场的剧烈波动亦是美联储不得不关注的风险。综合来看，在当前的经济金融环境下，美联储应该选择加息 25BP、而不是突然提速。如果说市场预期的“风”向变化快，美联储的“幡”则应较岿然，相对于“风动幡动”，“风动幡（暂时）不动”也许是更明智的选择。

风险提示：美国通胀超预期走强，美联储政策超预期变化，美国金融风险超预期上升等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033