

## 宏观点评 20230408

### 3月非农能否阻止美联储“踩下刹车”？

2023年04月08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

《3月经济数据比1-2月好，证据在哪？》

2023-04-06

《以史为鉴：从银行业危机到衰退和降息有多远？》

2023-04-05

- 银行业危机后，美国接连不断公布的经济数据“纷纷投降”。当前只有三月非农数据仍在负隅顽抗。此前市场再度开始交易衰退，定价年内降息75bp的逻辑。但是从当前就业市场来看，市场此时需要重新评估5月是否会停止加息。我们认为年内陷入衰退风险有限，下半年降息概率较低。那么3月非农具体表现如何？
- 从总量上看劳动力市场仍具备韧性。虽然新增非农就业略超预期，但为2020年12月以来的最小增幅，美国劳动力市场有降温迹象。但结合失业率及薪资水平来看，就业增长韧性十足。如图2亚特兰大联储模型显示，截止至2023年4月，12个月美国月均新增非农就业人数依旧远高于联储目标下所需数量。
- 那么从结构上看美国就业市场具体放缓到什么程度了？
- 当前服务业仍是拉动就业增长的主要因素。如图3-4，当前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。受消费韧性及流感季影响，餐饮服务及医疗就业需求旺盛。美国3月休闲和酒店新增就业7.2万人（前值9万人），医疗保健服务新增就业6.5万人。
- “最大雇主”就业韧性对薪资大幅回落形成阻碍。3月平均时薪环比增速扭转此前连续3个月持续回落的趋势录得0.3%。服务业增速居首位的休闲和酒店业在3月薪资同比增速6%，平均时薪环比增速升至0.8%（前值0.1%）。就业密集型的服务部门薪资增速有进一步上涨压力。从薪资增速来看，需要进一步继续大幅放缓（图5）。
- 从职位空缺数据来看，除建筑业外，3月整体用工需求回落。服务业就业韧性凸显，休闲住宿业仍是职位空缺最多的行业，预计还将对非农就业形成支撑（图6）。
- 劳动参与率改善基本见顶，后续继续回升空间有限。当前美国黄金年龄段人口劳动参与率已回升至疫情前水平。随着美国春假结束等季节性因素，我们认为劳动力参与率的提升已基本见顶（图7）。
- 先行指标初请失业金上升，预示疲软迹象但仍处于历史低位。初请失业金人数是就业市场的高频数据亦是先行指标。该指标的持续上升通常领先于就业人数的稳步下降。本周初请失业人数出现小幅回升，预示疲软迹象开始显现，但此趋势能否持续回升成为关键（图8）。
- 因此总体来看，就业市场确实初显降温信号，信贷紧缩抵消更多加息需求，但年内降息难以兑现。美国紧俏的就业市场放缓程度远远不够。非农数据支撑利率“Higher for longer”。如图9所示，美联储官员对抗通胀的态度坚决，且不认为经济衰退是必然结果。正如我们在《以史为鉴：从银行业危机到衰退和降息有多远？》中指出，美国经济在年内仅是温和收缩，滑入衰退的风险有限。因此下半年开启降息进程的可能性低，市场定价年内降息过于激进（图10）。
- 风险提示：劳动供给恢复快于预期；金融体系流动性风险超预期；恐慌情绪蔓延超预期；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

