

海外周度观察

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
 chendafei@gjzq.com.cn

 分析师：赵宇（执业 S1130523020002）
 Zhaoyu2@gjzq.com.cn

如何看待美国经济数据质量争议？

今年以来，美国非农、职位空缺、GDP 等数据多次修正，引起了市场的普遍关注。今年美国数据修正是否反常，背后是何原因，最重要的是，数据修正是否影响了市场对美国经济基本面的判断？

热点思考：如何看待美国经济数据质量争议？

今年以来，美国经济数据多次修正引起了市场的普遍关注。新增非农就业数据年初以来下修多达 8 次，其中 6 月份下修达 10 万人，下修规模达初值的 50%，截至 11 月已累计下修 42 万人，占全年新增非农就业人数的 14%。职位空缺数同样多次下修，截至 9 月已累计下修 64 万人，6 月下修超 40 万人。

美国 GDP 数据的修正同样引起市场讨论。美国前三季度 GDP 环比折年增速累计上修 1.1 个点。一到三季度分别修正了 1.1、-0.3、0.3 个百分点。私人消费增速累计下修 1.1 个百分点，二季度下修幅度最大。私人投资增速上修较为明显，前三季度已累计上修 5.1 个点，一季度上修值达到 3.5 个点。

统计调研反馈率降低是今年经济数据反复修正的主因。美国失业率、非农就业、通胀、消费等主要指标均依赖于统计局调研的问卷结果。疫情后，调研反馈率普遍下降，职位空缺调查反馈率由疫情前的 58% 降至 32%，消费者支出反馈率由疫情前的 55% 降至今年的 41%，样本数量降低使得数据稳定性变差。

反馈率下降源自疫情后远程办公等因素，短期内或难有明显改善。疫情后，远程办公开始流行，居民在家工作比例上涨，企业等机构调查的反馈率下降速度更快。2023 年，现场办公比例虽有回升，但仍有 40% 的职员为混合办公、35% 为远程办公。长期来看，对隐私的重视、对联邦政府信任度下滑，使得统计调研回复率短期内难有明显改善。

但终值的反馈率仍高于初值，可靠性更高。就业、通胀、职位空缺等数据的初值和终值的反馈率并不相同，终值调研反馈时间更充裕，反馈率更高。以职位空缺数据为例，初值反馈率仅为 77%，征收期限为 11-17 个工作日；终值征收期限达 45 天，因而反馈率更高，今年 9 月已回升至 84%，与疫情前接近。市场可适当提高对终值的关注度。

进一步与历史对比可发现，今年美国经济指标修正幅度并不大。非农就业数据修正的幅度低于疫情及欧债危机期间，以 2021 年为例，美国非农数据单月最高上修达 194 万人，2020 年 4 月下修则达 65 万人，均远高于今年的修正幅度。今年 GDP 环比折年增速修订幅度与历史均值基本持平，同样低于疫情与金融危机时期。

今年美国非农就业及职位空缺数据的修正对 GDP 的影响较低，全年影响仅为 0.4 个 BP。参考亚特兰大联储 GDPNow 的模型，以初值计算，非农就业拉动 GDP 增速 4.1 个 BP，以终值计算则为 3.7 个 BP，二者差异仅为 0.4 个 BP。职位空缺数据初值全年平均拖累 GDP 增速 0.2 个 BP，数据修正对 GDP 增速的影响同样较低。

但四季度或存在季节性因素干扰，经济增速存在超季节性下滑可能。经济增速的修订也受季节性因素的干扰。美国消费增速往往前低后高，但疫情后，消费的季节性出现变化，三季度（尤其是 9 月）消费更容易有超季节性表现，四季度消费的季节性表现则更弱，这使得今年三季度 GDP 增速更亮眼，但也使四季度经济增速读数或更低。

海外事件&数据：美国非农就业表现超预期，市场降息预期推迟

美国 11 月季调后非农新增就业人数 19.9 万，高于市场预期 18 万人，过去 12 个月的平均值为 24.0 万。教育及健康服务、政府、休闲酒店业的就业岗位有所增加。制造业的就业岗位也有所增加，反映了工人从罢工中返回。零售贸易的就业岗位有所减少。美国 11 月非农平均时薪同比 4.0%，预期 4.0%，前值 4.1%。

美国 11 月 ADP 就业人数增加 10.3 万人，不及预期的 13 万人，同样低于前值 10.6 万人。10 月职位空缺数降至 873.3 万，前值 935 万，环比减少 6.17 万。职位空缺率为 5.3%，前值 5.6%，环比下降 0.3 个百分点，同比下降 1.1 个百分点。10 月，教育及健康服务 (-23.8 万)、金融活动 (-21.7 万)、休闲和餐饮 (-13.6 万) 的职位空缺减少最多。

非农数据后，市场降息预期推迟。截至 12 月 6 日，CME FEDWATCH 显示，本周非农数据公布后，市场定价美联储降息时间点由上周的明年 3 月推迟至明年 5 月。12 月 6 日当周，美联储总资产规模下降，美联储 BTFP 工具使用量微升。负债端，逆回购规模下降，准备金规模上升，TGA 存款下降 860 亿美元。

风险提示

地缘政治冲突升级；美联储再次转“鹰”；金融条件加速收缩；

内容目录

一、热点思考：如何看待美国经济数据质量争议？	4
(一) 今年美国经济数据质量争议大，引发市场关注	4
(二) 经济数据为何反复修正？反馈率降低或是主因	5
(三) 数据修正如何影响增速？全年影响较低，四季度或有下修可能	7
二、海外基本面&重要事件	9
(一) 货币与财政：非农数据后，市场降息预期推迟	9
(二) 生产与就业：美国非农就业超市场预期	11
(三) 消费与出行：美国红皮书消费增速回落	13
(四) 通胀与能源：原油、天然气价格回落	14
(五) 地产与信贷：美国抵押贷款利率回落	15
风险提示	15

图表目录

图表 1：美国非农就业今年连续多次下修	4
图表 2：职位空缺数累计下修 64 万人	4
图表 3：今年美国 GDP 累计上修	4
图表 4：2023 年美国 GDP 中，投资上修幅度最高	4
图表 5：经济数据的高波动使实际值与预期值背离幅度大	5
图表 6：美国经济数据仍然处于高波动的状态	5
图表 7：美国主要经济数据的统计方法均为调研或调查	5
图表 8：美国家庭调查反馈率下降	6
图表 9：美国机构调查反馈率下降	6
图表 10：美国现场办公比例仍然低于远程办公	6
图表 11：美国公众对联邦政府的信任度下降	6
图表 12：机构调查初值公布时反馈率更低	7
图表 13：机构调查终值公布时反馈率更高	7
图表 14：美国今年非农就业修正幅度低于疫情期间	7
图表 15：美国 GDP 修正幅度低于金融危机与疫情时期	7
图表 16：非农就业数据修正对 GDP 增速的影响	8
图表 17：职位空缺数据修正对美国 GDP 增速的影响	8
图表 18：疫情后，美国 9 月消费季节性表现更强	8
图表 19：疫情后汽车消费的季节性高点集中在前三季度	8
图表 20：美国流动性量价跟踪	10
图表 21：美联储减持美债规模	10
图表 22：美联储逆回购规模下降	10
图表 23：截至 12 月 8 日，美联储加息概率	11
图表 24：OIS 隐含 FFR 利率	11
图表 25：美国 11 月新增非农就业人数高于预期	11

