

2023年04月09日

美国就业、中国房地产强弱之辩

定期报告

——华金宏观·双循环周报（第5期）

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.com.cn

投资要点

- ◆ **美国劳动力市场并未快速降温。**美国银行业动荡得到一定控制，美联储连续两周转为缩表，市场关注重点重回美国就业市场强弱和美国通胀趋势的潜在变化。劳动参与率与失业率的同步走强，意味着3月美国劳动力市场供给改善更快，从而带来短期职位空缺数的较快下降，劳动力需求尚未明显降温。疫情趋于结束持续带动服务业就业改善，制造业就业连续第二个月停滞，但研发活动创造就业能力仍强，超额储蓄和薪资通胀螺旋自我强化之间美国居民未来消费需求预计仍维持过热区间，加之近期原油价格中枢修复性抬升，美国通胀回落速度预计仍然非常缓慢。
- ◆ **我国房地产需求集中释放峰值已过，结构矛盾仍突出。**视角回到国内经济，当前海外市场实体经济供需相对旺盛的局面正在令市场对出口拖累增长的担忧下降，但房地产需求短期内较好的总量表现能否持续，又成为市场新的分歧点。从新房成交的高频数据来看，我们和过去几年的平均季节性表现相比，1月到3月实际上经历了一个仍偏弱——迅速走高——开始降温的变化路径。经历此前一年半的地产周期调整之后，当前全国房地产市场需求呈现较为明显的“跷跷板效应”，在工业化尚未形成明显的东部带动中西部扩散升级的格局之前，当前一线城市较强的人口吸纳能力同时正在带来三线城市的相应人口流出压力，区域性的地产冷热不均的矛盾现象在一季度仍然非常突出，这一点也可能削弱本轮地产需求改善的可持续性和中期强度。从最新的2023年3月高频数据来看，地产需求恢复的城市结构甚至进一步强化了这种产业链布局不平衡所导致的矛盾，一线城市已经恢复至超过疫情前均值水平，二线城市相差不大并较疫情三年同期表现有所改善，而三线城市仍持续处于历史较低水平。人民银行城镇储户问卷调查数据也显示，当前居民对房地产市场展望小幅转暖，但仍处于2018年以来较低的信心水平。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**A股TMT行业涨幅领先，房地产、建筑装饰出现反弹。美股公用事业、健康护理涨幅较大，能源板块继续上涨。美联储资产规模连续第2周下降，OPEC+减产造成油价中枢上移。煤价延续下跌趋势，铜价小幅上行，金价突破2000美元大关之后稍有回落。
- ◆ **风险提示：**美联储加息速度超预期。

相关报告

华金宏观·双循环周报（第4期）-降准后为何跨季资金仍然偏紧？ 2023.4.2

PMI数据点评（2023.3）-PMI走强映射何种复苏结构？ 2023.4.1

工业企业利润点评（23.1-2）-需求不旺与成本刚性削弱利润 2023.3.27

——华金宏观·双循环周报（第3期）-欧美货币银行体系困局对我国的启示 2023.3.26

美联储艰难寻找实体和金融的平衡区间 2023.3.23



内容目录

一、美国劳动力市场并未快速降温	3
二、我国房地产需求集中释放峰值已过，结构矛盾仍突出	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	8

