

# 宏观周报 20231210

## 11月非农：美联储“定力”更足？

2023年12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

《2024年美国宏观经济展望：“缺席”的衰退和“迟到”的降息？》

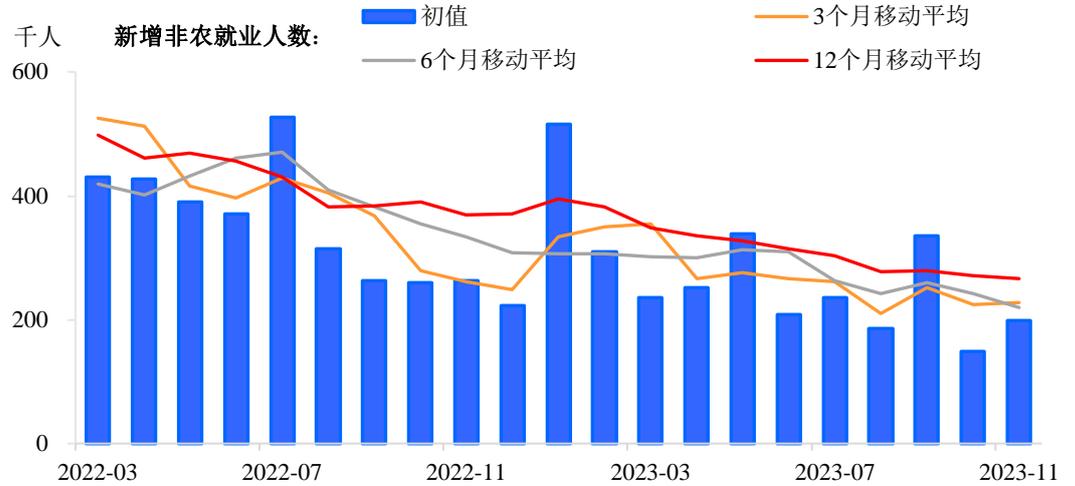
2023-12-09

《从政治局会议看中央经济工作会议定调》

2023-12-08

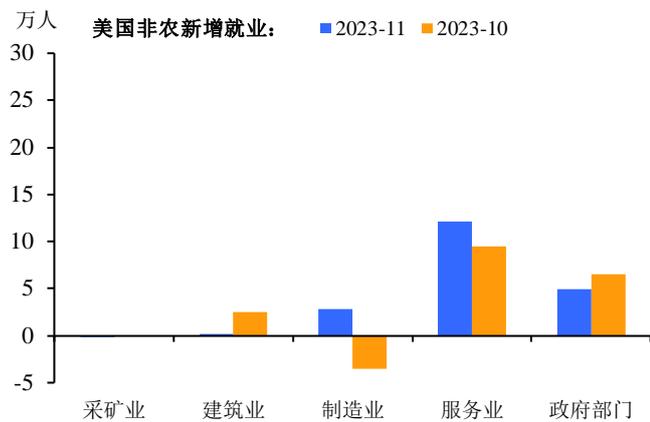
- **美国非农数据**可谓是“七上八下”：10月份新增非农就业人数还不及预期录得15万人，提供给市场早降息的“信心”；11月又超预期反弹的上涨近20万人，给乐观的认为会提前降息的市场“浇了一盆冷水”。不过这一数据却给美联储的决策提供了足够的“定力”。数据公布后，10年期美债上行3bp至4.2%，美元上行，三大股指期货齐跌。
- **那么11月超预期的就业数据究竟是什么情况？**
- **就业人数：增长超预期的主要“推手”来自于制造业。**此前由于罢工，导致10月非农就业人数低于预期。而随着罢工的结束，美国汽车工人联合会(UAW)劳动者重新返回岗位，制造业新增就业人数转正。制造业之外的服务业也贡献了正增长，主要是来自低收入服务业群体。教育和医疗服务行业的非农新增提速至9.9万人（前值8.3万人）。
- **薪资：增速出现反弹。**工资水平是美联储密切关注并视为是否会增加通胀压力的信号。11月薪资增速环比反弹，部分反映出的是罢工活动涨薪协议的影响，同时医疗系统也达成薪资上涨和福利补贴的初步协议造成了薪资的上涨。不过与通胀粘性挂钩的低端服务业薪资环比放缓，休闲酒店、教育健康等同环比增速均回落，意味着通胀粘性风险有所缓解。
- **11月非农让美联储“定力”更足。**鲍威尔曾多次指出，要使通胀率回到美联储2%的目标，“需要劳动力市场条件有所缓和”。不过同样不可忽视的是，美联储需要看到的是持续软化的就业市场，而非“偶然一次”。显然，目前的情况并不符合上述。因此，在就业稳定回落之前，美联储均将保持一定的政策定力，市场的“抢跑”也将逐步回归和收敛。从长期来看，美债利率的超调将随着美联储的政策定力逐步回升。