图表 26: 美国 11 月薪资增速环比高于预期.....	12
图表 27: 美国 11 月失业率降至 3.7%.....	12
图表 28: 美国 11 月 ADP 新增就业回落.....	13
图表 29: 美国 10 月职位空缺数量回落.....	13
图表 30: 美国 12 月 2 日当周初请失业 22 万人.....	13
图表 31: 美国 11 月 27 日当周新增职位数量下降.....	13
图表 32: 美国红皮书零售同比 3%，前值 6.3%.....	13
图表 33: 美国红皮书零售增速弱于季节性.....	13
图表 34: 美国纽约交通拥堵情况回落.....	14
图表 35: 德国航班飞行次数高于 2022 年.....	14
图表 36: 德国 10 月外出用餐人数同比回落.....	14
图表 37: 美国 TSA 安检人数小幅回落.....	14
图表 38: WTI 原油价格回落.....	14
图表 39: 欧洲天然气价格回落.....	14
图表 40: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 7.2%.....	15
图表 41: 美国二手房挂牌价增速有所反弹.....	15

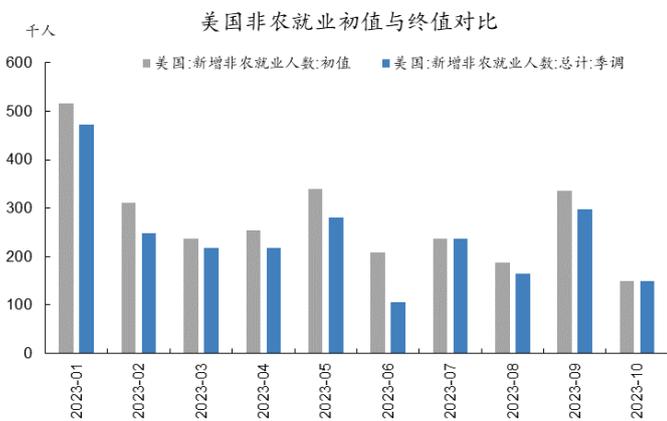
今年以来，美国非农、职位空缺、GDP 等数据多次修正，引起了市场的普遍关注。今年美国数据修正是否反常，背后是何原因，最重要的是，数据修正是否影响了市场对美国经济基本面的判断？

一、热点思考：如何看待美国经济数据质量争议？

（一）今年美国经济数据质量争议大，引发市场关注

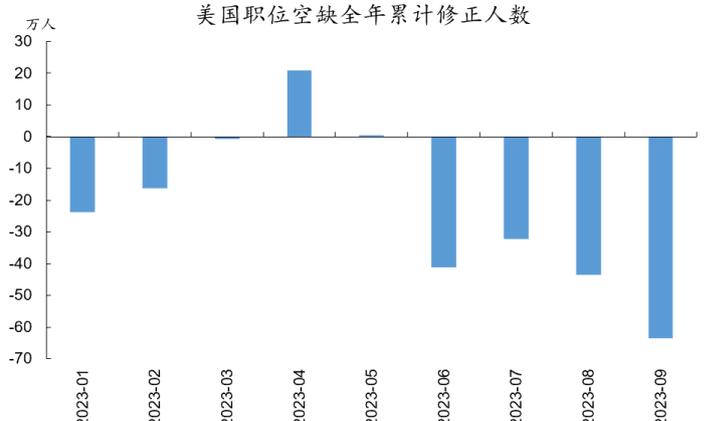
今年以来，美国经济数据的多次调整引起了市场的普遍关注。美国经济数据一般均公布初值与修正值，多数经济指标修订一至两次后即为终值。新增非农就业数据年初以来下修多达 8 次，其中 6 月份下修达 10 万人，下修规模占初值的 50%，截至 11 月已累计下修 42 万人，占全年新增非农就业人数的 14%。职位空缺数同样多次下修，截至 10 月已累计下修 64 万人，其中 10 月职位空缺数初值 873 万人，较 9 月初值下滑达 80 万，引起美债市场的大幅波动。

图表1：美国非农就业今年连续多次下修



来源：Bloomberg，国金证券研究所

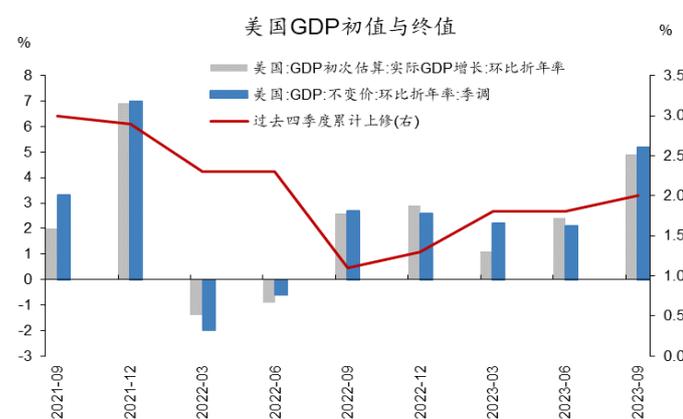
图表2：职位空缺数累计下修 64 万人



来源：Bloomberg，国金证券研究所

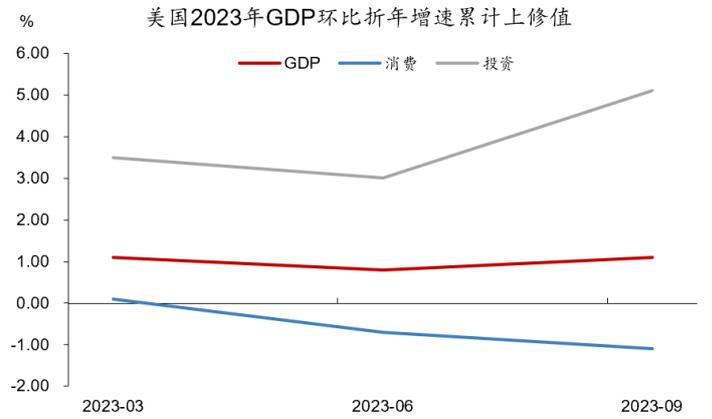
美国 GDP 数据的修正同样引起市场讨论。美国前三季度 GDP 环比折年增速累计上修 1.1 个点。一到三季度分别修正了 1.1、-0.3、0.3 个百分点。私人消费增速累计下修 1.1 个点，二季度下修幅度最大。私人投资增速上修较为明显，前三季度已累计上修 5.1 个点，一季度上修值达到 3.5 个点。

图表3：今年美国 GDP 累计上修



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：2023 年美国 GDP 中，投资上修幅度最高



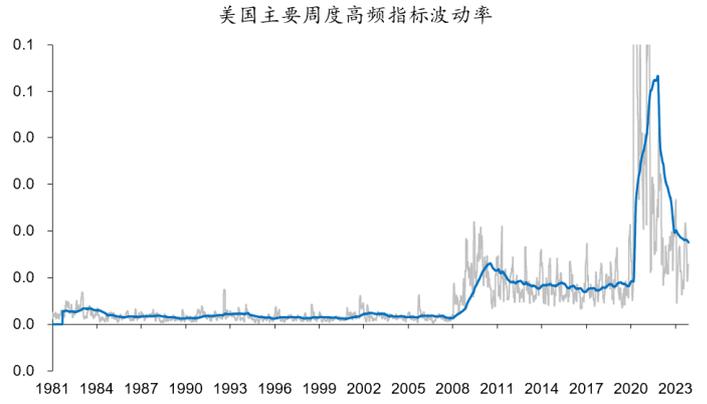
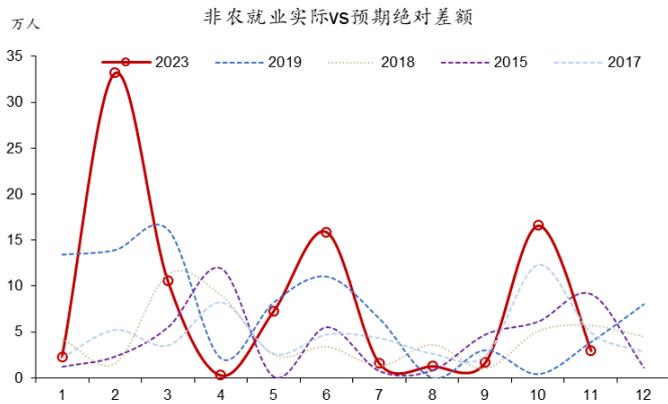
来源：Bloomberg，国金证券研究所

