

海外宏观周报

强非农再引“紧缩恐慌”

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

研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

■ **本周焦点简评：强非农再引“紧缩恐慌”。**美国 1 月新增非农就业人数 51.7 万，远超预期的 18.5 万，为 2022 年 7 月以来最高值。同时美国劳动力参与率继续改善，失业率降至近 53 年来低位。不过，劳动力市场的紧张状况并未有效传导至工资端，1 月美国私人时薪增速放缓。目前强劲的非农就业数据，似乎与当前美国大型企业裁员等一系列现象出现矛盾，这一现象的出现可能主要由于经济结构的变化、就业数据的滞后性以及季调方法。尽管 2023 年 1 月美国非农数据表现强势，但我们认为当前美国经济实现“软着陆”的路径仍然狭窄。继美联储 2 月会议放鸽后，强就业重新唤起了市场的“紧缩恐慌”，市场对于终端利率的预期再度逼近 5.0%。未来一段时间的就业数据，如果太强会引发紧缩恐慌，太弱则引发衰退恐慌。这与我们一直提示的美国经济预期的两类偏离，以及美联储平衡“双向风险”的难度很大是一致的。我们仍提示，美股“金发女孩”行情可能提早结束，需要对美股市场风格切换做好准备。

■ **海外经济跟踪：**1) 美国服务业景气程度超预期扩张，1 月 ISM 服务业指数创 2020 年中以来最大单月升幅，环比提升 6.0 至 55.2，重新回到扩张区间。2) 美国制造业进一步萎缩，1 月美国制造业 PMI 从 12 月的 48.4 降至 47.4，已连续第三个月下滑，并降至 2020 年 5 月以来的最低水平。3) 欧央行继续加息。本周欧央行召开货币政策会议，决定将欧元区三大关键利率均上调 50 个基点，并重申承诺在 3 月份继续加息 50 个基点。4) 欧元区意外避免衰退。2022 年四季度欧元区 GDP 环比增长 0.1%，虽低于前值的 0.3%，但高于市场预期的 -0.1%。

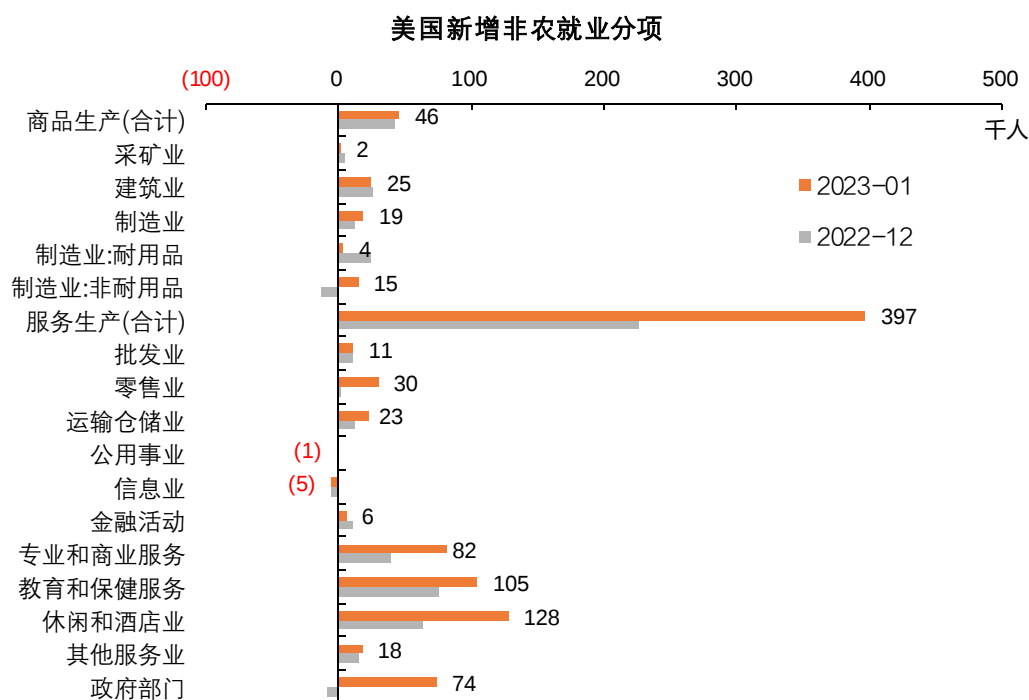
■ **全球资产表现：**1) **全球股市：**全球股市走势分化，美欧股市多数延续了前一周的反弹趋势，而亚太及新兴股市多数收跌。2) **全球债市：**短端美债收益率继续上行，而中长端美债收益率基本走平。本周 1 年、2 年期美债收益率上涨最为明显，表明市场对于后续美联储的加息预期再度升温。长端利率本周同样呈现“V”型走势。将 10 年期美债收益率拆分来看，本周长端美债收益率的变动主要受到实际利率大幅波动的影响，而隐含通胀预期持续回落。3) **大宗商品：**主要品种价格多数走弱，RJ/CRB 商品指数整周跌 2.2%，除大豆、小麦价格小幅上涨外，其余大宗商品价格均出现调整。而在加息预期升温以及库存回升的影响下，国际油价大跌。4) **外汇市场：**强劲的非农数据之下，美元指数整周上涨 1.05%，收于 103.0。同时，本周英国央行的鸽派表态，以及英国国内的罢工潮导致英镑汇率大跌，这亦助推了美元指数的上行。

