

强劲非农提升近期我国降准紧迫性

定期报告

华金宏观·双循环周报（第39期）

投资要点

- ◆ **美国12月就业大幅走强，对核心通胀和美元形成支撑。**12月美国就业数据大超预期，对过去三周全球市场一度明显升温的美联储提前降息预期泼了一杯冷水。总体上美国12月就业数据显示美国劳动力市场紧张程度超出市场过于乐观的预期，美国经济“软着陆”过程中薪资增速和通胀回落的速度可能比市场的期待更加缓慢，美联储降息并非一蹴而就。从非农就业人口的行业分布来看，12月服务业行业普遍相当强劲，制造业就业恢复性小幅新增，经济各行业的劳动力需求普遍比较旺盛。而在劳动力需求仍然火热的背景下，劳动力市场的供给情况就将对美国的薪资增速和通胀路径产生决定性的影响，但12月就业数据中同时呈现出劳动力供给衰减的迹象，则可能进一步导致未来的薪资增速反弹和通胀的新一轮潜在上行压力。
- ◆ **有鉴于美元指数对人民币汇率所形成的反向外溢效应、以及由此所导致的我国货币政策操作的潜在约束，我们再度重申一直以来的明确判断，美国经济仍处于明显的总需求偏热、总供给改善的通道之中，劳动力市场需求大于供给的紧张情况短期内并无迅速缓解的逻辑支持，薪资增速在2023年10-11月间的回落很大程度上可能是受到包括汽车工人罢工等短期因素冲击之后的阶段性表现，并不代表其经济降温或劳动力供给明显改善的趋势，美联储在2024年可能将重新面临薪资、通胀高增黏性的决策困难，我们预计美联储的首次降息不早于2024年9月，美联储2024年1月31日结束的首次FOMC会议上就有重新转向鹰派立场的风险，美元指数2024年可能蓄势反弹而非连续回落，我国货币政策主动操作需关注美元指数暂时维持低位的关键窗口期，比如我们现在当下所处的1月。**
- ◆ **节前长期流动性再紧，人民币贬值压力增大前迫切需降准。**国内银行间市场春节前长期流动性再度趋于紧张，在12月已经实施较大规模MLF、PSL净投放之后，降准50BP或是春节前最为理想的货币政策数量型工具选择。从外部压力的情况来看，我们在2023年底明确提示的美元重新转为上涨的风险在12月美国非农就业数据公布前后已经开始得到验证，这意味着2024年1月底美联储年内首次FOMC会议之前美元指数尚未大幅反弹的阶段，构成了人民银行考虑降准（以及作为可选项的降息）的一个黄金窗口期。这一阶段人民币尚未开始面临新一轮明显的贬值压力，同时又适逢年内长期流动性紧张最为集中的节前时段，我们认为在此时选择进行降准操作是十分理想的。维持春节前降准50BP的预测不变，预计作为可选项，也可考虑实施10BP左右的MLF利率和1Y LPR下调，而5Y LPR预计下调幅度较窄，或为0-5BP。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周A股公用事业涨幅靠前，电子、计算机跌幅较深；美债收益率整体上行，中国国债长端收益率下行较多，中美10Y利差扩大；美元指数有所反弹，人民币被动贬值；金价高位震荡，煤价、油价有所上行。
- ◆ **风险提示：**美联储维持高利率政策时间更长风险；人民银行降准晚于预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

盘点2023：货币政策——货币专题暨双循环周报·第38期 2023.12.31

用什么政策才能推升PMI？——PMI点评（2023.12） 2023.12.31

油价大跌降低成本，推升工业企业利润——工业企业利润点评（2023.11） 2023.12.27

住建部、财政部年度工作会议传递何种信号？——华金宏观·双循环周报（第37期） 2023.12.23

内需动能待夯实，宽松迎来窗口期——经济数据点评（2023.11）暨双循环周报·第36期 2023.12.15



内容目录

美国 12 月就业大幅走强，对核心通胀和美元形成支撑	3
节前长期流动性再紧，人民币贬值压力增大前迫切需降准	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	7