除经济数据的修订外，美国经济指标也处于高波动的状态。相比于疫情前，美国经济的经济数据仍然不稳定，以周度初请失业人数、红皮书周度消费数据、周度经济活动指数等为底层指标，衡量美国经济数据的波动率，可以发现疫情以来，美国经济数据波动性

明显放大，高于金融危机后的平均水平。

图表5: 经济数据的高波动使实际值与预期值背离幅度大

图表6: 美国经济数据仍然处于高波动的状态



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 经济数据为何反复修正? 反馈率降低或是主因

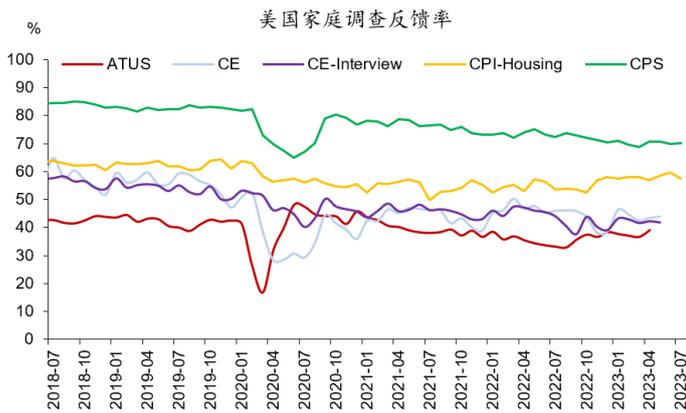
美国经济数据调研反馈率降低是今年数据反复修正的原因之一。美国失业率、非农就业、通胀、消费等主要指标均依赖于美国统计局调研得来的问卷结果。美国统计局调研主要包括面向个人的家庭调查和面向企业、政府的机构调研，调研方式包括上门访谈、电话、邮件等，多数调研为自愿回复，调研周期为10天到一年不等。疫情后，调研反馈率普遍下降，职位空缺调查反馈率由疫情前的58%降至32%，消费者支出调查反馈率由疫情前的55%降至今年的41%，样本数量降低使得数据稳定性变差。

图表7: 美国主要经济数据的统计方法均为调研或调查

调查名称	对应指标	样本大小	强制/自愿	频率	收集方法	收集周期
消费者价格指数—商品与服务 (CPI C&S)	CPI	138000个机构	自愿	每月	亲自访问, 网络, 电话	20-22个工作日
生产者价格指数调查 (PPI)	PPI	25000个机构	自愿	每月	网络、电子邮件	14-15个工作日
企业统计调查 (CES)	非农就业、平均时薪、平均每周收入、平均每周工时	651000个机构	自愿	每月	CATI (计算机辅助电话访谈), EDI (电子数据交换), 网络, 传真, TDE (触摸音调数据输入), 其他	大约2个月
就业成本调查 (ECI)	ECI	14872个机构	自愿	季度	亲自访问, 网络, 传真, 电话, 邮件, 电子邮件, 视频	45天
国际价格项目—出口 (IPP-Exports)	出口价格	5400个	自愿	年度	亲自访问, 网络	1年
国际价格项目—进口 (IPP-Imports)	进口价格	9175个	自愿	年度	亲自访问, 网络	1年
职位空缺与劳动力流动调查 (JOLTS)	职位空缺率	21000个机构	自愿	每月	CATI, 网络, 电子邮件, 传真	大约45天
家庭调查 (CPS)	劳动力参与率、就业人数、失业人数、失业率	60000个家庭	自愿	每月	亲自访问、电话	10天
消费者支出调查 (CE)	居民消费、收入	3700户	自愿	每月	亲自访问、电话	1个月

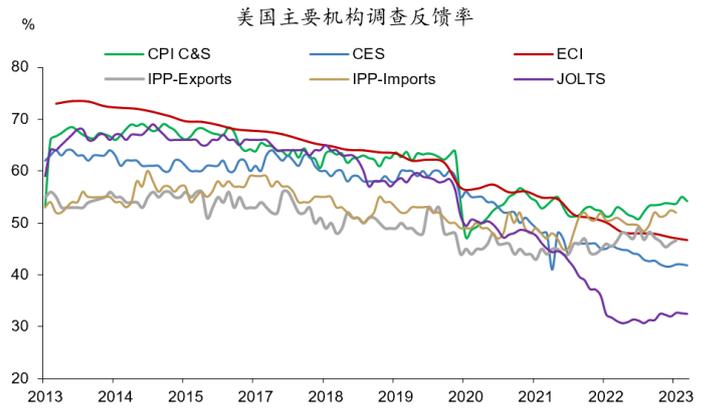
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 美国家庭调查反馈率下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

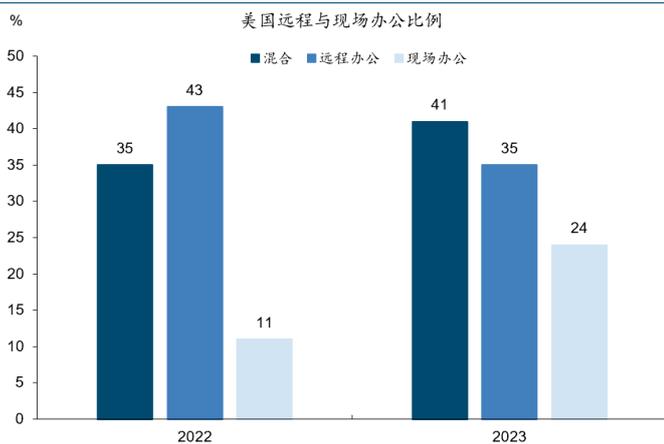
图表9: 美国机构调查反馈率下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

反馈率下降源自疫情后远程办公等因素, 短期内或难有明显改善。疫情后, 由于远程办公的流行, 居民在家工作比例上涨, 企业等机构调查的反馈率下降速度更快。2023年, 现场办公比例虽有所回升, 但仍有 40% 的职员为混合办公、35% 为远程办公。长期来看, 对隐私的重视、对联邦政府信任度下滑, 使得统计调研回复率短期内难有明显改善。

图表10: 美国现场办公比例仍然低于远程办公



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

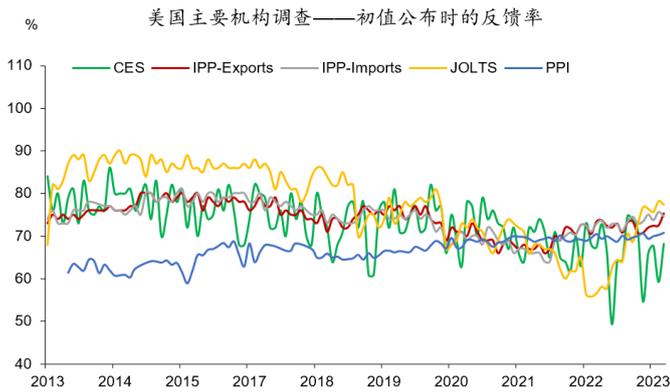
图表11: 美国公众对联邦政府的信任度下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

