

美国2月非农数据点评

宏观经济点评(简报)

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

令人惊艳的“再平衡”——2月美国非农数据点评

事件:

北京时间3月8日21:30, 美国BLS公布2月非农数据。2月新增非农就业27.5万, 预期20万, 前值35.3万大幅下修至22.9万, 过去12个月均值为23万。

美国2月非农就业超预期, 但薪资增速较弱, 失业率升至3.9%

美国2月新增非农就业人数27.5万, 高于预期20万, 也超过过去12个月均值(23万)。行业结构上, 教育及健康服务、休闲和酒店业、政府、交运仓储等行业的就业岗位继续增加, 仅制造业和批发贸易的就业岗位有所减少。12月、1月新增非农就业人数合计较修正前大幅减少16.7万。

私人部门平均时薪增速较弱, 环比大幅放缓至近两年低位。美国2月非农私人部门平均时薪为34.6美元, 同比4.3%, 低于预期4.4%, 前值4.5%, 过去12个月的平均值为4.5%; 环比0.1%, 低于预期0.3%, 前值0.6%下修至0.5%, 增速创2022年3月以来新低。行业结构上, 绝大多数行业边际回落。

失业率创近两年新高, 劳动参与率保持不变, 就业率微降, 就业市场处于持续降温进程。美国2月失业率意外上升0.2个百分点至3.9%, 创2022年2月以来新高, 预期3.7%; 劳动参与率连续第三个月为62.5%, 预期62.6%; 就业率60.1%, 前值60.2%。失业率上升的主要原因是许多寻找新工作的人还未找到。

劳动力市场逐步降温, 通胀放缓迹象不改

美国就业市场的增长主要来自非经济原因的兼职。2月份, 因非经济原因而从事兼职工作的人数为2230.9万、前值2215.6万、环比增加15.3万, 非经济原因兼职占全职的比重升至16.8%, 可能是劳动力市场逐步降温的迹象之一。此外, 终端消费走弱下, 制造业需求走软, 制造业PMI就业指数走弱下, 制造业新增非农就业为负。

职位空缺率的下降或是失业率上行的前提。招聘减少、职位空缺数下降, 叠加裁员上升, 可能会使得找工作更难、失业率上升。2022年3月以来, 贝弗里奇曲线表现为垂直下移态势, 往后看, 随着劳动力市场持续降温, 贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏, 后续随着职位空缺率的下行, 失业率存在明显上升的可能性。

薪资增长放缓、失业率上升, 进一步显示通胀放缓的迹象。失业率上升、工资增长放缓, 消费者的购买力下降, 导致需求减弱, 从而抑制了价格上涨的压力。疫情后, 随着就业人数拉动逐步减弱, 非农私人部门的劳动报酬同比也在走弱, 后续随着薪资增速的进一步放缓, 劳动报酬同比下行会带动消费者购买力下降。

非农数据发布后, 美元指数短线下挫、美债收益率先涨后跌, 黄金短线下挫后快速反转, 期货市场隐含利率微降。由于失业率意外攀升, 薪资增长放缓, 互换市场充分定价美联储6月份将降息25个基点。截至3月8日, CME FedWatch数据显示, 市场定价美联储6月首次降息25BP的概率为57%, 上调对美联储2024年降息押注。

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、美国 2 月非农就业超预期，但薪资增速较弱，失业率升至 3.9%	3
二、劳动力市场逐步降温，通胀放缓迹象不改	6
风险提示	9

图表目录

图表 1: 美国 2 月新增非农就业主要来自教育及健康服务、休闲和酒店业、政府	3
图表 2: 教育及健康服务等行业就业延续增长	4
图表 3: 美国 2 月 ADP 新增就业	4
图表 4: 1 月休闲和餐饮等行业职位空缺增加	4
图表 5: 教育及健康服务、零售贸易辞职人数继续减少	4
图表 6: 美国 2 月非农私人部门薪资增长放缓	5
图表 7: 美国非农私人部门平均时薪同比	5
图表 8: 美国非农私人部门平均时薪环比	5
图表 9: 美国 2 月失业率意外升至 3.9%，创近两年新高	6
图表 10: 美国 2 月就业市场降温	6
图表 11: 美国 2 月青年人失业率大幅上升至 8.8%	6
图表 12: 非经济原因兼职工作人数猛增	7
图表 13: 制造业 PMI 就业指数走弱下新增就业为负	7
图表 14: 贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏	7
图表 15: 职位空缺率进一步下行会推动失业率走高	7
图表 16: 非农私人部门劳动报酬结构	8
图表 17: 工资与通胀	8
图表 18: 工资增长放缓、失业率上升往往会对通胀产生抑制作用	8
图表 19: 非农公布后，美元短线下挫、美债先涨后跌	9
图表 20: 非农公布后，黄金短线下挫后快速反转	9
图表 21: 数据公布后，OIS 隐含降息几乎不变	9
图表 22: 截至 3 月 9 日，市场预期 2024 全年降息 5 次	9



