

宏观月度报告

2023 年 02 月 08 日

主要央行的转向与好于预期的海外经济

——2023 年 2 月全球经济月报

核心内容：

美国通胀与劳动市场：CPI 在上半年会有更明显的回落，5 月是否继续加息取决于通胀数据。非农大增有重复计算兼职的因素，工资继续保持下行；强就业和放缓的工资本身不是一个差组合，但所对应的下半年核心通胀中枢在 3%-3.5%，这阻碍美联储在四季度末之前降息。

美国经济：四季度 GDP 初值 2.9%，高于预期，全年初值为 2.1%。虽然联邦基金利率快速上行，但消费在超额储蓄和工资增长等因素的支撑下并未失速，不过在剔除波动较大的进出口和库存等部分后，美国的消费和投资仍稳定处于下行通道。零售增速降至接近疫情前趋势，但消费者信心恢复；地产下行速度放缓，房价仍有下行空间；非制造业 PMI 出现较强反弹；商业银行信贷增速高位放缓。整体上，美国经济好于预期。

美联储：反通货膨胀（disinflation）得到鲍威尔两次确认，上半年结束加息可期。FOMC 认为目前数据支持 2023 年内不降息，但弱衰退概率可能导致该观点跟随数据变化，2023 年末降息仍有可能。通过量化紧缩进行缩表的时间可能延长，在加息结束后需要关注。

美股：整体的盈利底部还未到来，科技企业盈利数据下滑，短期仍有一跌，反转暂未到来。但是需要注意能源和材料类企业可能是利润下滑的主因，前期利润已经下降较多的可选消费等板块可能存在结构性机会。

美元：美元长期仍处于震荡下行通道，但是短期市场对主要央行的鸽派预期、个别月份数据超预期的可能、缩表持续更久、美元指数前期的过快下跌都是支持小幅反弹的因素。

美债：美债面临和美元相似的逻辑，弱衰退和软着陆预期的提前定价可能会因数据而波动，但中长端美债的长期配置价值仍在。

欧元区：欧央行 2 月加息 50BP，3 月大概率继续 50BP，随后可能放缓，主要央行中 ECB 暂时最鹰派。通胀方面，1 月 HICP 同比降至 8.5%，核心保持 5.2%，环比负增长主要由于季节性因素，高通胀压力支持继续加息。Q4 的 GDP 保持 0.1% 的环比正增长，PMI 也从低位回升，欧元区经济同样好于预期。

日本：关注黑田东彦可能的继任者，雨宫正佳对超宽松货币政策态度更加温和，相对中性，其当选日央行行长是基本情形；中曾宏则对 QQE 政策的负面效应更加关注，如果意外当选，可能被视为鹰派，对美元形成压制。从通胀来看，YCC 对剔除食品能源部分的效果并不大，日本工资也继续慢于通胀，这也是逐渐放弃 YCC 的重要理由之一。

目前主要央行的鹰派态度出现软化，美国、欧元区和日本经济均略好于预期，深度衰退的担忧缓解。对中国来说，经常账户方面，外海经济好于预期将缓和出口部门的压力，对工业经济也有提振。出口下行幅度低于预期也有助于生产，带动信号性显著的 PPI 增速更快转正，利于工业利润增长。从金融账户来看，主要央行的加息预期难再大幅提升，整体利于人民币资产的重估。不过，短期来看，海外市场对美联储放缓加息和降息的预期定价比较饱和，数据的波动容易造成美债收益率和美元的小幅反弹；同时，国内经济修复的成色仍有待数据验证，这会造成权益市场的震荡，单边回升暂时告一段落。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金潼

主要风险：通胀韧性超预期，疫情再次扩散，个别市场出现流动性和债务危机

目 录

一、美国经济好于预期，联储缓和信号进一步明朗，警惕市场短期过于乐观.....	4
（一）FOMC 确认通胀缓和，目前判断 2023 年不降息，但可能随数据变化.....	4
（二）通胀率下行趋势进一步确认，下半年核心中枢可能在 3%-3.5%	6
（三）非农就业的大超预期可能是统计问题，关注工资增速的下行，	7
（四）四季度 GDP 增速主要来自库存变动，消费继续下滑，房地产下行速度放缓	9
（五）美国商业银行信贷派生仍然较强	13
二、欧元区：通胀略有缓和，3 月仍会加息 50BP，但随后放缓概率较大.....	15
（一）欧央行短期最鹰派，但市场似乎认为这一状态不会长时间持续.....	15
（二）欧元区能源问题缓解，但核心通胀压力仍较高	16
（三）欧元区四季度经济好于预期，未来衰退程度可能更弱	17
三、日本：关注日央行的继任者，YCC 对提升通胀作用并不明显.....	18
（一）日央行呼声最高的继任者是雨宫正佳，YCC 调整概率较高	18
（二）日本疫后恢复程度较弱，但近期边际改善	19
四、当前海外环境对中国经济的可能影响.....	21