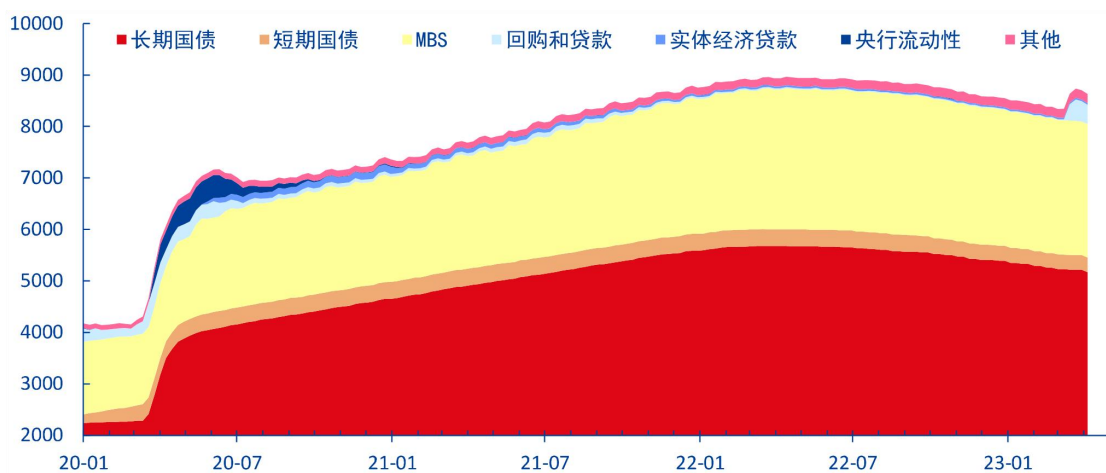
图表目录

图 1：美联储资产总规模与结构（USD bn）	3
图 2：美国 3 月失业率下行、劳动参与率上行，广义失业率再创疫情以来新低	4
图 3：美国时薪增速下行已经快于劳动力缺口收窄速度，后续或将放缓	4
图 4：美国各主要行业就业恢复情况（2019 年=100）	5
图 5：美国居民收支和储蓄情况	5
图 6：30 城住宅成交面积趋势（与近年来均值之比，%）	6
图 7：历年 3 月平均地产销售情况（万平米）及结构比例	6
图 8：人民银行城镇储户问卷调查显示居民对房地产市场展望小幅转暖	7
图 9：全球股市：A 股涨幅领先，美国股市本周跌幅较深	8
图 10：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：TMT 涨幅靠前，房地产、建筑装饰本周上涨	8
图 11：标普 500 及行业涨幅对比（%）：公用事业、健康护理板块涨幅靠前，能源继续上涨	8
图 12：全球 1Y 国债收益率（%）：就业数据带动美债波动较大	9
图 13：全球 10Y 国债收益率（%）：欧美震荡下行	9
图 14：10Y 国开债与国债利差维持低位（%）	9
图 15：3Y 信用利差扩大（BP）	9
图 16：美联储资产规模连续 2 周下降（USD bn）	9
图 17：主要央行政策利率（%）	9
图 18：全球汇率：美元指数小幅下行，欧英升，日元转贬	10
图 19：CNY 小幅贬值	10
图 20：黄金价格突破 2000 美元	10
图 21：OPEC+ 减产，油价中枢上移	10
图 22：3 月末煤价延续下跌趋势（元/吨）	10
图 23：本周铜价小幅上行	10

一、美国劳动力市场并未快速降温

美国银行业动荡得到一定控制，美联储连续两周转为缩表，市场关注重点重回美国就业市场强弱和美国通胀趋势的潜在变化。在硅谷银行挤兑事件爆发满一个月左右的当下，美国银行业的动荡局面似乎已经控制在了个别中型银行的范围内。截至4月5日当周，美联储资产负债表总规模再降736亿美元至8.63万亿美元，其中长期国债沿着3月FOMC会议声明中承诺的原缩表路径减少493亿美元，同时本轮银行业动荡以来用于向商业银行体系直接提供短期流动性的回购和贷款合计也减少252亿美元，这两个项目为主共同驱动了美联储资产负债规模的连续第二周下滑。商业银行出现部分存款出表的局面，但对银行体系来说，居民存款转向净值化的货币基金，事实上令银行业面临恐慌式挤兑的风险明显下降，这对于当前的美国银行业动荡局面的缓解是有帮助的。四月以来，市场对美国货币政策进行预判的关注重点再度转向实体经济层面，最先公布的就业市场数据首当其冲，引发了上周后半段海外市场的预期波动。职位空缺数减少的同时，劳动参与率和失业率却同时表现强势，美国劳动力市场以及未来的通胀路径是强是弱？美联储年内有可能转为降息么？

