

# 美国经济

## 就业超预期，市场降息预期有所波动

就业超预期是美国经济逐渐降温背景下的一大亮点。12月新增非农就业数量升至21.6万人，平均时薪同比增速反弹至4.1%，仍然高于通胀目标隐含的3%-3.5%合宜增速。失业率保持在3.7%，但劳动参与率小幅回落。紧俏的就业市场将支撑收入增长和消费信心，强化市场对经济软着陆预期。就业数据一度引发美债下跌和美元上涨，10年国债收益率盘中上探4.1%，但12月ISM非制造业指数超预期回落，创9个月最大环比降幅，市场担心驱动经济增长的服务业开始显著放缓，国债收益率和美元指数再度回落。随着经济放缓迹象显现，市场开始预期美联储降息周期到来。但由于美国经济尚未完全冷却，各类经济数据可能喜忧参半，市场对降息路径的预期可能会有波动。目前实际利率已升至历史高位，货币政策紧缩对经济的抑制作用将逐步显现。我们维持美联储可能在5-6月开始降息、全年降息1.5个百分点的预测。预计PCE通胀从2023年的3.8%降至2024年的2.5%。在降息之后，实际利率依然较高，货币政策仍处于紧缩性状态。

■ **新增非农就业与薪资增速继续回升，支撑收入增长与消费信心。**12月新增非农就业人数从11月的17.3万人回升至21.6万人，高于市场预期。10月与11月新增就业人数合计下修7.1万人。私营部门新增16.4万人就业，较11月的13.6万人有所增长。分行业来看，建筑业新增就业从11月的0.7万增加至1.7万，服务业新增就业人数达到14.2万，其中零售行业新增就业人数从11月的-2.4万升至1.7万，医疗和社会服务新增人数达到7.4万人。政府部门特别是地方政府就业需求强劲，新增就业升至5.2万人。非农私人企业薪资增速延续反弹，平均时薪环比增速从11月的0.35%升至0.44%，同比增速从4%反弹至4.1%，显著高于2%通胀目标隐含的3%-3.5%的合宜薪资增速。非农每周工作小时数小幅下降0.1至34.3小时。时薪增速反弹预示家庭部门收入保持较快增长，随着通胀回落，实际收入延续增长，将支撑短期内家庭消费表现。初次申请失业金人数小幅抬升，过去四周移动平均值从11月末的22万人下降至12月末的20.8万人，但持续领取失业金人数过去四周平均增至186.7万人，为2021年12月以来最高。12月新增非农就业人数与薪资增速双双反弹，初次申请失业金人数保持低位，显示美国就业市场仍然紧俏；但持续领取失业金人数处于近年高位，显示企业招工步伐有所放缓。2023年全年新增非农就业人数达到270万，相比2022年有所放缓，但仍高于疫情前几年平均水平。总体来看，美国就业市场逐步放缓，显示经济平缓降温，有助于进一步去通胀。

■ **失业率保持稳定，劳动参与率小幅下降。**美国12月失业率保持在3.7%。劳动参与率下降0.3个百分点至62.5%，其中16-24岁劳动参与率下降0.4个百分点至56.2%。疫情后迟迟未恢复的55岁以上劳动参与率下降0.4个百分点至38.4%。劳工部家庭调查口径的就业人数下降68.3万人，为2020年第二季度以来的最大降幅，但此口径下就业人数每月波动较大。美国职位空缺数/失业人数在四季度下降至1.4倍，略低于从2023年6月以来的1.5倍左右和2022年的2倍，但依然高于2018-2019年的1-1.2倍，显示劳动力市场虽然依然紧俏，但相比于一年前有所放缓。

■ **就业和经济平缓降温，美联储可能在二季度开始降息。**劳动力市场是美国经济的核心指标，稳健的就业市场支撑家庭收入持续增长和消费信心强劲，从而支撑美国经济延续扩张。同时，美国核心通胀尤其是服务业通胀与劳动力市场供求状况和薪资增速密切相关。美国劳动力市场目前仍然紧俏，虽有降温迹象但仍慢于市场预期。随着货币政策紧缩效应逐渐显现，未来新增就业、薪资增速和失业率可能持续降温，推动核心通胀尤其是服务业通胀进一步回落。随着经济放缓迹象显现，市场开始预期美联储降息周期到来。但由于美国经济尚未完全冷却，短期内经济数据可能喜忧参半，市场对降息路径的预期可能会有波动。美联储12月议息会议纪要显示委员们普遍认为，目前利率已接近本轮紧缩周期的峰值，将在今年开始降息，但认为政策紧缩状态政策仍会维持更长时间以完成抗通胀目标。我们维持美联储可能在5-6月开始降息、全年降息1.5个百分点的预测。美联储在1月议息会议将继续按兵不动，以实现2%的通胀目标并保持金融市场稳定。