- **经济活动：美国经济持续放缓，欧洲经济分化。**截至12月3日，美国WEI指数初值录得2.48，前值下修至1.74，美国经济持续放缓。欧洲经济表现分化，截至12月3日当周德国WAI指数初值0.17，前值再次被下修，陷入负增长区间；而截至11月19日瑞士WEI指数录得0.78，经济增长相对平稳。
- **需求：美国消费活动再次大幅降温，地产活动持续改善。**截至12月3日当周，美国红皮书商业零售销售同比录得为3.0%，前值6.3%，再次印证了我们之前的看法，前期红皮书零售销售同比的超预期上升更多受基数效应的扰动，长期不改消费降温趋势。  
地产方面，截至12月10日，抵押贷款固定利率为7.03%，较上期下降0.19个百分点，边际加快下行。地产需求本周明显改善，申请抵押贷款购房的人数降幅大幅收窄。
- **就业：美国劳动力市场降温偏缓。**截至12月3日当周，美国初次申请失业救济人数为22.0万人，较前值上升0.1万人；截至11月26日当周，续请失业金人数为186.1万人。虽然美国劳动力市场持续松动，但结合11月非农来看，目前仍处于偏缓慢的进程，这将使得核心CPI的下行更为缓慢。
- **流动性：美元流动性边际改善。**本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）边际上升。监测美元流动性的核心指标Libor-OIS边际下降，企业债利差略有下降。截至12月6日，美联储资产负债表规模较11月29日收缩了587.6亿美元，其中国债下降303.54亿美元，美国缩减资产负债表的行为有所加快。此外，欧美主要银行的CDS指数在本周边际下行，债券违约风险下降。各类银行存款普遍下行。整体来看，美元流动性有所改善。
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 11月新增非农就业人数近20万人