图 1：美联储资产总规模与结构（USD bn）

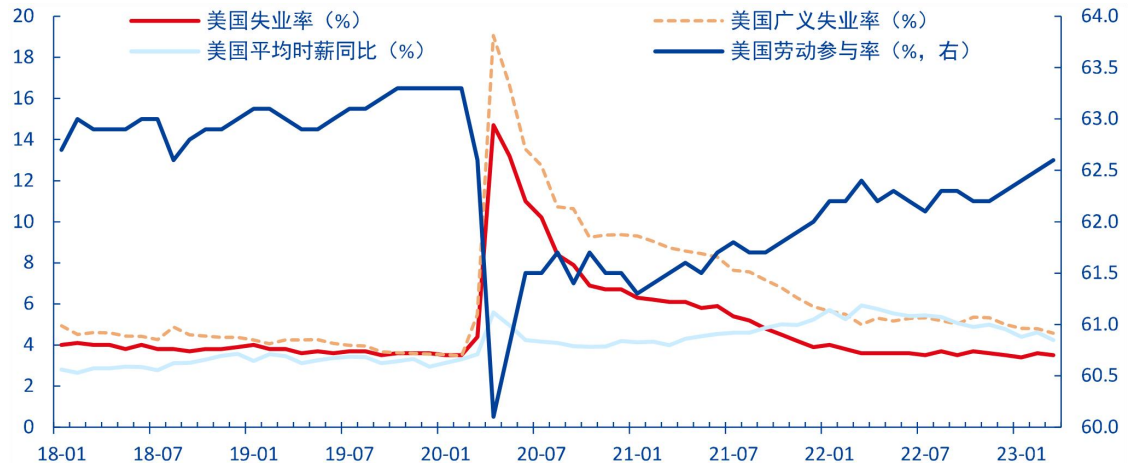


资料来源：Wind，华金证券研究所

劳动参与率与失业率的同步走强，意味着3月美国劳动力市场供给改善更快，从而带来短期职位空缺数的较快下降，劳动力需求尚未明显降温。据美国劳工统计局4月7日公布数据，3月美国劳动参与率提升0.1个百分点至62.6%，为连续第四个月匀速上行，并且已经重回2020年3月水平，为疫情以来最好表现。同时美国失业率也扭转了上个月的疲弱表现，转为再度下行0.1个百分点至3.5%。我们测算的美国广义失业率3月下行达0.2个百分点至4.6%，与2019年底的差距收窄至1个百分点。当月美国新增非农就业23.6万人，尽管较此前两个月疫情缓和驱动就业改善的时期有所放慢，但仍稍超过正常年份就业新增速度，并且并未出现ADP就业数据所预测的大幅低于预期的情况。非农就业情况总体良好，劳动力市场活跃度提升的最新数据结构，很大程度上扭转了三天前2月职位空缺数大幅减少所导致的市场偏鸽情绪。2月非农职位空缺人数减少63.2万，但基于当前更具综合性的数据来看，美国劳动力缺口整体收窄53.5万人，职位空缺人数的减少有一部分源于更多劳动年龄段人口重回劳动力市场、以及就业岗位适配度提升所导致的失业率下降。当前劳动力缺口仍有409.2万人，显著高于正常年份，且下行斜率较为平缓，同时由于非农就业报告和劳动参与率、失业率报告口径不同，劳动力缺口仍可能在未来近

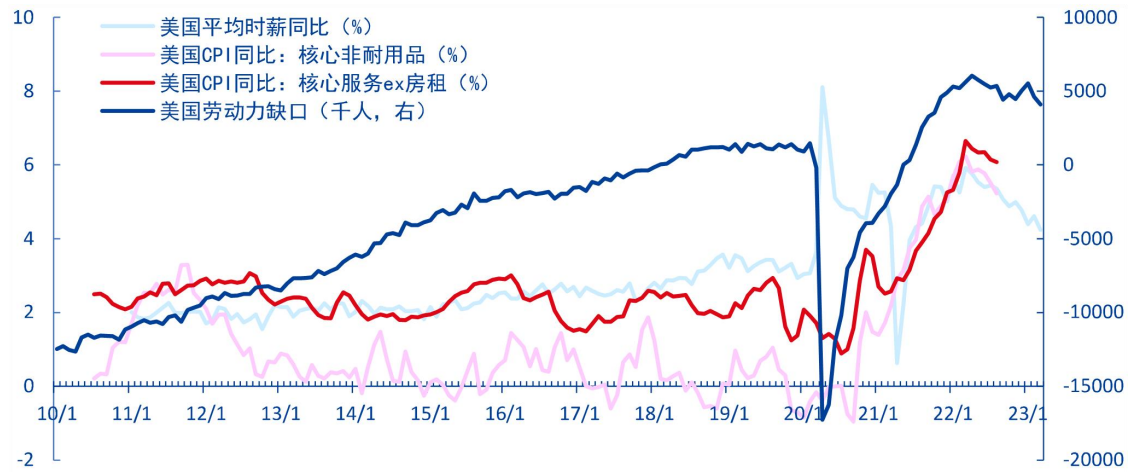
月重新扩大。劳动力市场总体情况显示，3月时薪同比4.2%下行速度已经明显快于劳动力市场降温的速度，未来时薪增速可能仍存有一定黏性。3月就业数据公布后，美元指数自4月4日低位101.5左右出现较为明显的反弹，当日收盘回到102.1附近，美债收益率曲线小幅上移，市场重新预期美联储在5月或将加息25BP，黄金价格小幅下挫。

图2：美国3月失业率下行、劳动参与率上行，广义失业率再创疫情以来新低



资料来源：Wind，华金证券研究所

图3：美国时薪增速下行已经快于劳动力缺口收窄速度，后续或将放缓

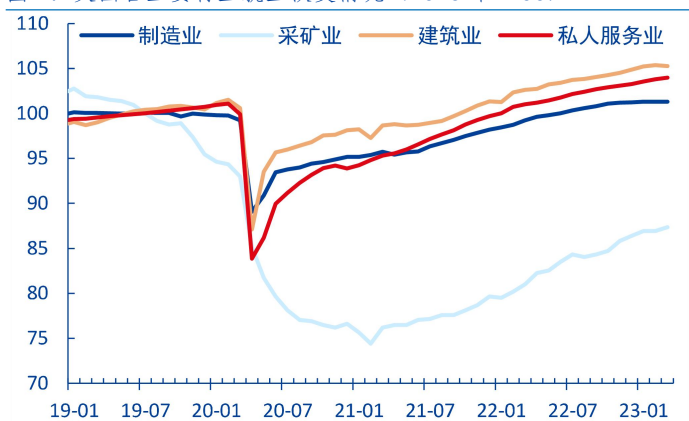


资料来源：Wind，华金证券研究所

疫情趋于结束持续带动服务业就业改善，制造业就业连续第二个月停滞，但研发活动创造就业能力仍强，超额储蓄和薪资通胀螺旋自我强化之间美国居民未来消费需求预计仍维持过热区间，加之近期原油价格中枢修复性抬升，美国通胀回落速度预计仍然非常缓慢。从非农就业的行业结构来看，3月改善最多的仍是专业商务服务教育医疗以及休闲酒店业，合计新增就业高达17.6万人，制造业就业连续第二个月略减少1千人，美国工业生产后续能否维持强劲令市场担忧，但从研发活动就业仍增长较快的趋势来看，未来美国制造业活动仍有反弹可能，去年以来美国实施多项保护主义的产业政策，高端制造业和研发活动向美国本土回流是拜登政府主要的政策目的，包括财政补贴和市场分割的政策风格仍有可能令美国制造业活动维持相对其他发达国家的强势表现。从美国居民消费动能的角度来看，一方面薪资增速仍高，对居民流量收入形成直接支