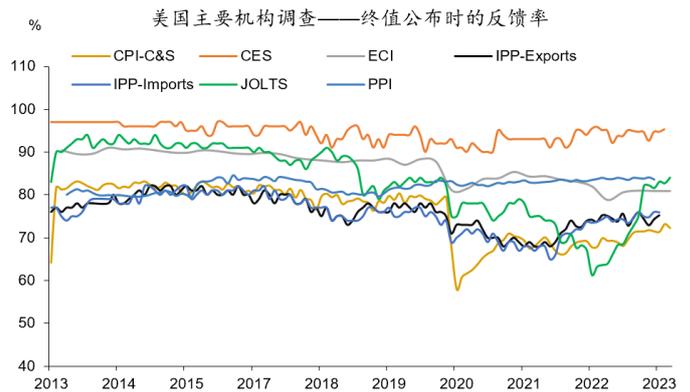
终值的反馈率高于初值, 可靠性更高, 市场可适当降低对初值的关注度。就业、通胀、职位空缺等数据的初值和终值, 基于的样本分别为初值调研样本与终值调研样本, 终值调研反馈时间更充裕, 反馈率更高。以职位空缺数据为例, 初值反馈率仅为 77%, 征收期限为 11-17 个工作日; 终值征收期限达 45 天, 因而反馈率更高, 今年 9 月已回升至 84%。

图表12: 机构调查初值公布时反馈率更低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 机构调查终值公布时反馈率更高

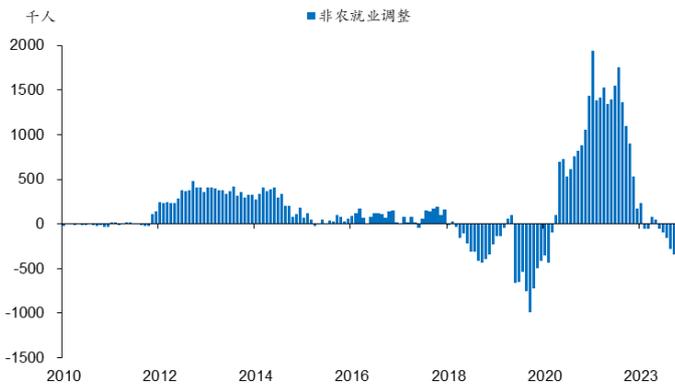


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 数据修正如何影响增速? 全年影响较低, 四季度或有下修可能

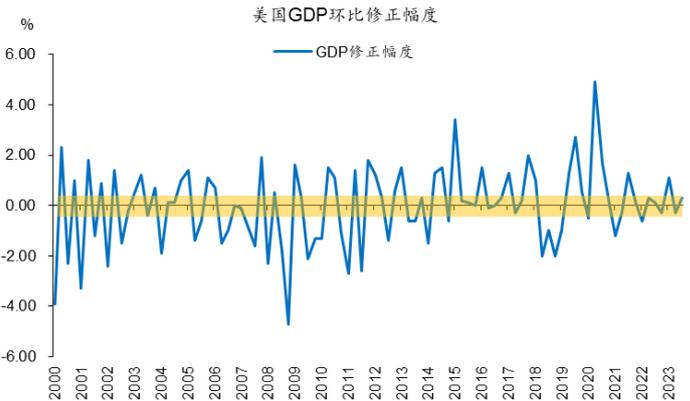
与历史比, 今年美国经济指标修正幅度并不大。今年非农就业数据修正的幅度低于疫情及欧债危机期间, 且非农就业往往在经济繁荣时期上修, 衰退阶段下修。以 2021 年为例, 美国非农数据单月最高上修达 194 万人, 2020 年 4 月下修达 65 万人。今年 GDP 环比折年增速修订幅度与历史均值基本持平, 低于疫情与金融危机时期。

图表14: 美国今年非农就业修正幅度低于疫情期间



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

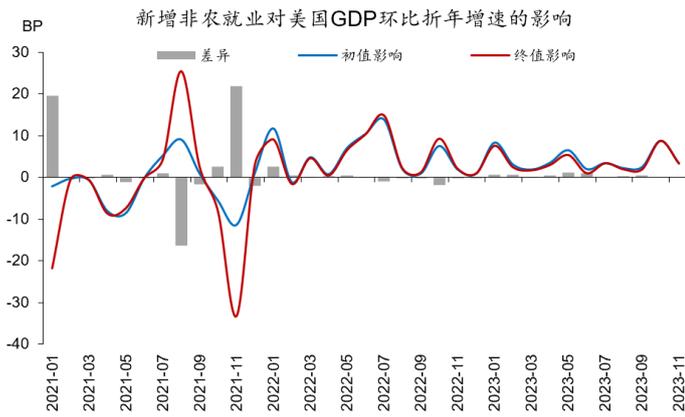
图表15: 美国 GDP 修正幅度低于金融危机与疫情时期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

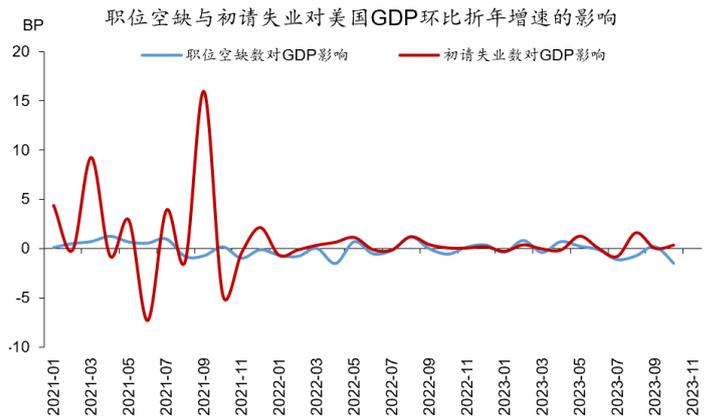
今年美国非农就业及职位空缺数据的修正对 GDP 的影响较低, 全年平均仅为 0.4 个 BP。参考亚特兰大联储 GDPNow 的估计, 今年非农就业初值平均拉动 GDP 增速 4.1 个 BP, 终值平均拉动 GDP 增速 3.7 个 BP, 二者差异仅为 0.4 个 BP。职位空缺数据初值全年平均拖累 GDP 增速 0.2 个 BP, 数据修正对 GDP 增速的影响同样较低。