叶丙南, Ph.D

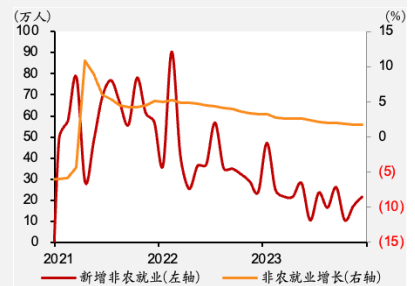
(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

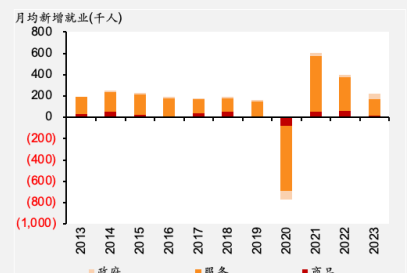
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

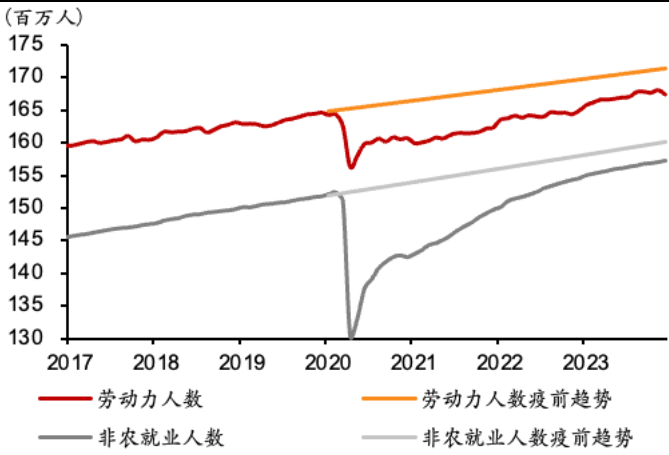


资料来源: Wind, 招银国际环球市场



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 1: 劳动力人数和非农就业人数



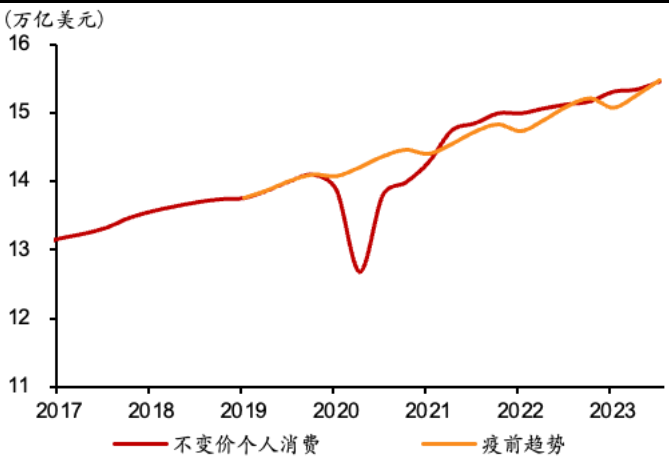
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 失业率和青少年失业率



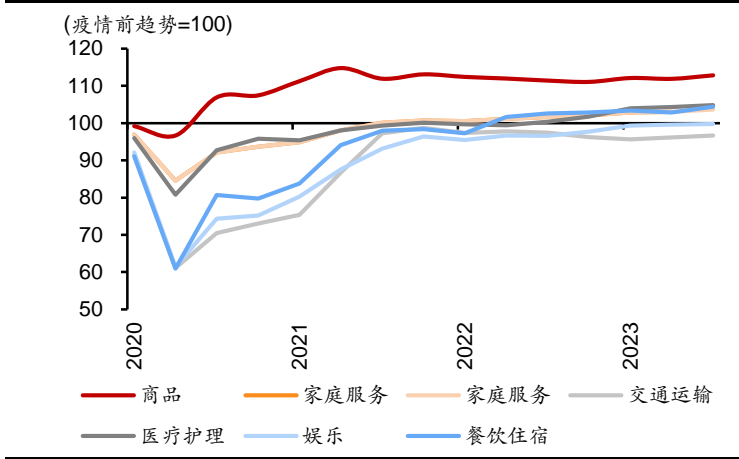
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 不变价消费支出



