

美国 2 月就业数据相对偏弱 进口来源地持续演变

—全球宏观经济与大宗商品市场周报

2023 年第 11 周

方正中期期货研究院 宏观与大类资产研究中心

王骏 李彦森 史家亮 陈臻

联系人：陈臻 chenzhen1@foundersc.com

2023 年 3 月 12 日 星期日

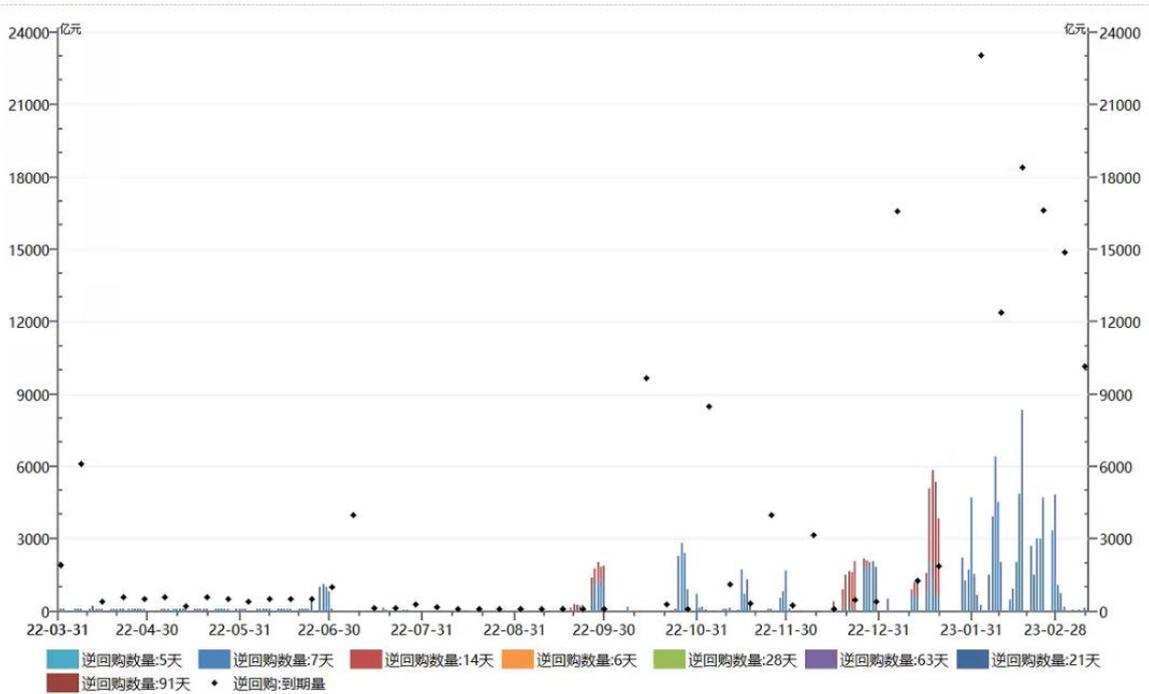
目 录

第一部分 国内经济解读.....	1
第二部分 海外经济解读.....	2
第三部分 本周重要事件及数据回顾.....	8
第四部分 下周重要事件及数据提示.....	9
第五部分 期货市场一周简评.....	9

第一部分 国内经济解读

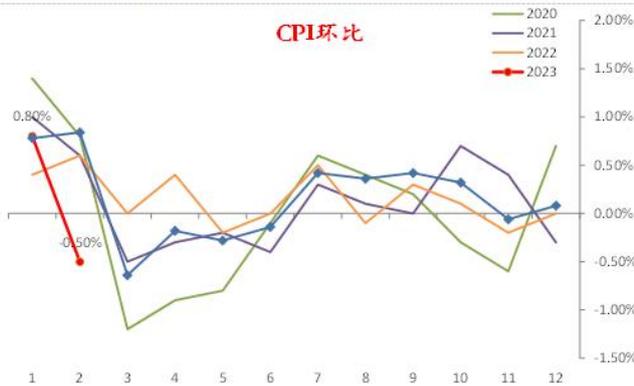
国内方面，数据显示今年前两个月进出口增速均略超预期，但同比维持负增长。疫情已不再影响经济，供应链恢复常态、海外国家经济短期韧性均支持出口，但全球经济衰退风险外需压力仍需警惕。通胀方面，2月CPI涨幅减小，PPI增速刷新低点，表现均弱于预期。CPI更多受到食品、服务价格回落影响。PPI主要受高基数影响。乘联会数据显示2月乘用车销量同比增加。央行本周通过及回购净回笼资金14350亿元，短端资金从季末高位回落。政策方面看，两会上《政府工作报告》显示，决策层续强调稳增长、扩内需和保民生，调高财政赤字和专项债目标，特别对提振就业和刺激消费的关注上升，对今年经济增长信心增强。总体上看，本周经济数据表现不一，对金融市场影响均衡，风险资产价格更多受到海外和结构性因素影响大幅回落。

