

宏观动态跟踪报告

美联储的“幡”已被拨动了么？——美国 2 月非农就业数据详解

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



平安观点：

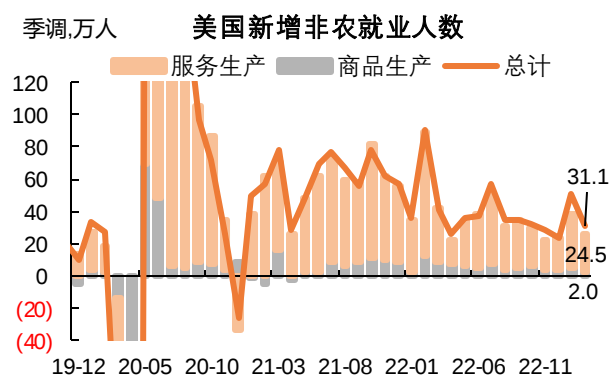
- **1、美国就业边际降温。**美国 2 月新增非农就业较 1 月放缓、但仍高于预期，基本持平于近半年以来的平均水平；失业率回升至 3.6%；劳动参与率回升 0.1 个百分点；非农平均时薪环比增速回落至近一年新低。我们测算，当前美国劳动力供需缺口约 470 万，其中供给不足贡献约贡献了 310 万。趋势上看，美国劳动力供需缺口已连续第二个月呈现扩大趋势（即使劳动力供给在稳步修复，但劳动力需求增长的速度更快），这凸显了美国就业市场仍然火热。我们认为，美国就业市场暂不具备大幅降温的基础，失业率可能尚未步入趋势回升通道。
- **2、市场暂时交易“衰退”。**2 月就业数据公布后，市场对 3 月美联储加息 50BP 的预期降温，但仍抱有警惕。据 CME FedWatch，3 月 10 日就业数据公布后，市场对 3 月加息 50BP 的预期由 70% 左右，下降至 40% 左右。3 月 10 日市场似乎呈现“衰退交易”：美债利率大幅回落，美股三大指数日内跌超 1%，美元指数回落，金价明显上涨。我们认为，排除硅谷银行事件等的扰动，美国就业数据或不足以引发持续的“衰退交易”。
- **3、美联储的“幡”已被拨动了么？**一方面，2 月就业数据虽较 1 月边际降温，但绝对水平仍然强劲。仍需观察即将公布的 2 月通胀数据的成色，再结合美联储的表态，才能进一步确认 3 月加息幅度。另一方面，在美国政策利率逼近 5% 的“充分限制性水平”之际，经济衰退和金融波动风险对于美联储紧缩的掣肘会更为显著。近期黑石 CMBS 违约、硅谷银行破产等事件爆发，更提示我们关注美联储紧缩带来的流动性压力。虽然，我们认为美国出现系统性金融风险的概率不高，但金融市场的剧烈波动是美联储不得不关注的风险。综合来看，我们倾向于认为 3 月美联储“应该”加息 25BP 而不是 50BP。如果说市场预期的“风”向变化快，美联储的“幡”则应较岿然，相对于“风动幡动”，“风动幡（暂时）不动”也许是更明智的选择。
- **风险提示：**美国通胀超预期走强，美联储政策超预期变化，美国金融风险超预期上升等。

美国 2 月就业数据较 1 月边际降温，其中失业率超预期回升，薪资环比增速创下近一年新低。但劳动力供需缺口仍在扩大，就业需求仍未降温，我们判断美国失业率尚未步入趋势回升通道。就业数据公布后，市场对 3 月美联储加息 50BP 的预期降温，但仍抱有警惕。整体来看，我们认为 2 月就业数据本身尚不足以引发“衰退交易”，美联储加息节奏和终点仍存不确定性。但不可否认的是，当前经济放缓和金融波动风险对于货币紧缩的掣肘更为显著。