事件:北京时间3月8日21:30,美国BLS公布2月非农数据。2月新增非农就业27.5万,预期20万,前值由35.3万大幅下修至22.9万,过去12个月均值为23万。

一、美国2月非农就业超预期,但薪资增速较弱,失业率升至3.9%

美国2月新增非农就业人数27.5万(季调后¹),高于预期(20万),也超过过去12个月均值(23万)。行业结构上,从绝对新增来看,教育及健康服务(+8.5万)、休闲和酒店业(+5.8万)、政府(+5.2万)、交运仓储(+2.0万)等行业的就业岗位继续增加,仅制造业(-0.4万)和批发贸易(-0.1万)的就业岗位有所减少;从边际变化来看,休闲和酒店业、交运仓储的新增就业边际大幅上升。12月、1月新增非农就业人数分别从33.3万下修至29万、从35.3万下修至22.9万,12月和1月合计较修正前大幅减少16.7万。

休闲和酒店业(+5.8万)就业猛增主要是餐饮服务和酒馆(+4.2万)贡献。一方面,1月底住宿和餐饮业职位空缺数为94.1万,环比增加9.4万;另一方面,1月零售销售额普遍下滑,但餐饮服务和酒馆零售销售额环比增速为0.7%,较上月的0.2%明显反弹。交运仓储的新增就业边际大幅上升的原因可能是美国部分行业补库带动。

图表1:美国2月新增非农就业主要来自教育及健康服务、休闲和酒店业、政府

行业	就业总人数占比(%)	新增非农就业人数_季调(千人)																			
		24-02	预期值	环比变化(1M)	过去3M均值	过去6M均值	过去12M均值	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02		
非农	100.0%	275.0	200.0	↑	46.0	↑	233.7	220.3	230.0	229.0	290.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0	278.0	146.0	287.0
私人部门	85.3%	223.0	160.0	↑	46.0	↑	181.0	164.5	176.8	177.0	214.0	152.0	98.0	196.0	150.0	148.0	185.0	254.0	231.0	91.0	226.0
商品生产	13.8%	19.0			-5.0	↓	31.0	23.8	21.1	24.0	33.0	36.0	-10.0	27.0	33.0	7.0	42.0	14.0	33.0	-12.0	26.0
自然资源及采矿业	0.4%	0.0			3.0	↑	-1.3	-0.7	0.8	-3.0	3.0	-4.0	-1.0	1.0	0.0	2.0	0.0	3.0	4.0	2.0	2.0
建筑业	5.2%	23.0			4.0	↑	17.3	19.7	18.2	19.0	18.0	15.0	22.0	13.0	31.0	11.0	33.0	16.0	20.0	-6.0	26.0
制造业	8.2%	-4.0	10.0	↓	-2.0	↓	15.0	4.8	2.2	8.0	12.0	25.0	-31.0	13.0	2.0	-6.0	9.0	-5.0	9.0	-8.0	-2.0
耐用消费品	5.2%	2.0			3.0	↑	18.3	5.7	6.0	-1.0	19.0	37.0	-33.0	9.0	3.0	9.0	19.0	1.0	10.0	-1.0	0.0
非耐用消费品	3.1%	-6.0			-15.0	↓	-3.3	-0.8	-3.8	9.0	-7.0	-12.0	2.0	4.0	-1.0	-15.0	-10.0	-6.0	-1.0	-7.0	-2.0
服务业	71.5%	204.0			51.0	↑	150.0	140.7	155.8	153.0	181.0	116.0	108.0	169.0	117.0	141.0	143.0	240.0	198.0	103.0	200.0
批发贸易	3.9%	-1.2			2.1	↑	3.7	6.0	6.8	-3.3	7.4	6.9	11.9	11.7	1.5	16.3	1.4	7.2	-1.0	9.2	12.5
零售贸易	9.9%	18.7			3.5	↑	1.5	3.1	8.3	15.2	32.3	-42.9	1.3	18.2	-5.6	5.6	-5.5	13.3	6.4	-27.2	88.5
交通运输和仓储	4.1%	19.7			48.6	↑	-19.2	-14.1	-9.8	-28.9	-18.3	-10.5	-8.5	9.2	-27.5	-10.7	-12.1	19.9	7.2	-16.1	-21.4
公用事业	0.4%	3.2			1.3	↑	2.0	2.0	1.4	1.9	2.4	1.6	1.5	2.0	2.8	-1.7	0.9	0.8	1.9	2.5	0.7
信息	1.9%	2.0			-4.0	↓	12.0	0.5	-4.1	6.0	13.0	17.0	-26.0	11.0	-18.0	-28.0	-7.0	-3.0	-1.0	5.0	-18.0
金融活动	5.9%	1.0			2.0	↑	3.0	2.2	7.3	-1.0	6.0	4.0	0.0	0.0	4.0	18.0	9.0	13.0	29.0	4.0	1.0
专业及商业服务	14.5%	9.0			-31.0	↓	21.0	9.3	12.6	40.0	13.0	10.0	-5.0	-1.0	-1.0	-17.0	7.0	49.0	30.0	18.0	8.0
教育及健康服务	16.5%	85.0			-22.0	↓	100.3	92.0	86.0	107.0	84.0	110.0	77.0	81.0	93.0	109.0	77.0	91.0	79.0	62.0	62.0
休闲和酒店业	10.7%	58.0			50.0	↑	19.7	32.5	39.9	8.0	41.0	10.0	57.0	27.0	52.0	41.0	60.0	39.0	42.0	35.0	67.0
其他服务	3.7%	9.0			1.0	↑	6.0	7.0	7.3	8.0	0.0	10.0	-1.0	9.0	16.0	9.0	12.0	10.0	4.0	11.0	0.0
政府	14.7%	52.0			0.0	→	52.7	55.8	53.2	52.0	76.0	30.0	67.0	50.0	60.0	36.0	55.0	49.0	47.0	55.0	61.0