图表16: 非农就业数据修正对 GDP 增速的影响



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

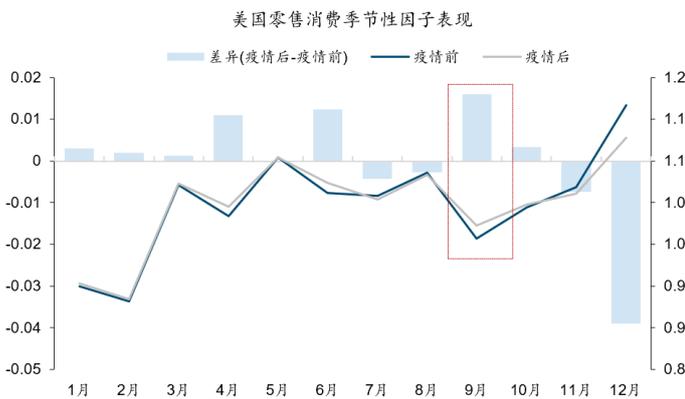
图表17: 职位空缺数据修正对美国 GDP 增速的影响



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

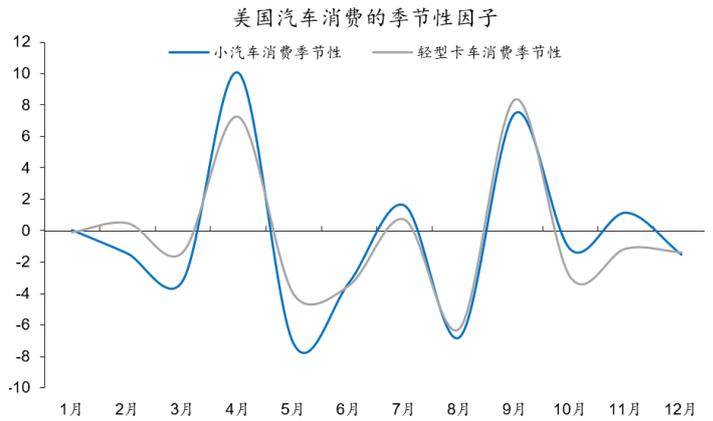
但四季度或存在季节性因素干扰, 经济增速存在下修可能。经济增速的修订也受季节性因素的影响。消费占 GDP 比重最高, 消费的季节性高点一般为 12 月份, 受其影响, 美国 GDP 增速往往前低后高。但疫情后, 美国消费的季节性特征出现变化, 三季度(尤其是 9 月)消费更容易有超季节性表现, 四季度消费的季节性表现更弱, 这使得今年三季度 GDP 增速更亮眼, 但也使四季度经济增速读数或更低。

图表18: 疫情后, 美国 9 月消费季节性表现更强



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 疫情后汽车消费的季节性高点集中在前三季度



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究, 本文发现:

(1) 今年以来, 美国经济数据多次修正引起了市场的普遍关注。新增非农就业数据年初以来下修多达 8 次, 其中 6 月份下修达 10 万人, 下修规模达初值的 50%, 截至 11 月已累计下修 42 万人, 占全年新增非农就业人数的 14%。职位空缺数同样多次下修, 截至 9 月已累计下修 64 万人, 6 月下修超 40 万人。

(2) 美国 GDP 数据的修正同样引起市场讨论。美国前三季度 GDP 环比折年增速累计上修 1.1 个点。一到三季度分别修正了 1.1、-0.3、0.3 个百分点。私人消费增速累计下修 1.1 个点, 二季度下修幅度最大。私人投资增速上修较为明显, 前三季度已累计上修 5.1 个点, 一季度上修值达到 3.5 个点。

(3) 统计调研反馈率降低是今年经济数据反复修正的主因。美国失业率、非农就业、通胀、消费等主要指标均依赖于统计局调研的问卷结果。疫情后, 调研反馈率普遍下降, 职位空缺调查反馈率由疫情前的 58% 降至 32%, 消费者支出调查反馈率由疫情前的 55% 降至今年的 41%, 样本数量降低使得数据稳定性变差。

(4) 反馈率下降源自疫情后远程办公等因素, 短期内或难有明显改善。疫情后, 远程办公开始流行, 居民在家工作比例上涨, 企业等机构调查的反馈率下降速度更快。2023 年, 现场办公比例虽有所回升, 但仍有 40% 的职员为混合办公、35% 为远程办公。长期来看,

对隐私的重视、对联邦政府信任度下滑，使得统计调研回复率短期内难有明显改善。

(5) 但终值的反馈率仍高于初值，可靠性更高。就业、通胀、职位空缺等数据的初值和终值的反馈率并不相同，终值调研反馈时间更充裕，反馈率更高。以职位空缺数据为例，初值反馈率仅为 77%，征收期限为 11-17 个工作日；终值征收期限达 45 天，因而反馈率更高，今年 9 月已回升至 84%，与疫情前接近。市场可适当提高对终值的关注度。

(6) 进一步与历史对比可发现，今年美国经济指标修正幅度并不大。非农就业数据修正的幅度低于疫情及欧债危机期间，以 2021 年为例，美国非农数据单月最高上修达 194 万人，2020 年 4 月下修则达 65 万人，均远高于今年修正幅度。今年 GDP 环比折年增速修订幅度与历史均值基本持平，同样低于疫情与金融危机时期。

(7) 今年美国非农就业及职位空缺数据的修正对 GDP 的影响较低，全年影响仅为 0.4 个 BP。参考亚特兰大联储 GDPNow 的模型，以初值计算，非农就业拉动 GDP 增速 4.1 个 BP，以终值计算则为 3.7 个 BP，二者差异仅为 0.4 个 BP。职位空缺数据初值全年平均拖累 GDP 增速 0.2 个 BP，数据修正对 GDP 增速的影响同样较低。

(8) 但四季度或存在季节性因素干扰，经济增速存在下修可能。经济增速的修订也受季节性因素的影响。受消费影响，美国 GDP 增速往往前低后高。但疫情后，美国消费的季节性出现变化，三季度（尤其是 9 月）消费更容易有超季节性表现，四季度消费的季节性表现更弱，这使得今年三季度 GDP 增速更亮眼，但也使四季度经济增速读数或更低。

二、海外基本面&重要事件

（一）货币与财政：非农数据后，市场降息预期推迟

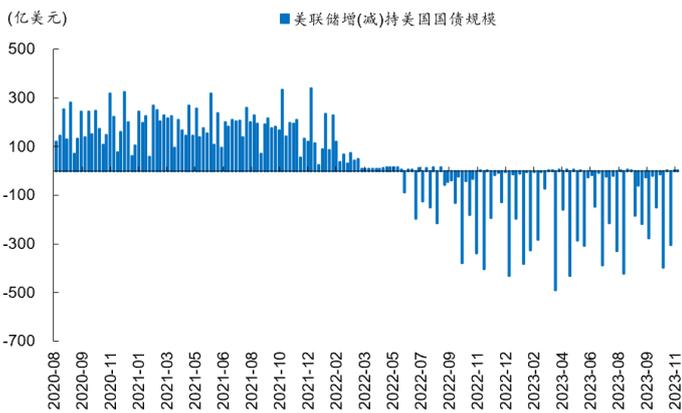
12 月 6 日当周，美联储总资产规模下降，美联储 BTFP 工具使用量微升。负债端，逆回购规模下降，准备金规模上升，TGA 存款下降 860 亿美元。货币市场基金规模上升 620 亿美元。11 月 29 日当周，美国商业银行存款上升 270 亿，大型银行存款上升 320 亿美元。截至 12 月 6 日，CME FEDWATCH 显示，本周非农数据公布后，市场定价美联储降息时间点由上周的明年 3 月推迟至明年 5 月。