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

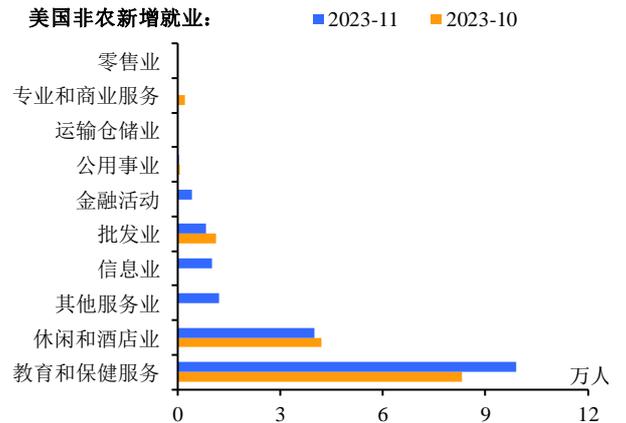
图2: 制造业是新增非农的主要影响因素



注: 2023年数据截止至11月

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

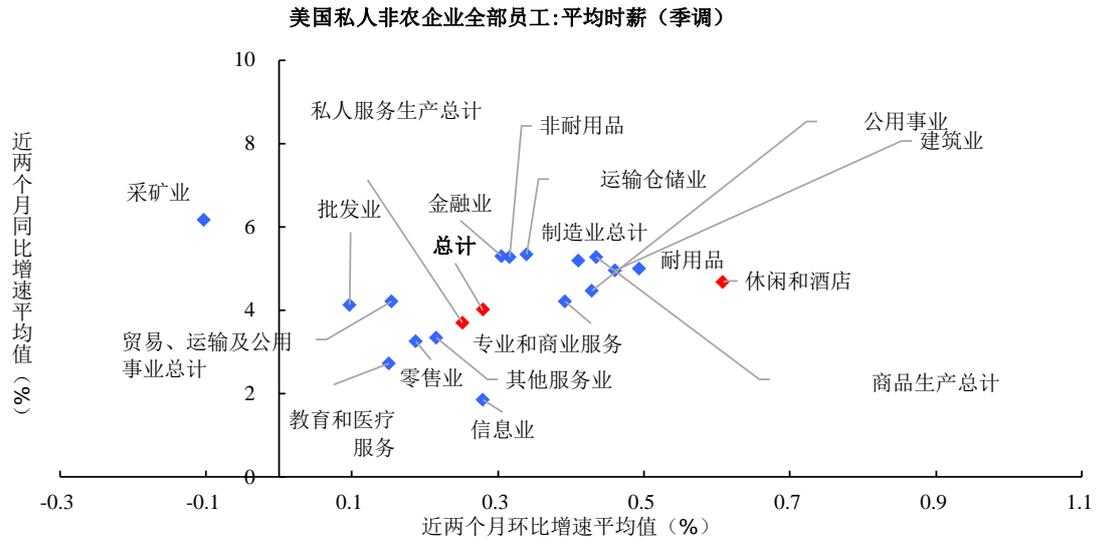
图3: 服务业中的低端服务就业在增长



注: 2023年数据截止至11月

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：美国各行业的同环比薪资增速情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：海外经济数据跟踪