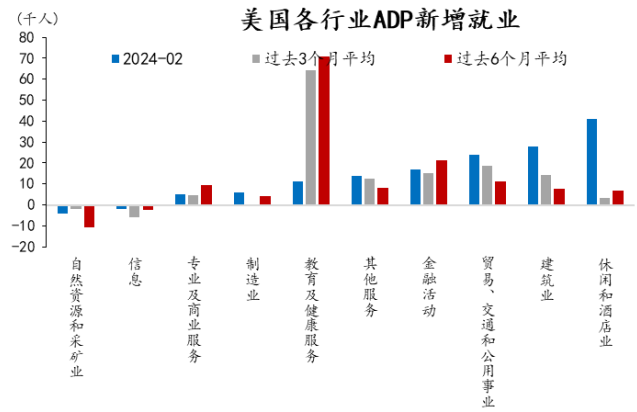
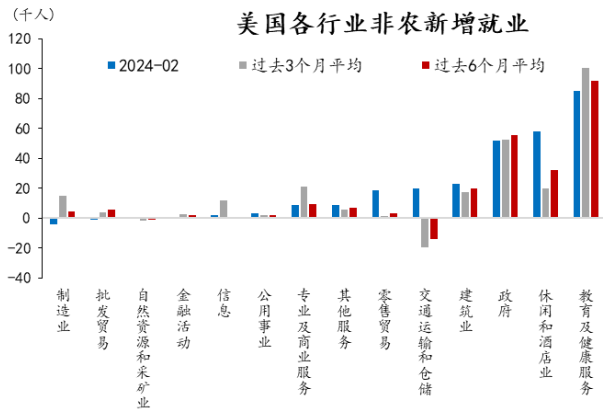
来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

¹ 若非特殊说明,均为季调后数据。



图表2: 教育及健康服务等行业就业延续增长

图表3: 美国2月ADP新增就业

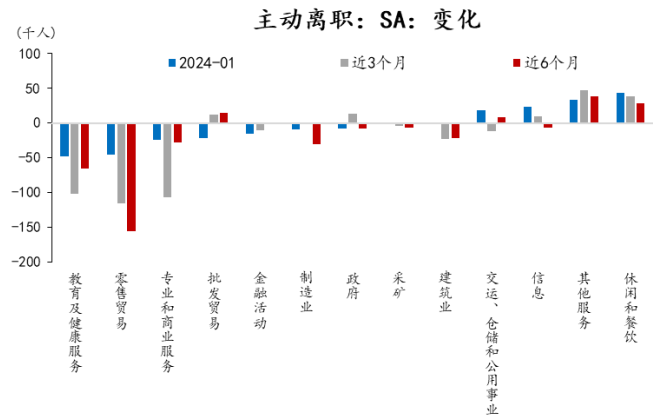
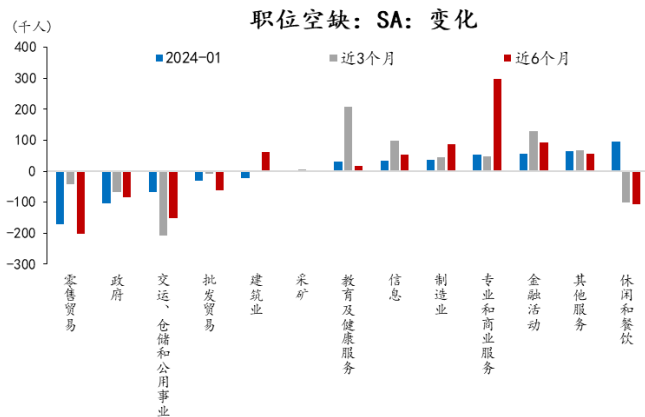