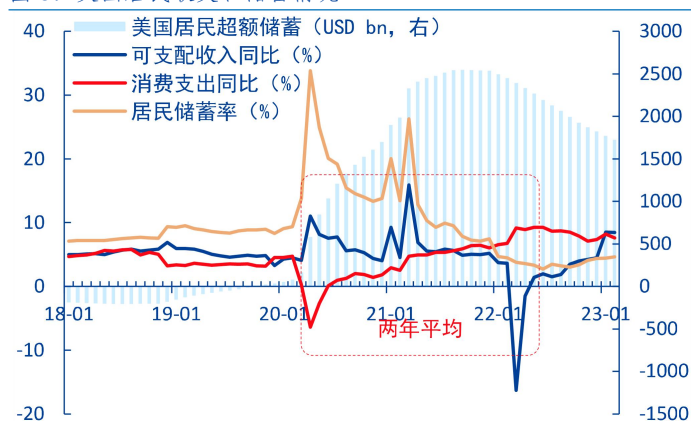
撑；另一方面美国居民当前仍持有超过 1.7 万亿美元的超额储蓄，消耗速度并不快，从而令美国居民仍有相当强的购买力用于服务和商品消费。此外近期 OPEC 与俄罗斯同时宣布了 166 万桶/日的“自愿减产”并宣布维持至年底，有利于原油价格中枢水平抬升至 85 美元/桶附近的中期全球通胀对应水平，可能对美国薪资通胀螺旋再度形成强化。我们维持下半年美国核心服务（不含房租）通胀、以及核心非耐用品通胀可能具有较强黏性的判断，预计 4 季度美国 CPI 同比增速可能仍维持于 4.7% 左右，全年低点可能出现在 7 月前后。稍高于美联储当前预期的通胀路径、以及可能低于美联储预期的失业率水平仍指向美联储可以在 5 月加息 25BP，甚至如果金融风险得到较好控制，实体经济供需、以及劳动力市场情况可能允许美联储更大幅度的加息。

图 4：美国各主要行业就业恢复情况（2019 年=100）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：美国居民收支和储蓄情况



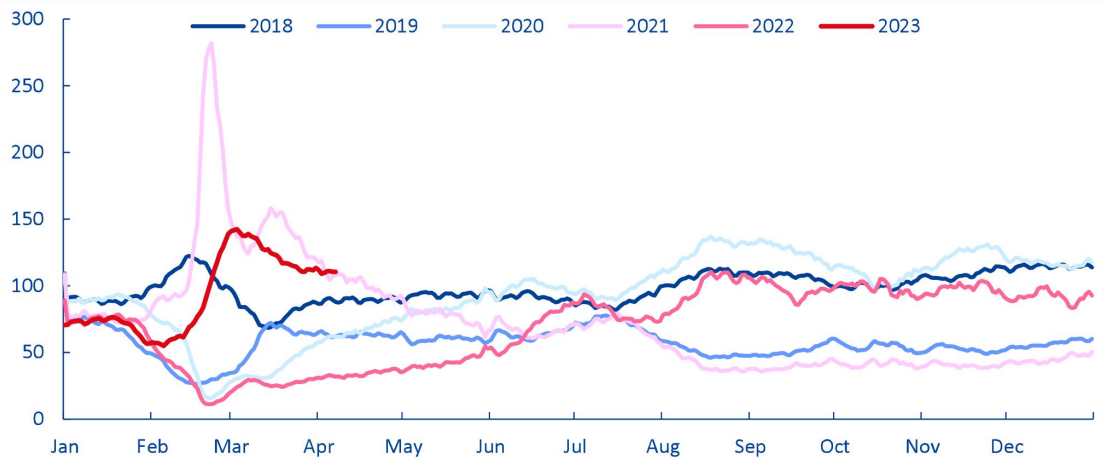
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、我国房地产需求集中释放峰值已过，结构矛盾仍突出

视角回到国内经济，当前海外市场实体经济供需相对旺盛的局面正在令市场对出口拖累增长的担忧下降，但房地产需求短期内较好的总量表现能否持续，又成为市场新的分歧点。

从新房成交的高频数据来看，我们和过去几年的平均季节性表现相比，1 月到 3 月实际上经历了一个仍偏弱——迅速走高——开始降温的变化路径。今年一月由于春节提前，高频数据呈现出的是仍然较低的地产成交数据，至 2 月形成了春节提前导致销量提早恢复、疫情缓和导致的需求集中释放两大因素的叠加走强，高频地产销售情况一度迅速走强至数年均值水平的 1.4 倍。至 3 月起，尽管绝对交易规模未出现明显下滑，但与历年趋势相比已经开始明显降温，至 4 月初的月均销售水平已经降至过去几年均值的大约 1.1 倍，后续情况仍待观察。由于去年 3 月-5 月上海封控并导致全国多个省份防控政策收紧，地产交易在这一时段内基数极低，同比增速预计仍将大幅上冲，但从交易的时间序列趋势来看，3 月以来的地产需求逐步降温过程可能显示今年一季度的地产需求回暖更接近去年 6-7 月上海解封之后、以及 2021 年上半年市场对疫情消退预期较为乐观时期的短暂的需求集中释放，而可能并非是趋势性的改善。