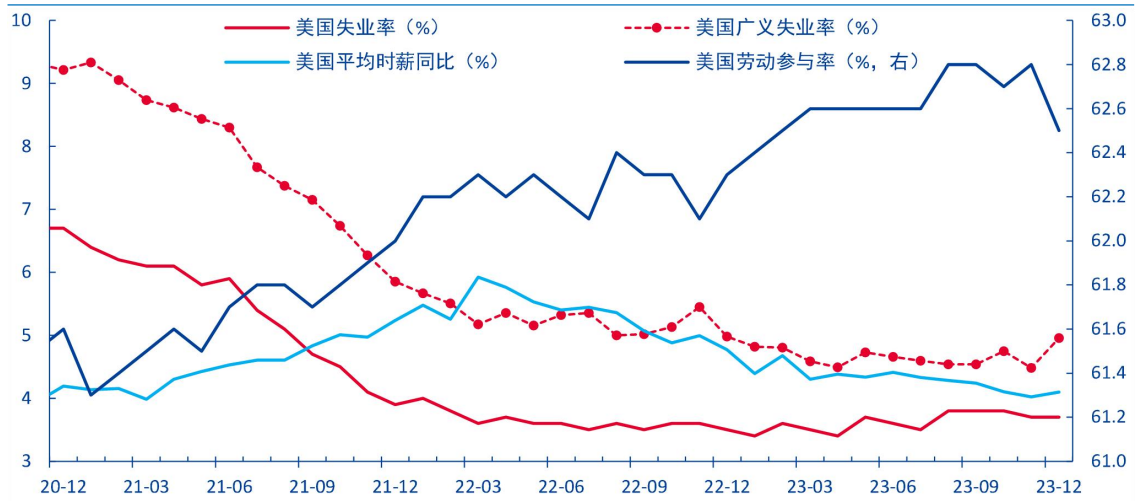
图表目录

图 1：美国失业率、平均时薪同比、劳动参与率	3
图 2：美国各行业新增就业人数（千人）	4
图 3：美国劳动力缺口 12 月弥合速度放缓	4
图 4：美国平均时薪增速反弹	4
图 5：发达经济体主要央行政策利率体系（%）	5
图 6：R007 与我国政策利率体系（%）	6
图 7：全球股市：本周全球股市普遍下跌，A 股创业板指跌幅最深	7
图 8：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周公用事业涨幅靠前，电子、计算机跌幅较深	7
图 9：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周健康护理涨幅靠前，IT 板块跌幅较深	7
图 10：美国国债收益率变动幅度：美债收益率整体上行	8
图 11：中国国债收益率变动幅度：国债收益率长端下行较多	8
图 12：本周美债短端收益率上行 5BP（%）	8
图 13：中美 10Y 利差继续扩大（%）	8
图 14：10Y 国开债与国债利差大幅扩大（%）	9
图 15：1Y、3Y 信用利差扩大（BP）	9
图 16：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）	9
图 17：主要央行政策利率（%）	9
图 18：全球汇率：美元指数大幅上涨	9
图 19：人民币随美元反弹被动贬值	9
图 20：本周金价高位震荡	10
图 21：本周油价有所上行	10
图 22：12 月下旬焦煤价格继续小幅上行	10
图 23：本周铜价继续下行	10

美国 12 月就业大幅走强，对核心通胀和美元形成支撑

12 月美国就业数据大超预期，对过去三周全球市场一度明显升温的美联储提前降息预期泼了一杯冷水。据当地时间 1 月 5 日上午公布的数据，美国 2023 年 12 月新增非农就业人数高达 21.6 万人，较 11 月多增达 4.3 万人，大幅高于市场预期，汽车行业工人大罢工在 10 月底结束之后连续第二个月大幅改善。12 月美国平均时薪同比上涨 4.1%，涨幅较 11 月意外回升 0.1 个百分点，大幅高于市场预期，显示薪资增速回落之路并非如市场期待一般顺畅。12 月失业率 3.7%，持平于 11 月的较低水平，也并未出现市场期待的失业率上行的情形。总体上美国 12 月就业数据显示美国劳动力市场紧张程度超出市场过于乐观的预期，美国经济“软着陆”过程中薪资增速和通胀回落的速度可能比市场的期待更加缓慢，美联储降息并非一蹴而就。数据公布后美元指数一度蹿升，此后因 ISM 非制造业指数意外走低而大幅震荡，但 2024 年第一周美元指数仍出现了 1.1% 的大幅上涨，劳动力市场的强劲数据可能将持续对美国核心通胀和美元形成支撑。