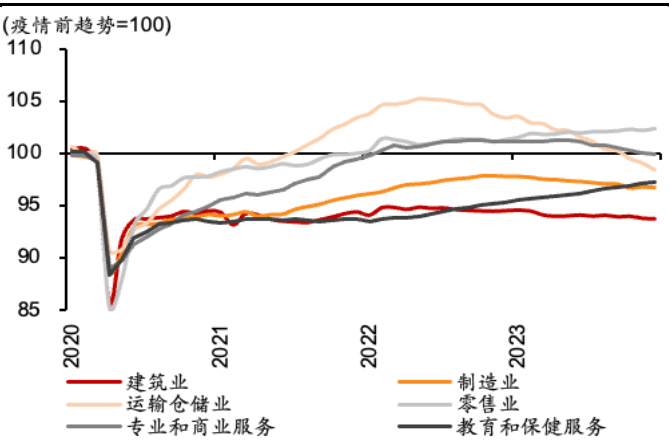
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 不变价消费支出分项复苏趋势



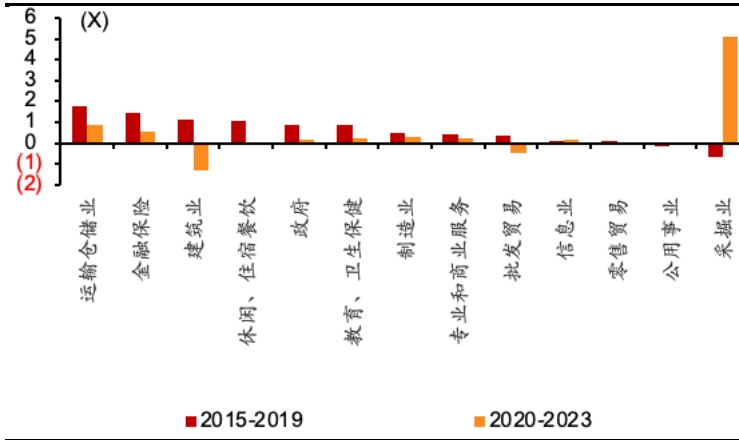
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 主要行业非农就业人数复苏趋势



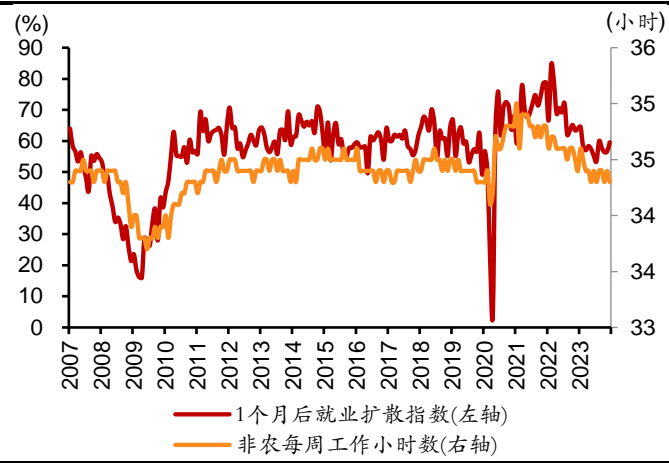
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 各行业就业增速/GDP 增速



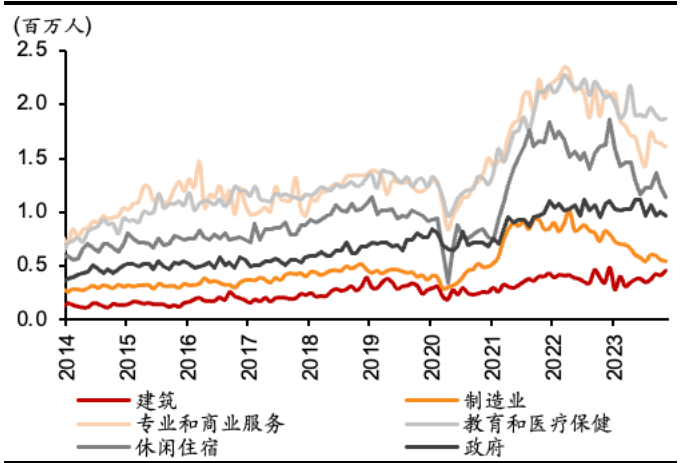
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 非农就业扩散指数与每周工作小时数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 主要行业职位空缺数