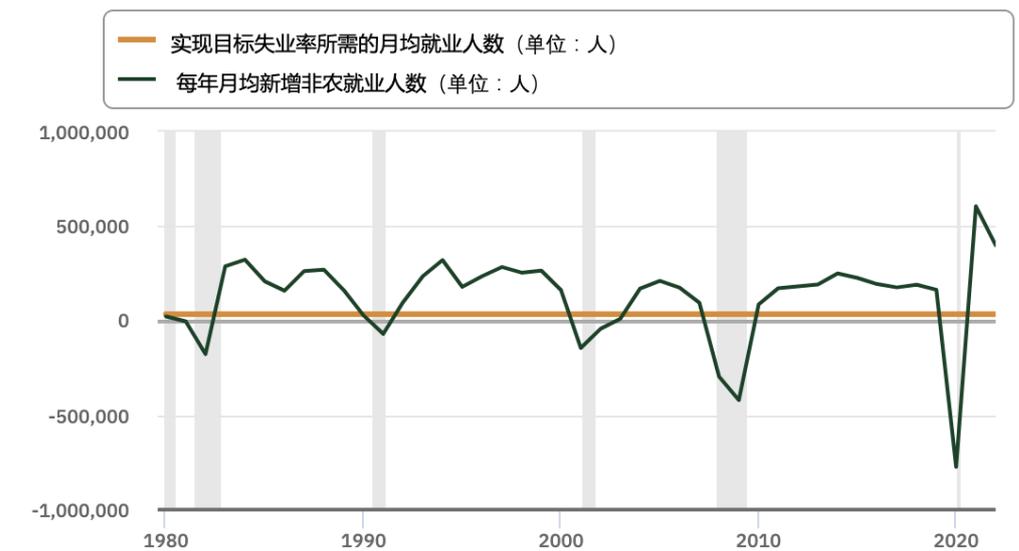
图1: 美国劳动力市场总览

		平均薪资增速同比 (%)	当前就业 (百万人)	疫情前就业 (百万人)	相较疫情前就业 (%)	当前职位空缺率 (%)	疫情前平均职位空缺率 (%)	当前职位空缺率 vs 疫情前平均水平倍数	相较平均水平裁员	就业占比 (%)
	总计	4.2	133.0	128.6	3.5	6.3	3.7	1.7	低	83.4
商品、供应链及IT业	采矿业	4.6	0.6	0.7	-11.1	4.9	2.6	1.9	低	0.5
	建筑业	5.4	7.9	7.5	4.8	4.9	2.5	2.0	低	5.9
	制造业	3.9	13.0	12.8	1.4	5.1	2.6	1.9	低	9.8
	运输仓储业	4.2	6.7	5.7	17.8	5.3	3.3	1.6	正常	5.1
	信息业	5.5	3.1	2.9	7.6	4.6	3.6	1.3	正常	2.3
服务业	金融业	3.9	9.1	8.8	3.5	4.6	3.5	1.3	低	6.8
	专业和商业服务	4.4	23.0	21.4	7.4	7.4	3.5	2.1	低	17.3
	教育和医疗服务	3.9	25.1	24.3	3.4	6.9	4.3	1.6	低	18.9
	休闲和酒店	6.1	16.6	16.6	-0.2	8.3	4.5	1.9	低	12.5
	其他服务业	3.1	5.8	5.9	-1.1	5.9	3.4	1.8	低	4.4

注: 数据均截止至 2023/03, 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 2001/03-2023/02。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图2: 4%目标失业率下月均新增非农就业人数