来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表4: 1月休闲和餐饮等行业职位空缺增加

图表5: 教育及健康服务、零售贸易辞职人数继续减少



来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

私人部门平均时薪增速较弱, 环比大幅放缓至近两年低位。美国2月非农私人部门平均时薪为34.6美元, 同比4.3%, 低于预期4.4%, 前值4.5%, 过去12个月的平均值为4.5%; 环比0.1%, 低于预期0.3%, 前值0.6%下修至0.5%, 增速创2022年3月以来新低。行业结构上, 绝大多数行业边际回落, 平均时薪同比和环比均边际上升的行业仅批发贸易、休闲和酒店业; 交运仓储平均时薪同比增幅领涨, 但环比大幅回落0.7个百分点至0.2%, 可能与高基数有关, 上月寒冬风暴天气导致当月周度工作时长下降、薪资增长。

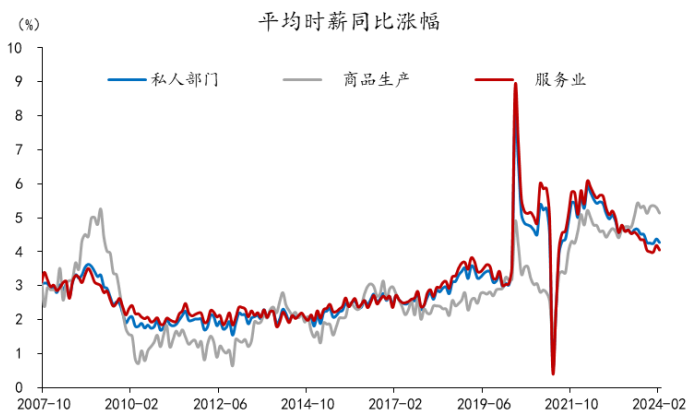


图表6: 美国2月非农私人部门薪资增长放缓

行业	平均时薪_季调_同比(%)										平均时薪_季调_环比(%)									
	24-02	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	24-02	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08
私人部门	4.3	4.4	↓	4.5	4.4	4.3	4.3	4.3	4.5	4.5	0.1	0.3	↓	0.4	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
商品生产	5.2		↓	5.1	5.3	5.4	5.3	5.1	5.4	5.3	0.1		↓	0.4	0.4	0.4	0.6	0.3	0.4	0.2
自然资源 and 采矿业	5.9		→	5.9	5.9	5.6	5.9	6.4	6.6	5.5	0.4		↓	0.5	1.0	0.3	0.0	-0.2	1.2	0.2
建筑业	4.7		↓	5.2	5.2	4.7	5.0	5.0	5.0	5.3	-0.1		↓	0.4	0.7	0.3	0.5	0.5	0.2	0.2
制造业	5.3		↑	4.8	5.2	5.5	5.3	4.9	5.2	5.0	0.2		↓	0.4	0.3	0.5	0.6	0.2	0.4	0.1
耐用消费品	5.9		↑	4.7	5.9	5.9	5.1	4.8	4.9	4.7	0.3		↓	0.5	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.1
非耐用消费品	3.9		↑	4.9	3.8	4.6	5.2	5.0	5.7	5.5	0.0		→	0.3	0.0	0.1	0.5	0.0	0.4	0.0
服务业	4.0		↓	4.4	4.2	4.0	4.0	4.0	4.3	4.4	0.1		↓	0.3	0.6	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2
批发贸易	3.2		↑	4.5	2.6	3.8	4.4	3.6	5.2	5.3	0.4		↑	0.2	0.1	0.2	0.1	-0.2	0.4	0.5
零售贸易	1.7		↓	3.8	2.8	3.3	2.6	3.1	4.1	3.9	-0.2		↓	0.2	-0.1	0.6	0.1	-0.1	0.3	0.3
交通运输和仓储	6.6		↓	5.7	7.1	6.7	6.0	5.7	5.3	5.4	0.2		↓	0.6	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.3
公用事业	3.5		↓	5.0	3.9	3.9	4.5	4.1	4.2	5.0	0.0		↓	0.3	0.7	0.0	0.4	0.3	0.2	-0.6
信息	1.8		↓	3.6	2.8	2.8	3.3	2.2	1.4	2.3	-0.5		↓	0.2	-0.1	-0.1	0.9	0.6	0.0	0.3
金融活动	5.8		↑	4.7	5.4	5.1	5.4	5.1	5.1	5.3	0.6		↓	0.4	0.7	0.3	0.5	0.1	0.5	0.8
专业及商业服务	4.3		→	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3	4.4	4.4	0.2		↓	0.4	0.5	0.3	0.5	0.3	0.2	0.0
教育及健康服务	3.8		↑	4.0	3.6	3.3	3.5	3.9	4.2	3.8	0.2		↓	0.3	0.6	0.2	0.1	0.2	0.5	0.2
休闲和酒店业	4.7		↑	5.2	4.3	4.1	4.5	4.8	4.7	5.0	0.6		↑	0.4	0.4	0.3	0.3	0.6	0.0	0.2
其他服务	5.3		↓	5.3	5.5	5.8	5.1	5.5	5.4	5.8	0.2		↓	0.5	0.5	0.6	0.3	0.4	0.2	0.5