图表20: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	12-06	11-29	11-22	11-15	11-08	11-01	10-25
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -59	7737.4	7796.1	7810.8	7815.0	7860.7	7866.7	7907.8
	其他贷款	十亿美元	↓ -26	127.4	153.9	154.5	154.6	154.7	163.2	165.0
	一级信贷	十亿美元	↓ 0	2.0	2.2	2.4	2.2	2.2	3.0	3.2
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 8	121.7	113.9	114.1	112.9	112.9	109.1	109.1
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -34	0.0	33.9	33.9	35.2	35.2	46.8	48.3
	逆回购	十亿美元	↓ -70	1184.5	1254.2	1271.7	1268.0	1343.9	1396.5	1403.1
	准备金	十亿美元	↑ 101	3496.8	3395.4	3455.1	3483.3	3360.4	3314.6	3264.0
	TGA	十亿美元	↓ -86	667.7	753.6	693.0	670.0	763.5	753.0	847.7
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 0		3524.6	3524.3	3557.6	3438.0	3400.6	3349.8
	消费贷	十亿美元	↑ 26		1935.8	1909.3	1902.7	1902.8	1907.0	1911.3
	住房贷款	十亿美元	↑ 0		2571.9	2571.6	2569.1	2571.1	2568.8	2565.9
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 4		2958.9	2954.5	2953.9	2951.9	2949.9	2946.0
工商业贷款	十亿美元	↑ 2		2766.8	2764.5	2735.0	2738.4	2753.4	2742.7	
存款	十亿美元	↑ 27		17396.2	17369.2	17412.5	17312.7	17354.5	17198.2	
大银行存款	十亿美元	↑ 32		10803.6	10771.3	10815.6	10741.6	10804.3	10662.4	
小银行存款	十亿美元	↑ 4		5306.5	5302.3	5312.9	5304.3	5299.7	5271.6	
货币市场基金	十亿美元	↑ 62		5897.7	5836.1	5763.1	5734.0	5712.1	5695.2	5632.5
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-1ORB	BP	↑ 1.0	-8.0	-9.0	-9.0	-8.0	-8.0	-8.0	-10.0
	EFFR-1ORB	BP	↓ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
	美元融资市场									
	TED利差	BP	↑ 0.3	19.2	18.9	10.1	10.1	9.1	8.4	5.9
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↓ -4.0	111.0	115.0	122.0	128.0	133.0	130.0	129.0
	票据利差	BP	↓ -15.0	23.0	38.0	17.0	2.0	8.0	19.0	0.0
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 4.8	-9.6	-14.4	-14.6	-17.9	-18.8	-23.8	-24.3	
日元兑美元互换基差	BP	↑ 3.6	-39.5	-43.1	-45.8	-49.6	-52.4	-60.5	-58.8	

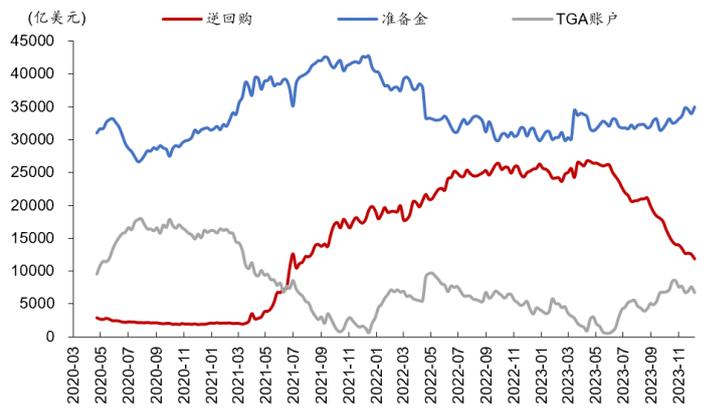
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 美联储减持美债规模



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 美联储逆回购规模下降



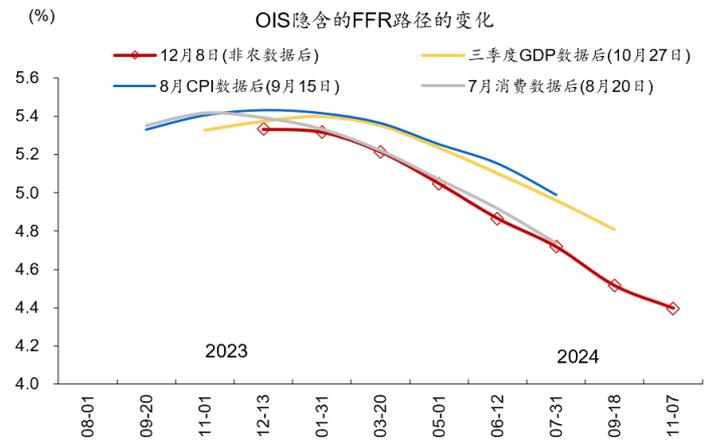
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 截至12月8日, 美联储加息概率

区间/日期	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	2	0	3	3	2	1	0	0	0	0
525-550	90	98	100	97	93	53	23	7	2	1	0
500-525	10	0	0	0	4	43	49	31	15	6	3
475-500	0	0	0	0	0	2	26	43	34	21	12
450-475	0	0	0	0	0	0	1	19	35	35	27
425-450	0	0	0	0	0	0	0	1	13	28	32
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	1	9	20
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: OIS 隐含FFR利率



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国非农就业超市场预期

美国11月季调后非农新增就业人数19.9万, 高于市场预期18万人, 过去12个月的平均值为24.0万。教育及健康服务、政府、休闲酒店业的就业岗位有所增加。制造业的就业岗位也有所增加, 反映了工人从罢工中返回。零售贸易的就业岗位有所减少。9月非农新增就业人数从29.7万人下修至26.2万人, 10月非农新增就业人数保持在15万人不变, 9月和10月非农新增就业人数合计较修正前减少了3.5万人。美国11月非农平均时薪同比4.0%, 预期4.0%, 前值4.1%; 时薪环比0.4%, 超过预期0.3%, 前值0.2%。美国11月失业率降至3.7%, 低于预期3.9%, 前值3.9%; 劳动参与率62.8%, 高于预期62.7%, 前值62.7%。

美国11月ADP就业人数增加10.3万人, 不及预期的13万人, 以及前值10.6万人。10月职位空缺数降至873.3万, 前值935万, 环比减少6.17万。12月2日当周美国初请失业金人数22万人, 前值21万人, 续请失业人数186万人, 前值193万人。11月27日当周美国新增职位数量121万, 前值180万; 活跃职位数量1979万, 前值2054万。新增制造业职位179万个, 前值178万。

图表25: 美国11月新增非农就业人数高于预期

行业	新增非农就业人数(千人)				
	23-11	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农	199.0	180.0	49.0	34.0	-82.0
私人部门	150.0	153.0	65.0	36.0	-105.0
商品生产	29.0		39.0	1.0	5.0
自然资源 and 采矿业	-1.0		-1.0	-1.0	-4.0
建筑业	2.0		-23.0	-28.0	-23.0
制造业	28.0	30.0	63.0	30.0	32.0
耐用消费品	36.0		70.0	36.0	33.0
非耐用消费品	-8.0		-7.0	-6.0	-1.0
服务业	121.0		26.0	35.0	-110.0
批发贸易	8.3		-2.9	5.8	0.6
零售贸易	-38.4		-33.7	-32.5	-59.3
交通运输和仓储	-5.0		7.4	21.9	-23.6
公用事业	0.1		-0.5	-2.3	-0.6
信息	10.0		29.0	32.0	14.0
金融活动	4.0		9.0	3.0	-9.0
专业及商业服务	-9.0		-11.0	-17.0	-54.0
教育及健康服务	99.0		16.0	-6.0	11.0
休闲和酒店业	40.0		-2.0	32.0	12.0
其他服务	12.0		15.0	-2.0	-1.0
政府	49.0		-16.0	-2.0	23.0

来源: BLS、Wind, 国金证券研究所

图表26: 美国 11 月薪资增速环比高于预期

行业	平均时薪(同比, %)				平均时薪(环比, %)				
	23-11	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	23-11	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农									
私人部门	4.0	-0.08	-0.32	-0.37	0.4	0.3 ↑	0.1	0.1	0.0
商品生产	5.3	0.13	0.06	0.63	0.5		0.2	0.4	0.1
自然资源 and 采矿业	5.9	-0.56	0.40	-1.02	0.1		0.3	-0.1	-0.7
建筑业	4.9	-0.03	-0.33	-0.07	0.5		0.1	0.2	0.1
制造业	5.3	0.27	0.25	1.07	0.6		0.4	0.6	0.2
耐用消费品	5.2	0.35	0.53	1.31	0.6		0.1	0.5	0.0
非耐用消费品	5.4	0.13	-0.13	0.63	0.8		0.9	0.8	0.6
服务业	3.6	-0.14	-0.41	-0.65	0.3		0.1	0.0	0.0
批发贸易	4.3	0.44	-0.68	-0.92	0.8		1.3	0.3	0.8
零售贸易	2.9	-0.72	-1.18	-1.53	0.4		0.4	0.1	0.4
交通运输和仓储	5.5	0.33	0.64	2.01	0.2		0.3	-0.1	-0.1
公用事业	4.8	0.61	-0.39	-0.21	0.5		0.1	1.1	0.0
信息	2.3	0.91	0.40	-2.24	0.5		0.4	0.1	-0.6
金融活动	5.5	0.35	0.29	1.06	0.5		0.4	-0.3	-0.3
专业及商业服务	4.1	-0.15	-0.23	-0.17	0.4		0.0	0.3	0.2
教育及健康服务	2.5	-0.45	-0.56	-1.11	0.1		0.1	-0.2	-0.1
休闲和酒店业	4.6	-0.23	-0.32	-1.24	0.6		0.0	0.4	0.1
其他服务	2.9	-0.61	-1.12	-1.62	0.0		0.4	-0.8	-0.4