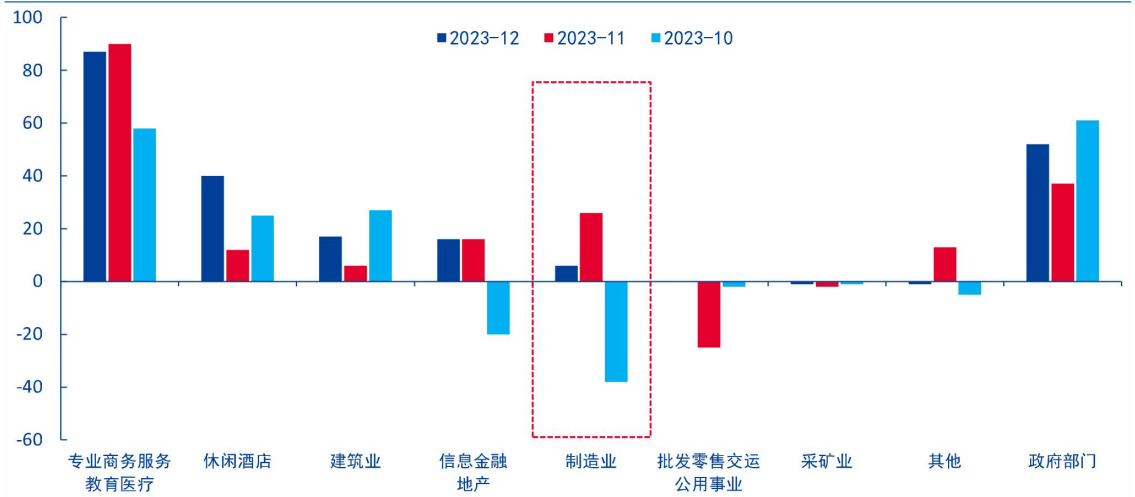
图 1：美国失业率、平均时薪同比、劳动参与率



资料来源：CEIC，华金证券研究所

从非农就业人口的行业分布来看，12 月服务业行业普遍相当强劲，制造业就业恢复性小幅新增，经济各行业的劳动力需求普遍比较旺盛。在 21.6 万人的 12 月新增非农就业总人数中，私人部门新增达到 16.4 万人，较 11 月多增 2.8 万人，其中专业商务服务和教育医疗行业合计新增就业高达 8.7 万人，休闲酒店业新增就业 4.0 万人，信息金融地产业新增 1.6 万人，批零交运公用事业也从 11 月净减少 2.5 万就业中稳定下来，12 月不增不减，总体上服务业各行业就业相当强劲。制造业就业在经历 10 月汽车行业工人大罢工期间的大幅减员、11 月罢工结束后的回补性大幅反弹之后，12 月小幅新增 0.6 万人，恢复性就业增长属性较强。总体上 12 月新增就业的行业结构显示美国当前各行业的劳动力需求普遍仍是比较旺盛的。

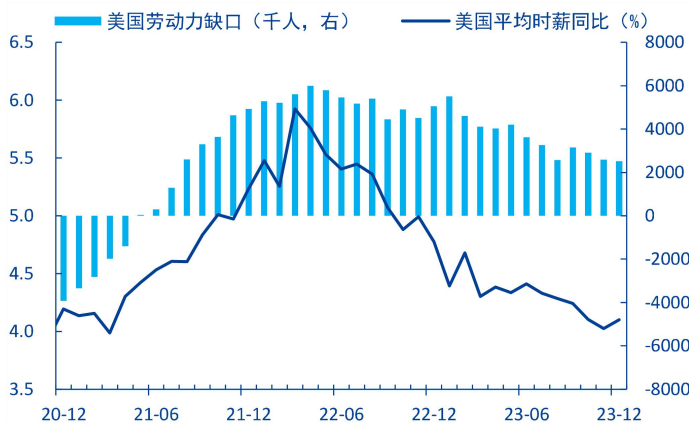
图 2: 美国各行业新增就业人数 (千人)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

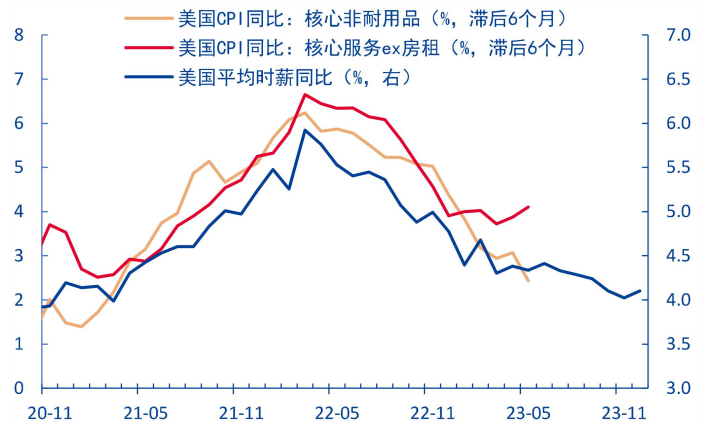
而在劳动力需求仍然火热的背景下, 劳动力市场的供给情况就将对美国的薪资增速和通胀路径产生决定性的影响, 但 12 月就业数据中同时呈现出劳动力供给衰减的迹象, 则可能进一步导致未来的薪资增速反弹和通胀的新一轮潜在上行压力。作为反映劳动力潜在供给的重要指标, 美国 12 月劳动参与率意外大幅下行 0.3 个百分点至 62.5%, 为 2023 年 3 月以来最低水平, 显示美国劳动参与率从 2021 年 10 月开始的一轮连续显著改善周期可能趋于结束, 如果这种情况属实, 则可能意味着美联储在 2023 年最后一次 FOMC 会议之后公布的经济数据预测的脆弱结构在不到一个月之后就面临着被“证伪”的风险。

图 3: 美国劳动力缺口 12 月弥合速度放缓



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 4: 美国平均时薪增速反弹



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

美联储 12 月会议纪要并未如会议声明般展现出明显的鸽派立场, 较为审慎的措辞小幅扭转了市场对降息提前的预期。当地时间 1 月 3 日, 美联储公布 2023 年 12 月 FOMC 会议纪要, 措辞较 12 月会议声明更为审慎, 且并未明确讨论开始降息的时点, 只提及委员会的基准情形预测指向在 2024 年底前适宜降低联邦基金利率 (a lower target range for the federal funds rate would be appropriate by the end of 2024), 但同时也保留了维持限制性货币政策立场的可能性 (appropriate for policy to remain at a restrictive stance for some time)。在当地时间 2023 年 12 月 13 日公布的经济预测中, 美联储上修了对 23Q4 美国实际 GDP 增速的预测, 但下修了核

