

宏观动态跟踪报告

美联储会停止加息么？——美国3月非农就业数据解读

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：

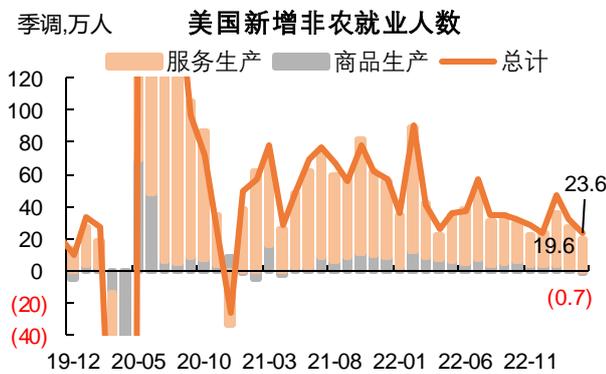
- **美国就业韧性尚可。**美国3月新增非农就业连续三个月放缓、基本符合预期，大幅低于近半年以来的平均水平；失业率意外回落至3.5%；劳动参与率再度回升0.1个百分点至62.6%；非农平均时薪环比增速回升0.1个百分点至0.3%。整体来看，3月非农数据仍有韧性，与本周公布的其他美国就业和经济数据形成对比。
- **市场衰退预期缓和。**3月非农就业数据公布后，市场对3月美联储加息25BP的预期升温。据CME FedWatch，4月7日就业数据公布后，市场对5月加息25BP的预期由50%以下上升至近70%，但仍预期下半年仍会降息75BP左右。就业数据公布后，市场交易“紧缩”：4月7日，10年美债收益率由前值3.30%小幅上涨9BP，至3.39%；2年美债收益率上涨15BP，至3.97%；美元指数立即跃升，涨幅近0.4%，但收盘涨幅回落至0.21%，重上102关口。
- **美联储尚难停止加息。**目前美联储抗通胀仍是“主旋律”，5月加息概率较大，6月是否会加息仍需观察数据。首先，美国就业市场尚不具备大幅降温的基础。尤其考虑到，截至2月美国劳动力供需缺口仍有约400万人，即便未来经济开始降温，美国劳动力市场仍将在较长时间内处于“供不应求”的格局。其次，欧佩克+宣布减产，国际油价更具支撑，威胁通胀回落的前景。最后，目前银行业危机已暂告一段落，信贷紧缩的影响有待观察。4月5日公布的数据显示，美联储总资产环比减少736亿美元，降幅扩大；美联储贴现窗口贷款总额环比减少184.5亿美元，连续三周收缩；银行定期融资计划（BTFP）余额环比上涨146.2亿美元，较危机爆发初明显降低；货币市场共同基金资产环比上涨490.7亿美元，涨幅收窄。未来，信贷紧缩对经济的影响程度仍有待观察考证，目前判断美国经济陷入深度衰退为时尚早。
- **风险提示：**美欧银行业危机超预期爆发，美国通胀超预期走强，美联储政策超预期变化等。

2023年3月美国新增非农就业基本符合预期，失业率低于预期，整体仍有韧性，与本周公布的其他数据形成对比，因此市场衰退预期有所修正，对于美联储5月加息的预期上升，美债利率和美元指数上扬。往后看，银行危机已暂告一段落，信用紧缩的影响仍有待观察，美联储暂难找到有力证据支撑停止加息的选择。此外，欧佩克+宣布减产，国际油价更具支撑，威胁通胀回落的前景。总之，美联储抗通胀仍是“主旋律”，5月加息概率较大，6月是否会加息仍需观察数据。

一、美国就业韧性尚可

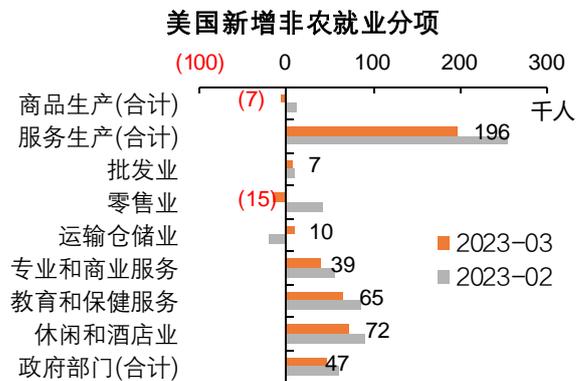
2023年3月美国新增非农就业连续三月放缓、基本符合预期，大幅低于近半年以来的平均水平。美国时间2023年4月7日公布的就业数据显示，美国3月新增非农就业23.6万人，略低于预期23.9万人（路透调查），但较前值32.6万人明显回落，大幅低于2022年9月以来的月度平均水平（33.4万）。结构上，3月商品生产（-0.7万，前值1.1万）、服务生产（19.6万，前值25.5万）以及政府部门（4.7万，前值6万）的新增就业人数较2月均有所回落，其中商品生产的新增就业人数是自2021年5月以来首次转负。细分行业中，大部分行业新增就业再次放缓，仅运输仓储业新增就业小幅上升。