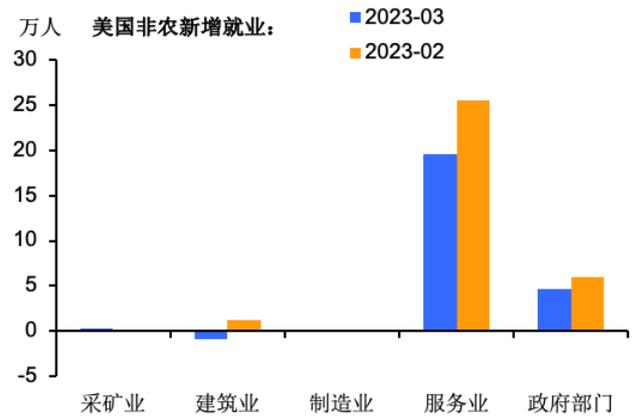
数据来源: 亚特兰大联储, 东吴证券研究所

图3: 美国新增非农就业



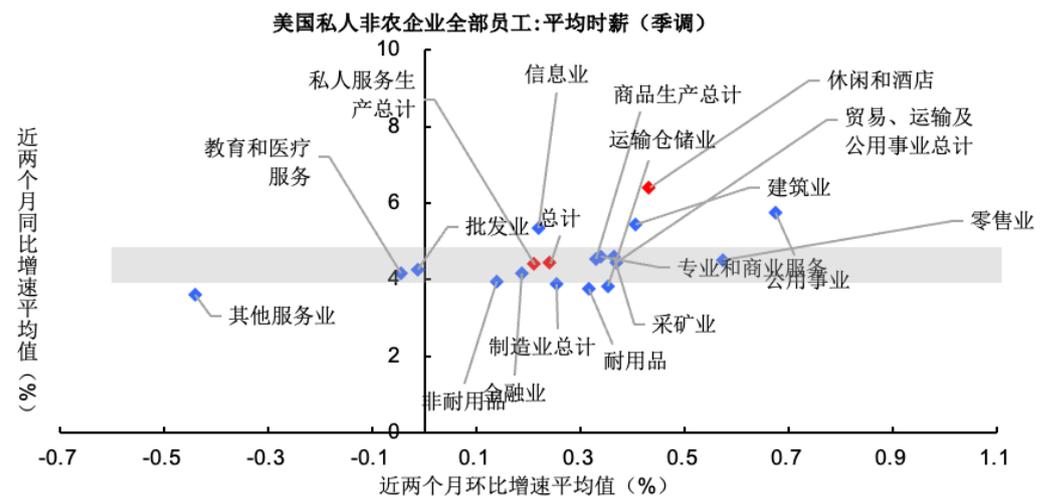
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 服务业为新增就业的“主力军”



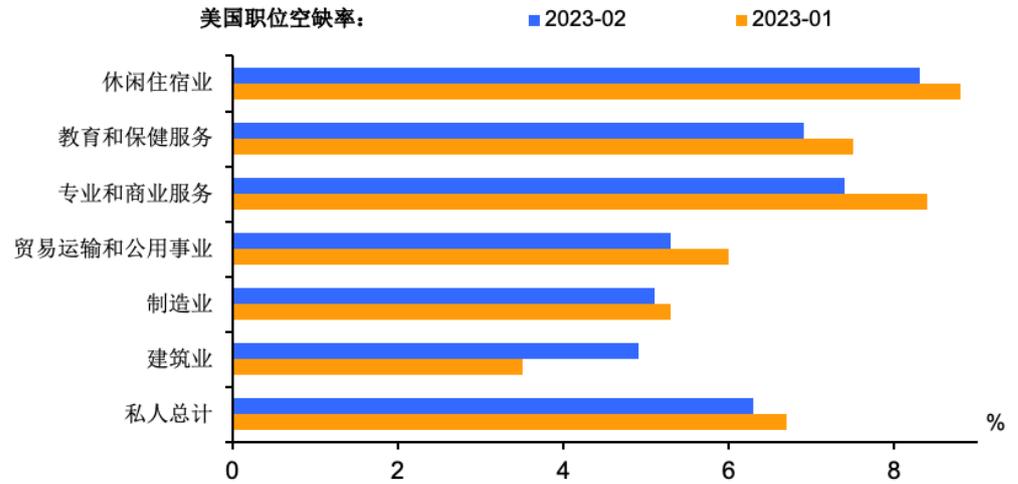
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 美国私人非农行业平均时薪增速



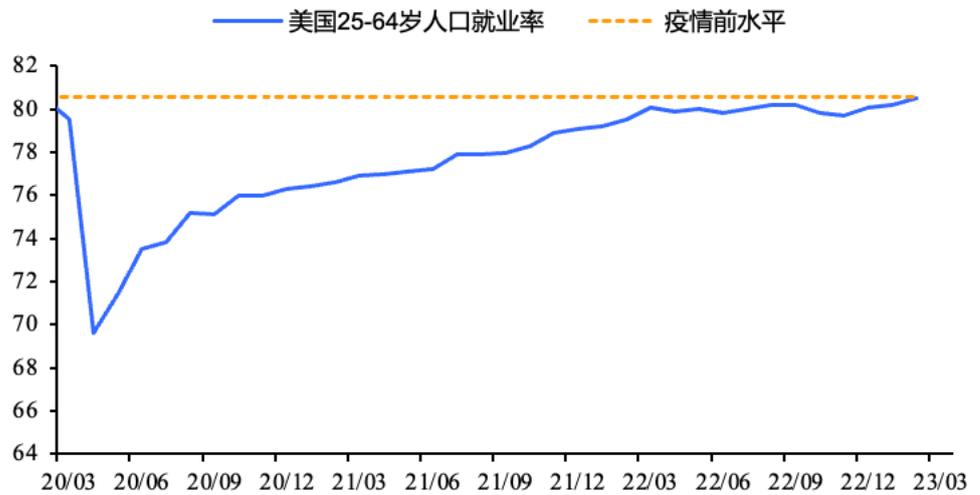
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 除建筑业外, 用工需求均回落