【东吴宏观】美国当周核心数据回顾 (2023.12.04-2023.12.10)									
	单位	边际变化	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	重要性
<b>工业</b>									
耐用品订单环比 (季调)	%	↓ -9.42			-5.39	4.03	-0.13	-5.64	★★★
制造业订单环比 (季调)	%	↓ -5.90			-3.60	2.30	1.00	-2.10	★★
<b>就业</b>									
失业率 (季调)	%	↓ -0.20		3.70	3.90	3.80	3.80	3.50	★★★
新增非农就业人数	万人	↑ 4.90		19.90	15.00	33.60	18.70	23.60	★★★
ADP就业人数变动 (季调)	万人	↓ -0.30		10.30	10.60	8.90	18.00	31.20	★★★
新增非农就业人数:私人部门	万人	↑ 5.10		15.00	9.90	26.30	17.90	14.50	★★
新增非农就业人数:制造业	万人	↑ 6.30		2.80	-3.50	1.70	1.60	-0.20	★★
劳动力参与率 (季调)	%	↑ 0.10		62.80	62.70	62.80	62.80	62.60	★★
私人非农企业全部员工平均每周工时 (季调)	小时	↑ 0.10		34.40	34.30	34.40	34.40	34.30	★★
非农就业员工平均时薪环比 (季调)	%	↑ 0.20		0.40	0.20	0.30	0.30	0.40	★★
非农就业员工平均时薪同比 (季调)	%	↓ 0.00		4.00	4.00	4.20	4.30	4.30	★★
职位空缺数 (季调)	万人	↓ -61.70			873.30	935.00	949.70	892.00	★★
挑战者企业裁员人数同比	%	↓ -49.61		-40.77	8.84	58.25	266.86	-8.19	★
<b>景气调查</b>									
ISM非制造业PMI		↑ 0.90		52.70	51.80	53.60	54.50	52.70	★★★
密歇根大学消费者信心指数	1966年2季=100	↑ 8.10	69.40	61.30	63.80	67.90	69.50	71.60	★★★
密歇根大学消费者预期指数	1966年2季=100	↑ 9.60	66.40	56.80	59.30	65.80	65.50	68.30	★★
密歇根大学消费者现状指数	1966年2季=100	↑ 5.70	74.00	68.30	70.60	71.10	75.70	76.60	★★
密歇根大学1年通胀预期	%	↓ -1.40	3.10	4.50	4.20	3.20	3.50	3.40	★
<b>国际收支</b>									
贸易差额 (季调)	亿美元	↓ -31.04			-642.55	-611.51	-586.24	-649.62	★★★
商品贸易帐 (季调)	亿美元	↓ -34.76			-897.95	-863.19	-847.20	-899.13	★★★
【东吴宏观】海外高频数据周度回顾 (2023.12.04-2023.12.10)									
	单位	边际变化	2023/12/10	2023/12/3	2023/11/26	2023/11/19	2023/11/12	2023/11/5	2023/10/29
<b>经济活动</b>									
美国纽约联储WEI指数		↑ 0.74		2.48	1.74	1.83	1.98	1.92	1.83
德国WAI指数		↑ 0.17		0.12	-0.05	-0.02	-0.02	-0.05	-0.14
瑞士WEI指数		↑ 0.12				0.78	0.66	0.34	0.08
<b>消费</b>									
美国红皮书商业零售销售:周同比	%	↓ -3.30		3.00	6.30	3.40	3.00	3.10	5.30
美国Open Table入座订餐人数:周同比	%	↑ 0.92	-3.46	-4.38	-2.63	-2.33	-2.38	-5.87	-3.25
<b>出行</b>									
美国执行航班:周环比	%	↓ -0.89	-1.6	-0.7	-0.9	1.5	-14.8	-4.8	-0.5
TSA安检人数:周环比	%	↑ 5.00	-4.39	-9.39	0.54	2.37	5.74	-6.27	-4.02
<b>地产</b>									
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↓ -0.19	7.03	7.22	7.29	7.44	7.50	7.76	7.79
美国MBA市场综合指数:周同比	%	↑ 4.06		-11.31	-15.38	-16.30	-16.91	-17.01	-19.14
美国MBA购买指数:周同比	%	↑ 2.28		-17.66	-19.94	-20.64	-21.51	-20.66	-21.99
<b>就业</b>									
美国当周初次申请失业金人数 (季调)	万人	↑ 0.10		22.00	21.90	21.10	23.30	21.80	22.00
美国持续领取失业金人数 (季调)	万人	↓ -6.40			186.10	192.50	184.10	186.20	183.30
美国失业率:持有失业保险人群 (季调)	%	↓ -0.10			1.20	1.30	1.20	1.20	1.20

数据来源：Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图6: 欧洲经济分化



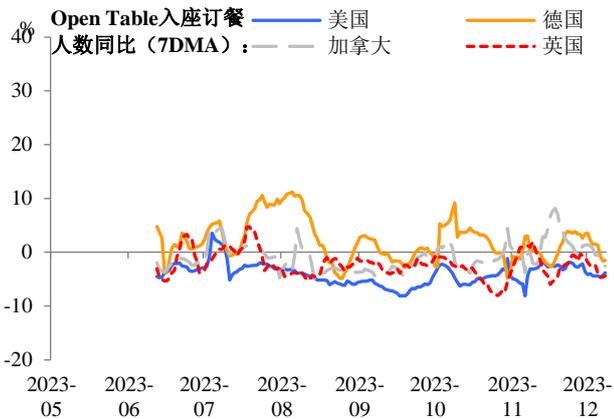
注: 日期截止至 2023 年 11 月;  
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图7: 美国消费有序降温



注: 日期截止至 2023 年 11 月; 阴影表示美国衰退;  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国订餐活动低位徘徊