图 1：美国经济数据概览：更新至 2023 年 2 月 8 日

		Jan-23	Dec-22	Nov-22	Oct-22	Sep-22	Aug-22	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21
生产总 值	实际GDP (同比)		0.96			1.94			1.80			3.68			5.53	
	实际GDP (环比)		2.90			3.20			-0.60			-1.60			6.90	
	个人消费支出 (同比)		1.94			2.19			1.84			4.51			6.89	
	国内私人投资 (同比)		-4.55			1.95			8.69			11.57			9.58	
	政府支出 (同比)		0.85			-0.30			-1.64			-1.67			0.09	
消费	净出口 (同比增长-亿美元)		36.35			161.77			70.02			-194.56			-33.60	
	个人消费支出-现价 (同比)		7.35	7.37	8.04	8.54	8.70	8.69	9.26	9.28	8.93	9.19	13.48	12.01	13.39	13.71
	零售总额 (同比)		6.02	6.01	8.01	8.39	9.72	10.03	8.78	8.70	7.82	7.07	17.71	13.75	17.63	18.81
	个人储蓄存款总额 (同比)		-53.55	-58.05	-64.52	-69.05	-71.55	-68.11	-69.90	-67.09	-72.66	-87.86	-65.80	-78.07	-42.89	-43.37
	人均可支配收入-现价 (同比)		3.18	3.08	3.10	2.78	1.28	1.19	1.97	1.43	-1.50	-16.29	2.74	-6.06	5.60	5.99
工业	密歇根消费者信心指数 (同比)		64.90	59.70	56.80	59.90	58.60	58.20	51.50	50.00	58.40	65.20	59.40	62.80	67.20	70.60
	工业总产值 (同比)		1.29	2.05	3.53	4.81	3.58	3.27	4.07	4.83	5.94	4.56	6.45	2.06	3.05	4.41
	产能利用率		78.75	79.41	79.96	80.08	79.90	80.02	79.73	80.02	80.23	79.82	79.41	78.94	78.74	78.98
	新增订单 (同比)		2.95	1.76	5.68	6.54	6.78	7.65	9.50	9.19	9.76	8.88	8.50	6.86	8.13	9.17
	新建住房销售套数 (同比)		-26.58	-20.37	-10.88	-24.86	-5.83	-25.21	-20.03	-14.05	-23.49	-19.75	2.86	-8.78	-3.67	-11.16
房地 产	成屋销售套数 (同比)		-33.99	-35.55	-28.43	-23.79	-20.20	-20.07	-14.41	-8.61	-6.04	-4.80	-3.89	-2.41	-8.42	-3.95
	开工新建私人住宅 (同比)		-21.83	-17.88	-8.77	-6.03	-4.31	-12.46	-5.35	-2.68	19.93	0.29	24.27	4.00	7.09	10.71
	Case-Shiller 房价指数-20城				6.77	8.64	10.40	13.04	15.98	18.64	20.53	21.30	21.24	20.31	19.00	18.47
	CPI (同比)		6.50	7.10	7.70	8.20	8.30	8.50	9.10	8.60	8.30	8.50	7.90	7.50	7.00	6.80
	核心CPI (同比)		5.70	6.00	6.30	6.60	6.30	5.90	5.90	6.00	6.20	6.50	6.40	6.00	5.50	4.90
通 胀	PCE (同比)		5.02	5.54	6.08	6.29	6.26	6.39	6.98	6.52	6.41	6.77	6.39	6.12	5.97	5.85
	核心PCE (同比)		4.42	4.68	5.05	5.20	4.93	4.70	5.04	4.88	5.03	5.36	5.42	5.21	5.04	4.82
	PPI 最终需求 (同比)		6.20	7.30	8.20	8.50	8.70	9.70	11.10	11.00	11.20	11.70	10.50	10.20	10.20	9.90
	核心PPI 最终需求 (同比)		5.50	6.20	6.90	7.20	7.20	7.60	8.30	8.70	9.00	9.70	8.90	8.70	8.70	8.00
	10年期break-even通胀预期		2.24	2.26	2.37	2.39	2.38	2.51	2.36	2.62	2.69	2.88	2.85	2.46	2.45	2.46
劳 动 市 场	5年期break-even通胀预期		2.23	2.32	2.44	2.47	2.45	2.68	2.58	2.89	3.03	3.32	3.41	2.87	2.80	2.75
	密歇根12个月内通胀预期		2.90	2.90	3.00	2.90	2.70	2.90	3.10	3.00	3.00	3.00	3.00	3.10	2.90	3.00
	新增非农就业人数 (万人)		51.70	26.00	29.00	32.40	35.00	35.20	56.80	37.00	36.40	25.40	41.40	90.40	36.40	56.90
	非农职位空缺 (同比)		6.70	6.40	6.40	6.50	6.30	6.80	6.80	6.90	7.20	7.30	7.00	7.00	7.10	6.80
	失业率		3.40	3.50	3.60	3.70	3.50	3.70	3.50	3.60	3.60	3.60	3.80	4.00	3.90	4.20
PMI	劳动参与率		62.40	62.30	62.20	62.20	62.30	62.30	62.10	62.20	62.30	62.40	62.20	62.20	62.00	61.90
	非农平均时薪 (同比)		4.43	4.81	4.99	4.88	5.07	5.36	5.45	5.40	5.53	5.76	5.92	5.26	5.72	5.01
	EOL 采购成本指数		5.14			5.27			5.69			4.98			4.90	
	非农产出增速		-1.46			-1.25			-2.06			-0.38			1.90	
	ISM 制造业PMI		47.40	48.40	49.00	50.20	50.90	52.80	52.80	53.00	56.10	55.40	57.10	58.60	57.60	58.80
政 策 利 率	ISM 非制造业PMI		55.20	49.20	56.50	54.40	56.70	56.90	56.70	55.30	55.90	57.10	58.30	56.50	59.90	62.30
	有效联邦基金利率-月均 (%)		4.33	4.10	3.78	3.08	2.56	2.33	1.68	1.21	0.77	0.33	0.20	0.08	0.08	0.08
	储备利率-10RB-月均 (%)		4.40	4.17	3.85	3.15	2.63	2.40	1.75	1.28	0.84	0.40	0.27	0.15	0.15	0.15
	隔夜逆回购利率-月均 (%)		4.30	4.06	3.73	3.05	2.55	2.30	1.63	1.16	0.73	0.30	0.17	0.05	0.05	0.05
	标普500指数-月均		3961	3912	3917	3726	3851	4159	3912	3899	4040	4391	4391	4436	4574	4675
市 场 指 标	标普VIX指数-月均		20.17	21.78	23.30	30.01	27.34	22.17	25.00	28.23	29.45	24.37	26.97	25.75	23.18	21.55
	WTI原油现价-月均 (美元/桶)		78.22	76.52	84.11	86.96	84.03	91.49	99.80	114.29	109.47	101.61	108.15	91.61	82.98	71.77
	2年美债收益率-月均 (%)		4.21	4.29	4.50	4.38	3.86	3.25	3.04	3.00	2.62	2.54	1.91	1.44	0.98	0.68
	10年美债收益率-月均 (%)		3.53	3.62	3.89	3.98	3.52	2.90	2.90	3.14	2.90	2.75	2.13	1.93	1.76	1.47