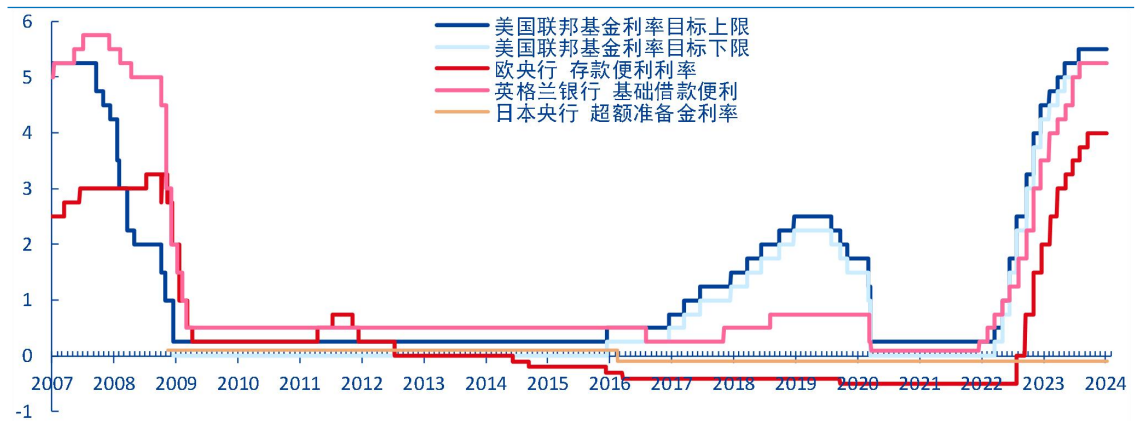
心通胀预测，并维持失业率预测不变，我们在报告《点阵图脆弱性风险：领先还是滞后？——美联储 FOMC 会议（2023.12）点评》（2023.12.14）中曾分析指出：

“看似矛盾的数据预测结构只有一个办法可以在逻辑上弥合起来——美联储认为美国的劳动力供给会以明显快于社会总需求的速度增加，从而在推升产出的同时压低薪资、消解薪资通胀螺旋。而这正是鲍威尔在新闻发布会上传递的核心逻辑。”

一旦美国劳动参与率的潜在上行空间被 12 月以及未来数月的数据连续证明是非常狭窄甚至被挤压的，而不是美联储所期待的还能连续打开的，那么劳动力需求的普遍旺盛态势必然将导致失业率的进一步下行、劳动力市场需求缺口维持高位、以及薪资增速的高位黏性甚至进一步回升的可能性，从而可能对美国核心 CPI 和核心 PCE 通胀再度形成强化，最终令美联储不得不观察更长时间以确认其首次降息操作在通胀和劳动力市场平衡意义上的正当性。

鉴于美元指数对人民币汇率所形成的反向外溢效应、以及由此所导致的我国货币政策操作的潜在约束，我们再度重申一直以来的明确判断，美国经济仍处于明显的总需求偏热、总供给改善的通道之中，劳动力市场需求大于供给的紧张情况短期内并无迅速缓解的逻辑支持，薪资增速在 2023 年 10-11 月间的回落很大程度上可能是受到包括汽车工人罢工等短期因素冲击之后的阶段性表现，并不代表其经济降温或劳动力供给明显改善的趋势，美联储在 2024 年可能将重新面临薪资、通胀高增黏性的决策困难，我们预计美联储的首次降息不早于 2024 年 9 月，美联储 2024 年 1 月 31 日结束的首次 FOMC 会议上就有重新转向鹰派立场的风险，美元指数 2024 年可能蓄势反弹而非连续回落，我国货币政策主动操作需关注美元指数暂时维持低位的关键窗口期，比如我们现在当下所处的 1 月。