一、每周焦点简评：强非农再引“紧缩恐慌”

2023年1月美国非农数据“爆表”，再度点燃市场加息预期，引发“紧缩恐慌”。美国劳工局2月3日（周五）公布数据显示，美国1月新增非农就业人数51.7万，远超预期的18.5万，为2022年7月以来最高值，前值亦从22.3万上修至26万。具体来看，1月美国新增非农就业数据有以下特点：

- **商品生产方面**，1月商品生产（+4.6万）新增就业人数整体保持稳定，其中制造业（+1.9万）新增就业人数的提升抵消了采矿业（+0.2万）及建筑业（+2.5万）新增就业人数的回落。而制造业新增就业人数的回升，主要来源于非耐用品部门（+1.5万），而耐用品部门（+0.4万）新增就业人数明显回落，反映出在前期消费透支后，美国耐用品供需或仍处于下行区间。
- **服务生产方面**，1月服务生产（+39.7万）是拉动新增非农就业人数暴涨的主要因素。其中休闲和酒店业（+12.8万）、教育和保健服务（+10.5万）、专业和商业服务（+8.2万）新增就业加速增长，而零售业（+3.0万）、运输仓储业（2.3万）等行业亦有明显改善。
- **政府就业方面**，1月政府部门（+7.4万）新增就业人数同样明显改善，尤其是州政府一级的新增就业人数由12月的下降3.8万人，变为增长3.9万人。

图表1 2023年1月美国新增非农就业主要来自服务生产与政府部门



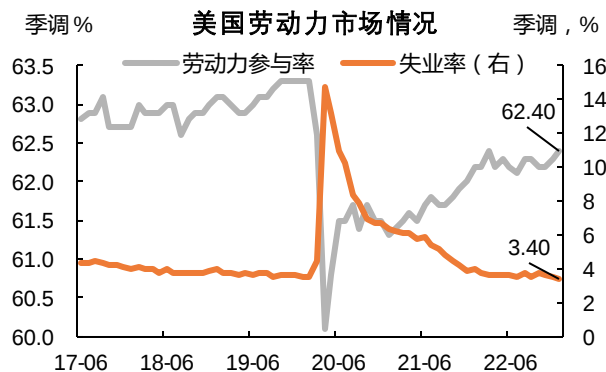
资料来源：Wind, 平安证券研究所

美国劳动力参与率继续改善，失业率降至近50年来低位。2023年1月美国劳动力参与率为62.4%，环比提升0.1个百分点，连续两个月保持增长。与此同时，美国失业率的走势亦与市场预期相反：1月美国失业率环比下降0.1个百分点至3.4%，触及53年低点，低于预期的3.6%以及前值的3.5%。

不过，劳动力市场的紧张状况并未有效传导至工资端，1月美国私人时薪增速放缓。2023年1月美国私人非农平均时薪环比上涨0.3%，较2022年12月的0.4%继续下滑；同比增长4.4%，略高于预期4.3%，但低于前值4.6%，为2021年8月