资料来源：Wind、BEA、BLS、Fred、中国银河证券研究院

图 2：欧元区经济数据概览：更新至 2023 年 2 月 8 日

		Jan-23	Dec-22	Nov-22	Oct-22	Sep-22	Aug-22	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21
生产总 值	实际GDP (同比)		1.9			2.3			4.3			5.5			
	实际GDP (环比)		0.1			0.3			0.9			0.6			
	最终消费支出 (同比)					1.4			4.1			6.4			
	资本形成总额 (同比)					10.5			5.6			3.0			
	政府最终消费支出 (同比)					0.6			0.8			3.1			
消费	出口 (同比)					7.8			7.9			8.7			
	进口 (同比)					10.7			8.5			9.3			
	欧元区19国:零售销售指数 (同比)		-2.8	-2.5	-2.6	0.1	-1.3	-0.7	-2.9	1.1	5.2	2.3	6.2	9.7	2.4
	欧元区19国:消费者信心指数		-20.9	-22.1	-23.8	-27.5	-28.7	-27.2	-24	-21.5	-22.4	-21.9	-9.4	-9.6	-9.2
	欧元区19国:工业生产指数 (同比)			2.0	3.4	5.1	2.8	-2.5	2.2	1.6	-2.5	-1.0	1.7	-1.3	2.0
工业	制造业PMI		48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58
	服务业PMI		50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53	56.1	57.7	55.6	55.1	53.1
	每小时劳工成本指数					116			115.5			114.8			113.5
	就业人数 (同比)					1.8			2.6			3			2.4
	失业率 (%)		6.6	6.6	6.7	6.7	6.6	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	6.9	7	7.1
PMI	调和CPI (同比)		8.5	9.2	10.1	10.6	9.9	9.1	8.6	8.1	7.4	7.4	5.9	5.1	5
	核心调和CPI (同比)		5.2	5.2	5	5	4.8	4.3	4	3.7	3.8	3.5	3	2.7	2.3

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图 3：日本经济数据概览：更新至 2023 年 2 月 8 日