图 5：发达经济体主要央行政策利率体系（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

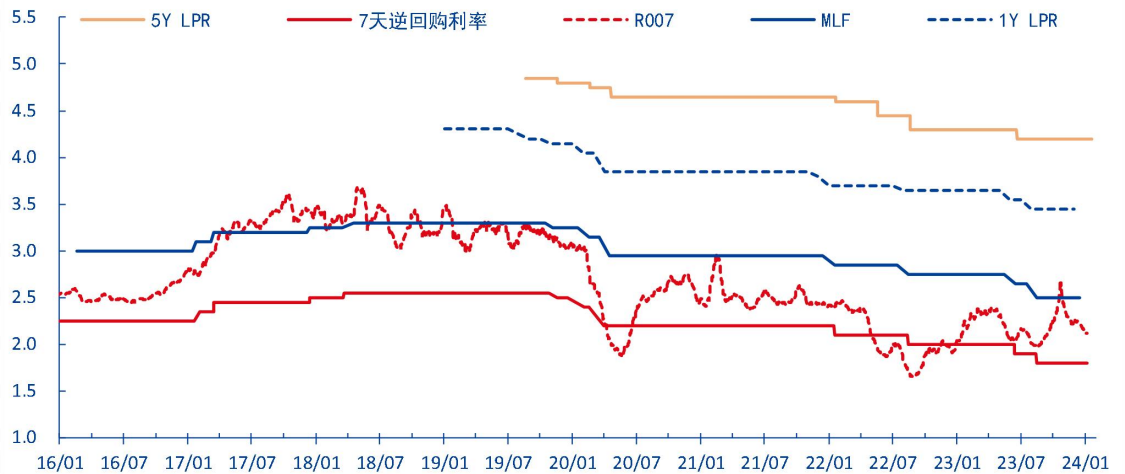
节前长期流动性再紧，人民币贬值压力增大前迫切需降准

国内银行间市场春节前长期流动性再度趋于紧张，在 12 月已经实施较大规模 MLF、PSL 净投放之后，降准 50BP 或是春节前最为理想的货币政策数量型工具选择。年初本来就是信贷投放和长期流动性需求的季节性高峰。尽管 2023 年四季度人民银行曾通过一些会议号召商业银行平滑跨年信用投放的波峰波谷，但由于 10-11 月美元连续大涨人民币贬值压力较大，人民银行受汇率约束在此期间进行的长期流动性投放总体比较克制，信贷投放速度不快。至 12 月中旬美联

储超预期展露偏鸽立场，美元指数大幅下行，人民银行在月中实施 8000 亿 MLF 巨额净投放，并在当月增量发放 3500 亿 PSL，才得以将 8 月以后连续偏高的银行间资金利率 R007 成功压降下来一些，但 12 月信贷估计也来不及在最后半个月放出很大的增量。由此，2024 年初我们可能会发现，一方面，信用投放需求再度达到年度峰值，造成非常明显的银行间市场春节前长期流动性需求集中效应；另一方面，MLF 和 PSL 等利率成本偏高的长期流动性投放工具也已经超大规模使用过了，并不合适进一步大规模增量投放，而且也要避免因为这些相对比较贵的长期流动性投放工具的过度使用而带来新的市场对于利率上行的担忧。在此基础上，也应当看到 2023 年下半年央行通过再贷款再贴现等非公开操作工具所投放的流动性是大幅减少的，可以说 MLF 和 PSL 的增量净投放如果和非公开操作的净收缩合计起来看，长期流动性在 2023 年底就仍然是短缺的，2024 年初的投放工具选择实际上已经很少了，基本只有降准这一个合理选项，可以做到既降低成本、又投放速度快能解燃眉之急。

从外部压力的情况来看，我们在 2023 年底明确提示的美元重新转为上涨的风险在 12 月美国非农就业数据公布前后已经开始得到验证，这意味着 2024 年 1 月底美联储年内首次 FOMC 会议之前美元指数尚未大幅反弹的阶段，构成了人民银行考虑降准（以及作为可选项的降息）的一个黄金窗口期。这一阶段人民币尚未开始面临新一轮明显的贬值压力，同时又适逢年内长期流动性紧张最为集中的节前时段，我们认为在此时选择进行降准操作是十分理想的。维持春节前降准 50BP 的预测不变，预计作为可选项，也可考虑实施 10BP 左右的 MLF 利率和 1Y LPR 下调，而 5Y LPR 预计下调幅度较窄，或为 0-5BP。

图 6: R007 与我国政策利率体系 (%)

