

宏观点评

美联储3月会议前瞻与中长期展望——兼评2月非农

事件: 北京时间3月4日晚9:30,美国公布2月非农就业数据;3月17日凌晨2点,美联储将公布3月FOMC会议决议。

核心结论: 疫情对美国就业的影响已显著减轻;预计美联储3/17会议上如期加息25bp,但之后的缩表计划可能超预期;中长期看,美联储更可能“缓加息+快缩表”。

1、美国2月非农表现强势,就业前景的不确定性已大幅下降。

>主要数据: 美国2月新增非农就业67.8万人,高于预期值40万人,创下2021年8月以来最高,前值由46.7万人小幅上修至48.1万人;失业率3.8%,好于预期值3.9%和前值4.0%,是疫情爆发以来最低;劳动参与率62.3%,高于预期值和前值62.2%,仍明显低于疫情前的63.4%;平均时薪环比0%,低于预期值0.5%和前值0.6%,是2020年7月以来最低,此前6个月均值为0.5%;平均每周工时34.7小时,略高于预期值和前值34.6小时,过去几个月变化不大,疫情前为34.4个小时。

>分行业看: 2月美国整体非农就业环比提升0.5%,环比改善幅度超过这一水平的行业包括:采矿业1.5%、休闲和酒店业1.2%、建筑业0.8%、运输仓储业0.8%。其中,采矿业就业大幅增长,应是近期油价大涨推动美国能源企业扩大生产;休闲和酒店业就业大幅增加,主要反映了疫情影响的消退,也在一定程度上压低了整体时薪增速的表现;运输仓储业就业连续2个月环比高增,指向物流瓶颈有望逐步缓解。

>后续展望: 尽管去年12月开始美国疫情大幅恶化,但1-2月就业均未受到明显影响,我们认为主要有两个原因: 1) 随着美国居民储蓄率降至低位以及物价上涨,就业意愿有所回暖,可以从劳动参与率提升和离职率下降得到印证; 2) 美国社会可能已经适应了“与病毒共存”的模式,美国劳工部调查数据显示,即使在前两个月疫情严重的情况下,远程办公人员占比也只有很小的反弹,并且比前几轮疫情显著降低。鉴于此,后续美国就业有望延续向好,疫情造成的不确定性将明显降低。

2、美联储3月会议前瞻: 大概率如期加息25bp,之后的缩表速度可能超预期。

>加息: 鲍威尔在3月3日的国会半年度听证会上表示,俄乌冲突造成前景不确定性上升,美联储需要保持谨慎。支持3/17会议加息25bp,如果后续通胀未能如期下降,未来的会议上可能会有更大幅度的加息。截至3月4日,利率期货隐含的3月加息次数为0.9次,2022年全年加息次数为5.7次。此外本次会议还将公布新的点阵图,预计显示的全年加息次数会从去年12月点阵图的3次提升到4-5次。

>缩表: 鲍威尔称3月会议将进一步讨论缩表,但不会敲定细节。纽约联储1月底的调查显示,市场一致预期缩表会从7月开始,初始缩债规模大约为每月180亿国债、100亿MBS。我们预计美联储5月公布缩表计划,6月或7月开始实施,时点上不会超预期,但初始缩债规模可能超预期,理由有两点: 1) 2017年缩表时设定的初始缩债规模为每月60亿国债、40亿MBS,占当时持有量的比例均为0.25%左右,本轮美联储官员普遍希望更快地缩表,若假设初始缩减比例为0.5%,对应每月将缩减287亿国债、135亿MBS; 2) 本次美联储希望较快缩表的一大原因在于流动性过剩,表现为逆回购规模持续大幅抬升,2017年总的初始缩债规模每月100亿,占当时逆回购规模的比例为2.2%,若本次也一样,总初始缩债规模应为每月400亿左右。

3、美联储中长期政策展望: “缓加息+快缩表”的政策组合更有可能。

>从美国经济角度看: 前期报告中我们曾指出,由于企业债务未充分去化,本轮美国经济复苏的基础并不牢固,中长期难保持高增长。此外,俄乌冲突导致原油价格大涨,也会对经济产生冲击。数据显示,当原油价格高于趋势水平50%以上时,美国经济往往会发生衰退,当前的油价已达到这一条件。近期美国10Y-2Y国债利差已收窄至不足30bp,也反映出市场对中长期经济不乐观。若后续美联储加息较快、缩表较慢,期限利差很可能发生倒挂,而历史上期限倒挂后的1-3年内均发生了衰退。