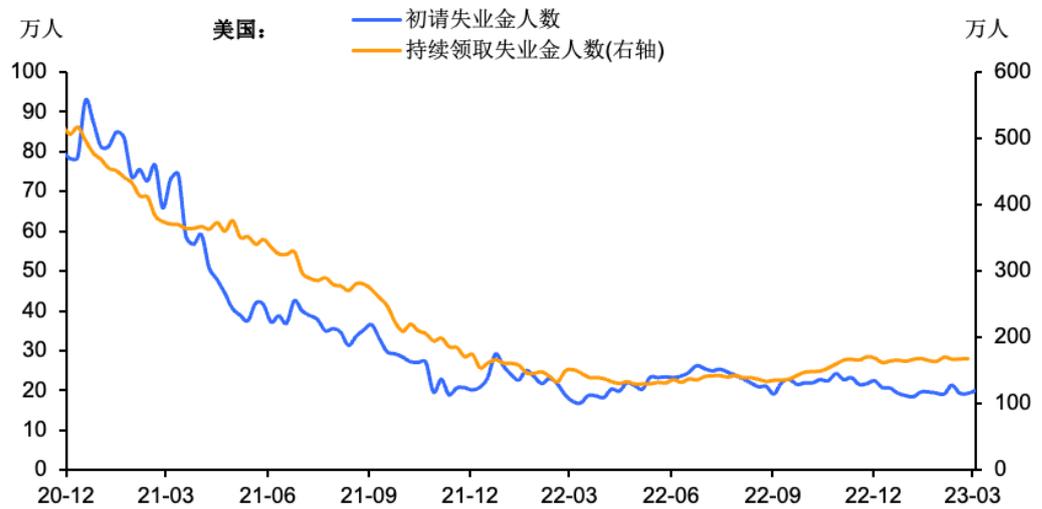
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 美国黄金年龄人口就业率



数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图8: 美国领取失业金人数



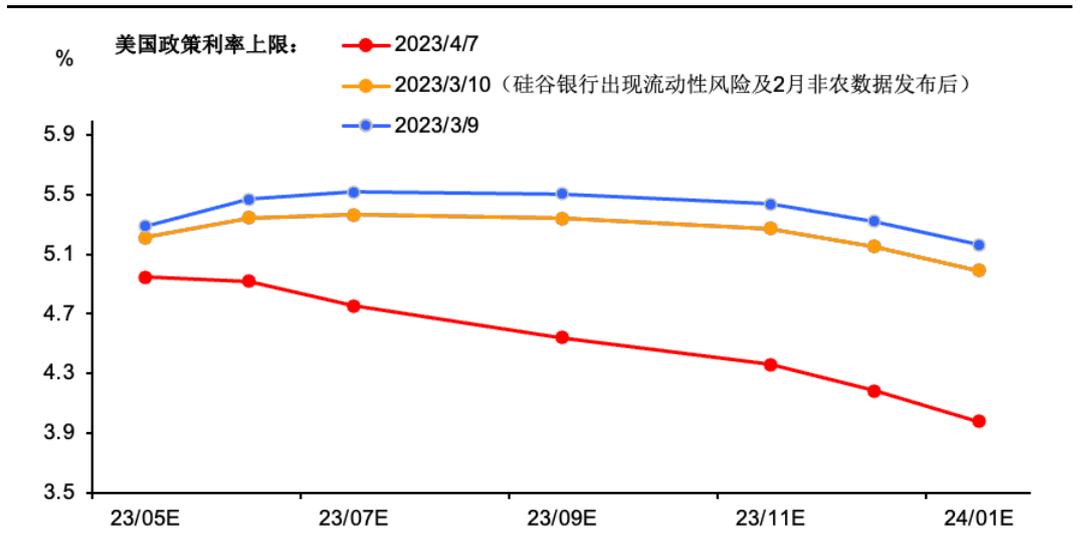
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 联储官员自银行危机爆发以来表态