		Dec-22	Nov-22	Oct-22	Sep-22	Aug-22	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21
生产总 值	实际GDP (同比)				1.53			1.59			0.42			0.79	
	实际GDP (环比)				1.10			-2.09			-1.94			4.60	
	CPI (同比)		4.00	3.80	3.70	3.00	2.60	2.40	2.50	2.50	1.20	0.90	0.50	0.80	0.60
	核心CPI (同比)		4.00	3.70	3.60	3.00	2.80	2.40	2.10	2.10	0.80	0.60	0.20	0.50	0.50
	产能利用率 (同比)		0.00	-0.61	6.56	12.30	5.84	-1.93	-4.40	-6.71	-6.63	-4.43	0.77	-2.87	3.73
消费	工业生产指数: 制造业和采矿业 (同比)		-2.80	-0.90	3.02	9.57	5.78	-2.00	-2.76	-3.12	-4.87	-1.65	0.54	-0.79	2.25
	家庭月消费性支出 (同比)		-1.30	-1.20	1.20	2.30	5.10	3.40	3.50	-0.50	-1.70	-2.30	1.10	6.90	-0.20
	商业销售总额总计 (同比)		3.30	3.90	5.40	7.50	8.20	4.90	6.90	8.60	5.70	5.40	6.00	6.90	9.40
	失业率		2.30	2.40	2.60	2.70	2.60	2.50	2.70	2.80	2.70	2.60	2.60	2.70	2.50
	所有行业总现金收入 (同比)		4.84	1.88	1.50	2.29	1.70	1.32	2.02	1.14	1.35	2.05	1.20	1.13	-0.37
PMI	合同现金收入: 定期: 所有行业 (同比)		1.81	1.53	1.01	1.47	1.44	0.93	1.13	1.12	1.02	1.00	0.80	0.84	0.06

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

一、美国经济好于预期，联储缓和信号进一步明朗，警惕市场短期过于乐观

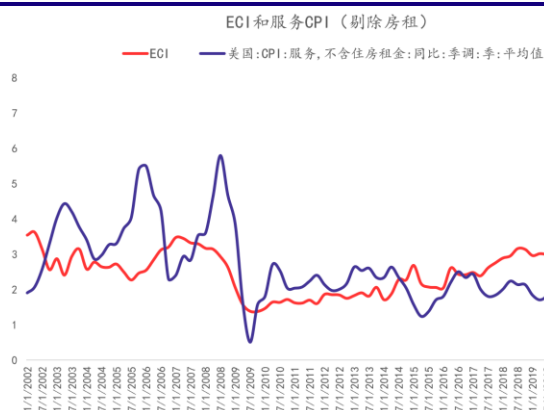
（一）FOMC 确认通胀缓和，目前判断 2023 年不降息，但可能随数据变化

2 月 1 日，美联储 FOMC 会议在 CPI 连续三个月超预期回落的背景下如期放缓加息至 25BP，联邦目标基金利率达到 4.50%-4.75%。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT 上限 950 亿美元/月，1 月预计实际缩减 765 亿美元。

1. “反通货膨胀”进程得到鲍威尔确认

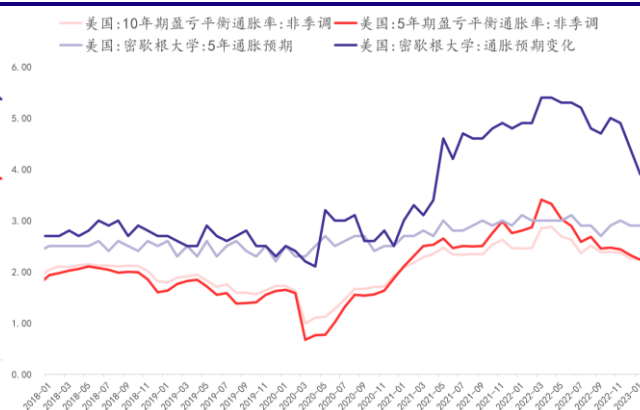
本次 FOMC 不论是声明还是发布会均透露出鸽派信号：（1）关于俄乌冲突和疫情对能源和食品通胀造成上行压力的表述基本被删除殆尽；（2）劳工市场方面表述增加“新增就业放缓，名义工资也出现缓和迹象”；（3）鲍威尔会后发言认为“反通货膨胀（disinflation）进程已经开始”的表述，尽管官方声明中坚持通胀可持续降低需要更多证据，但此语确认了美联储已经看到通胀增速较快放缓的势头。虽然会后的 1 月非农就业和失业率超预期强劲，但 2 月 7 日鲍威尔在华盛顿经济俱乐部的座谈中再次确认了“反通货膨胀”的开始，不过仍会继续加息。整体上，美联储仍依赖数据，在 CPI 和工资继续放缓之下，再提高加息终值的风险不大。不过需要注意的是通胀中枢年内回到 2% 难度偏大，这将影响降息节奏。