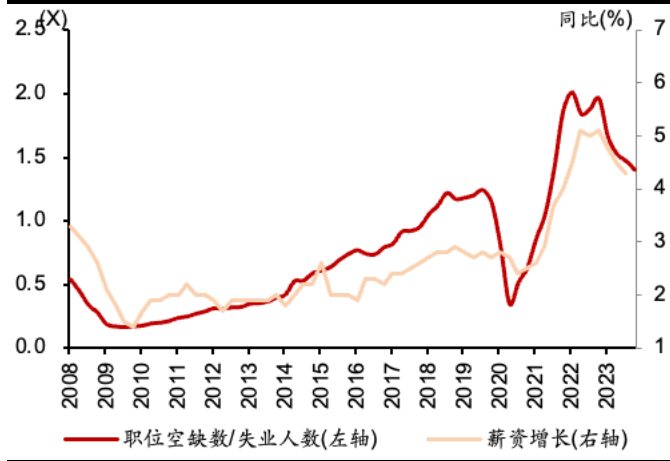
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 制造业与非制造业就业指数



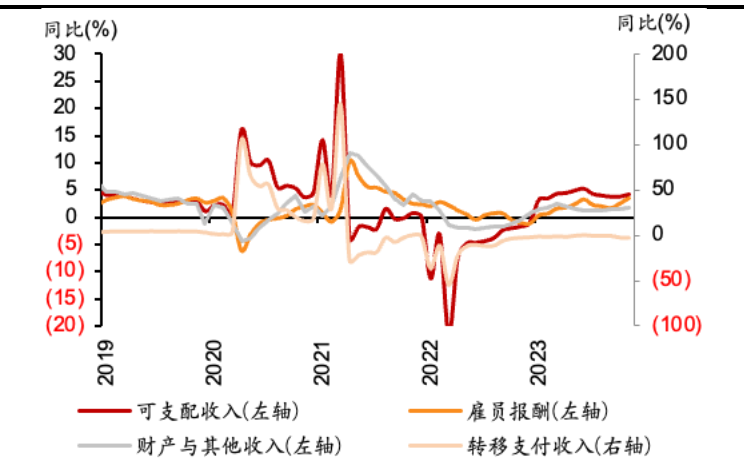
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 职位空缺数/失业人数与薪资增速



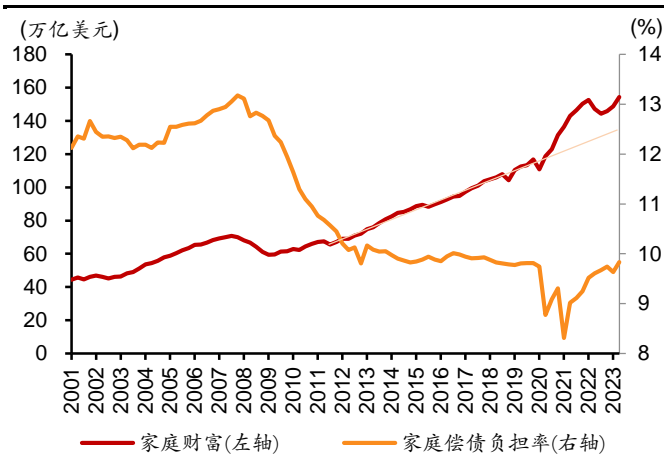
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国家庭收入增速