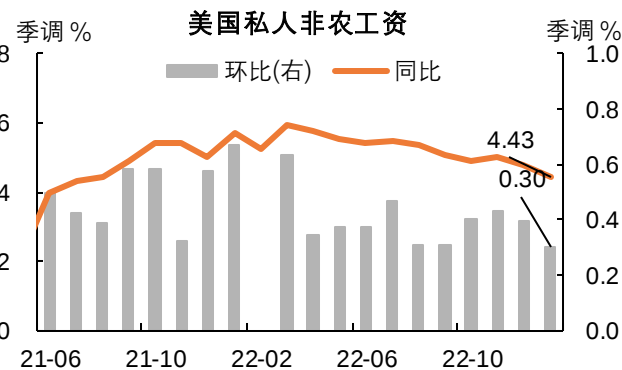
以来最低。我们认为，近期美国非农就业高增，但工资上涨压力却持续缓和，背后的原因之一可能是就业市场结构的变化，尤其是议价能力相对较低的临时就业者大量进入劳动市场。从季调后的数据来看，2023 年 1 月美国新增非农就业中，超过 70% 为非全日制工作人员。

图表2 美国劳动力参与率提升，失业率下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 美国私人非农工资增速下滑

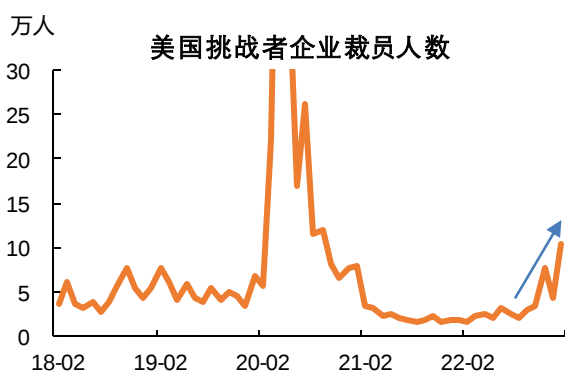


资料来源: Wind, 平安证券研究所

强劲的非农就业数据，似乎与当前美国大型企业裁员等一系列现象出现矛盾。美国挑战者公司 2 月 2 日发布的报告显示，2023 年 1 月美国企业报告的裁员人数超 10 万人，是 2022 年 12 月的 2 倍以上，较 2022 年 1 月更是增长率 440%，创下 2020 年以来新高。其中，科技行业的裁员现象尤为严重，2022 年 11 月以来，美国多家科技公司已宣布裁员 110793 人，贝宝控股公司、谷歌母公司字母表和亚马逊等科技公司都宣布了裁员数千人的计划。此外，美国零售行业和金融业宣布的裁员人数也有所增加。

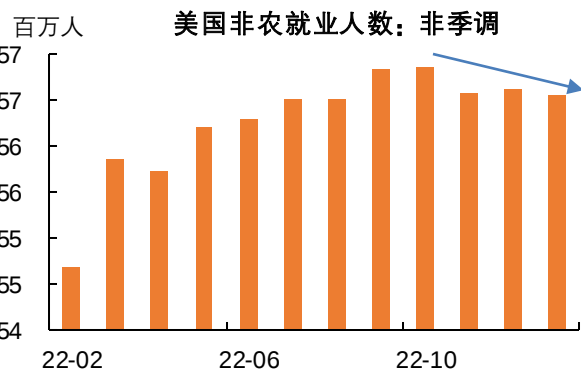
我们认为，这一现象的背后主要有以下几点因素：一是经济结构的分化。当前以中小企业为主的传统服务业用工需求仍较为旺盛，而大型企业居多的科技、金融行业已开始走弱。二是就业数据的滞后性。一般来说，就业数据属于经济周期的滞后指标，而美国大型企业的裁员与经济预期高度相关，尤其是衰退预期使年初企业在用人决策上非常谨慎，因此裁员属于领先指标。三是，季调方法可能对非农数据造成影响。2023 年 1 月经季节性调整后美国新增非农就业人口 51.7 万，但是未调整的就业人数实际上是减少的。而在本次非农就业报告发布前，高盛就在报告中指出，近些年 1 月的季节性因素越来越有利于就业增长数据。