>加息与缩表的效果对比: 二者都是收紧,前者是价格型工具,后者是数量型工具,现阶段而言,缩表的效果更多是回收过剩流动性,对经济影响要弱于连续多次加息。

>综合看: 美联储更可能的政策操作是“缓加息+快缩表”,从而避免期限利差倒挂。维持此前判断: 预计全年加息3-4次,二季度通胀拐点后,加息预期将迎来降温。

风险提示: 美联储政策立场超预期调整,地缘冲突超预期演化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

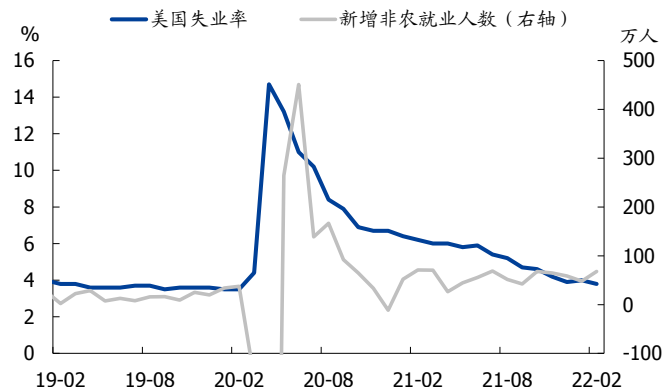
执业证书编号: S0680521030002

邮箱: liuxinyu@gszq.com

相关研究

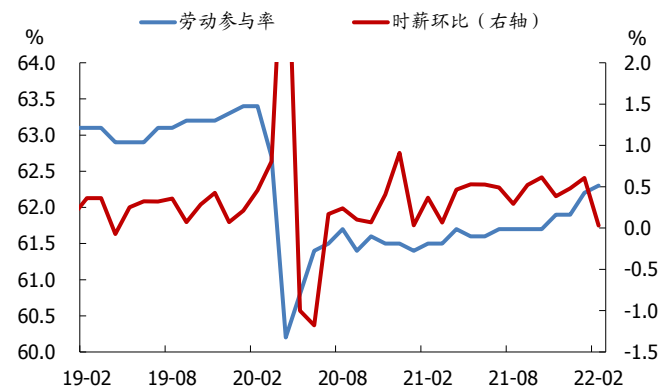
- 1、《俄乌冲突升级的4点影响》2022-2-22
- 2、《美国通胀、油价、美债、美股的4点判断》2022-2-11
- 3、《2021年美国强势收官,2022年怎么看?》2022-1-28
- 4、《美联储明示3月加息,还能更鹰吗?——1月FOMC会议点评》2022-1-27
- 5、《以史为鉴,本轮美联储缩表的节奏推演与影响》2022-1-7

图表 1: 美国失业率与新增非农就业走势



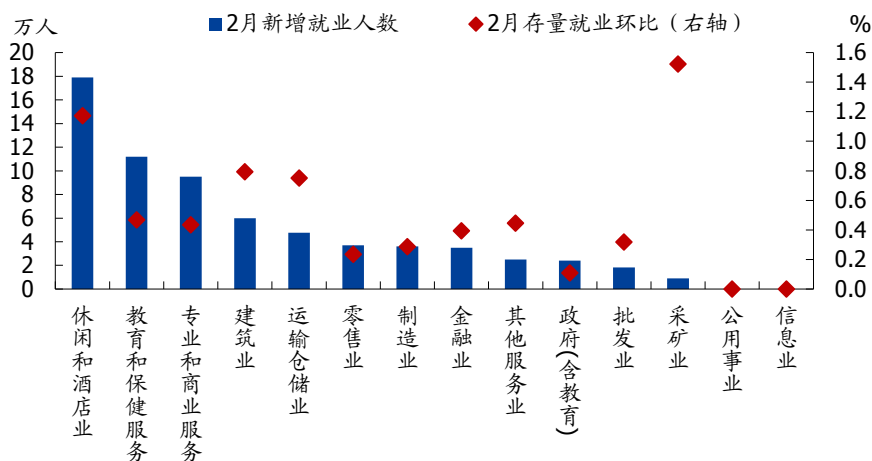
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 美国劳动力参与率与时薪环比走势