一、美国就业边际降温

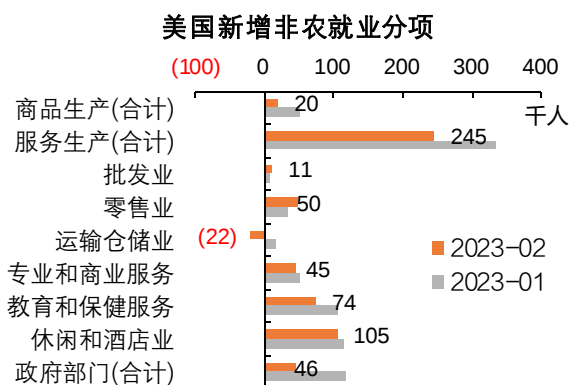
美国 2 月新增非农就业较 1 月放缓、但仍高于预期，基本持平于近半年以来的平均水平。美国时间 2023 年 3 月 10 日公布的就业数据显示，美国 2 月新增非农就业 31.1 万人，高于预期的 22.5 万人，但较 1 月的 50.4 万人（调整后）明显回落，基本持平于 2022 年 8 月以来的月度平均水平。结构上，2 月商品生产（2 万，前值 5.1 万）、服务生产（24.5 万，前值 33.5 万）以及政府部门（4.6 万，前值 11.8 万）的新增就业人数较 1 月均有所回落。细分行业中，大部分行业新增就业边际放缓，仅批发、零售等行业新增就业小幅上升。

图表1 美国 2 月新增非农就业回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

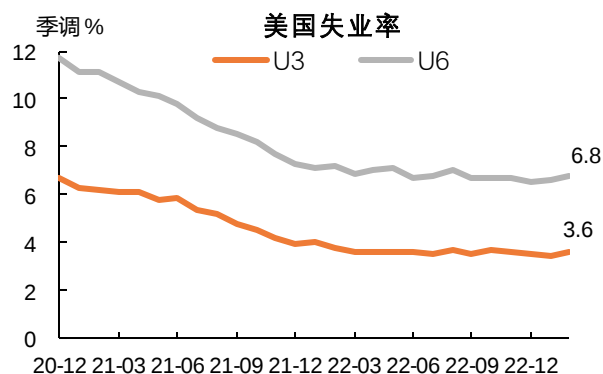
图表2 大部分行业新增就业边际放缓



资料来源：Wind, 平安证券研究所

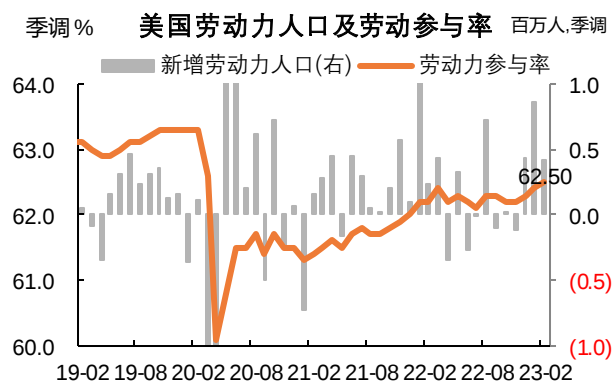
美国 2 月失业率回升至 3.6%；劳动参与率回升 0.1 个百分点。美国 2 月 U3 失业率由前值 3.4% 的历史低点回升至 3.6%，U6 失业率由 6.6% 回升至 6.8%。2 月劳动参与率回升 0.1 个百分点至 62.5%，对应新增劳动力 41.9 万人，是 2022 年平均水平的两倍左右，近三个月美国劳动力人口修复速率加快。