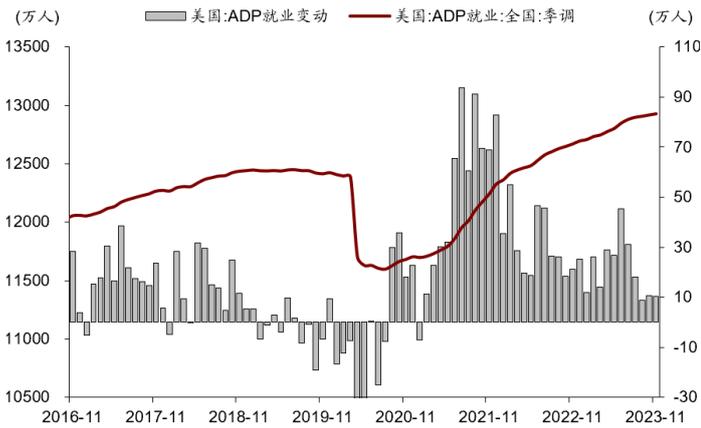
来源: BLS、Wind, 国金证券研究所

图表27: 美国 11 月失业率降至 3.7%

指标	失业/就业														
	23-11	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	5年分位数	10年分位数	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03
失业率 (U3)	3.7	3.9 ↓	-0.20	-0.30	0.00	36.6	18.0	3.9	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5
U3: 全职	3.7		0.00	0.00	0.10	46.6	23.7	3.7	3.7	3.7	3.4	3.5	3.6	3.3	3.4
U3: 兼职	4.0		-0.60	-0.40	0.00	18.3	9.0	4.6	4.3	4.4	4.1	4.0	4.0	3.6	3.9
U1	1.3		-0.10	-0.10	0.10	33.3	16.3	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
U2	1.8		0.00	0.10	0.00	50.0	26.2	1.8	1.7	1.7	1.6	1.7	1.8	1.6	1.8
U4	4.0		-0.10	0.00	0.10	46.6	22.9	4.1	4.0	4.0	3.7	3.7	3.9	3.6	3.7
U5	4.6		-0.10	0.00	0.10	43.3	21.3	4.7	4.6	4.6	4.3	4.4	4.5	4.2	4.2
U6	7.0		-0.10	-0.10	0.30	31.6	15.5	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.7	6.6	6.7
劳动参与率	62.8	62.7 ↑	0.10	0.00	0.20	70.0	50.0	62.7	62.8	62.8	62.6	62.6	62.6	62.6	62.6
男性	68.4		0.50	0.20	0.30	70.0	34.4	67.9	68.3	68.2	68.0	68.1	68.1	68.1	68.4
女性	57.5		-0.10	-0.20	0.20	83.3	91.8	57.6	57.5	57.7	57.4	57.3	57.3	57.3	57.1
就业率	60.5		0.10	0.10	0.10	71.6	80.3	60.4	60.5	60.4	60.7	60.6	60.4	60.5	60.4
男性	65.6		0.30	-0.10	-0.10	53.3	50.8	65.3	65.6	65.7	66.2	66.1	65.7	65.7	65.6
女性(美国)	55.7		-0.10	0.40	0.40	90.0	95.0	55.8	55.5	55.3	55.4	55.3	55.3	55.5	55.3

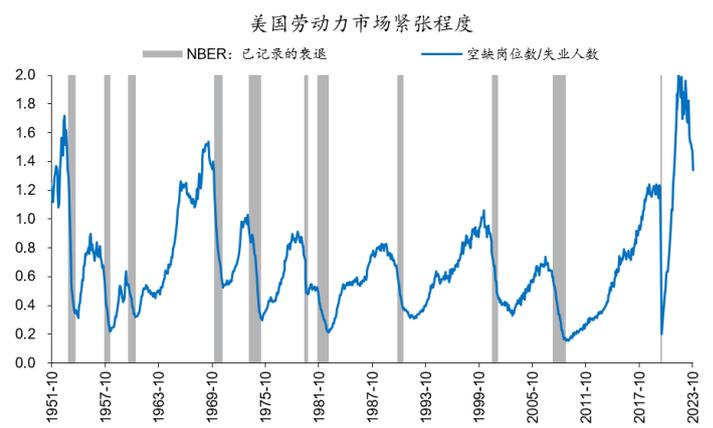
来源: BLS、Wind, 国金证券研究所

图表28: 美国 11 月 ADP 新增就业回落



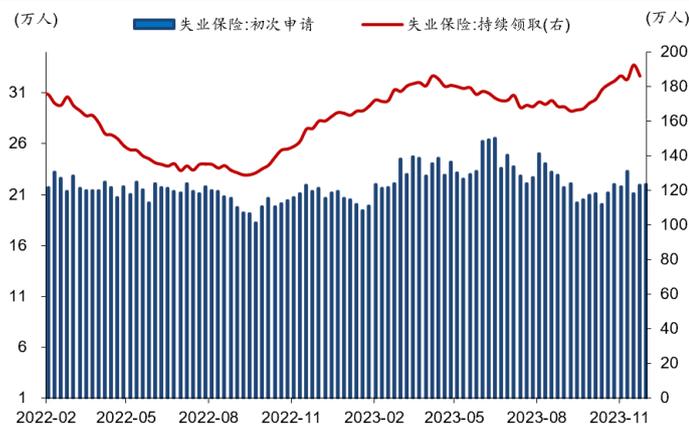
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 美国 10 月职位空缺数量回落



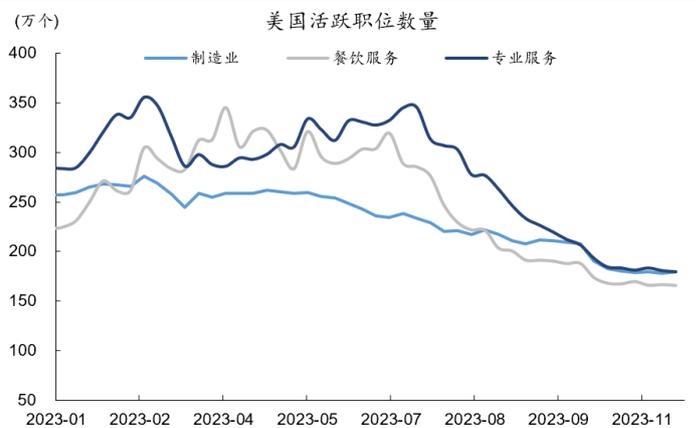
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 美国 12 月 2 日当周初请失业 22 万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 美国 11 月 27 日当周新增职位数量下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国红皮书消费增速回落