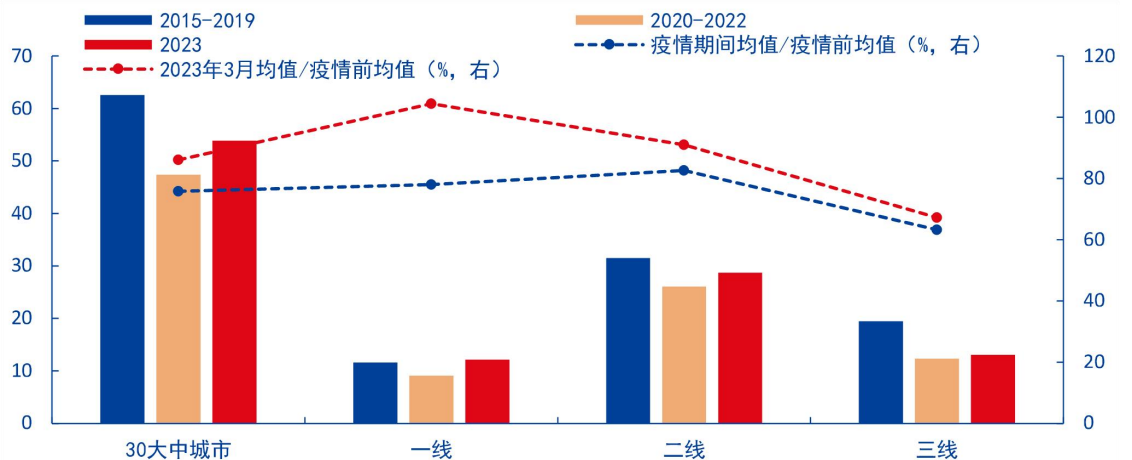
图 6：30 城住宅成交面积趋势（与近年来均值之比，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

经历此前一年半的地产周期调整之后，当前全国房地产市场需求呈现较为明显的“跷跷板效应”，在工业化尚未形成明显的东部带动中西部扩散升级的格局之前，当前一线城市较强的人口吸纳能力同时正在带来三线城市的相应人口流出压力，区域性的地产冷热不均的矛盾现象在一季度仍然非常突出，这一点也可能削弱本轮地产需求改善的可持续性和中期强度。始自 2021 年中、持续一年半的地产周期性调整，与此前的地产政策收紧时期最大的区别在于，适逢疫情期间、以及人口结构加速恶化阶段，全国范围内来看，城镇化速度明显放缓，农村户籍年轻人进入城市工作落户意愿降低；同时作为城镇化基石的高端制造业再度向东南沿海省份集中，令疫情以来出现明显的地产需求跷跷板效应——一线城市和部分产业链升级较快的二线城市仍有较强的人口吸纳能力，但这是以三线城市人口流出压力的增加为代价的。从最新的 2023 年 3 月高频数据来看，地产需求恢复的城市结构甚至进一步强化了这种产业链布局不平衡所导致的矛盾，一线城市已经恢复至超过疫情前均值水平，二线城市相差不大并较疫情三年同期表现有所改善，而三线城市仍持续处于历史较低水平。这样的分化结构可能削弱本轮地产需求改善的可持续性和中期视角下的恢复强度。