图 逆回购投放和到期情况



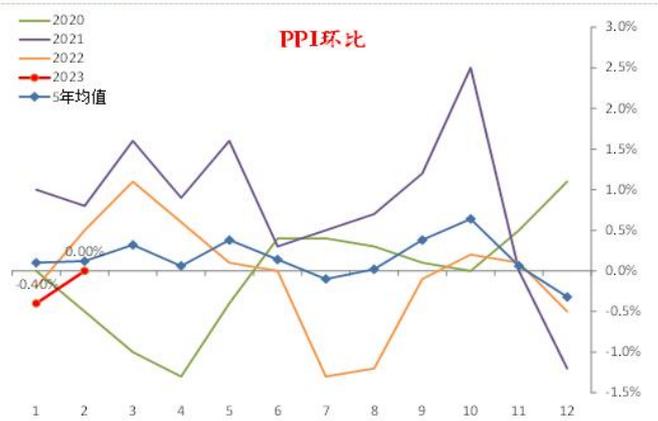
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 CPI 环比增速

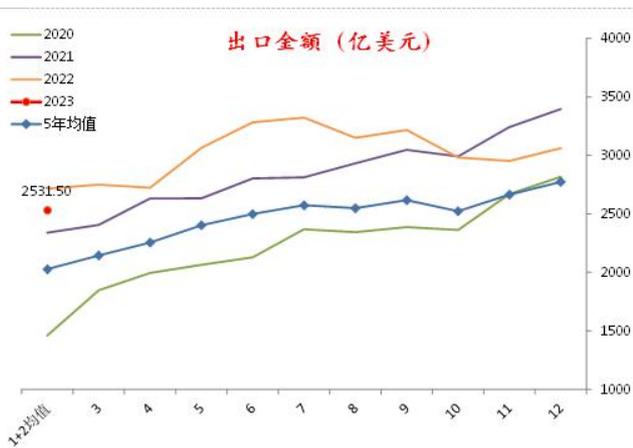


数据来源: Wind、方正中期研究院

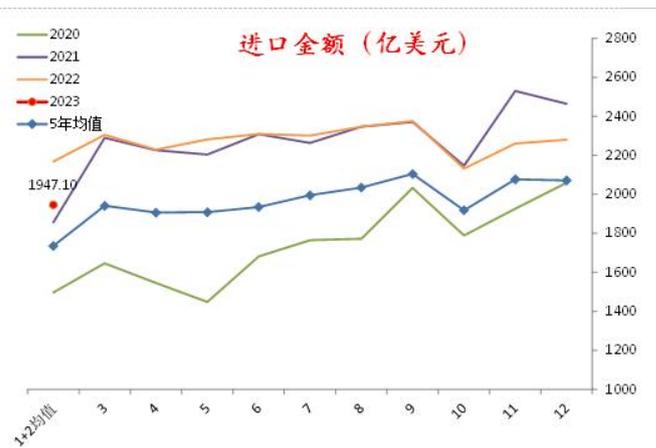
图 PPI 环比增速



数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院

风险事件方面，媒体报道称德国可能出台限制华为、中兴等涉及 5G 通讯的政策。美国政府将出台政策打压 TikTok，美国财政部宣布制裁 25 个中国实体。地缘政治风险仍需警惕。