图表1 3月美国新增非农就业回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

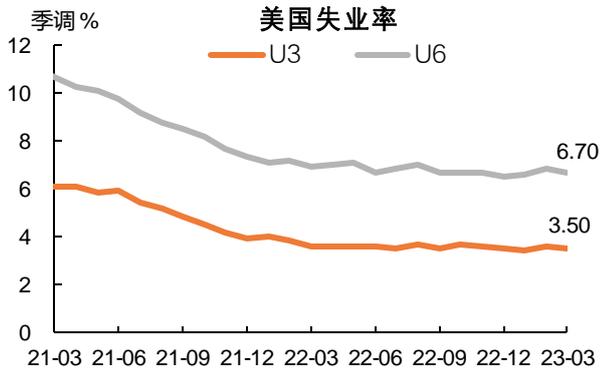
图表2 大部分行业新增就业边际放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

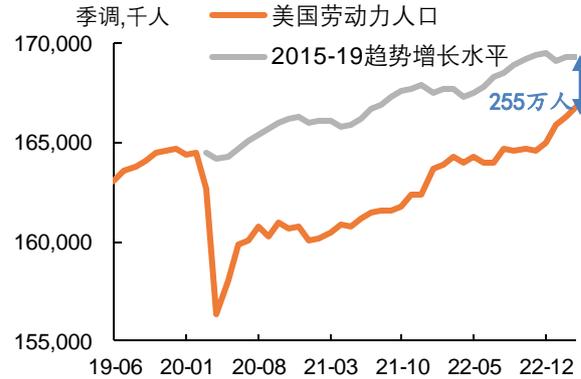
美国3月失业率回落至3.5%，劳动参与率再度回升0.1个百分点。美国3月U3和U6失业率较前值3.6%和6.8%均回落0.1个百分点，分别至3.5%和6.7%。3月劳动参与率再度回升0.1个百分点至62.6%，对应新增劳动力48万人，是2022年平均水平的2.25倍，自2022年底以来劳动力人口持续修复。劳动力供给方面，3月美国劳动力人口为1667.3万人，较2015-2019趋势增长水平低255.3万人，缺口已连续四个月收窄。

图表3 美国3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

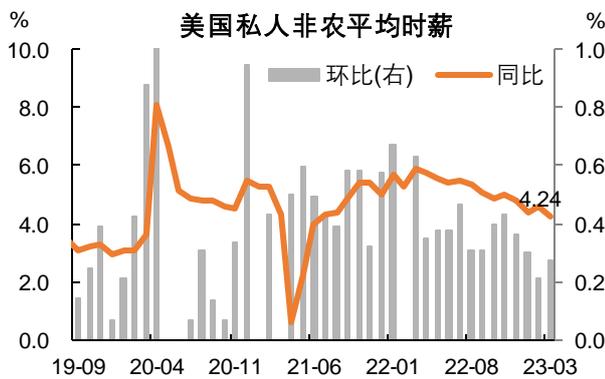
图表4 美国3月劳动力供给“缺口”收窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

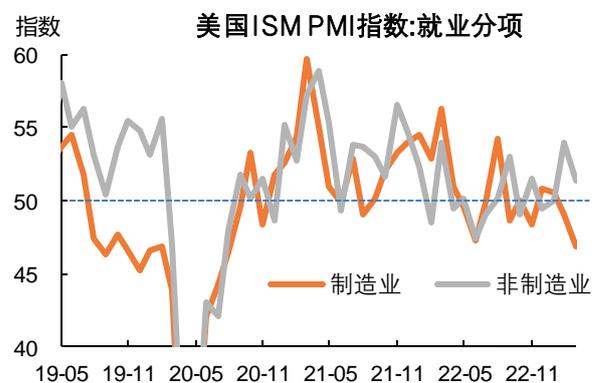
美国3月工资同比增速回落创2021年6月以来新低,但环比增速有所回升。美国3月非农平均时薪为33.18美元,同比增长4.2%,低于预期4.3%和前值4.6%,并创2021年6月以来新低;环比增长0.3%,持平于预期但高于前值0.2%;同时,非农非管理人员平均时薪同比为5.1%,低于前值5.3%。2022年下半年以来,非农非管理人员工资同比增速与当月PCE物价同比较为接近,因此经验上预计3月美国PCE同比或在5.1%左右。

图表5 美国3月工资环比增长0.3%略高于前值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 ISM、PMI指数就业分项显示招聘需求降低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

整体来看,3月美国非农数据仍有韧性,与本周公布的其他就业和经济数据形成对比。本周早些时候公布的数据显示:1)3月ISM制造业PMI和非制造业PMI中的就业分项分别为46.9和51.3,较前值分别低2.2和2.7个点,其中前者创2020年9月以来最低,制造业和服务业对于劳动力的需求均有所减弱。2)2月JOLTS职位空缺993.1万人,已连续两个月下降,较前值1082.4万人明显收窄。3)4月1日当周首次申请失业救济人数22.8万人,高于预期20万人和前值24.6万人;3月25日当周续请失业救济人数182.3万人,高于预期170万人和前值181.7万人。