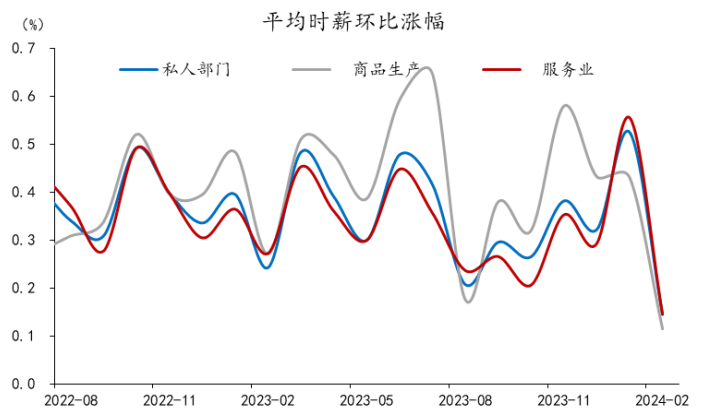
来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表7: 美国非农私人部门平均时薪同比



来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表8: 美国非农私人部门平均时薪环比



来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

失业率创近两年新高, 劳动参与率保持不变, 就业率微降, 就业市场处于持续降温进程。美国2月失业率意外上升0.2个百分点至3.9%, 创2022年2月以来新高, 预期3.7%; 劳动参与率连续第三个月为62.5%, 预期62.6%; 就业率60.1%, 前值60.2%。失业人数(调查周内没有工作但在积极寻找的, 以及辞去上一份工作并期待下一份工作回复的)增加33.4万至645.8万, 失业率上升的主要原因是许多寻找新工作的人还未找到。分年龄来看, 16-24岁青年人劳动力减少16.5万(就业减少46.6万, 失业增加30万), 失业率由1月的7.3%上升至2月的8.8%。

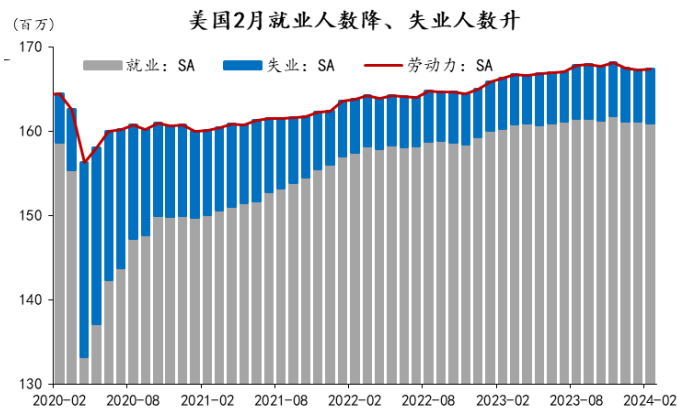


图表9: 美国2月失业率意外升至3.9%，创近两年新高

失业/就业_季调(%)															
指标	24-02	预期	环比变化(1M)	环比变化(3M)	环比变化(6M)	5年分位数	10年分位数	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06
失业率(U3)	3.9	3.7	↑0.2	0.2	0.1	61.0	36.1	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6
U3: 全职	3.9		0.3	0.2	0.2	62.7	37.8	3.6	3.8	3.7	3.7	3.6	3.7	3.4	3.5
U3: 兼职	3.9		-0.3	0.0	-0.5	13.5	6.7	4.2	3.8	3.9	4.6	4.3	4.4	4.1	4.0
U1	1.3		0.0	0.0	-0.1	33.8	16.8	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
U2	1.9		0.1	0.1	0.1	59.3	36.1	1.8	1.8	1.8	1.9	1.7	1.8	1.6	1.7
U4	4.1		0.2	0.1	0.1	55.9	30.2	3.9	3.9	4.0	4.1	4.0	4.0	3.7	3.8
U5	4.7		0.1	0.1	0.1	57.6	29.4	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.3	4.4
U6	7.3		0.1	0.3	0.2	59.3	30.2	7.2	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9
劳动参与率	62.5	62.6	↓0.0	-0.3	-0.3	57.6	29.4	62.5	62.5	62.8	62.7	62.8	62.8	62.6	62.6
男性	67.7		-0.2	-0.7	-0.5	20.3	10.0	67.9	68.1	68.4	68.0	68.3	68.2	68.0	68.1
女性	57.6		0.1	0.2	0.0	86.4	92.4	57.5	57.1	57.4	57.6	57.5	57.6	57.4	57.3
就业率	60.1		-0.1	-0.3	-0.3	50.8	55.4	60.2	60.1	60.4	60.3	60.4	60.4	60.4	60.3
男性	65.1		-0.1	-0.6	-0.4	33.8	21.8	65.2	65.5	65.7	65.2	65.5	65.5	65.5	65.6
女性(美国)	55.4		-0.1	0.0	-0.2	76.2	87.3	55.5	55.0	55.4	55.5	55.5	55.6	55.5	55.3