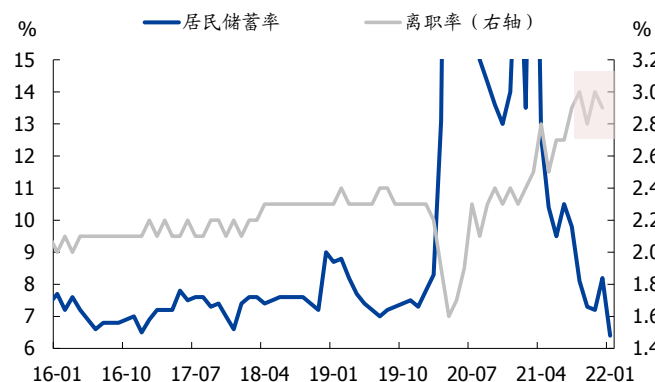
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 美国 2 月非农各行业就业表现



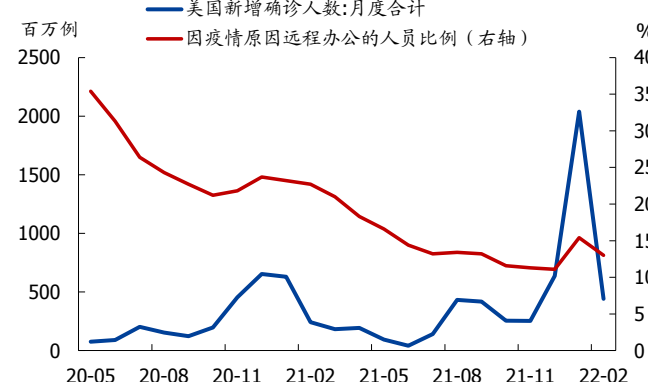
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 美国居民储蓄率降至低位带动就业意愿有所回暖



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 美国劳动者已接受“与病毒共存”



资料来源: Wind, BLS, 国盛证券研究所

图表 6: 1 月底纽约联储调查显示, 市场预期 7 月开始缩表, 初始规模约为每月 180 亿国债、100 亿 MBS

一级交易商							市场参与者						
Net Change in U.S. Treasury Securities (\$ billions)							Net Change in U.S. Treasury Securities (\$ billions)						
	Mid-Feb. 2022	Mid-Mar. 2022	Mid-Apr. 2022	Mid-May 2022	Mid-Jun. 2022			Mid-Feb. 2022	Mid-Mar. 2022	Mid-Apr. 2022	Mid-May 2022	Mid-Jun. 2022	
25th Pctl	20	0	0	0	0		25th Pctl	20	0	0	0	0	
Median	20	0	0	0	0		Median	20	0	0	0	0	
75th Pctl	20	0	0	0	0		75th Pctl	20	0	0	0	0	

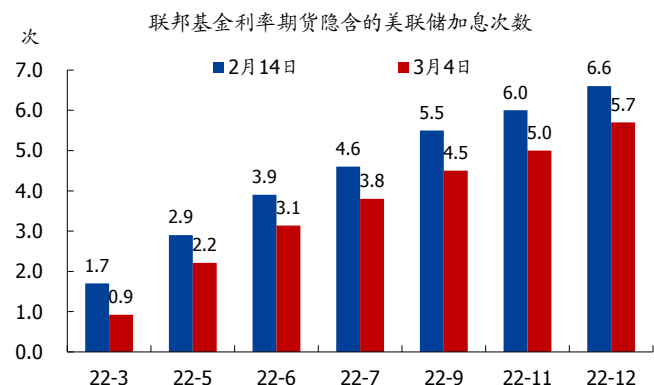
Net Change in U.S. Treasury Securities (\$ billions)							Net Change in U.S. Treasury Securities (\$ billions)						
	Mid-Jul. 2022 to End 2022							Mid-Jul. 2022 to End 2022					
	Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4		Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	-90	-145	-180	-180	-175	-177	25th Pctl	-80	-140	-160	-160	-160	-160
Median	-54	-120	-150	-158	-150	-150	Median	-52	-120	-135	-140	-144	-144
75th Pctl	0	-90	-138	-141	-135	-135	75th Pctl	-25	-60	-90	-108	-120	-120