图表4 美国企业裁员人数明显增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 季调前的美国非农就业人数下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

尽管 2023 年 1 月美国非农数据表现强势，但我们认为当前美国经济实现“软着陆”的路径仍然狭窄。继美联储 2 月会议放鸽后，强就业重新唤起了市场的“紧缩恐慌”，市场对于终端利率的预期再度逼近 5.0%。未来一段时间的就业数据，如果太强会引发紧缩恐慌，太弱则引发衰退恐慌。这与我们一直提示的美国经济预期的两类偏离，以及美联储平衡“双向风险”的难度很大是一致的（参考报告《“山雨欲止”：2023 年 2 月美联储议息会议解读》）。我们仍提示，美股“金发女孩”行情（美股盈利和估值同步修复）可能提早结束，需要对美股市场风格切换做好准备。

二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：服务业景气程度超预期扩张，制造业进一步萎缩

美国服务业景气程度超预期扩张。本周美国供应管理协会(ISM)公布的数据显示，美国 1 月 ISM 服务业指数创 2020 年中以来最大单月升幅，环比提升 6.0 至 55.2，重新回到扩张区间。其中新订单指数为 60.4，较 12 月的 45.2 大涨 15.2 个点，达到 2022 年初以来的最高水平，居民对于服务消费的需求大幅改善；商业活动指数为 60.4，较 12 月的 53.5 上涨 6.9，升至近一年来的次高水平，表明在需求明显回暖的拉动下，服务业生产也明显恢复；就业指数小幅攀升，由 12 月的 49.4 升至 50，表明员工人数变化不大，但这与 1 月的非农就业数据并不一致；服务业价格指数环比小幅回落 0.3 至 67.8，但仍处于较高景气区间，表明在工资上涨的压力之下，服务品价格仍在上行。

美国制造业进一步萎缩。本周美国供应管理协会(ISM)公布的数据显示，1 月美国制造业 PMI 从 12 月的 48.4 降至 47.4，已连续第三个月下滑，并降至 2020 年 5 月以来的最低水平。分项来看，新订单指数环比大幅回落 2.6 至 42.5，已连续三个月下滑，反映出当前美国居民商品消费需求仍在走弱；生产指数环比回落 0.6 至 48.0，续创 2020 年 6 月以来新低，在国内商品消费走弱的背景下，企业生产活动同样萎靡；交付指数虽环比回升 0.5 至 45.6，但仍处于 50 的临界点以下，表明供应链紧张的状况持续减轻；而随着需求的大幅减弱以及供应链运转的恢复，制造业商品价格同样下滑，1 月价格指数仍处于 50 的临界点之下。

图表6 2023 年 1 月美国服务业超预期扩张，制造业进一步萎缩

分项	美国 ISM 服务业 PMI			美国 ISM 制造业 PMI		
指数	2023 年 1 月	2022 年 12 月	变化	2023 年 1 月	2022 年 12 月	变化
PMI	55.2	49.2	6	47.4	48.4	-1
商业活动/生产	60.4	53.5	6.9	48	48.6	-0.6
新订单	60.4	45.2	15.2	42.5	45.1	-2.6
就业	50	49.4	0.6	50.6	50.8	-0.2
交付	50	48.5	1.5	45.6	45.1	0.5
库存	49.2	45.1	4.1	50.2	52.3	-2.1
价格	67.8	68.1	-0.3	44.5	39.4	5.1
积压订单	52.9	51.5	1.4	43.4	41.4	2
新出口订单	59	47.7	11.3	49.4	46.2	3.2
进口	53	52.7	0.3	47.8	45.1	2.7
库存情绪	55.8	55.9	-0.1	N/A	N/A	N/A
客户库存	N/A	N/A	N/A	47.4	48.2	-0.8