图 7：历年 3 月平均地产销售情况（万平米）及结构比例

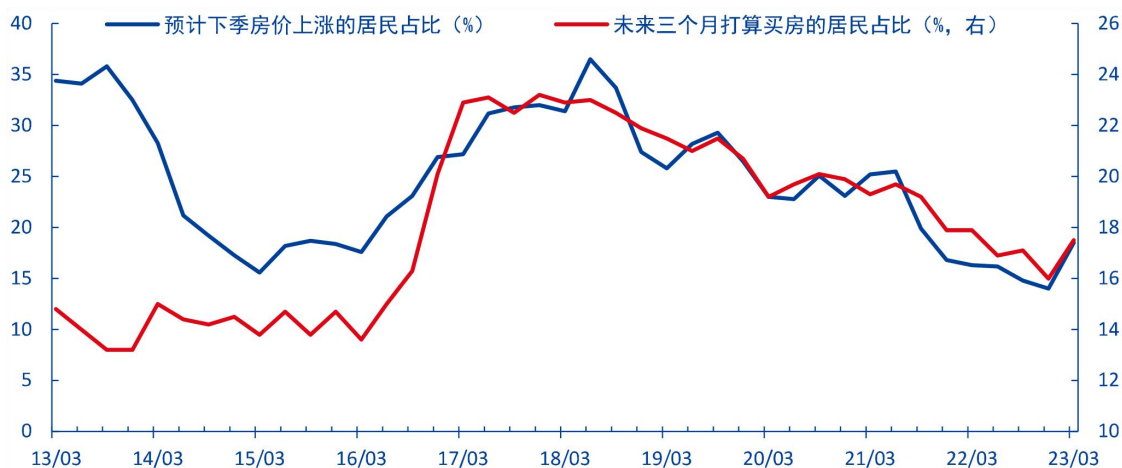


资料来源：Wind，华金证券研究所

人民银行城镇储户问卷调查数据也显示，当前居民对房地产市场展望小幅转暖，但仍处于2018年以来较低的信心水平。4月3日人民银行公布的城镇储户问卷调查数据显示，18.5%的居民预计下季度房价有所上涨，这一比例较去年四季度提升4.5个百分点，但仍低于2021年三季度之前的水平。当季有17.5%的居民反馈未来三个月有买房打算，比例小幅抬升1.5个百分点但同样仍处于阶段性的低位。这些数据也显示当前对房地产市场需求不宜过度乐观。

考虑到当前土地成交、房地产开发投资均进入需求驱动模式，二季度地产需求的环比以及结构性表现对全年政策环境而言非常关键，我们建议持续关注。

图8：人民银行城镇储户问卷调查显示居民对房地产市场展望小幅转暖

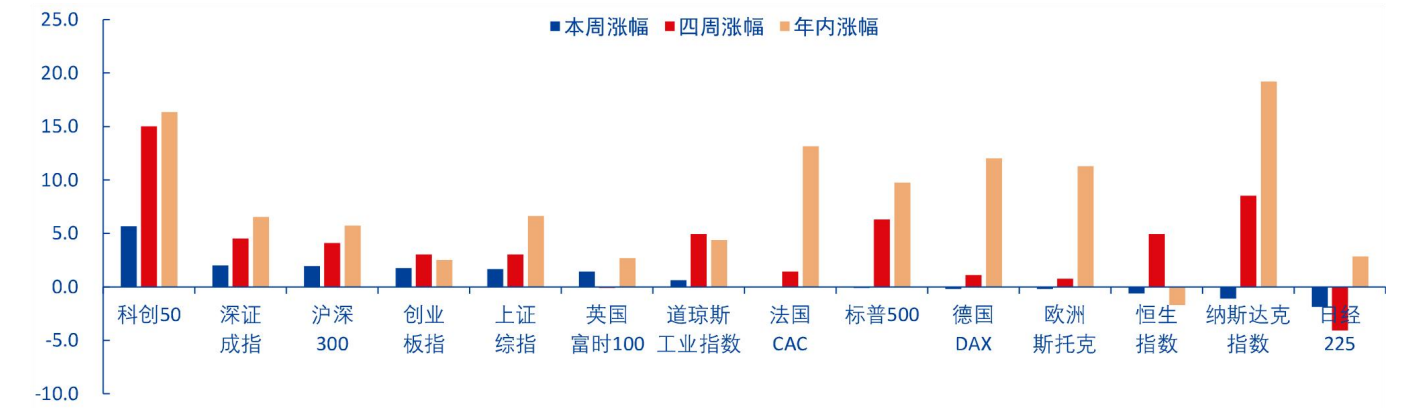


资料来源：Wind，华金证券研究所

风险提示：美联储加息速度超预期。

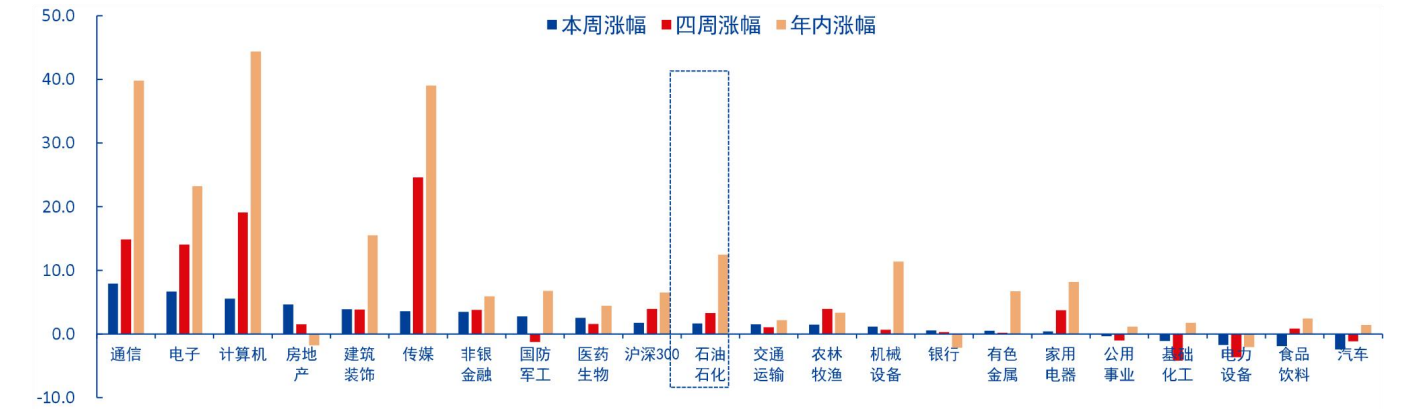
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 9: 全球股市: A 股涨幅领先, 美国股市本周跌幅较深