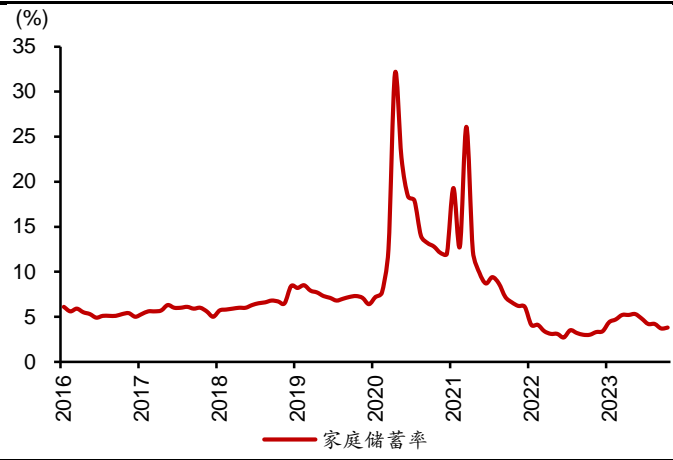
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



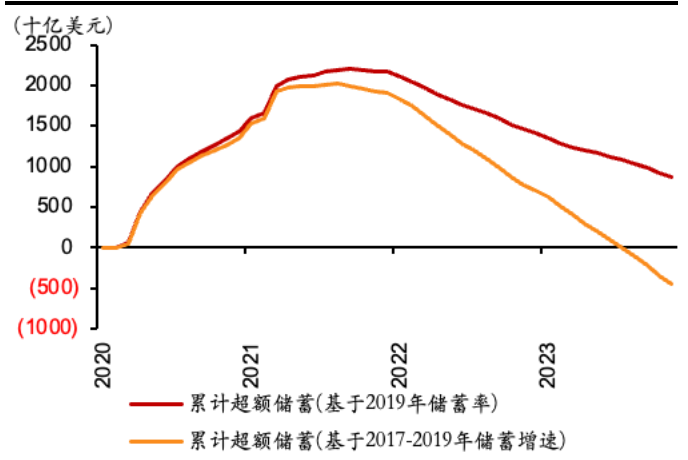
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国家庭储蓄率



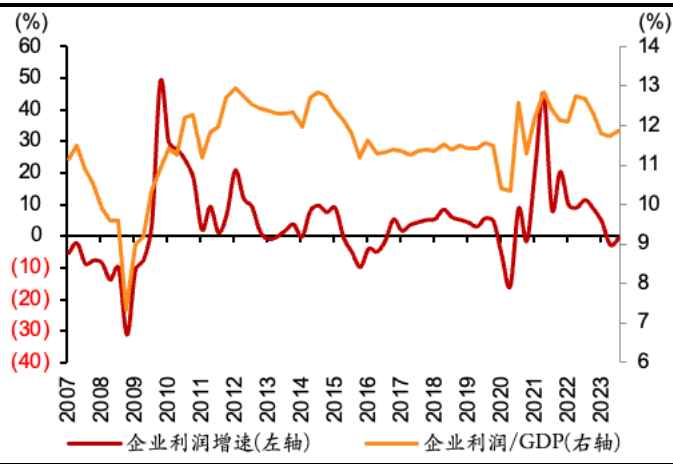
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国家庭累计超额储蓄



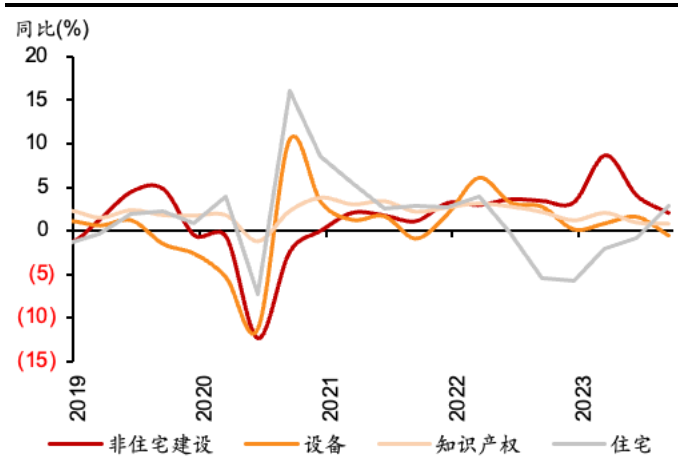
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 美国企业利润增速