资料来源：ISM, 平安证券研究所

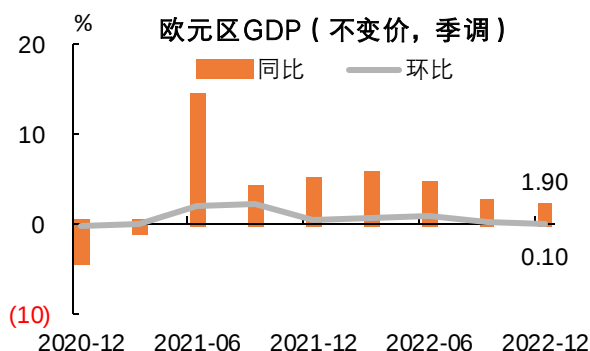
2.2 欧洲经济：欧央行继续加息，欧元区意外避免衰退

欧央行继续加息。当地时间 2 月 2 日，欧央行召开货币政策会议，决定将欧元区三大关键利率均上调 50 个基点，并重申承诺在 3 月份继续加息 50 个基点。欧洲央行在当天公布的货币政策决定中说，自 2 月 8 日起，主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率将分别上调至 3.00%、3.25% 和 2.50%。继续加息的同时，欧央行重申了 3 月至 6 月到期债务的每月上限为 150 亿欧元，而此后的债务缩减规模还将随着时间的推移而确定。值得注意的是，欧央行在声明中保留了将坚持“大幅稳步”加息的指引，其所表露的“鹰派”信号较美联储、英国央行等更加明显。

欧元区意外避免衰退。欧盟统计局 1 月 31 日公布的数据显示，受益于温和的天气，以及政府支持缓解了能源价格高企的影响，2022 年四季度欧元区 GDP 环比增长 0.1%，前值为 0.3%。而此前市场预计，2022 年四季度欧元区经济将萎缩 0.1%。同比来看，四季度 GDP 初值增长 1.9%，创 2021 年第一季度以来新低，但仍高于市场预期的 1.7%。分国家来看，主要经济体中德国和意大利受能源危机影响较为严重，2022 年四季度经济轻度萎缩，其中德国 GDP 环比下滑 0.2%，意大利环比下滑 0.1%，而西班牙和法国有小幅增长。同时，2022 年四季度爱尔兰、拉脱维亚、西班牙和葡萄牙经济表现相对较好，环比分别增长 3.5%、0.3%、0.2%、0.2%。

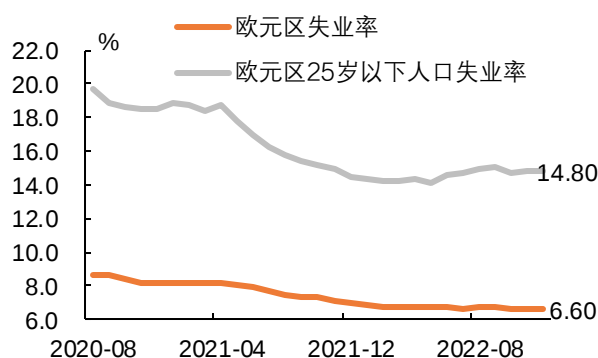
欧元区失业率保持低位。欧盟统计局 2 月 1 日公布的统计数据显示，经季节性调整后欧元区去年 12 月失业率为 6.6%，与 11 月份数据持平，高于 2021 年同期的 7%。欧盟去年 12 月份失业率为 6.1%，同样与 11 月份持平，2021 年 12 月份数据为 6.4%。