第二部分 海外经济解读

一、美国 2 月就业数据相对偏弱

今年 2 月，美国新增非农人数录得 31.3 万，低于前值 50.4 万，高于预期 20 万；季调失业率录得 3.6%，高于前值 3.4%；季调私人非农企业全部员工周薪录得 1141.61 美元，2020 年 6 月以来首次出现回落。总体来看，美国 2 月就业数据偏弱，非农、失业率、周薪均不及前值。受此影响，市场对于美联储加息预期回落。根据联邦基金期货隐含利率显示，在非农数据公布的前一日（美东时间 3 月 8 日）美联储此轮加息终点预期已上冲至 5.691，公布当日（3 月 9 日）回落至 5.515，3 月 10 日进一步回落至 5.515。就在非农数据公布同时，美元指数出现断崖式回落，2 个半小时内回落 1.2 个百分点左右。

表 2-1 2023 年 3 月 8-10 日联邦基金期货隐含利率

会议	#加息/降息	%加息/降息	隐含利率 Δ	隐含利率	假定利率变动
03/22/2023	+1.712	+171.2%	+0.428	5.003	0.250
05/03/2023	+3.129	+141.7%	+0.782	5.357	0.250
06/14/2023	+4.006	+87.7%	+1.001	5.576	0.250
07/26/2023	+4.372	+36.6%	+1.093	5.668	0.250
09/20/2023	+4.467	+9.5%	+1.117	5.691	0.250
11/01/2023	+4.296	-17.1%	+1.074	5.649	0.250
12/13/2023	+3.925	-37.1%	+0.981	5.556	0.250
01/31/2024	+3.442	-48.3%	+0.861	5.435	0.250

会议	#加息/降息	%加息/降息	隐含利率 Δ	隐含利率	假定利率变动
03/22/2023	+1.557	+155.7%	+0.389	4.963	0.250
05/03/2023	+2.863	+130.6%	+0.716	5.289	0.250
06/14/2023	+3.585	+72.2%	+0.896	5.470	0.250
07/26/2023	+3.767	+18.2%	+0.942	5.515	0.250
09/20/2023	+3.722	-4.5%	+0.931	5.504	0.250
11/01/2023	+3.458	-26.4%	+0.864	5.438	0.250
12/13/2023	+2.979	-47.8%	+0.745	5.318	0.250
01/31/2024	+2.357	-62.2%	+0.589	5.163	0.250

会议	#加息/降息	%加息/降息	隐含利率 Δ	隐含利率	假定利率变动
03/22/2023	+1.332	+133.2%	+0.333	4.898	0.250
05/03/2023	+2.394	+106.3%	+0.599	5.163	0.250
06/14/2023	+2.881	+48.6%	+0.720	5.285	0.250
07/26/2023	+2.802	-7.9%	+0.700	5.265	0.250
09/20/2023	+2.442	-36.0%	+0.610	5.175	0.250
11/01/2023	+1.904	-53.8%	+0.476	5.041	0.250
12/13/2023	+1.281	-62.3%	+0.320	4.885	0.250
01/31/2024	+0.642	-63.9%	+0.160	4.725	0.250

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理



图 2-1：美元指数分时图

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美国 1 月非农数据超预期强劲很大程度上源于 CES 数据采用的行业分类依据从 2017 年北美产业分类体系 (NAICS) 修订为 NAICS 2022, 2 月非农新增人数属于环比数据, 剔除了 1 月分类变化影响, 更具可比性。在三大行业中, “服务生产” 行业依然最为强势, 2 月新增人数达到 24.5 万, 其中 “休闲和酒店业” 增速最快, 录得 10.5 万; “政府” 新增就业人数录得 4.6 万; “制造生产” 行业最少, 仅新增 2 万。美国分行业新增人数与美国当下产业发展基本契合, 2 月美国制造业 PMI 仅录得 47.7, 连续 4 周低于荣枯线; 非制造业 PMI 录得 55.1, 连续两个月高于 55, 处于较快扩