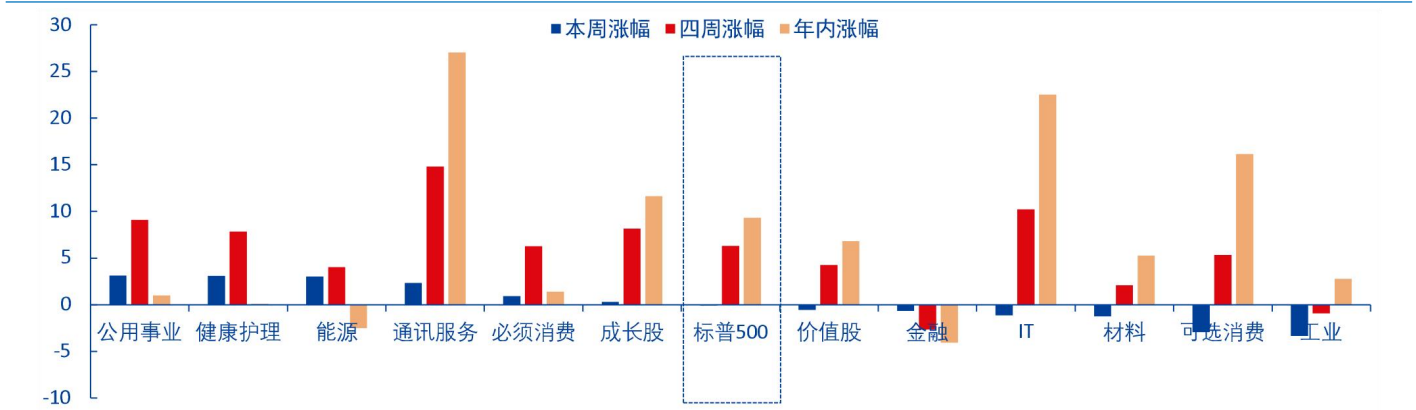
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : TMT 涨幅靠前, 房地产、建筑装饰本周上涨



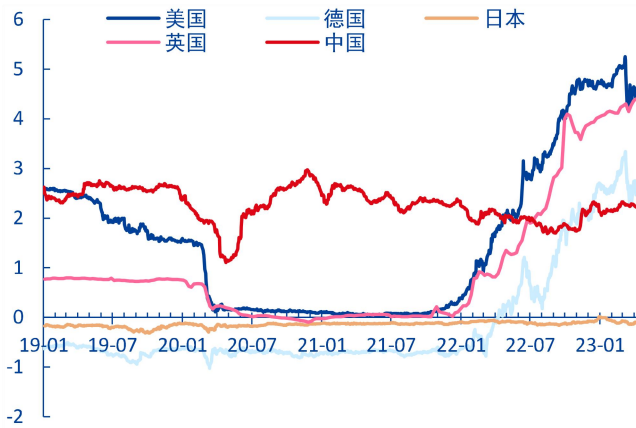
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 公用事业、健康护理板块涨幅靠前, 能源继续上涨



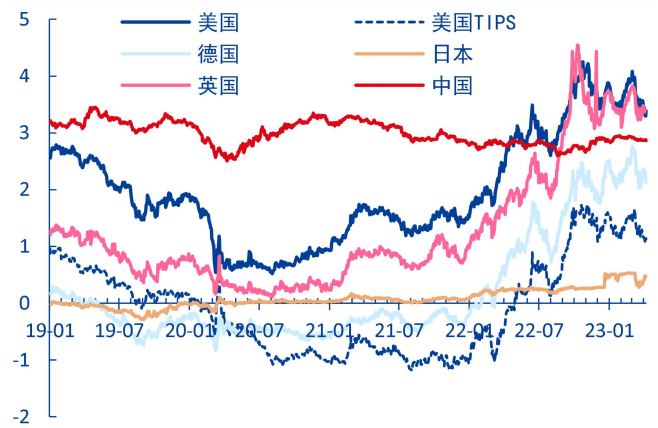
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 全球 1Y 国债收益率 (%) : 就业数据带动美债波动较大



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 全球 10Y 国债收益率 (%) : 欧美震荡下行



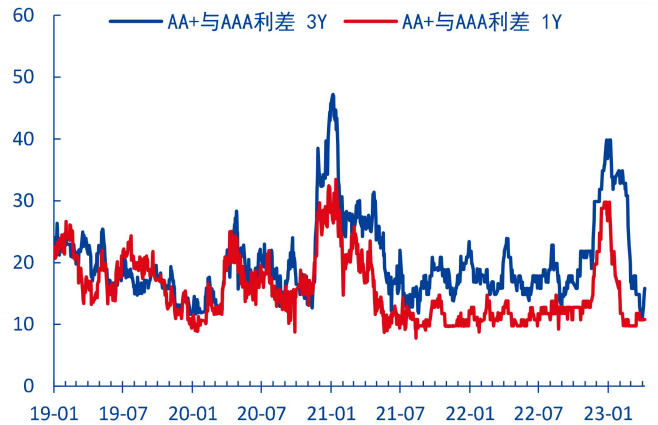
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 10Y 国开债与国债利差维持低位 (%)