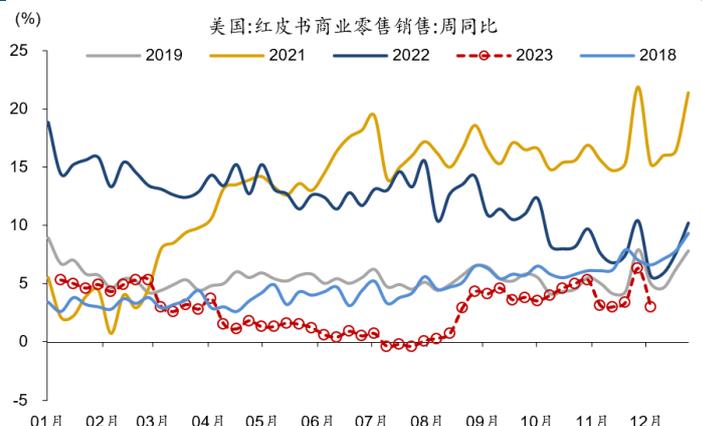
12月2日当周, 美国红皮书零售增速3%, 前值6.3%, 其中百货店增速0.7%, 前值1.5%, 折扣店增速4%, 前值7.9%。德国外出用餐人数12月7日当周同比0.9%, 美国-3%, 纽约拥堵指数回落, 美国 TSA 安检人数小幅回落。

图表32: 美国红皮书零售同比 3%, 前值 6.3%



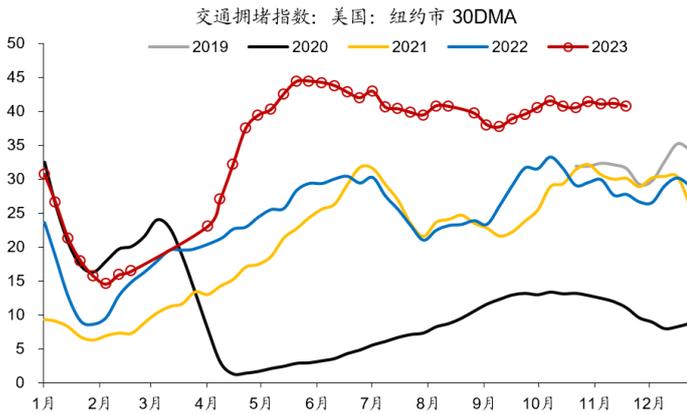
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 美国红皮书零售增速弱于季节性



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 美国纽约交通拥堵情况回落



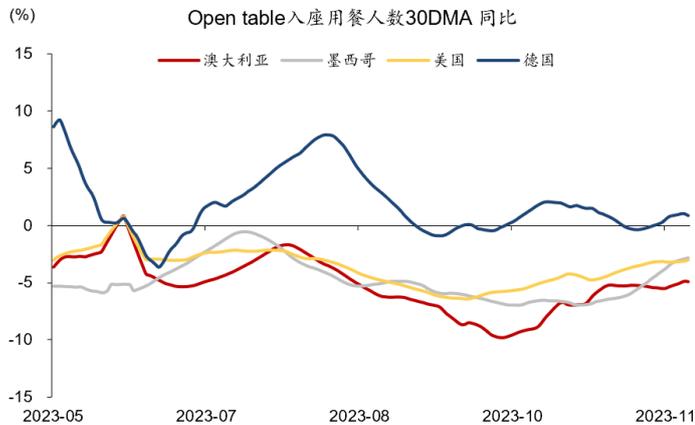
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 德国航班飞行次数高于2022年



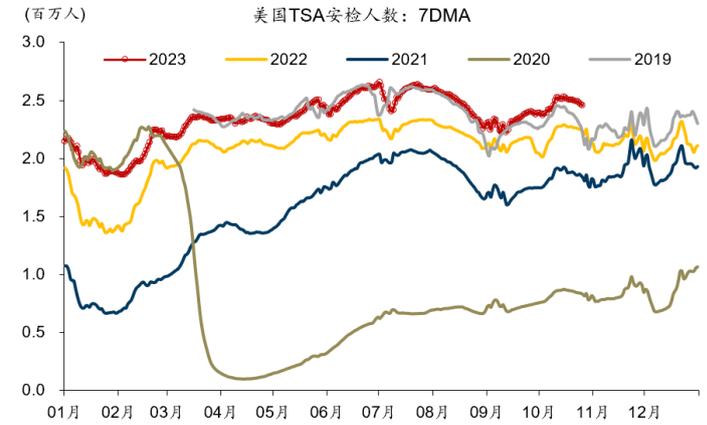
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 德国10月外出用餐人数同比回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 美国TSA安检人数小幅回落

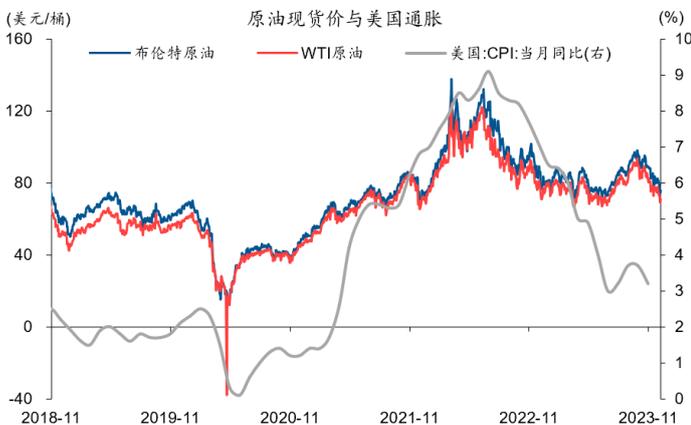


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 原油、天然气价格回落

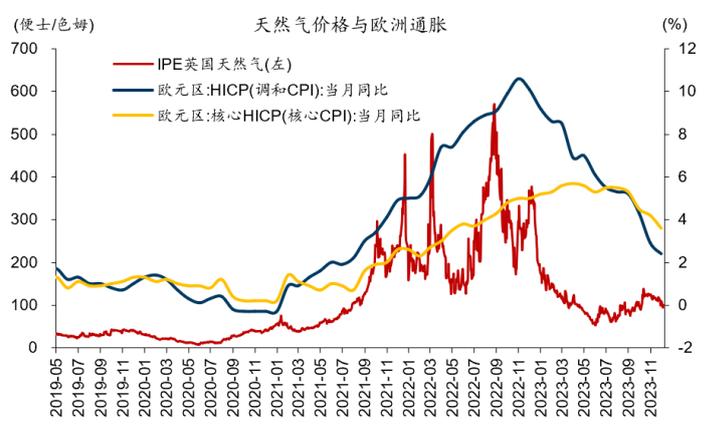
截至12月8日, 布油录得76美元每桶, 上周81美元; WTI原油录得71美元, 上周74美元; 英国天然气录得98便士/色姆, 上周110便士。NYMEX天然气2.6美元/百万英热单位, 上周2.8美元。

图表38: WTI原油价格回落



来源: WIND, 国金证券研究所

图表39: 欧洲天然气价格回落



来源: WIND, 国金证券研究所

（五）地产与信贷：美国抵押贷款利率回落

截至11月30日，美国30年期抵押贷款利率为7.0%，较9月底的7.3%下降30BP。15年期抵押贷款利率为6.3%，较9月底的6.7%下降40BP。截至9月9日，美国REALTOR二手房挂牌价增速有所反弹。

图表40：美国30年期抵押贷款利率降至7.2%



来源：WIND、国金证券研究所

图表41：美国二手房挂牌价增速有所反弹



来源：WIND、国金证券研究所

风险提示

- 1、俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战，美欧对俄制裁力度只增不减，滞胀压力加速累积下，货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下消费等抑制加强；海外疫情反复，导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续，出口替代衰减慢。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402