Net Change in Agency MBS (\$ billions)							Net Change in Agency MBS (\$ billions)						
	Mid-Feb. 2022	Mid-Mar. 2022	Mid-Apr. 2022	Mid-May 2022	Mid-Jun. 2022			Mid-Feb. 2022	Mid-Mar. 2022	Mid-Apr. 2022	Mid-May 2022	Mid-Jun. 2022	
25th Pctl	10	0	0	0	0		25th Pctl	10	0	0	0	0	
Median	10	0	0	0	0		Median	10	0	0	0	0	
75th Pctl	10	0	0	0	0		75th Pctl	10	0	0	0	0	

Net Change in Agency MBS (\$ billions)							Net Change in Agency MBS (\$ billions)						
	Mid-Jul. 2022 to End 2022							Mid-Jul. 2022 to End 2022					
	Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4		Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	-60	-103	-120	-120	-120	-120	25th Pctl	-45	-90	-90	-90	-100	-120
Median	-31	-75	-86	-90	-90	-90	Median	-30	-60	-80	-84	-84	-90
75th Pctl	0	-38	-74	-75	-75	-75	75th Pctl	-15	-30	-45	-60	-60	-45

资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

图表 7: 俄乌冲突爆发后美联储加息预期明显降温



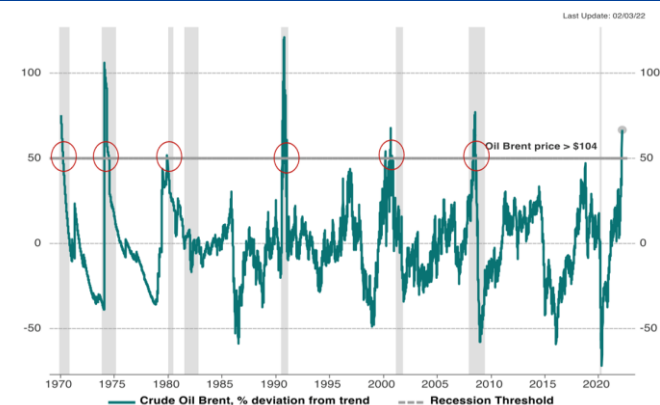
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所 注: 假设一次加息 25bp

图表 8: 当前美国流动性过剩程度明显超出 2017 年缩表开始时



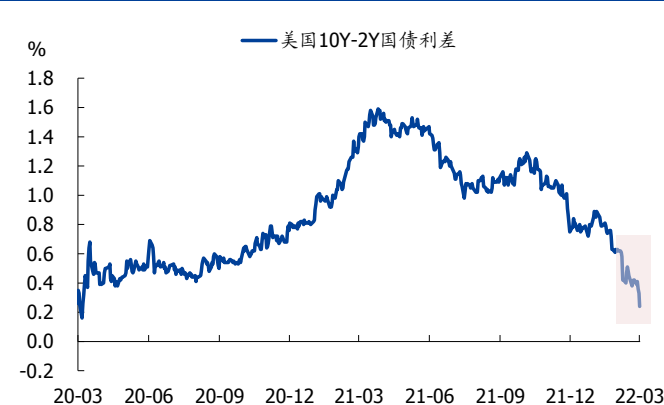
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 油价高于趋势水平 50% 后, 美国经济往往陷入衰退



资料来源: Pictec, 国盛证券研究所

图表 10: 俄乌冲突爆发后, 美国 10Y-2Y 国债利差收窄至不足 30bp



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 历次美国期限利差倒挂后的 1-3 年内均发生了衰退

10Y-2Y 首次倒挂	NBER 衰退起点	相隔月数
2005-12	2008-01	26
1998-05	2001-04	36
1988-12	1990-08	21
1980-09	1981-08	12
1978-08	1980-02	19
2019-08	2020-02	7
	平均	20

资料来源: Wind, NBER, 国盛证券研究所

风险提示

美联储政策立场超预期调整，地缘冲突超预期演化。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39114