张区间。

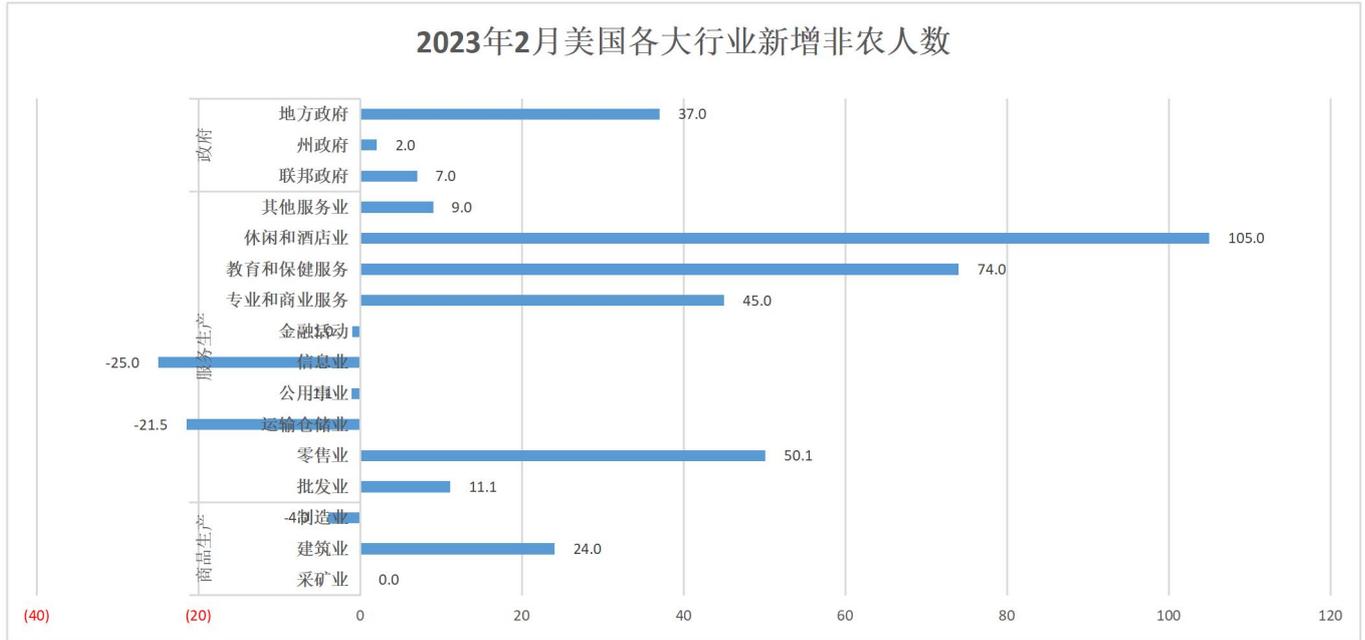


图 2-2：2023 年 2 月美国各大行业新增非农人数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美国 2 月失业率上升 0.2 个百分点与成年人口增长和劳动参与率提升有关，并非是因为就业人数少了，相反美国 2 月就业人数还在增加。

失业率=失业人数/(成年人口×劳动参与率)。

其中，成年人口=劳动力人口+非劳动力人口；劳动参与率=劳动力人口/成年人口。

单看就业人数（分子端），美国 2 月季调 16 岁以上就业人数录得 1.6 亿人，月环比增加 17.7 万人。再看劳动力人口（分母端），美国 2 月成年人口为 2.66 亿人，月环比增加 15 万人；劳动参与录得 62.5%，月环比增加 0.1BP。这就说明美国人口依然处于较快增长中，企业对劳动力的需求也在增加，只是边际增速有所放缓，同时美国民众主动返回就业市场的意愿也在增强。