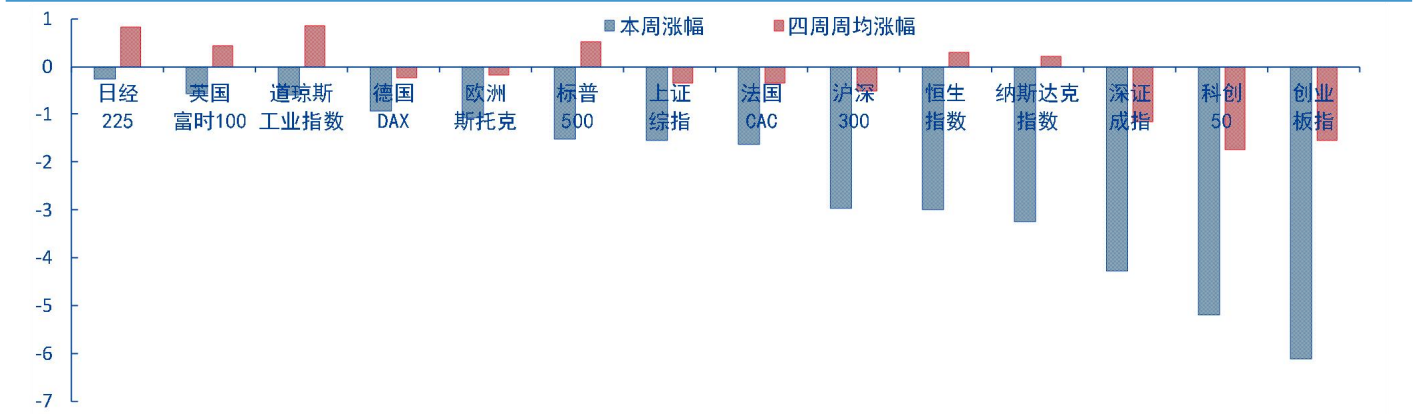


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

风险提示: 美联储维持高利率政策时间更长风险；人民银行降准晚于预期风险。

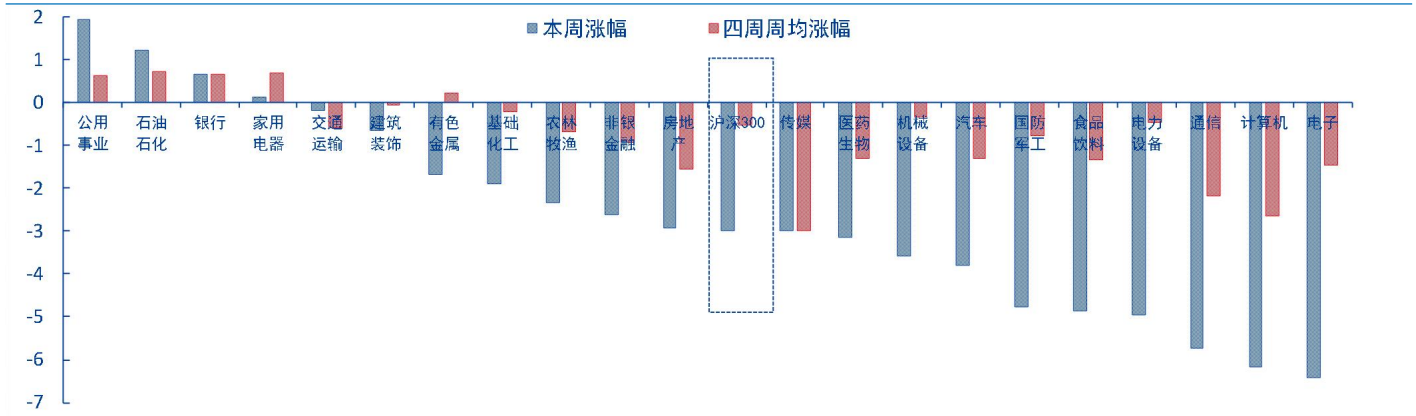
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 7: 全球股市: 本周全球股市普遍下跌, A 股创业板指跌幅最深



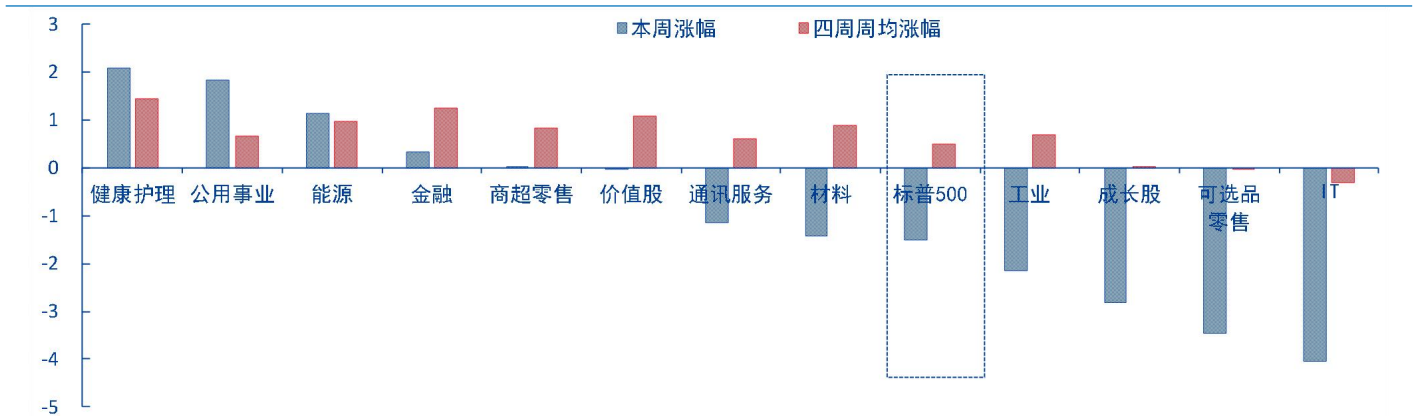
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周公用事业涨幅靠前, 电子、计算机跌幅较深



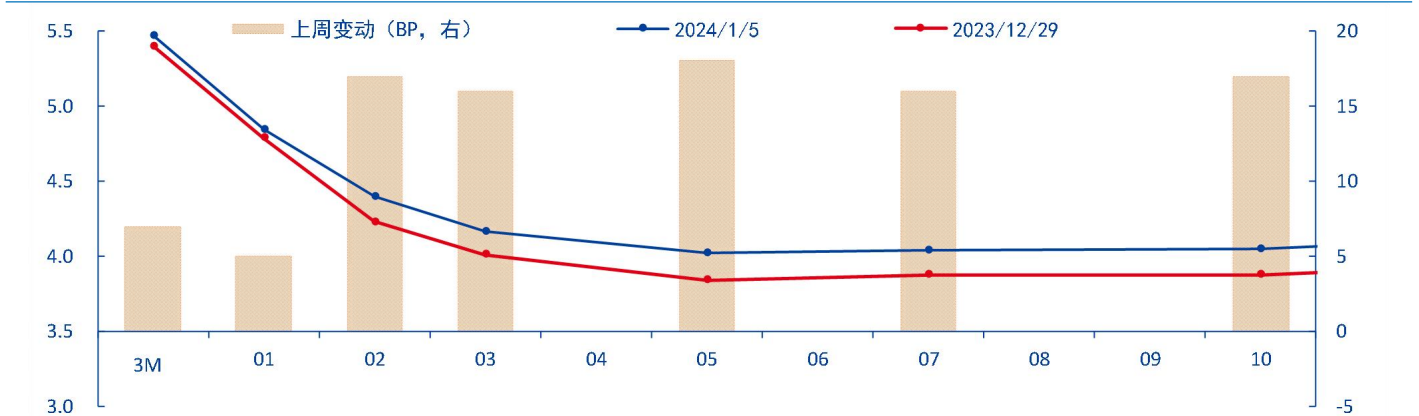
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周健康护理涨幅靠前, IT 板块跌幅较深



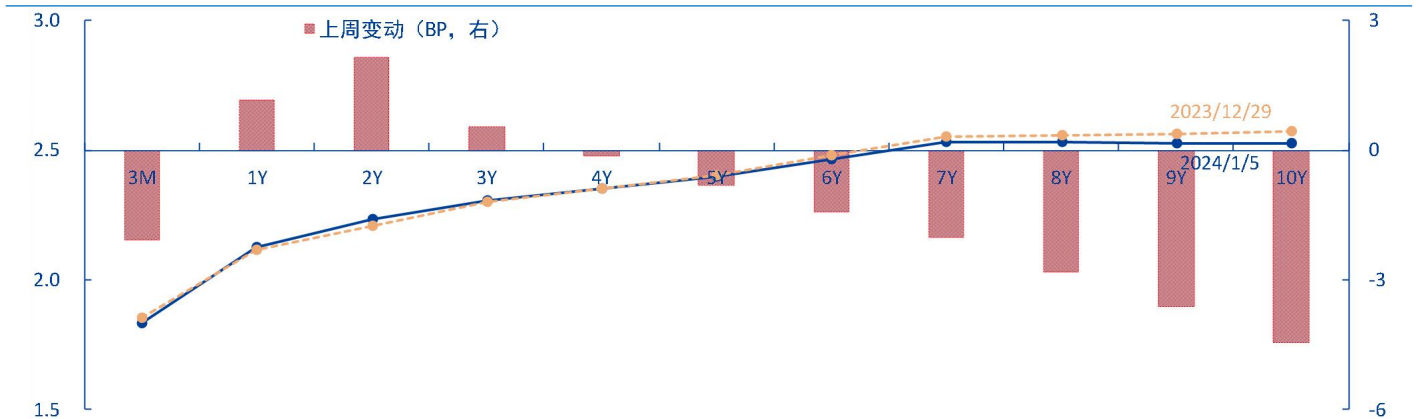
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 10: 美国国债收益率变动幅度: 美债收益率整体上行



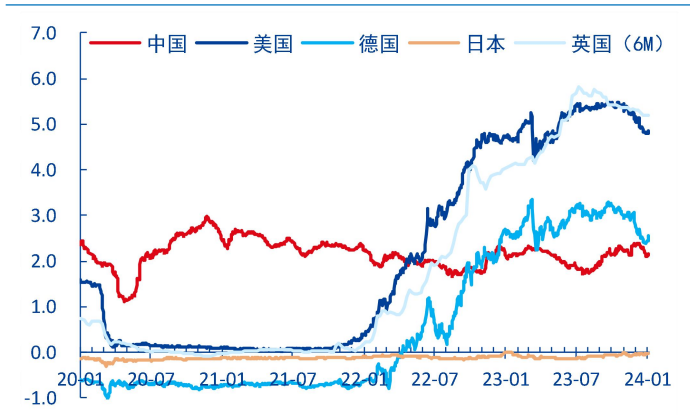
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 中国国债收益率变动幅度: 国债收益率长端下行较多



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 本周美债短端收益率上行 5BP (%)



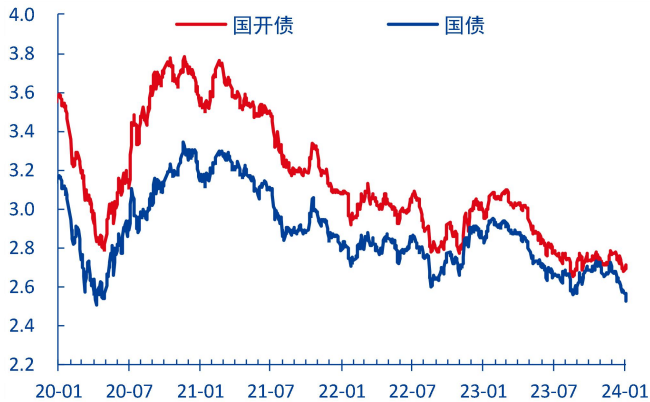
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 中美 10Y 利差继续扩大 (%)