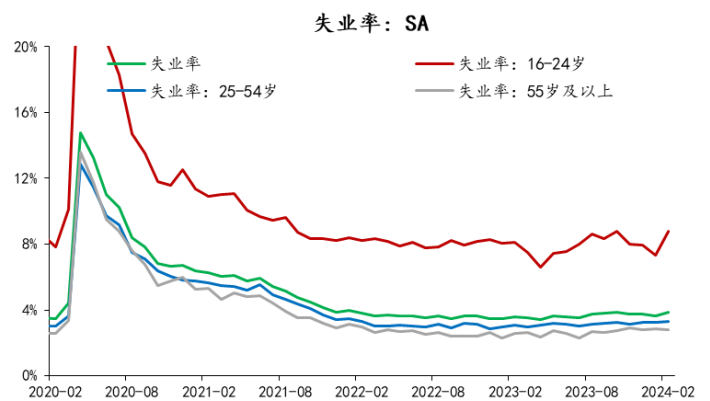
来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表10: 美国2月就业市场降温



来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表11: 美国2月青年人失业率大幅上升至8.8%



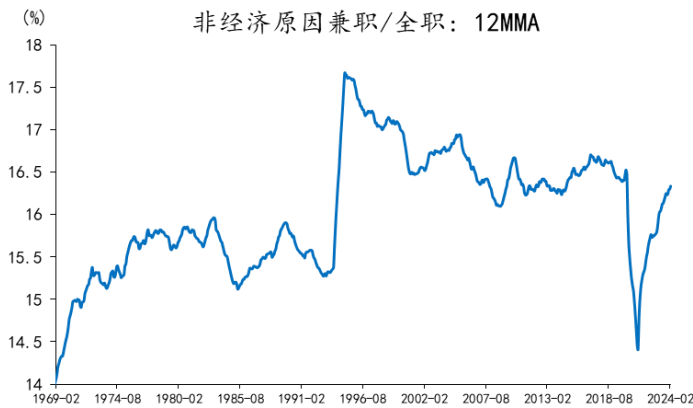
来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

二、劳动力市场逐步降温，通胀放缓迹象不改

美国就业市场的增长主要来自非经济原因的兼职。就业方面，2月份，因非经济原因而从事兼职工作的人数为2230.9万、前值2215.6万、环比增加15.3万，全职工作的人数为13294.6万、前值133133.3万、环比减少18.7万，非经济原因兼职占全职的比重升至16.8%，可能是劳动力市场逐步降温的迹象之一。此外，美国1月实际个人消费支出环比负增长，终端消费走弱下，制造业需求走软，美国2月制造业PMI就业指数继续处于萎缩区间，为2023年8月以来的最低水平，制造业PMI就业指数走弱下，制造业新增非农就业为负。