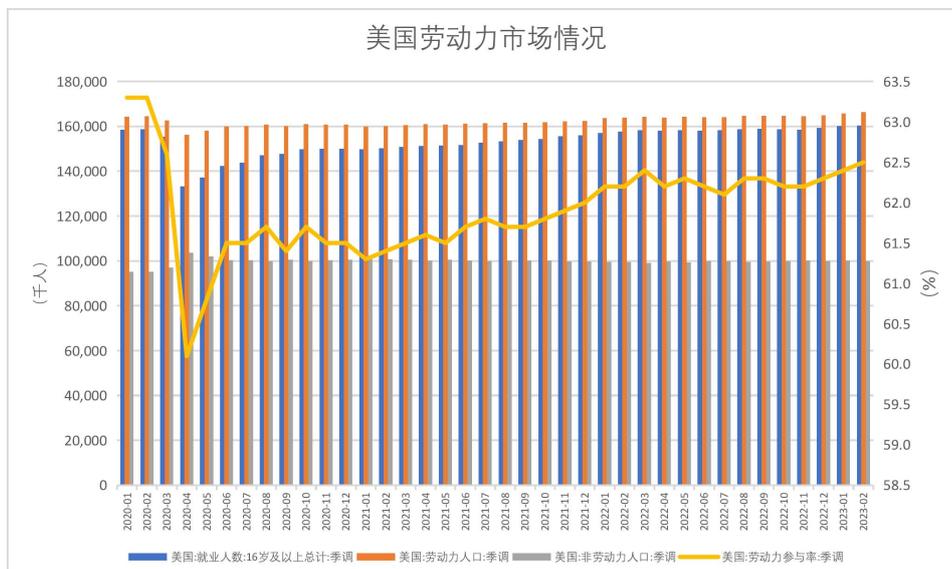


图 2-3: 美国劳动力市场情况

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

未来美国就业市场有可能趋势性走弱, 主要与美国经济存在巨大的不确定有关。3 月 10 日作为美联储成员的硅谷银行突然宣布破产, 大批企业和用户无法取出存款, 随后美国四大银行之一的富国银行宣布不能提现, 这将导致部分企业和产业链资金链的断裂。这一现象与 2008 年雷曼兄弟倒闭初期何曾相似, 美联储持续加息和缩表的副作用已显现。倘若美国政府和美联储不够重视或处理不及时, 存在爆发系统性风险的可能性, 这将利空美国远期经济发展和就业市场。

二、美国进口货源地变化

2023 年 1 月美国货物进口总额录得 2544 亿美元, 同比和环比分别增长 2.6% 和 0.6%。在就业、零售业和服务业强势的情况下, 美国进口贸易出现回暖。



图 2-4: 2017-2023 年美国进口货物贸易额

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

中国、墨西哥、加拿大是美国最重要三大货物进口来源国, 三个国家在今年 1 月对美出口贸易额均超过 300 亿美元, 分别录得 383 亿美元、370 亿美元、345 亿美元。中国以相对微弱的优势, 守住了美国最大货物进口国的地位, 但是优势已明显收窄。2022 年 8 月中国对美货物出口贸易额达到峰值 503 亿美元, 当月墨西哥和加拿大对美出口贸易额分别录得 403 亿美元和 388 亿美元, 两国落后中国多达 100 亿美元。随后美国处于去库存阶段, 国内消费疲软, 对各国进口贸易额基本均出现收窄, 相对而言中国降幅最为明显。中国对美出口贸易在 2022 年 9 月急转直下, 9 月中国对美出口贸易额同比增速降至个位数 (3.9%), 10 月出现近两年多来首次同比负增长 (-7.1%), 2022 年 10 月至 2023 年 1 月连续三个月出现 -20% 以上的同比萎缩。相较而言, 墨西哥和加拿大环比也在萎缩, 但是同比却依然保持正增长。在 4-10 名中, 今年 1 月德国、韩国、印度和意大利的同比增速出现逆势增长, 尤其德国和意大利增速达到 34.3% 和 20.9%。在 11-20 名中, 今年 1 月法