图表3 美国 2 月失业率回落并处于历史低位



资料来源：Wind, 平安证券研究所

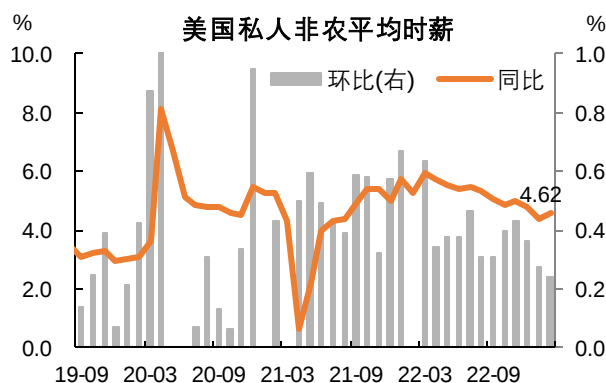
图表4 美国 2 月劳动参与率回升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

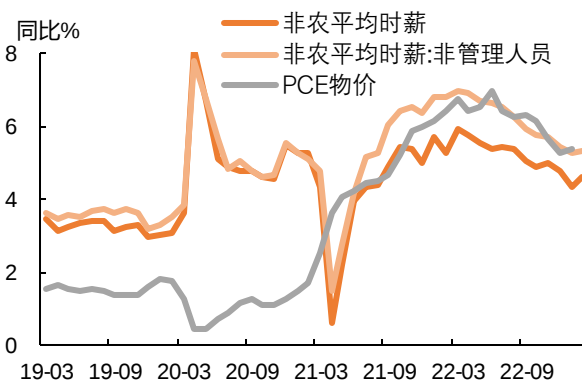
美国 2 月工资环比增速回落至近一年新低,即使同比增速小幅回升。美国 2 月非农平均时薪为 33.09 美元,环比增长 0.24%,低于预期的 0.4%,并创先 2022 年 2 月以来的最低水平;同比增速为 4.6%,低于预期的 4.8%,但高于前值的 4.4%;同时,非农非管理人员平均时薪同比为 5.3%。观察到,2022 年下半年以来,非农非管理人员工资同比增速与当月 PCE 物价同比较为接近。据此,预计 2 月美国 PCE 同比约 5.3%左右。

图表5 美国 2 月工资环比回落至近一年新低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

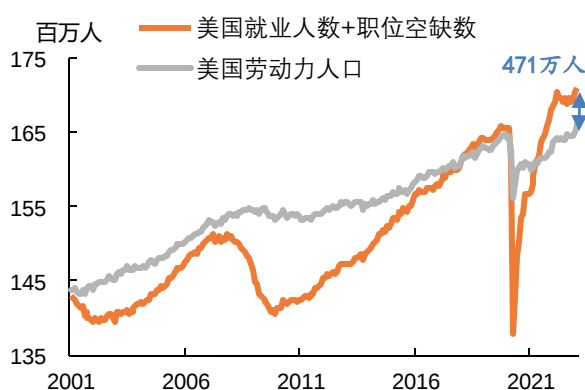
图表6 当前非农非管理时薪同比增速与 PCE 较为一致



资料来源: Wind, 平安证券研究所

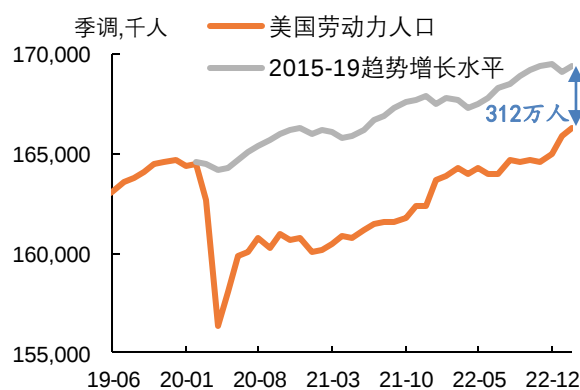
我们测算,美国 2 月劳动力供需缺口约 470 万,其中供给不足贡献约 310 万。我们以 2 月美国就业人数(家庭调查,季调)和 1 月职位空缺数(JOLTS 调查,季调)二者之和作为“劳动力需求”,以劳动力人口(家庭调查,季调)作为“劳动力供给”,测算得到当前美国劳动力“供需缺口”为 471 万人。美国劳动力供需缺口已连续第二个月呈现扩大趋势,即使劳动力供给在稳步修复,但劳动力需求增长的速度更快,这凸显了美国就业市场仍然火热。因此,我们认为美国就业市场暂不具备大幅降温的基础,失业率可能尚未步入趋势回升通道。