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图9: 美国航班数量边际下行



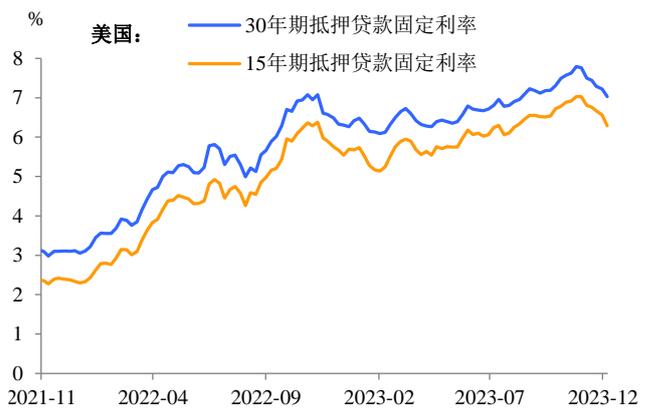
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 纽约交通拥堵指数边际下降



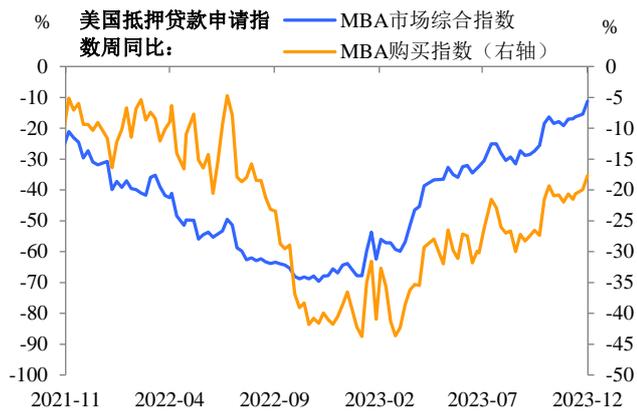
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图11: 美国抵押贷款利率边际下行



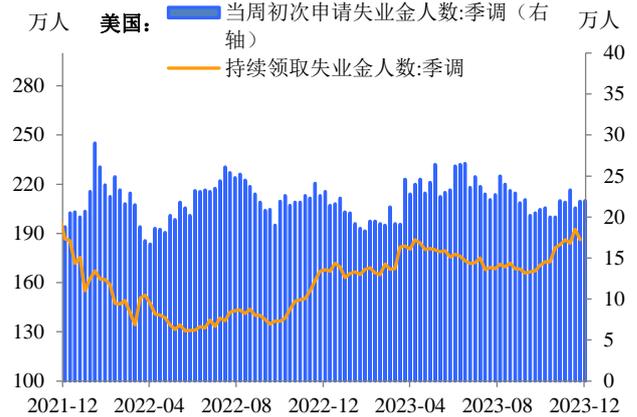
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 地产需求边际改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 美国劳动力市场有所松动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 美国流动性高频跟踪指标

【东吴宏观】美国流动性周度回顾 (2023. 12. 04-2023. 12. 10)							
(亿美元)	12/06	11/29	11/22	11/15	11/08	11/01	周度变化
<b>美联储</b>							
总资产	77374	77961	78108	78150	78607	78667	↓ -588
其他贷款	1274	1539	1545	1546	1547	1632	↓ -265
一级信贷	20	22	24	22	22	30	↓ -3
银行定期融资计划	1217	1139	1141	1129	1129	1091	↑ 78
其他信贷工具	1274	1539	1545	1546	1547	1632	↓ -265
逆回购	11845	12542	12717	12680	13439	13965	↓ -696
准备金	34968	33954	34551	34833	33604	33146	↑ 1014
TGA	6677	7536	6930	6700	7635	7530	↓ -859
<b>商业银行</b>							
现金		35246	35243	35576	34380	34006	↑ 3
消费贷		19358	19093	19027	19028	19070	↑ 265
住房贷款		25719	25716	25691	25711	25688	↑ 3
商业地产贷款		29589	29545	29539	29519	29499	↑ 44
工商业贷款		27668	27645	27350	27384	27534	↑ 23
存款		173962	173692	174125	173127	173545	↑ 269
大银行存款		108036	107713	108156	107416	108043	↑ 323
小银行存款		53065	53023	53129	53043	52997	↑ 43
<b>货币市场基金</b>	58977	57631		57340	57121	56952	↑ 1346