图 4：劳动缺口仍在，但工资增速继续放缓



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：长期通胀预期进一步缓和（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 根据目前数据，FOMC 认为 2023 年不会降息，但这一观点未来仍有望变化

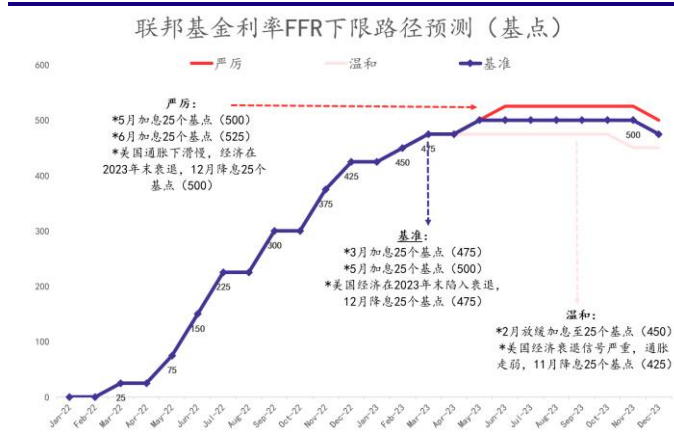
鲍威尔在发布会上另一重要表述是在目前对经济前景的展望下，2023 年不会降息。尽管美国经济短期没有失速，保持一定韧性，但多类领先指标都提示 2023 年较高的衰退概率。

金融方面，美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差模型反映衰退难以避免；劳工市场方面，美联储关于失业率和衰退的预测结合来看是略有矛盾的：12 月 SEP 中 2023 年 4.6% 的预期失业率已经超过中长期自然失业率的水平，这一条件的满足在历史上有极高概率导致衰退。经济领先指标方面，ECRI 和咨商会 LEI 均反映美国已经接近衰退，其中 LEI 甚至暗示美国将在上半年进入衰退。LEI 对商品和工业指标存在偏重，因此美国劳动市场的旺盛和服务业韧性会使实际衰退的判定更晚出现，失业率与自然失业率给出的劳动紧张程度是更好的参考。地产周期的下行对衰退预判也有参考作

用。从同步指标和增长看，美国 2022Q4 的 GDP 中，消费和设备投资均有放缓，私人库存的意外上行难以持续，也体现出经济增长稳步放缓，未来弱衰退概率不低¹。

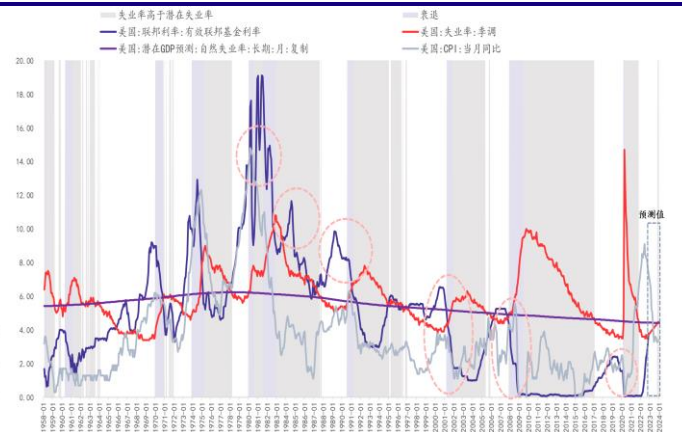
总体上，年末的弱衰退依然是我们的基准假设，随着经济放缓的证据增加、居民收入缩减、超额储蓄的耗尽和信用收缩在下半年冲击消费，美联储的 SEP 和对降息时点的判断都可能发生变化，这也符合美联储的“数据导向”。因此，2023 年末仍有可能降息。

图 6：联邦基金利率路径展望 (%)



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 7：实际失业率高于自然趋势时，美国经济通常处于衰退中



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. QT 继续按照计划进行，美联储的缩表可能持续更久

货币市场基金 (MMF) 仍然不热衷于将存放在逆回购账户 (RRP) 中的资金出借给银行购买国债，因此银行继续消耗存款准备金承接债券。由于联邦基金利率处于高位且仍在上升，RRP 账户的利率也有相当的吸引力，暂时阻止 MMF 购买国债，银行准备金 1 月末下降到 3.03 万亿美元。按照过往推测，当银行准备金下降到 2.5 万亿美元左右时，美联储将停止缩表²。不过，沃勒 (Waller) 的讲话表达了美联储观点可能发生变化，他表示在考虑银行整体流动性的时候，应当把 RRP 账户和银行准备金账户放在一起考虑，那么银行流动性目前仍有 5.5 万亿美元，可以承受更长时间的 QT 缩表模式³。2 月 7 日鲍威尔在座谈中也表示，在充分准备金制度 (ample reserves) 的框架下，大概还需要几年 (a couple of years) 才能将准备金降至疫情前的状态。