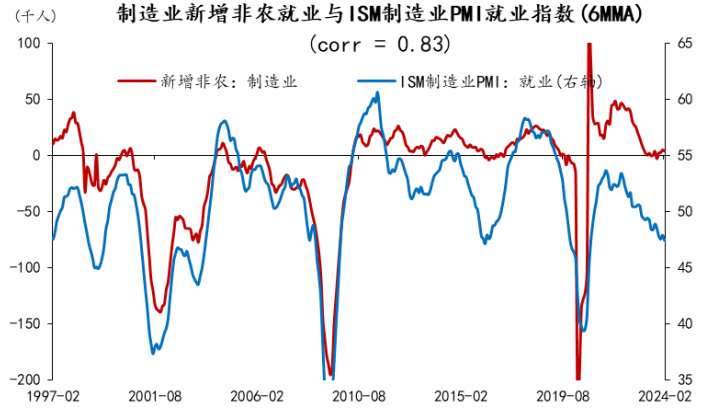


图表 12: 非经济原因兼职工作人数猛增



来源: CEIC、国金证券研究所

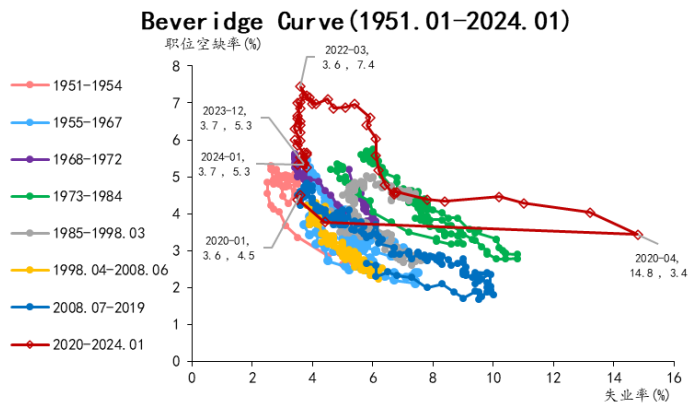
图表 13: 制造业 PMI 就业指数走弱下新增就业为负



来源: CEIC、国金证券研究所

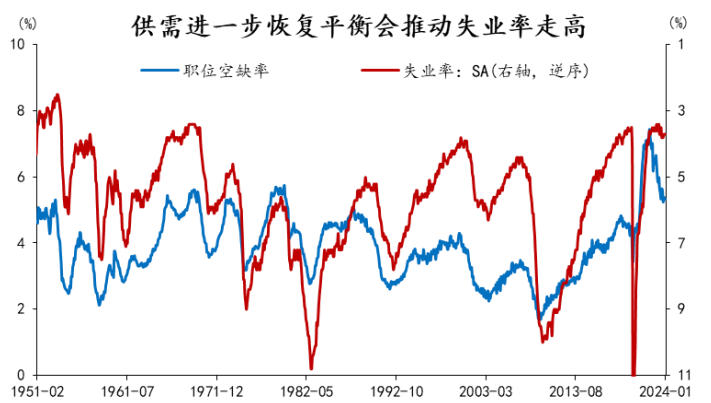
职位空缺率的下降或是失业率上行的前提。招聘减少、职位空缺数下降，叠加裁员上升，可能会使得找工作更难、失业率上升。从近日公布的 JOLTS 来看，美国 1 月底职位空缺 886.3 万，前值由 902.6 万下修至 888.9 万，职位空缺率 5.33%，前值 5.35%；1 月招聘 568.7 万，前值 578.7 万，聘用率 3.6%、前值 3.7%。此外，2 月 Challenger 裁员人数为 8.5 万，前值 8.2 万。2022 年 3 月以来，贝弗里奇曲线表现为垂直下移态势（职位空缺率下降并未带动失业率的走高），往后看，随着劳动力市场持续降温，贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏，后续随着职位空缺率的下行，失业率存在明显上升的可能性。

图表 14: 贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏



来源: CEIC、国金证券研究所

图表 15: 职位空缺率进一步下行会推动失业率走高

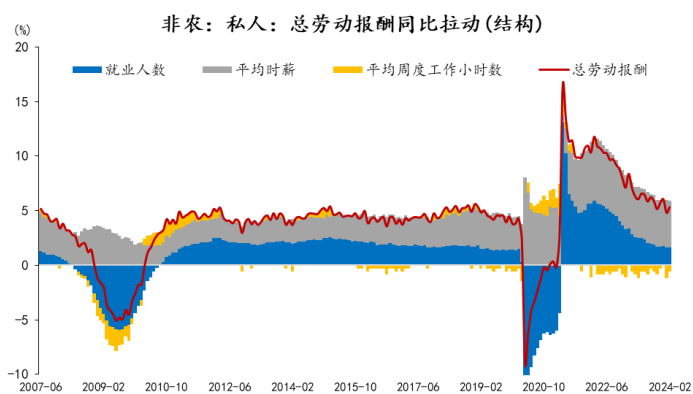


来源: CEIC、国金证券研究所

薪资增长放缓、失业率上升，进一步显示通胀放缓的迹象。失业率上升、工资增长放缓往往会对通胀产生抑制作用，尤其是在劳动力市场供过于求的情况下，消费者的购买力下降，导致需求减弱，从而抑制了价格上涨的压力。历史经验来看，2008 年全球金融危机期间，美国工资增长放缓、失业率上升、通胀放缓。劳动报酬正比于就业人数*平均时薪*平均周度工作小时，疫情后，随着就业人数拉动逐步减弱，非农私人部门的劳动报酬同比也在走弱，后续随着薪资增速的进一步放缓，劳动报酬同比下行会带动消费者购买力下降。