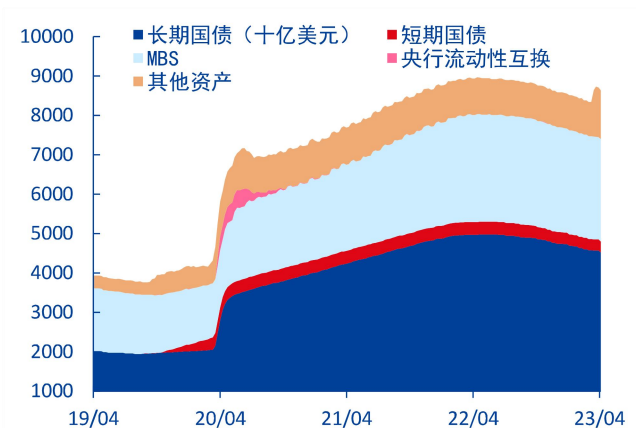
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 3Y 信用利差扩大 (BP)



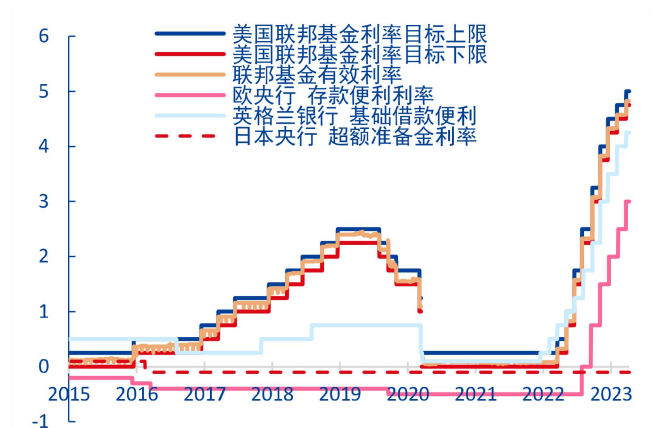
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 美联储资产规模连续 2 周下降 (USD bn)



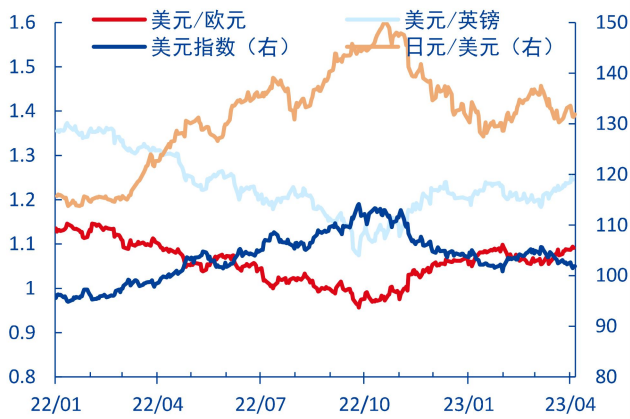
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 全球汇率: 美元指数小幅下行, 欧英升, 日元转贬



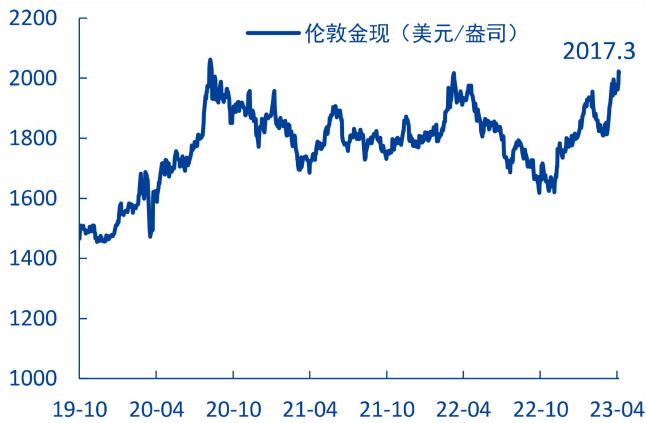
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: CNY 小幅贬值



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 黄金价格突破 2000 美元



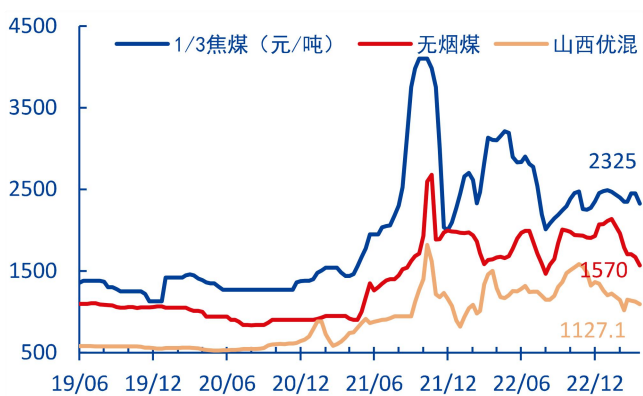
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: OPEC+ 减产, 油价中枢上移



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 3 月末煤价延续下跌趋势 (元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 本周铜价小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn