

海外宏观周报

美国就业韧性打击降息预期

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



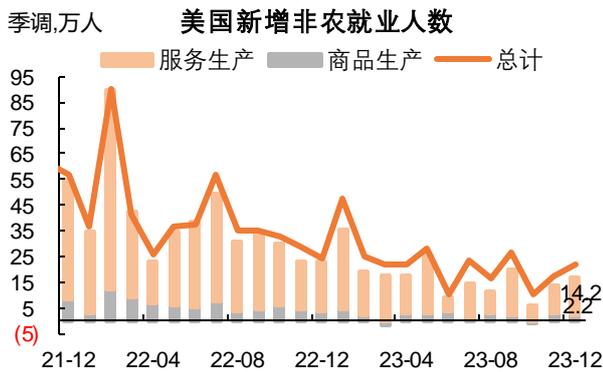
平安观点：

- **美国就业韧性打击降息预期。**2023年12月美国新增非农就业人数超预期回升至21.6万人，教育保健和休闲酒店业新增就业表现强劲；U3失业率为3.7%，持平于前值；劳动参与率回落至62.5%，劳动人口较上月大幅下跌；非农平均时薪环比和同比增速意外回升。近期公布的其他就业数据显示，12月“小非农”新增就业超预期回升；非制造业PMI就业分项大幅回落至荣枯线以下；美国最新初请失业金人数超预期回落至20.2万人。结合11月职位空缺调查，美国就业市场供需缺口小幅扩大，仍明显高于疫情前水平。大小非农数据回暖，打击市场降息预期。据CME数据，截至1月5日，市场对于2024年3月美联储至少降息一次的概率为66%，前一周为88%。我们认为，在物价持续回落的背景下，时薪增速持续保持高增长，实际工资上升或令消费需求更具韧性，令美国避免经济衰退的可能性继续上升，因此不宜对美国前景过于悲观、对美联储降息时间和幅度过于乐观。**未来一段时间，市场降息预期或仍有上修空间，美债利率和美元指数仍有一定回升风险，美股成长科技板块或继续承压、价值板块有望呈现韧性。**
- **海外经济政策：1) 美国：**货币政策方面，美联储2023年12月议息会议纪要认为通胀风险降低，但不确定何时开始降息。经济方面，12月ISM制造业PMI反弹，但仍连续15个月处于荣枯线以下；12月ISM非制造业PMI意外回落，接近停滞水平；11月营建支出季调环比上涨0.4%，10月环比增速上修至1.2%，住房类支出持续强劲。亚特兰大联储GDPNow模型最新预测，预计美国2023年四季度GDP环比折年率为2.5%，较2023年12月29日的预测值(1.9%)上修。**2) 欧洲：**欧元区方面，12月制造业和服务业PMI小幅回升，12月HICP同比增速反弹至2.9%，11月PPI同比反弹至-8.8%；欧元区PMI和通胀数据公布以后，欧央行降息的市场预期有所弱化，截至1月5日，德国10年期国债收益率整周上涨12BP至2.14%，意德10年期国债利差小幅扩大1BP至169BP。英国方面，制造业和服务业PMI终值有所下修。
- **全球大类资产：1) 股市：**全球股价普遍承压，科技股新年首周表现不佳。**2) 债市：**中长期美债收益率反弹，10年美债利率重回4%以上。**3) 商品：**油价大幅反弹，金属和粮食价格回落。**4) 外汇：**美元指数整周反弹1.1%，收至102.44；非美货币汇率贬值，日元汇率大幅承压。
- **风险提示：**美国金融风险超预期上升，美国经济超预期下行，美联储降息超预期提前等。

一、美国就业数据简评

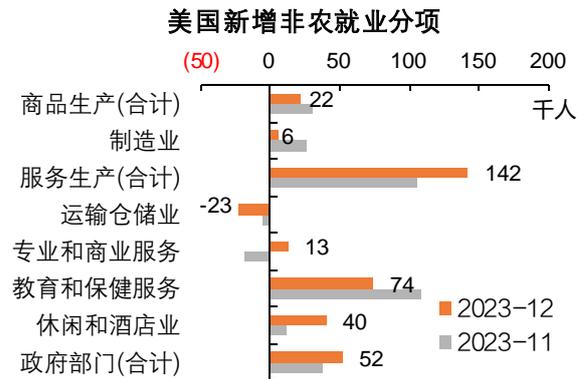
美国 2023 年 12 月新增非农就业人数超预期回升至 21.6 万人，教育保健和休闲酒店业新增就业表现强劲。1 月 5 日，美国劳工统计局数据显示，美国 12 月新增非农就业人数为 21.6 万人，预期为 17 万人；11 月新增人数由 19.9 万人下修至 17.3 万人，10 月新增人数由 15 万人下修至 10.5 万人。结构上，服务生产部门新增就业持续回升，教育保健和休闲酒店业新增就业表现强劲，其中休闲酒店业就业人数新增 4 万人，增幅大幅高于 11 月（1.2 万人）；商品生产部门新增就业回落至 2.2 万人，前值为 3 万人；政府部门就业新增 5.2 万人。2023 年下半年平均新增非农就业人数为 18 万人，远低于上半年的水平（26 万人），正朝疫情前水平（2019 年平均新增 16 万人）迈进。

图表1 美国 12 月新增非农就业人数回升至 21.6 万人



资料来源: Wind, 平安证券研究所

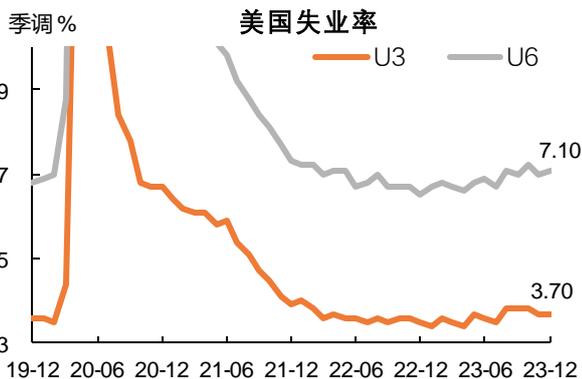
图表2 教育保健和休闲酒店业新增就业表现强劲



资料来源: Wind, 平安证券研究所

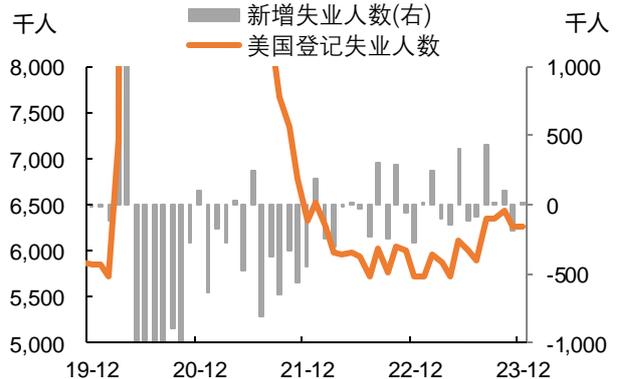
美国 12 月 U3 失业率为 3.7%，持平于前值。1 月 5 日，美国劳工统计局数据显示，美国 12 月 U3 失业率为 3.7%，预期为 3.8%，持平于前值，续创 2023 年 7 月以来新低；U6 失业率为 7.1%，前值为 7%。12 月失业人数环比上涨 6 千人，增幅为 2019 年以来新低，是 12 月 U3 失业率持平于前值的因素之一。

图表3 美国 12 月 U3 失业率为 3.7%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国 12 月失业人数环比基本持平

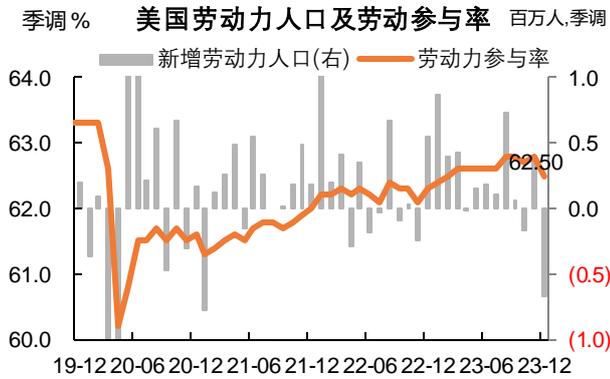


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国 12 月劳动参与率回落至 62.5%，劳动人口较上月大幅下跌。1 月 5 日，美国劳工统计局数据显示，美国 12 月劳动参与率为 62.5%，预期和前值为 62.8%；劳动人口环比下跌 68 万人，跌幅创 2021 年 1 月以来新高。值得注意的是，相较新冠疫情前趋势增长水平，12 月劳动力缺口有所反弹。我们测算，以 2015-19 年劳动人口增速为基准，截至 12 月美国劳动

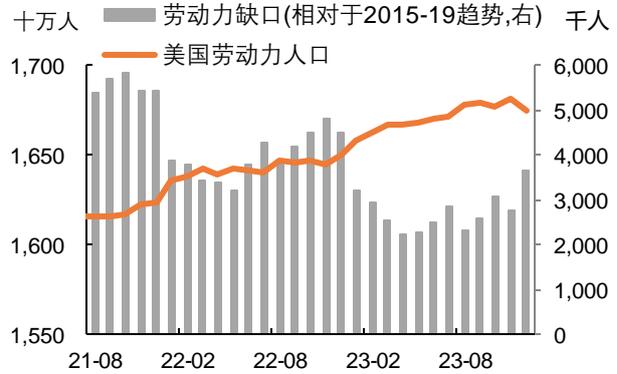
力缺口扩大至 366 万人，劳动力人口修复进程出现阻碍。

图表5 美国 12 月劳动参与率为 62.5%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

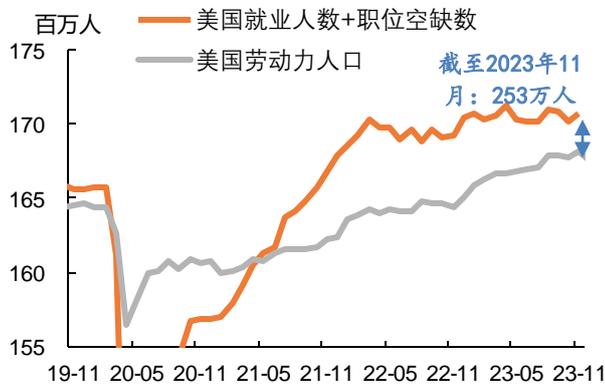
图表6 美国 12 月劳动力缺口大幅回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

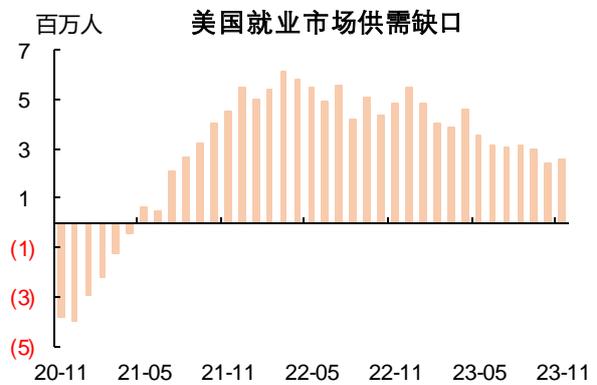
结合 11 月职位空缺调查,美国就业市场供需缺口小幅扩大,仍明显高于疫情前水平。1 月 3 日,美国劳工统计局数据显示,美国 11 月职位空缺数环比下跌 6.2 万人,至 879 万人,预期和前值为 885 万人,创 2021 年 3 月以来新低。我们测算,以美国 16 岁以上就业人数与职位空缺数之和为就业“需求”,以劳动力人口为就业“供给”,则截至 11 月美国就业市场“供需缺口”为 253 万人,较上月小幅反弹,但仍处于 2022 年 3 月以来的长期下降趋势,缺口持续弥合;11 月“供需缺口”为 2019 年均值(116 万人)的 2.2 倍,可见美国就业市场供不应求的格局有待持续修复。

图表7 美国 11 月就业市场“供需缺口”为 253 万人



资料来源: Wind, 平安证券研究所

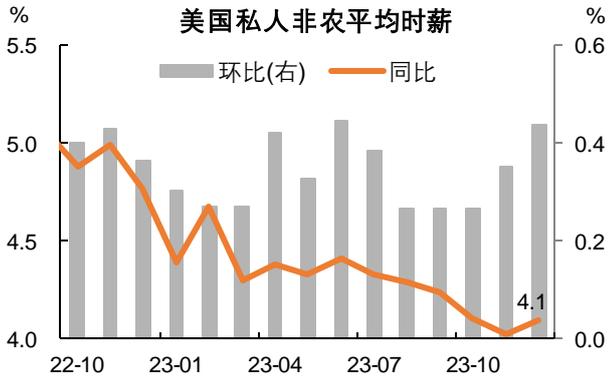
图表8 11 月就业市场“供需缺口”较上月小幅扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

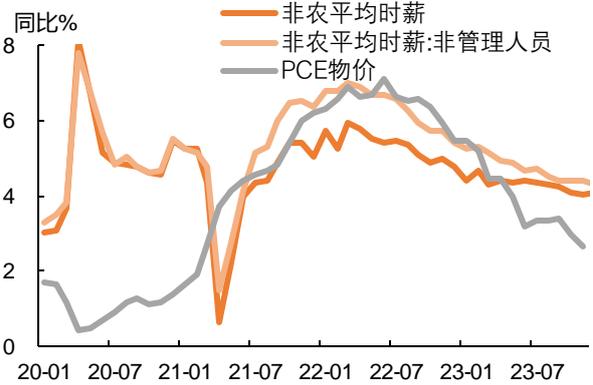
美国 12 月非农平均时薪环比和同比增速意外回升。1 月 5 日,美国劳工统计局数据显示,美国 12 月非农平均时薪环比 0.4%,预期为 0.3%,前值为 0.35%,连续第 2 个月反弹;时薪同比增速为 4.1%,预期为 3.9%,前值为 4%。从绝对水平来看,12 月时薪环比高于 2023 年下半年的均值,薪资增长有所回升。从相对水平来看,截至 11 月,时薪同比增速持续高于 PCE 物价同比增速,其中生产和非管理人员时薪同比增速更是连续 10 个月保持更快的增长,并且增速差值持续扩大,反映实际工资有所上涨。

图表9 美国 11 月非农平均时薪环比和同比同步回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

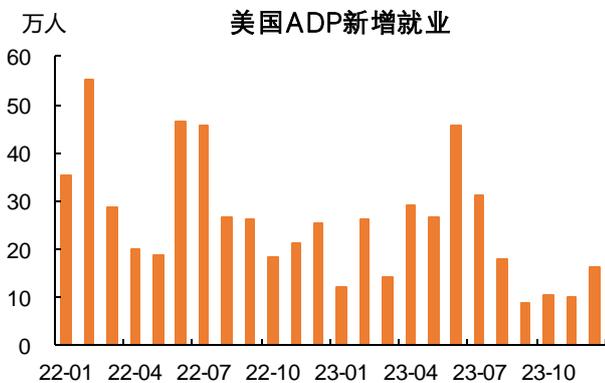
图表10 截至 11 月时薪同比持续快于 PCE 同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

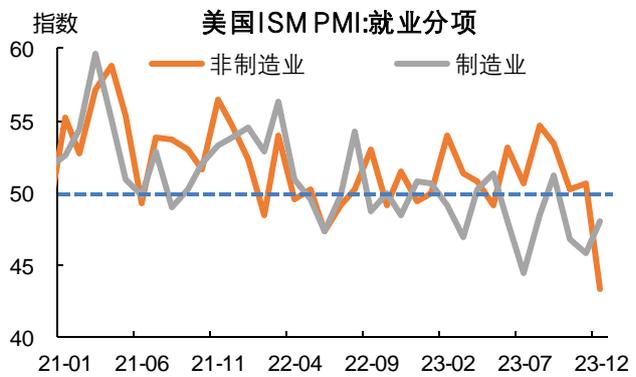
近期公布的其他就业数据显示, 12 月“小非农”超预期回升, 非制造业 PMI 就业分项大幅回落至荣枯线以下, 美国最新初请失业金人数超预期回落至 20.2 万人。美国 12 月 ADP 私人部门新增就业人数为 16.4 万人, 预期为 11.5 万人, 前值为 10.1 万人, 其中教育保健和休闲酒店业新增就业表现强劲。美国 12 月非制造业 PMI 就业分项连续 6 个月后首次下跌至荣枯线以下, 至 43.3, 前值为 50.7, 创 2020 年 7 月以来新低; 制造业 PMI 回升至 48.1, 前值为 45.8, 但仍连续 3 个月处于荣枯线以下。截至 12 月 29 日当周, 美国初请失业金人数为 20.2 万人, 预期为 21.6 万人, 前值为 21.8 万人, 创 2023 年 10 月以来新低; 截至 12 月 22 日当周, 美国续请失业金人数为 185.5 万人, 预期为 188.3 万人, 前值 187.5 万人。

图表11 美国 12 月“小非农”新增就业为 16.4 万人



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 12 月非制造业 PMI 就业分项处于收缩区间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

大小非农数据回暖, 打击市场降息预期。据 CME 数据, 截至 1 月 5 日, 市场对于 2024 年 3 月美联储至少降息一次的概率为 66%, 前一周 (2023 年 12 月 29 日) 的概率为 88%; 市场押注 2024 年美联储降息 150BP, 较前一周的 175BP 有所回落, 但仍较美联储所预期的 (75BP) 乐观。1 月 5 日, 10 年美债收益率整日升 6BP 至 4.05%, 美元指数回升 0.01% 至 102.44, 美股三大指数收涨 0.07-0.18%。我们认为, 在物价持续回落的背景下, 时薪增速持续保持高增长, 实际工资上升或令消费需求更具韧性, 令美国避免经济衰退的可能性继续上升, 因此不宜对美国前景过于悲观、对美联储降息时间和幅度过于乐观。未来一段时间, 市场降息预期或仍有上修空间, 美债利率和美元指数仍有一定回升风险, 美股成长科技板块或继续承压、价值板块有望呈现韧性。

二、海外经济政策

1.1 美国：美联储会议纪要维持“鹰派”，制造业 PMI、营建支出回升

美联储 12 月议息会议纪要认为通胀风险降低，但不确定何时开始降息。2024 年 1 月 4 日，美联储公布 2023 年 12 月货币政策会议纪要。货币政策方面，美联储认为加息不足导致通胀回升及加息过多导致经济衰退的风险大致平衡，2024 年降息应该是合适的，但并未确定具体降息时点；美联储强调将政策保持一定时间的限制性水平是合理的，但仍保留再次加息的选择；缩表方面，一些美联储官员认为，在准备金余额下降到略高于充足准备金水平时，可以放缓缩表节奏并最终结束缩表。经济方面，工作人员认为 2023 年全年经济增长保持稳健，但 2024-2025 年经济增长可能低于潜在增速，随后 2026 年恢复趋势水平。通胀方面，工作人员认为通胀可能延续回落态势，预计 PCE 和核心 PCE 在 2026 年回落至接近 2% 水平。此外，里士满联储主席同日表示，美联储在不对就业市场造成重大损害的情况下抑制通胀方面正在“取得实质性进展”，人们希望的软着陆“越来越有可能实现”。

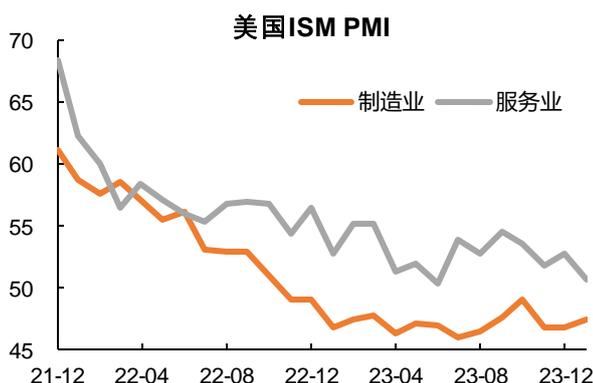
美国 12 月 ISM 制造业 PMI 反弹，但仍连续 15 个月处于荣枯线以下。2024 年 1 月 3 日，ISM 公布的数据显示，美国 12 月制造业 PMI 为 47.4，预期为 47.1，前值为 46.7，创 2023 年 9 月以来新高，但连续 15 个月处于荣枯线以下。结构上，制造业需求持续低迷，新订单、新出口订单和库存订单分项持续处于荣枯线以下；产业和就业分项均有所反弹，其中产出分项回升至荣枯线以上；物价分项大幅回落，受益于原油等大宗商品国际价格回落。

美国 12 月 ISM 非制造业 PMI 意外回落，接近停滞水平。2024 年 1 月 5 日，ISM 公布的数据显示，美国 12 月非制造业 PMI 为 50.6，预期为 52.6，前值为 52.7，创 2023 年 5 月以来新低，接近停滞水平。非制造业需求有所放缓，新订单和新出口订单均有所回落，订单库存持续处于收缩区间。

美国 11 月营建支出季调环比上涨 0.4%，10 月环比增速上修至 1.2%，住房类支出持续强劲。2024 年 1 月 2 日，美国人口普查局数据显示，美国 11 月营建支出季调环比增速为 0.4%，预期为 0.5%，前值由 0.6% 上修至 1.2%。结构上，住宅类支出连续两个月上涨，环比增速为 1%，前值为 2%；非住宅类支出有所放缓，其中公路和街道支出季调环比增速放缓至 2023 年 6 月以来新低。

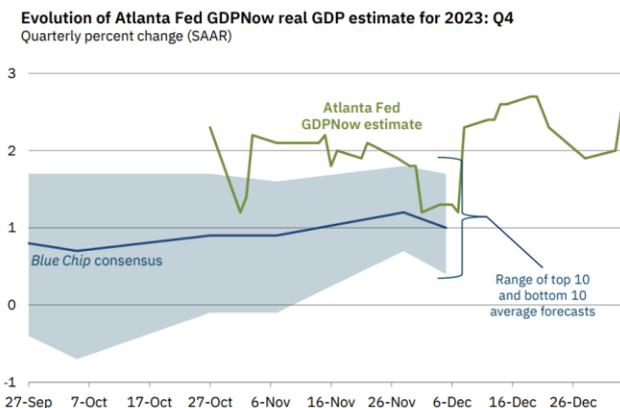
截至 2024 年 1 月 5 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预测，预计美国 2023 年四季度 GDP 环比折年率为 2.5%，较 2023 年 12 月 29 日的预测值（1.9%）上修。

图表 13 美国 12 月 ISM 制造业 PMI 反弹



资料来源：同花顺, 平安证券研究所

图表 14 预计美国四季度 GDP 环比折年率为 2.5%



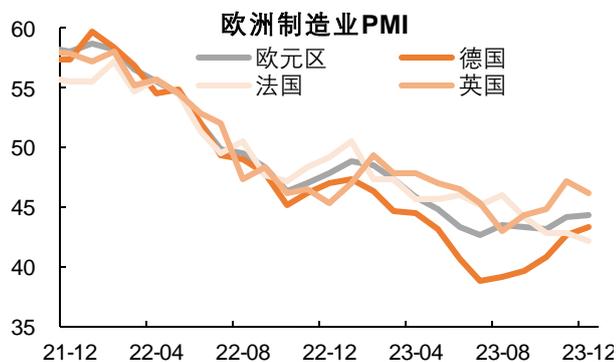
资料来源：亚特兰大联储 (2024.1.5), 平安证券研究所

1.2 欧洲：欧元区 PMI、通胀回升

欧元区 12 月制造业和服务业 PMI 小幅回升，英国制造业和服务业 PMI 终值有所下修。欧元区 12 月制造业 PMI 终值上修

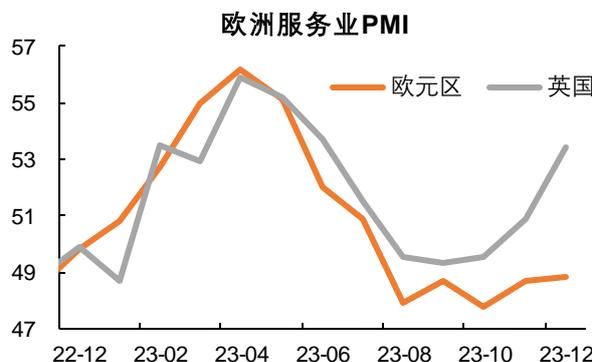
至 44.4，预期和初值为 44.2，主因是德法两国同步上修，较 11 月小幅回升，但仍连续 18 个月处于荣枯线以下；服务业 PMI 终值上修至 48.8，预期和初值为 48.1，较 11 月小幅回升，但仍连续 5 个月处于荣枯线以下。英国 12 月制造业 PMI 终值下修至 46.2，预期和初值为 46.4，较 11 月的回落幅度有所扩大，并且连续 17 个月处于荣枯线以下；服务业 PMI 终值下修至 53.4，预期和初值为 52.7，但仍较 11 月大幅回升，并且连续 2 个月处于荣枯线以上。

图表15 欧元区12月制造业PMI小幅回升



资料来源：同花顺,平安证券研究所

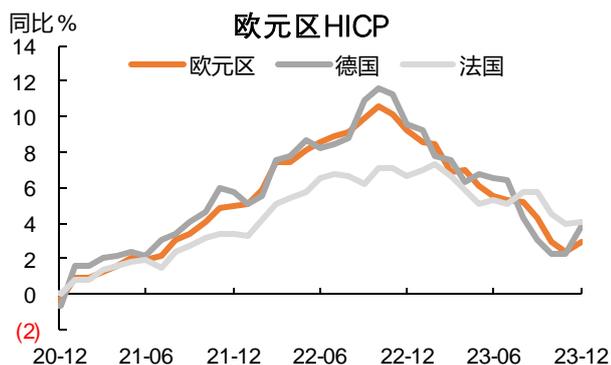
图表16 英国12月服务业PMI回升幅度大于欧元区



资料来源：同花顺,平安证券研究所

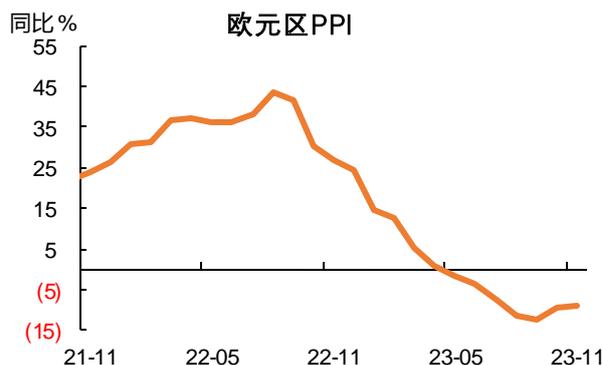
欧元区12月HICP同比增速反弹至2.9%，11月PPI同比反弹至-8.8%。2024年1月5日，欧盟统计局公布数据显示，欧元区12月HICP同比增速为2.9%，预期为3%，前值为2.4%，其中德法两国CPI同比均有所反弹；剔除能源和非加工食品，核心HICP同比增速为3.9%，符合预期，前值为4.2%，创2022年4月以来新低。同日还公布了生产者物价指数，欧元区11月PPI同比增速为-8.8%，预期为-8.7%，前值为-9.4%。欧元区PMI和通胀数据公布以后，央行降息的市场预期有所弱化。截至1月5日，德国10年期国债收益率整周上涨12BP至2.14%，意德10年期国债利差小幅扩大1BP至169BP。

图表17 欧元区12月HICP同比增速反弹至2.9%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表18 欧元区11月PPI同比增速反弹至-8.8%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

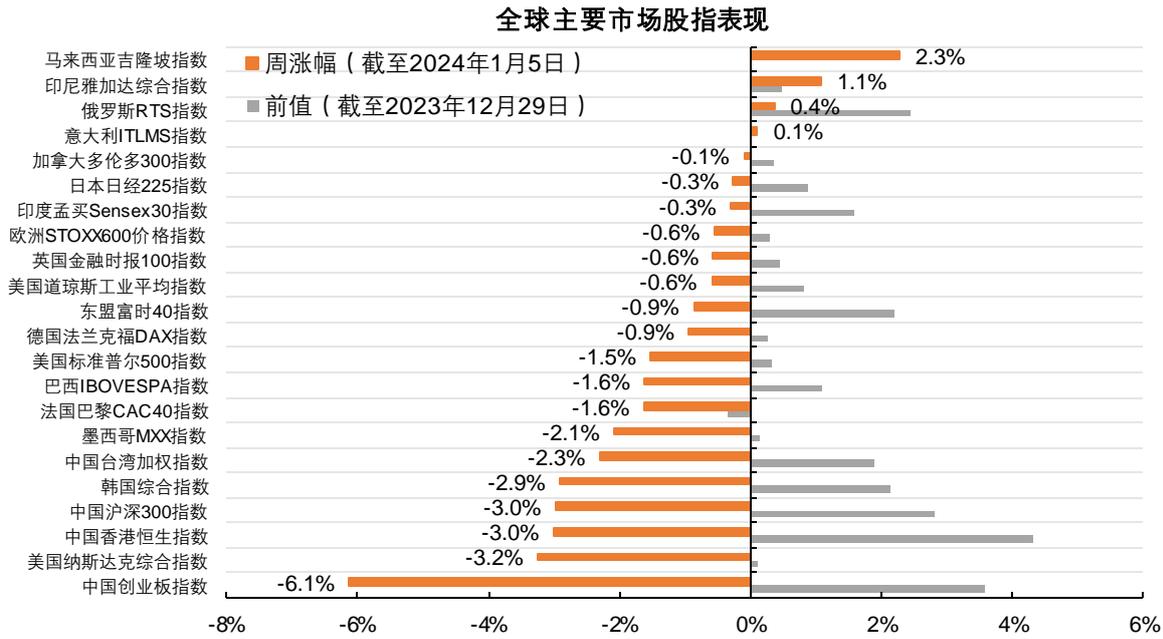
三、全球大类资产

2.1 股市：科技股承压

近一周（截至2024年1月5日），全球股价普遍承压，科技股新年首周表现不佳。美股方面，纳斯达克综指、标普500指数和道琼斯工业指数整周下跌3.2%、1.5%和0.6%，扭转连续九周的涨势。宏观层面，最新就业数据打压市场降息预期，

美股表现偏软。微观层面，苹果遭多家投行下调评级，并且面临美国司法部的反垄断诉讼，整周股价重挫近6%。欧洲股市方面，欧洲STOXX600指数、德国DAX指数、法国CAC指数和英国金融时报100指数整周下跌0.6%、0.9%、1.6%和0.6%。本周欧元区PMI和通胀数据公布以后，欧央行降息的预期有所降温，令德国等欧洲国家公债利率有所反弹，对股价表现有所拖累。亚洲股市方面，日本日经225整周下跌0.3%。日银行长植田和男本周表示，2023年日本逐渐走出长期“低增长低通胀”的阴霾，他表示未来可能有更多进展，使得薪资通胀增速趋向平衡，反映他对保持宽松货币政策仍具耐心，以等待更多证据确认通胀达到2%的长期目标水平。

图表19 全球股价普遍承压，科技股新年首周表现不佳

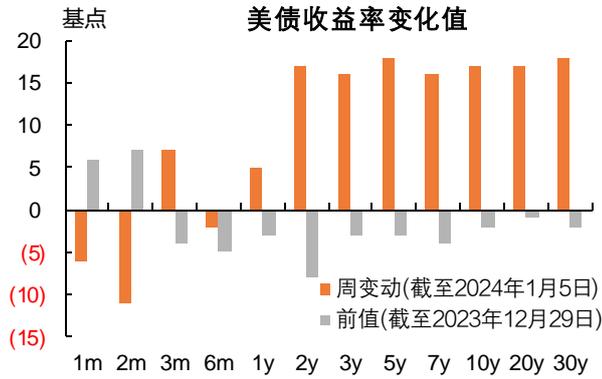


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 债市：美债利率反弹

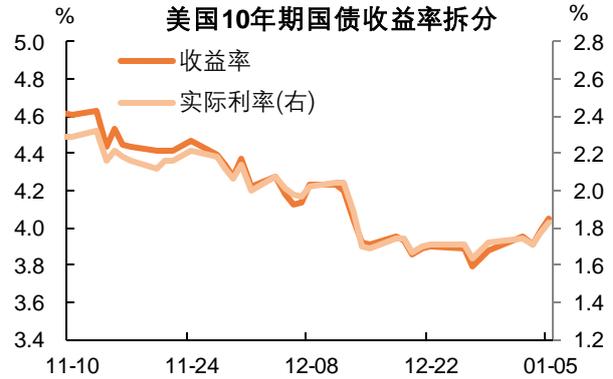
近一周（截至2024年1月5日），中长期美债收益率反弹，10年美债利率重回4%以上。10年美债收益率整周上涨17BP至4.05%，曾在1月5日盘中上探至4.1%，创2023年12月13日以来新高；10年TIPS利率（实际利率）整周上涨11BP至1.83%，隐含通胀预期整周上涨6BP至2.22%。截至本周，10年与2年美债利率倒挂幅度为35BP，持平于上周的水平。最新美欧经济数据令市场的降息预期有所降温，多国公债利率同步反弹。

图表20 中长期美债收益率反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 10年美债名义、实际利率同步反弹

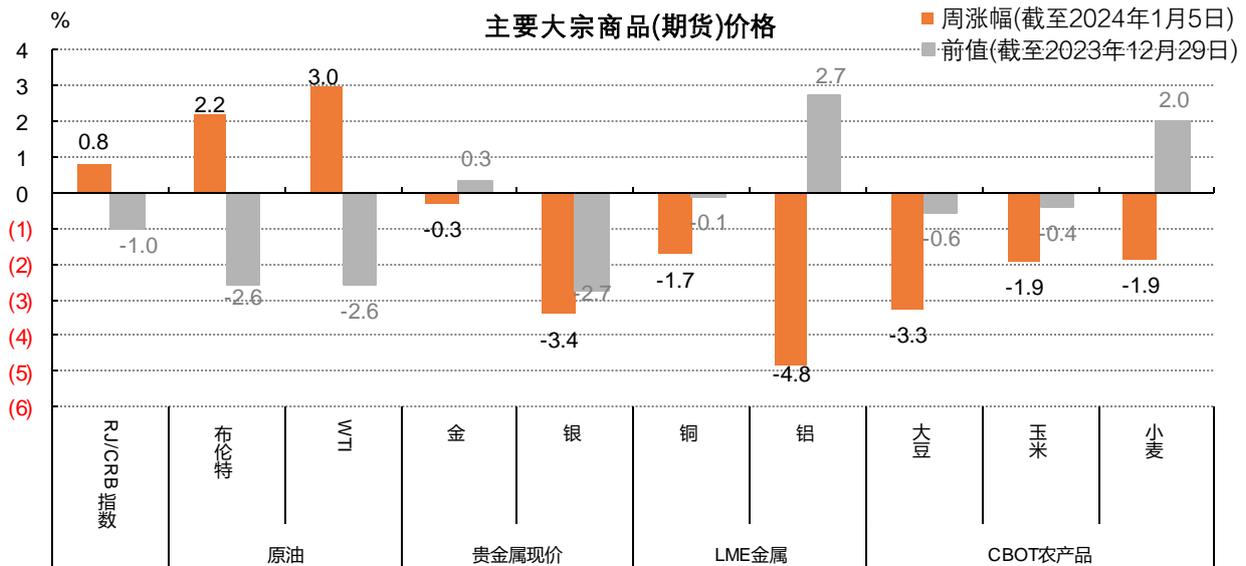


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 商品：油价反弹

近一周(截至2024年1月5日), 油价大幅反弹, 金属和粮食价格回落。原油方面, 布伦特油价整周上涨2.2%, 至78.8美元/桶; WTI原油价格整周上涨3%, 至73.8美元/桶。供给方面, 本周国际地缘政治冲突升温迹象, 使得原油供给可能出现变数, 令油价再度回升; 据美国彭博报道, 利比亚抗议活动令该国重要油田停产, 或影响27万桶/日的原油供应; 据美国路透社报道, 马士基公司1月2日宣布旗下的货轮重新避开苏伊士运河的红海航线, 令包括原油在内的大宗商品国际航运成本上升。需求方面, 截至12月29日当周, 美国汽油库存上涨1090万桶, 创2021年12月以来最大涨幅, 反映炼油需求放缓, 对国际油价有所拖累。贵金属方面, 金价整周微跌0.3%, 至2056.4美元/盎司, 仍处于2020年8月以来的高位震荡; 银价整周下跌3.4%。金属方面, LME铜和铝价整周下跌1.7%和4.8%。农产品方面, CBOT大豆、玉米和小麦价格整周下跌3.3%、1.9%和1.9%。

图表22 油价大幅反弹, 金属和粮食价格回落

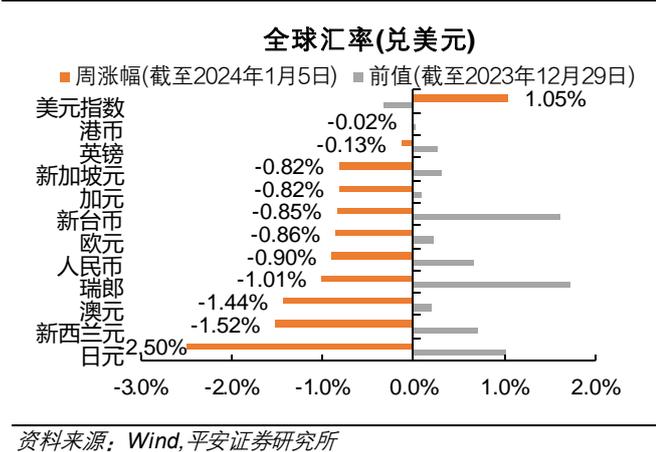


资料来源: Wind, 平安证券研究所

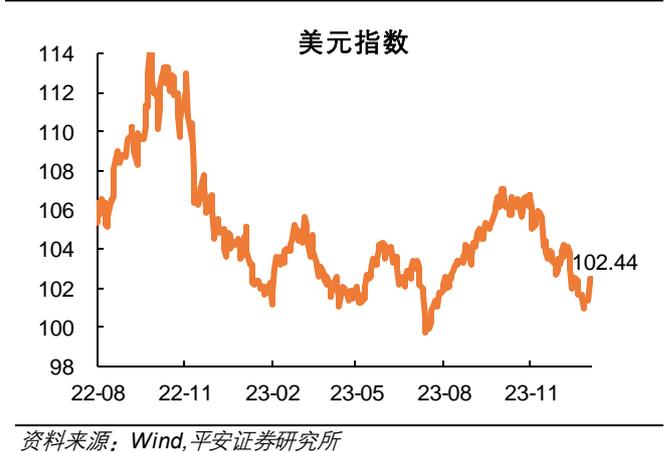
2.4 外汇：美元反弹

近一周（截至 2024 年 1 月 5 日），美元指数整周反弹 1.1%，收至 102.44；非美货币汇率贬值，日元汇率大幅承压。美国方面，最新就业数据打压市场降息预期，令美债利率回升，对美元指数有所支持。欧元区方面，欧元兑美元整周下跌 0.9%。英国方面，英镑兑美元整周下跌 0.1%。日本方面，日元兑美元整周重挫 2.5%；日本元旦发生剧烈地震，经济前景不明朗，令日本央行退出宽松政策的难度加大，日元汇率再度承压；根据美国路透社报告，三菱日联摩根士丹利和大和证券均延后日银转向的预测。

图表23 非美货币汇率贬值



图表24 美元指数整周收至 102.44



风险提示：美国金融风险超预期上升，美国经济超预期下行，美联储降息超预期提前等。

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±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±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 2024 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

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层