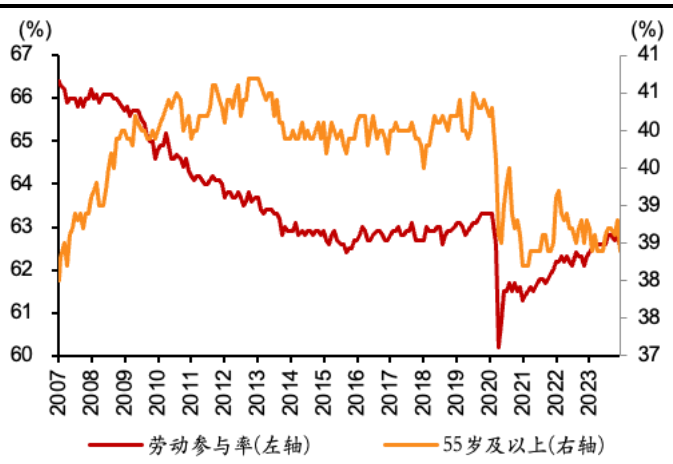
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 主要固定资产投资增速



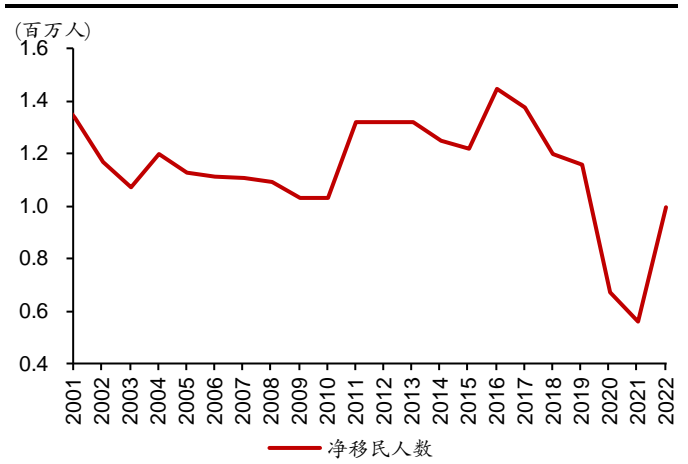
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 美国劳动参与率



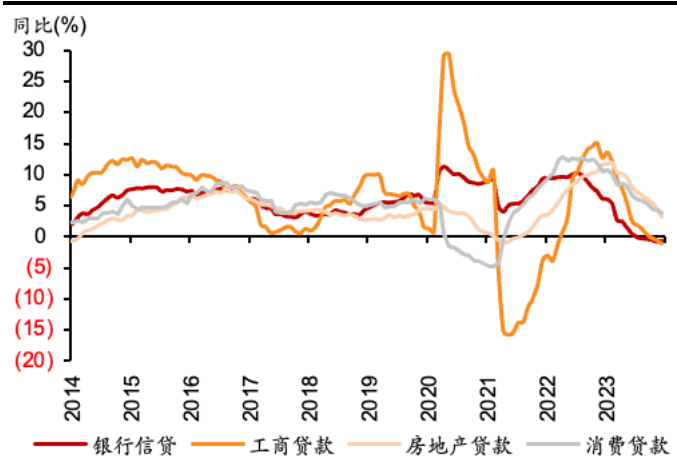
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 美国净移民人数



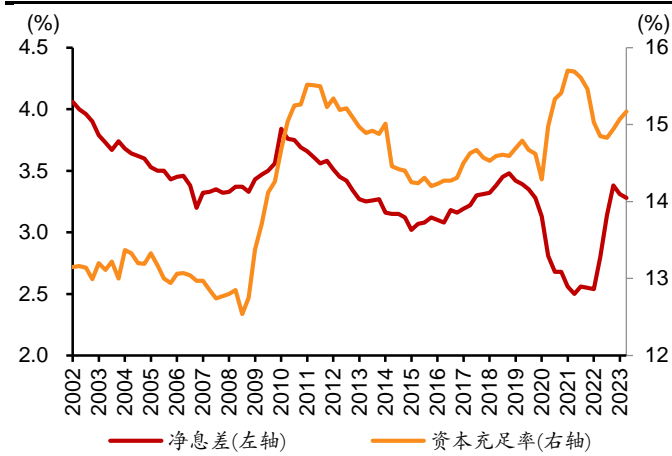
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 美国银行业信贷增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 银行业盈利状况和资本充足率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招銀国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀国际环球市场并未给予投资评级

### 招銀国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招銀国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀国际环球市场有限公司(“招銀国际环球市场”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招銀国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。