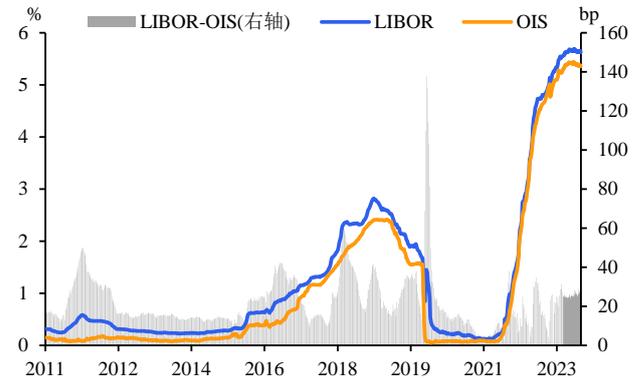
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 本周美国净流动性边际改善



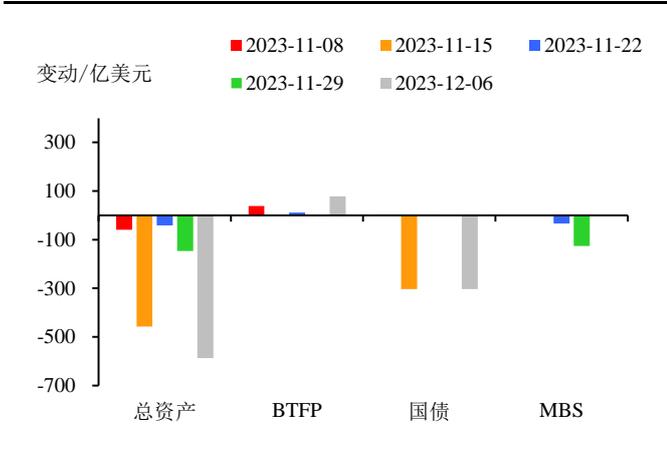
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: Libor-OIS 边际下行



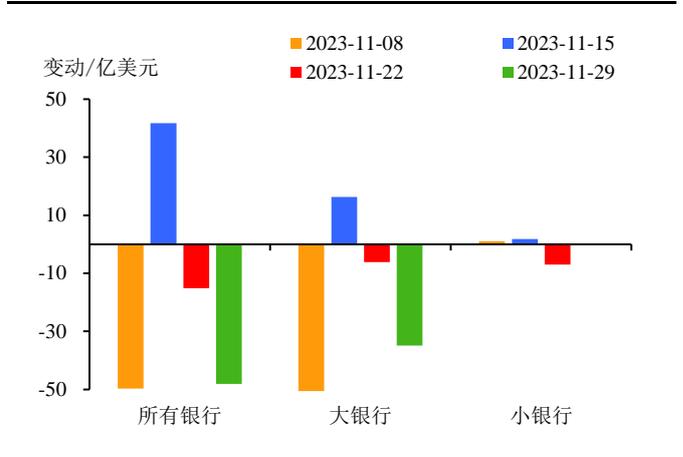
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图17: 美联储资产负债表回落



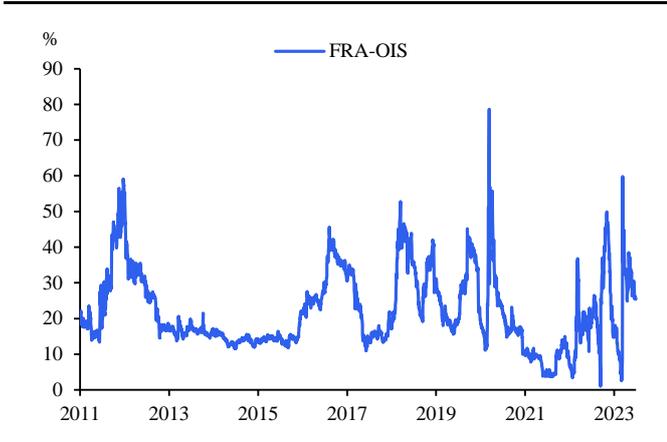
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图18: 美国商业银行存款规模下降