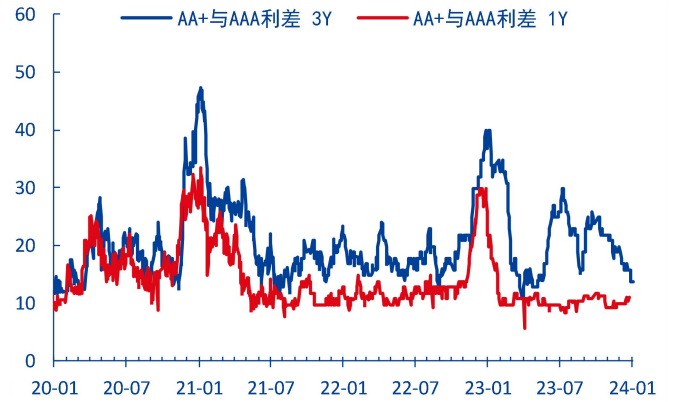
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 10Y 国开债与国债利差大幅扩大 (%)



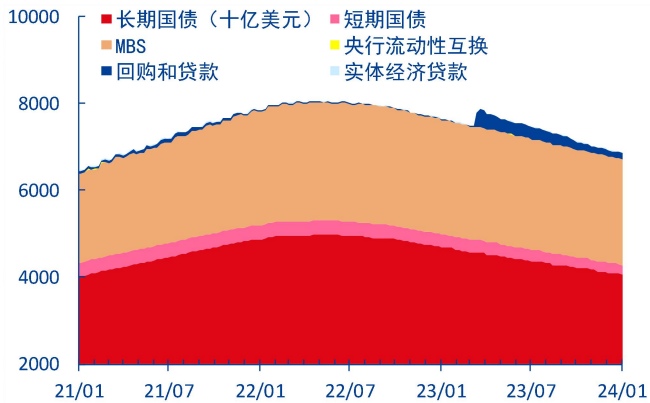
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 1Y、3Y 信用利差扩大 (BP)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



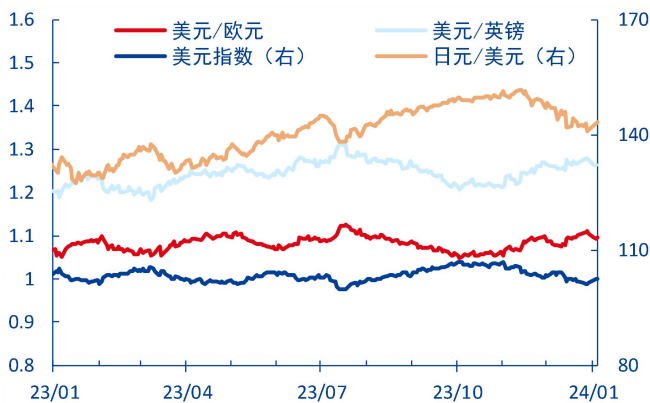
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 全球汇率: 美元指数大幅上涨



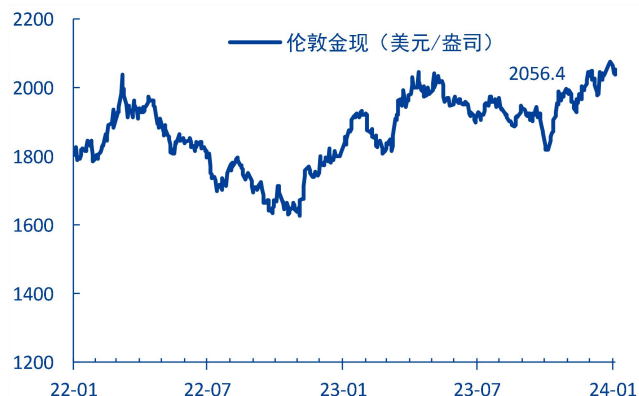
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 人民币随美元反弹被动贬值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 本周金价高位震荡



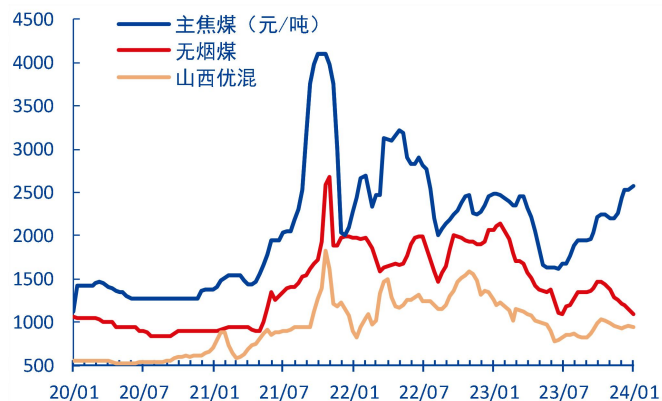
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 本周油价有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 12 月下旬焦煤价格继续小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 本周铜价继续下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，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