官员	日期	美联储官员表态	职位	2023FOMC投票权	2024FOMC投票权
鲍威尔	2022/3/24	我们的贷款计划有效地满足了银行的需求, 也显示出有充足的流动性可用。信贷紧缩可能意味着在利率政策方面的工作可以减少。劳动力市场仍然过于紧张, 我们仍然强烈致力于将通胀率压低至2%, 工资增长显示出一些缓解的迹象。我们正在继续大幅缩减资产负债表。我们考虑了暂停加息, 但加息得到了强烈的共识支持。今年 <b>降息不是我们的基本预期</b> 。如果我们需要将利率提高更高, 我们将会这样做, 我仍然认为有一条通往软着陆的道路。	美联储主席	有	有
博斯蒂克	2022/3/24	美联储加息不是一个容易的决定。明确的迹象表明银行体系是安全和有弹性的。通胀水平仍然过高, 美联储需要继续关注这一问题。 <b>我预计经济不会陷入衰退</b> 。	亚特兰大联储行长	无	有
布拉德	2023/3/24	美联储对银行动荡的反应迅速、恰当。硅谷银行是一个非常特殊的案例, 很难找到其他银行处于类似的情况。通胀仍然过高, 第一季度经济数据超预期更强。我已经将美联储2023年利率预期提高至5.625%。	圣路易斯联储行长	无	无
巴尔	2023/3/30	对于超过1000亿美元的公司, 预计需要提高他们的资本和流动性标准。在SVB倒闭前几周首先了解到风险问题。我认为我们所有人都对当时发生的大规模银行挤兑措手不及。我们的货币政策决定是对市场公开的, 对完成通胀控制任务至关重要, 是银行的管理层未能管理直接的利率风险。	监管副主席	有	有
卡什卡利	2022/3/31	美联储还有更多工作要做才能让通胀率回落至2%的目标。目前特别令人担忧的一个领域是, 住房以外的服务经济没有显示出任何放缓的迹象, <b>工资增长速度仍然快于我们2%的通胀目标</b> 。目前尚不清楚的是, 过去几周的银行业压力在多大程度上导致了持续的信贷紧缩, 这将随后放慢美国经济。	明尼阿波利斯联储行长	有	无
巴尔金	2022/3/31	如果通胀持续存在, 美联储可以进一步提高利率。难以判断银行挤兑对美联储利率路径的影响。现在对于逐次会议评估是否需要加息25个基点的路径感到满意。	里士满联储行长	无	有
柯林斯	2023/4/1	无论美联储何时停止加息, <b>维持该水平一段时间对于帮助将高通胀率降至2%至关重要目标</b> 。虽然新数据没有过去几个月那么高是个好消息, 但在过去的数据有所下调的情况下, 我们仍然没有取得那么大的进展。美联储在对硅谷银行的监管中犯了错误。 <b>将通胀率降下来意味着今年不应该降息</b> 。	波士顿联储行长	无	无
威廉姆斯	2023/4/1	我将特别关注评估信贷状况的演变及其对增长、就业和通胀前景的影响。到目前为止, 我们所做的主要是将利率恢复到更正常、略微限制的立场。预计通胀率将在2023年降至约3.25%左右。最近几周银行遇到的问题与2008年的金融危机截然不同, 总的来说 <b>银行是强大而有弹性的</b> 。	纽约联储行长	有	有
库克	2023/4/1	一方面, 如果更紧缩的融资条件抑制经济, 联邦基金利率的适当路径可能会低于没有融资条件时的路径; 另一方面, 如果数据显示经济持续强劲且通货紧缩放缓, 我们可能还有更多工作要做。	美联储理事	有	无

数据来源: Bloomberg, 路透社, 东吴证券研究所整理

图10: 市场定价年内降息



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>