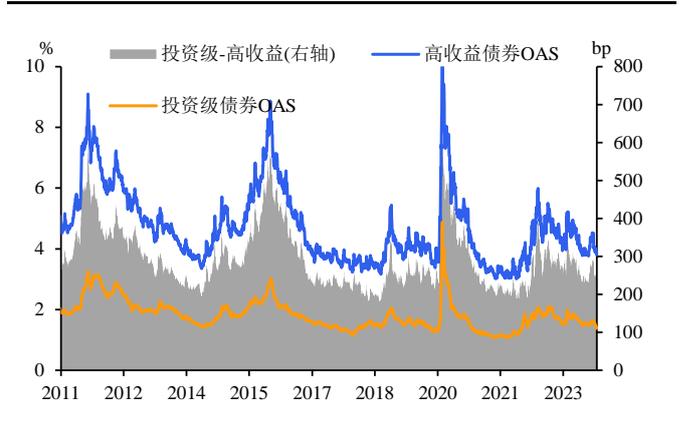
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图19: FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松



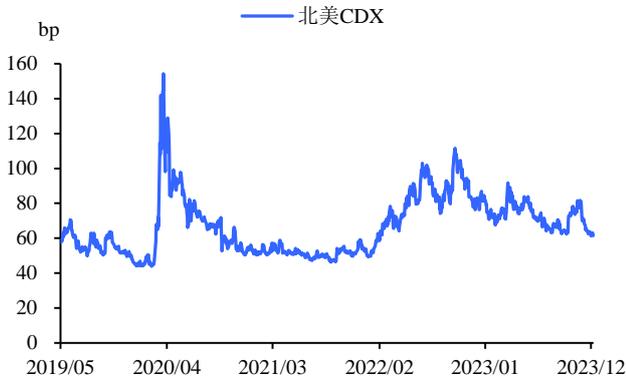
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图20: 企业信用风险边际下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 北美 CDX 指数下行



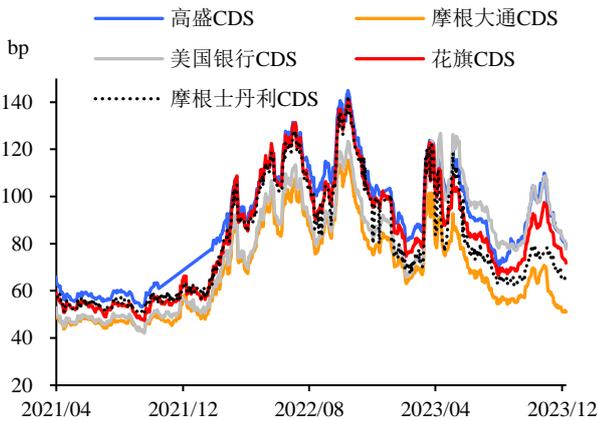
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图22: 欧洲 Itraxx 指数下行



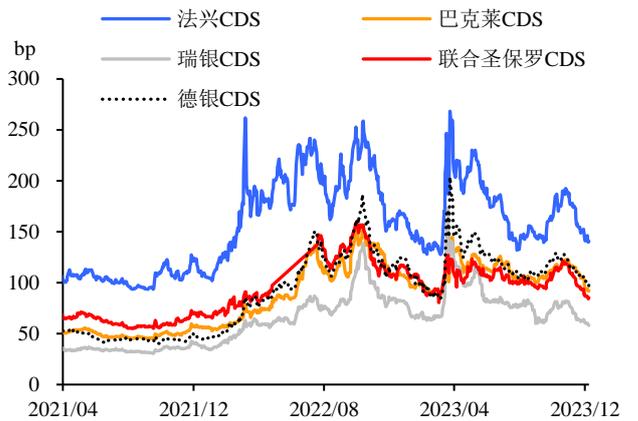
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图23: 美国主要银行 CDS 指数边际下行



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图24: 欧洲主要银行 CDS 指数边际下行



数据来源: Wind, 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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>