当然，美债短期仍在交易加息停止以及衰退的预期，仅靠沃勒的表态不会使美债收益率回升，但随着加息终止，缩表的影响将会上行。届时，需要对 QT 持续时间和 RRP 账户保持观察。

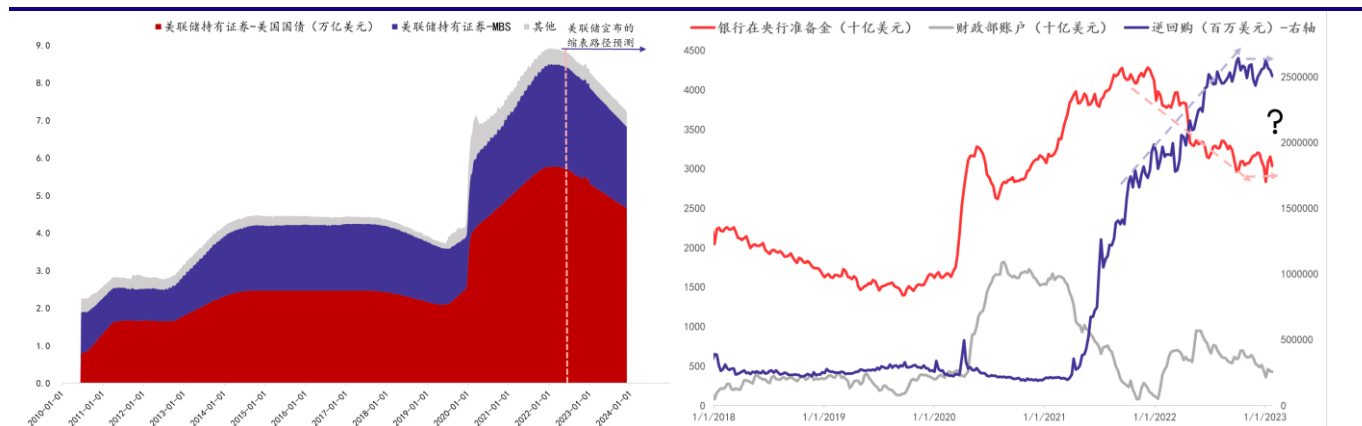
图 8：美联储计划缩表大致路径 (万亿美元)

图 9：银行备金持续下滑，但 RRP 和准备金可能合并考虑

¹ 这里需要简要澄清一个观点，即 M2 的负增长并不意味着深度衰退：回顾 M2 增速的历史可以发现，在过往 M2 增速回落领先严重衰退时，M2 的总量均低于其历史趋势，这一条件在 2020 年疫情后并不存在。M2 负增长更多反映此前流动性史无前例的暴增，尽管美联储正在紧缩，从绝对值衡量的 M2 仍然充裕，短期不会造成信用周期大幅下行或资产负债表显著缩减，因此也不易导致深度衰退。

² <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/omo/omo2021-pdf.pdf>

³ https://www.youtube.com/watch?v=Z_AxQ8udHSU



资料来源：中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 通胀率下行趋势进一步确认，下半年核心中枢可能在 3%-3.5%

12 月 CPI 同比+6.5% (前值+7.1%)，保持 6 月以来的回落趋势，核心 CPI 同比+5.7% (前值+6.0%)；12 月 PCE 同比+5.0% (前值+5.5%)，核心 PCE 同比+4.4% (前值+4.7%)。