图表7 2022 年四季度欧元区 GDP 环比增长 0.1%



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表8 2022 年 12 月欧元区失业率保持低位



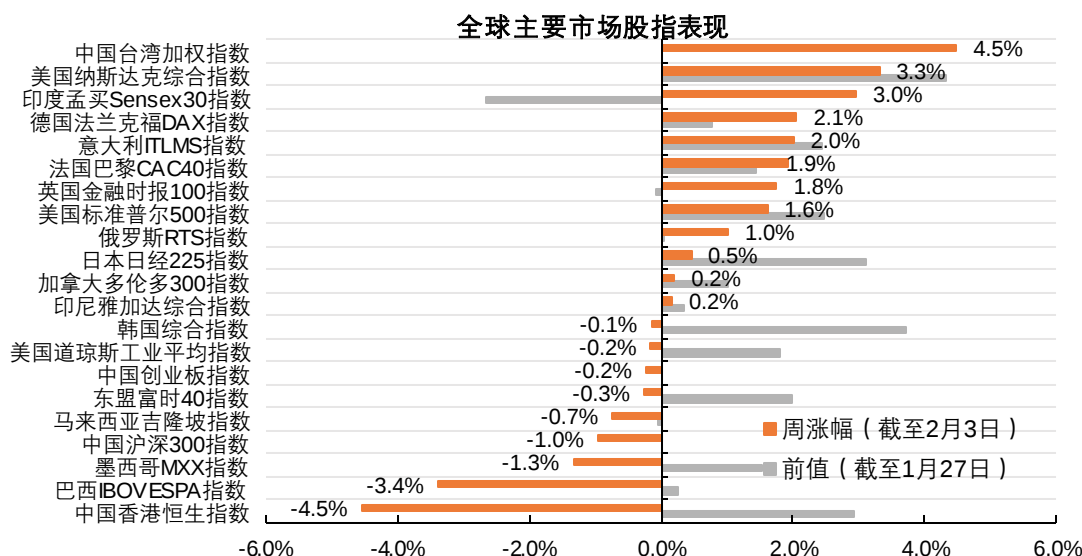
资料来源：Wind, 平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市：全球股市走势分化，美欧股市继续反弹

近一周（截至 2 月 3 日），全球股市走势分化，美欧股市多数延续了前一周的反弹趋势，而亚太及新兴股市多数收跌。**美股方面**，纳指、标普 500 延续了上一周的上涨趋势，整周分别上周 3.3%、1.6%，而道指本周小幅下跌 0.2%，主要受到医疗保健板块的拖累。整体来看，尽管本周公布的 1 月非农数据大超预期，但相比于数据的间接影响，市场仍沉浸于美联储议息会议后鲍威尔较为温和的表态当中，美股整体反应仍较为积极。**欧股方面**，本周欧央行的持续加息同样没能阻碍其上周趋势，德国 DAX 指数整周涨 2.1%，意大利 ITLMS 指数整周涨 2.0%，法国 CAC40 指数整周涨 1.9%。同时，本周公布的欧元区 2022 年四季度 GDP 数据表明，在能源短缺的冲击下，当前欧元区经济仍具有相当的韧性，这也在一定程度上提振了市场的信心。**亚洲及新兴股市方面**，本周亚洲及新兴股市多数收跌。其中，港股在连续四周的上涨后出现回调，中国香港恒生指数整周下跌 4.5%，跌幅在全球主要股指中居首。A 股同样小幅回调，创业板指数、沪深 300 指数整周分别下跌 0.2%、1.0%。其他新兴市场方面，印度孟买 Sensex 指数整周涨 3.0%，印尼雅加达综合指数整周涨 0.2%，而东盟富时指数、马来西亚吉隆坡指数整周分别跌 0.3%、0.7%。

图表9 近一周全球股市走势分化，美欧股市继续反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

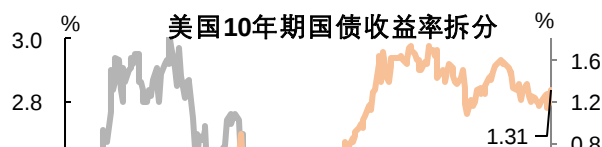
3.2 全球债市：短端美债收益率继续上行，而中长端美债收益率基本走平

近一周（截至2月3日），短端美债收益率继续上行，而中长端美债收益率基本走平。本周1年、2年期美债收益率上涨最为明显，二者整周均上行11BP，尤其是周五非农数据公布当日，上涨幅度更是达到13BP、21BP，表明市场对于后续美联储的加息预期再度升温。芝商所数据同样指向这一点，尤其是市场对于终点利率的预期明显提升：CME Fedwatch Tool 数据表明，当前市场预期7月议息会议上，政策利率有61%的概率超过5.0%。长端利率本周同样呈现“V”型：美联储议息会议后10年期美债收益率一度下行至3.4%，但在本周五非农数据公布后再度升至3.53%。将10年期美债收益率拆分来看，本周长端美债收益率的变动主要受到实际利率大幅波动的影响，而隐含通胀预期持续回落。

图表10 近一周短端美债收益率上行



图表11 近一周美债隐含通胀预期持续回落



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_51928