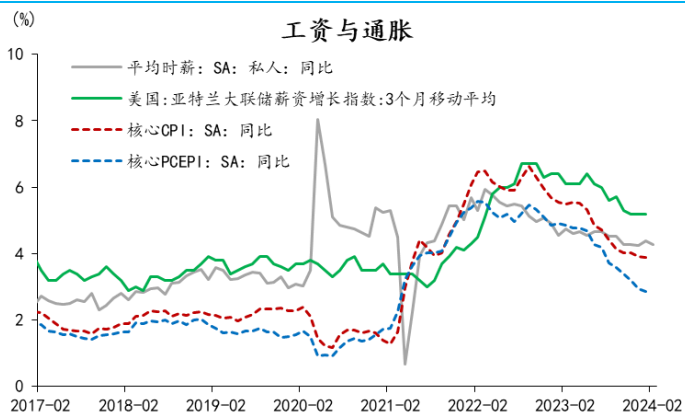


图表 16: 非农私人部门劳动报酬结构



来源: CEIC、国金证券研究所

图表 17: 工资与通胀



来源: CEIC、WIND、国金证券研究所

图表 18: 工资增长放缓、失业率上升往往会对通胀产生抑制作用

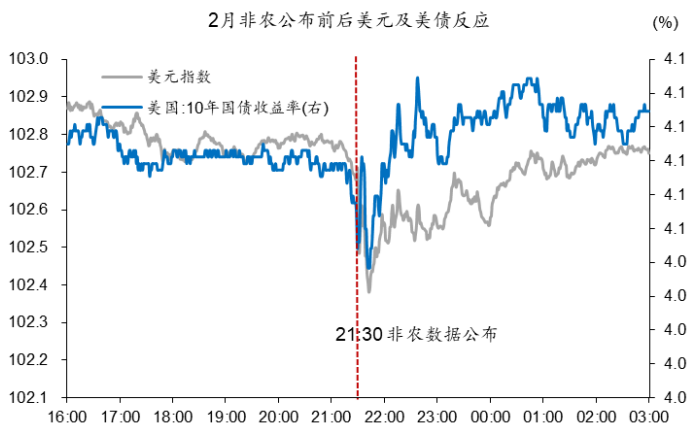


来源: CEIC、国金证券研究所

非农数据发布后,美元指数短线下挫、美债收益率先涨后跌,黄金短线下挫后快速反转。北京时间 3 月 8 日 21:30,美国非农就业数据公布,由于失业率意外攀升,薪资增长放缓,互换市场充分定价美联储 6 月份将降息 25 个基点。非农数据公布后,美元指数短线下挫;美国 10 年期国债收益率先是大幅上涨(薪新增就业超预期)而后持续下跌;现货黄金短线走低超 8 美元后回弹,短线振幅近 20 美元。

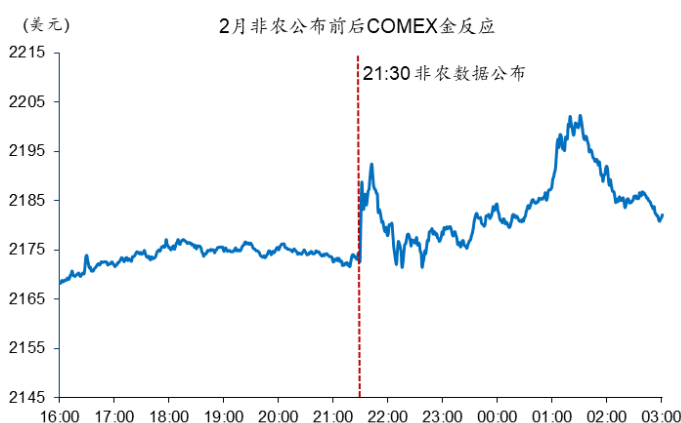


图表19: 非农公布后, 美元短线下挫、美债先涨后跌



来源: Bloomberg、国金证券研究所

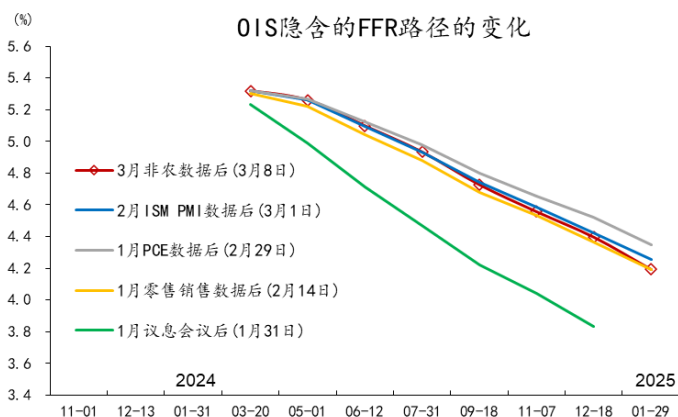
图表20: 非农公布后, 黄金短线下挫后快速反转



来源: Bloomberg、国金证券研究所

期货市场隐含利率微降。失业率意外攀升, 薪资增长放缓, 在非农数据公布后, OIS 隐含的联邦基金利率较数据公布前微降。截至3月8日, CME FedWatch 数据显示, 市场定价美联储3月保持利率不变的概率为96%, 5月保持利率不变的概率为76%, 6月降息25BP的概率为57%, 上调对美联储2024年降息押注, 后续关注3月12日美国2月CPI数据。

图表21: 数据公布后, OIS 隐含降息几乎不变



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表22: 截至3月9日, 市场预期2024全年降息5次

区间/日期	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03
525-550	96	76	27	9	1	1	0	0	0
500-525	4	23	57	36	13	6	2	1	1
475-500	0	1	15	44	38	24	10	5	3
450-475	0	0	1	11	39	38	27	17	12
425-450	0	0	0	0	9	26	35	30	25
400-425	0	0	0	0	0	5	21	30	30
375-400	0	0	0	0	0	0	4	15	21
350-375	0	0	0	0	0	0	0	3	8
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	1

来源: Bloomberg、FedWatch、国金证券研究所

风险提示

1. 地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结, 巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动, 扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
2. 美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为, 美联储加息周期大概率已经结束。但 FOMC 成员对此仍存在分歧, 美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
3. 金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声, 但缩表仍在继续, 实际利率仍将维持高位, 银行信用仍处在收缩周期, 信用风险事件发生的概率趋于上行。



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。

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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究