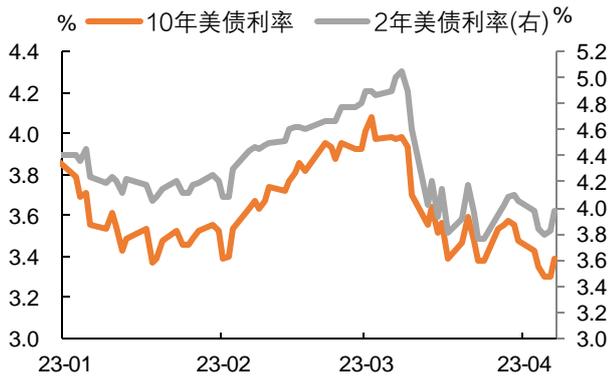
二、市场衰退预期降温

美国3月就业数据公布后,市场对5月加息25BP的预期升温。据CME FedWatch,4月7日就业数据公布后,市场对5月美联储加息25BP的预期由49.2%跃升至67%左右,但仍预计下半年将降息75BP左右。虽然市场认为招聘市场已经出

现疲软信号，但劳动供求缺口仍大、失业率居“低”不上，叠加原油价格再度上行和银行业危机暂时缓解，美联储加息的必要性和可行性都更充分。

就业数据公布后，美债收益率上涨，美元指数上行。4月7日，10年美债收益率由前值3.30%小幅上涨9BP，至3.39%；2年美债收益率上涨15BP，至3.97%；1年美债收益率上涨10BP，至4.61%。非农报告公布后，美股期货止跌转涨，道指和标普500指数期货均涨0.2%，纳斯达克100期货涨0.1%；美元指数立即跃升，涨幅近0.4%，但收盘回落至0.21%，重上102关口。

图表7 4月7日美债收益率上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 4月7日美元指数上涨0.21%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、 美联储尚难停止加息

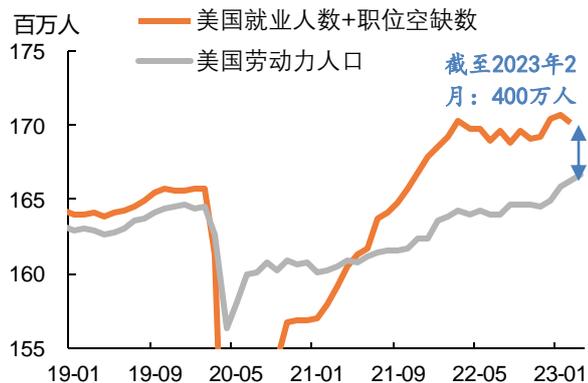
整体来看，目前美联储抗通胀仍是“主旋律”，5月加息概率较大，6月会否加息仍需观察数据。

首先，美国就业市场尚不具备大幅降温的基础。尽管近期公布的数据显示，美国PMI数据就业分项变冷，劳动参与率提高等，劳动力市场供求状况有所改善，但3月新增非农不弱，薪资环比增速加快，失业率更是再次下跌了0.1个百分点，都证明美国劳动力市场依然保持火热。尤其考虑到，截至2月美国劳动力供需缺口仍有约400万人，即便未来经济开始降温，美国劳动力市场仍将在较长时间里处于“供不应求”的格局。

其次，原油等大宗商品价格走高，或再次推升商品通胀。OPEC联合减产、美国原油库存和战略储备下降，使美国对于国际油价的控制能力减弱，并且能源革命下石油开采投资动力不足，令原油市场高垄断、紧供给的格局或将在中长期内保持。商品通胀重燃仍具有一定的风险性，并可以通过影响居民通胀预期导致通胀降温不力甚至加速。

最后，目前银行业危机已暂告一段落，信贷紧缩的影响有待观察。4月5日公布的数据显示，美联储总资产环比减少736亿美元，降幅扩大；美联储贴现窗口贷款总额环比减少184.5亿美元，已连续三周收缩；银行定期融资计划(BTFP)余额环比上涨146.2亿美元，较危机爆发之初明显降低；货币市场共同基金资产环比上涨490.7亿美元，涨幅收窄。这些数据表明，银行业危机仍在降温，并未出现广泛的传播与扩散，美国金融体系依然保持相对稳健。未来，信贷紧缩对美国的影响程度仍有待观察考证，目前判断美国经济陷入深度衰退可能为时尚早。

图表9 截至 2023 年 2 月美国劳动力缺口仍有 400 万



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 欧佩克+减产呵护油价



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美欧银行业危机超预期爆发, 美国通胀超预期走强, 美联储政策超预期变化等。

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