图表7 当前美国劳动力供需缺口约 470 万



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国劳动力供给较趋势增长水平减少约 310 万



资料来源: Wind, 平安证券研究所

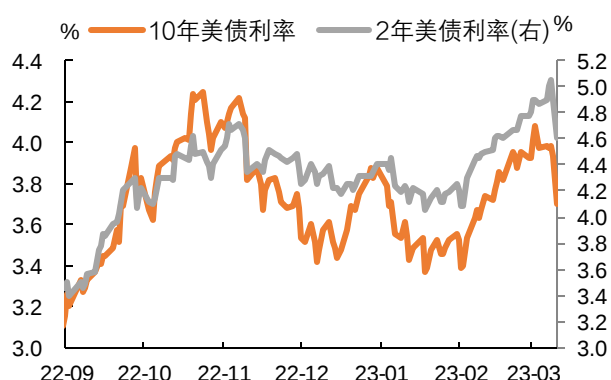
二、市场暂时交易“衰退”

美国 2 月就业数据公布后,市场对 3 月加息 50BP 的预期降温,但仍抱有警惕。据 CME FedWatch, 3 月 10 日就业数据公布后,市场对 3 月美联储加息 50BP 的预期由 70%左右,下降至 40%左右。同时,市场对于本轮终端利率的预期由 5.5%左

右回落至 5.25% 左右。虽然市场认为美联储加速加息的必要性下降，但就业市场没有实质软化，市场对美联储可能的鹰派行动仍抱有警惕。

就业数据边际降温，叠加硅谷银行暴雷事件助推，市场似乎呈现“衰退交易”，但其持续性或不足。3 月 10 日，10 年美债收益率由前值 3.93% 大幅下降约 23BP，至 3.7% 附近，2 年美债收益率大跌 30BP，至 4.6%。美股三大指数当日跌幅均超过 1%，纳斯达克指数跌 1.76%，标普 500 波动率指数（VIX）跃升至 24.8、创年内新高，硅谷银行宣告破产、以及相关流动性担忧使美股银行板块遭遇抛售，进一步冲击美股。美元指数日内跌 0.56%，至 104.65。金价日内涨 2.06%，至 1867 美元/盎司。

图表9 3月10日美债利率大幅跳水



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表10 3月10日美股波动率大幅上升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

三、 美联储的“幡”已被拨动了么？

整体来看，目前尚不能确定 3 月美联储加息幅度，但我们倾向于认为美联储“应该”加息 25BP 而不是 50BP。

一方面，2 月就业数据虽较 1 月边际降温，但绝对水平仍然强劲。如前所述，目前美国非农就业人数仍然高增，劳动力供需缺口仍在扩大，就业需求并未降温。因就业市场紧俏带来的通胀压力和通胀反复风险，仍然很高。在此背景下，仍需观察即将公布的 2 月美国通胀数据的成色，再结合美联储的表态，才能进一步确认 3 月加息幅度。

另一方面，在美国政策利率逼近 5% 的“充分限制性水平”之际，经济衰退和金融波动风险对于美联储紧缩的掣肘会更显著。目前 5% 以上的终端利率（并维持较长时间）或已足以“制造”衰退，只不过经济指标对于加息的反应存在滞后而已（参考报告《2023 海外经济与市场九问》、《再论美联储如何走》等）。此外，近期黑石 CMBS 违约、硅谷银行破产等事件爆发，更提示我们关注美联储紧缩带来的流动性压力。虽然我们认为美国出现系统性金融风险的概率不高，但金融市场的剧烈波动亦

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_53128