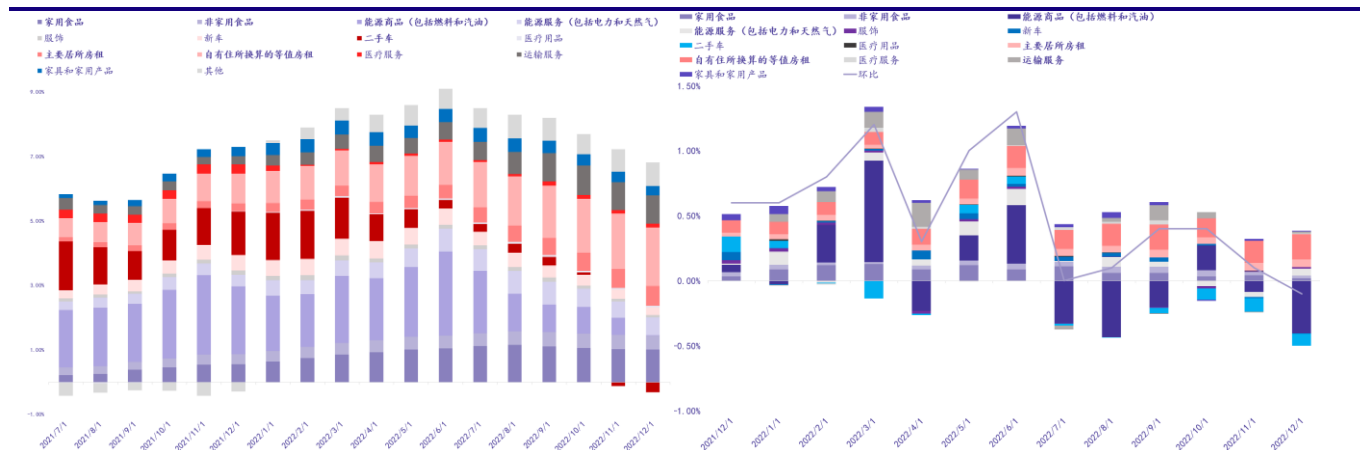
美国 12 月 CPI 的再次大幅放缓在为美联储提供更多确立通胀回落的证据；虽然核心部分的环比仍然保持了一定增长，但中枢也已降低。核心通胀与名义通胀的分化继续，部分能源和核心商品在高基数下陷入通缩的势头愈发明显。

从构成来看，能源和商品部份继续对回落做出最大贡献，高权重的汽车和能源商品价格显著走低。其他同比增速回落的重要项目还有食品、服装、家居和家用产品等；而滞后的居住成本和包括运输、娱乐以及医疗服务在内的项目同比增速比 11 月小幅加快。环比方面，食品类的增速进一步放缓至 0.3%，很快将成为带动同比快速回落的又一动力；能源与二手车价格延续了幅度较大的环比负增长；服务部分增速仍有 0.5%，这主要是由于滞后的居住成本增长了 0.8%，但也反映出服务粘性更强。核心服务缓慢下行，居住成本保持高位。

展望未来：能源和商品价格增速的进一步放缓料将持续，零售数据也在印证商品消费的走弱，非核心服务部分涨价弱化是较为确定的；居住成本的上行源于统计滞后，在 2023Q3 也将逐步走弱，所以不确定性主要在核心服务部分。结合工资增速，我们倾向于 2023 下半年的核心通胀中枢将会处于 3.0%-3.5%左右的水平，难以迅速靠近 2%，这不会抬升加息终值，但可能使降息更晚。

图 10：12 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)

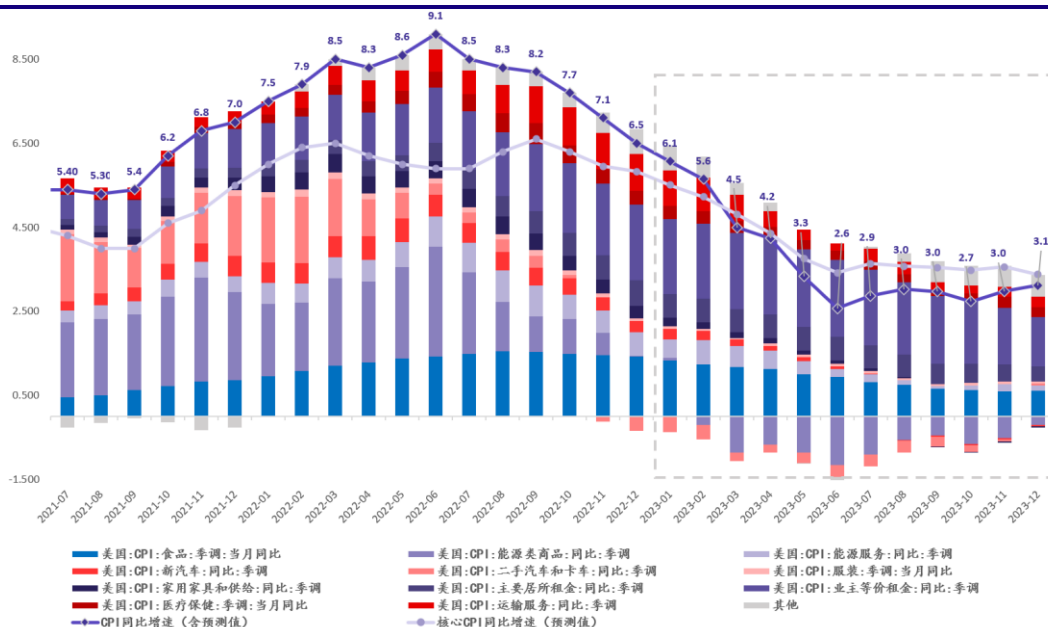
图 11：12 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 名义通胀增速可能较快回落，但核心通胀的粘性阻碍美联储在 2023Q4 以前降低利率



资料来源: 中国银河证券研究院整理

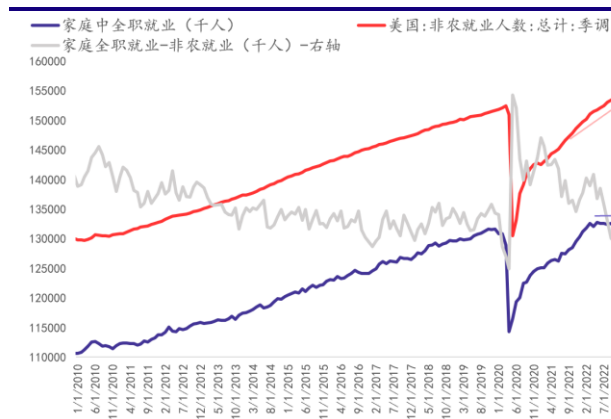
(三) 非农就业的大超预期可能是统计问题，关注工资增速的下行，

1 月新增非农就业 51.7 万人，大幅超出 18.5 万人的市场预期，失业率从 3.5% 降低至 3.4% 的低位，是 1969 年以来最低水平。非农时薪同比增速 4.43%，环比增速 0.30%，均继续放缓。劳动参与率上行 0.1% 至 62.4%，55 岁及以上参与率下滑 0.1 至 38.7%。需要注意的是，BLS 在年初对非农数据的统计口径做出调整，所以本月数据噪音较大，数据可比性会受到影响。

从非农就业的结构来看，服务业增长仍然较多。新增的 51.7 万人中，商品生产多增 4.6 万人，和过往水平类似，而服务生产多增 39.7 万人，显著高于前两个月并受到了 NAICS 调整的明显影响；政府部门也多增 7.4 万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增 44.3 万人，比 12 月的 26.9 万人仍明显加快，反映出劳动市场韧性。

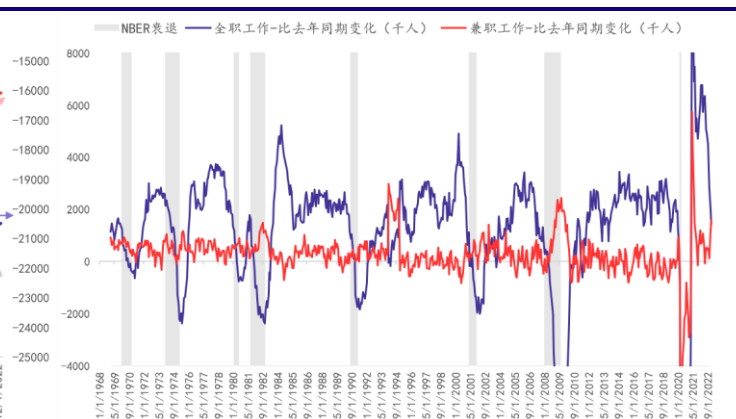
新增非农就业的大增和家庭全职就业的停滞似乎同样矛盾，这可能是由于家庭就业统计不能重复统计兼职，但新增非农就业可以，所以实际的新增全职就业没有数据所反映的那么多，这也可以解释就业数据如此强劲下薪资增速却继续下滑的现象。作为佐证，也可以观察家庭就业中全职和兼职就业的同比多增，近期全职岗位下降的兼职显著抬升。因此，尽管非农数据表面大超预期，对通胀的压力仍在缓解，无需过度担忧。

图 13：非农就业和全职家庭就业近期明显背离



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：兼职就业同比上升而全职下降，这也可作为衰退指标



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

就业人数大增和薪资继续放缓有所矛盾，我们倾向于薪资数据质量更高。美联储关注劳动数据主要由于对“工资-物价”螺旋的担忧，因此工资增速才是劳动市场的核心变量，在工资增速继续小幅放缓的情况下，新增就业的强劲对美联储不一定是坏消息，也可能是未来“弱衰退”或“软着陆”的证据。鲍威尔在刚刚结束2月FOMC会后表示较高的职位空缺数据波动大，似乎更加关注非农时薪和雇佣成本指数（ECI）的变化，而两者都在放缓。

目前时薪的3月移动平均还在0.35%的水平波动，稳定降至0.25%还需时间。而薪资模型显示目前ECI、非农时薪和亚特兰大联储工资跟踪的同比增速所对应的核心通胀在3.5%-4.1%之间。在美联储保持高利率不变，导致工资缓慢下行的假设下，2023下半年核心通胀可能在3%-3.5%的水平。而我们基于菲利普斯曲线斜率抬升的物价模型也在暗示中期通胀中枢可能在3%上方，详见《再次抬升的菲利普斯曲线》。

图 15：新增非农就业超预期

图 16：时薪增速却继续下滑（%）

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_52126