国、瑞士、英国、西班牙、瑞典等欧洲大国的增速同样达到 23%、19%、13.4%、33.5%、19.7%。

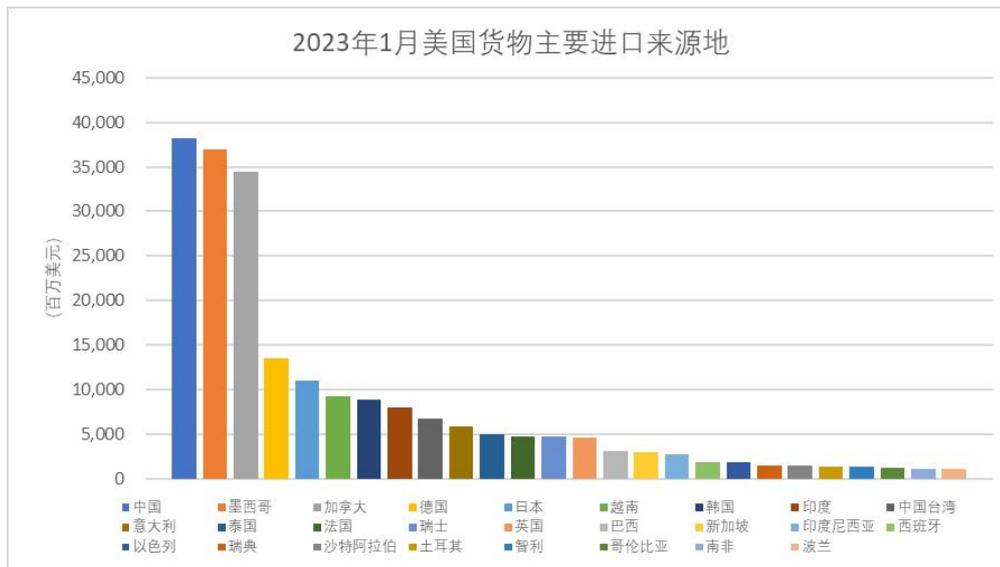


图 2-5：2023 年 1 月美国货物主要进口来源地

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

中国对美贸易比重下降趋势已有数年之久，并非断崖式下降，而是逐步震荡回落，拐点出现于 2018 年。2017 年美国进口货物总额录得 2.34 万亿美元，其中从中国进口占比达到 21.6%，创历史之最。2018 年 3 月 22 日，特朗普签署总统备忘录，对从中国进口的商品大规模加征关税，标志着“中美贸易战”的开启。正是从 2018 年起，中国占美进口比重开始趋势性回落。2020 年受新冠疫情扰动，其他国家生产受限，美国被迫加大从中国进口力度，该年中国占美进口比重出现小幅反弹。但随着 2021 年全球新冠疫情逐步好转，中国占美进口比重再度回落，2023 年 1 月已降至 15%。

表 2-2 2011-2023 年美国进口来源地 Top10 占美国总进口额的比例变化情况（按国家和地区分）

	中国	墨西哥	加拿大	德国	日本	越南	韩国	印度	中国台湾	意大利
2023年1月*	15.0%	14.5%	13.5%	5.3%	4.3%	3.6%	3.5%	3.1%	2.6%	2.3%
2022年	16.5%	14.0%	13.5%	4.5%	4.6%	3.9%	3.6%	2.6%	2.8%	2.1%
2021年	17.8%	13.6%	12.6%	4.8%	4.8%	3.6%	3.4%	2.6%	2.7%	2.2%
2020年	18.6%	13.9%	11.6%	4.9%	5.1%	3.4%	3.3%	2.2%	2.6%	2.1%
2019年	18.0%	14.3%	12.8%	5.1%	5.8%	2.7%	3.1%	2.3%	2.2%	2.3%
2018年	21.2%	13.6%	12.6%	5.0%	5.6%	1.9%	2.9%	2.1%	1.8%	2.2%
2017年	21.6%	13.4%	12.8%	5.0%	5.8%	2.0%	3.1%	2.1%	1.8%	2.1%
2016年	21.1%	13.4%	12.7%	5.3%	6.1%	1.9%	3.2%	2.1%	1.8%	2.1%
2015年	21.5%	13.2%	13.2%	5.6%	5.8%	1.7%	3.2%	2.0%	1.8%	2.0%
2014年	19.9%	12.6%	14.8%	5.3%	5.7%	1.3%	3.0%	1.9%	1.7%	1.8%
2013年	19.4%	12.4%	14.7%	5.0%	6.1%	1.1%	2.8%	1.8%	1.7%	1.7%
2012年	18.7%	12.2%	14.2%	4.8%	6.4%	0.9%	2.6%	1.8%	1.7%	1.6%
2011年	18.1%	11.9%	14.3%	4.5%	5.8%	0.8%	2.6%	1.6%	1.9%	1.5%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从洲际范围来看，亚洲对美货物出口比例的峰值出现于 2017 年，与中国对美出口峰值的年份契合。随着中美贸易战的开始，亚洲对美出口比例逐步回调。除了中国比例回落之外，原本制造业强国——日本的比例也在逐年下调，这与日本严重的人口老龄化造成劳动力不足有着直接关

系。相较而言，越南、印度、韩国、中国台湾等亚洲国家和地区对美出口比重在不断上升。从2020年起，北美地区对美出口比例持续增加，主要由于2020年新冠疫情爆发之后，各国加大了对于入境船舶和船员的检查力度，海运一度陷入断裂和拥堵之中。此时，加拿大和墨西哥的优势就显现出来，两国对美出口货物可以通过北美铁路网和公路网直接送达美国，降低了海运的不确定性。同时，北美三国依托于北美自由贸易协议，在关税方面也有极大的优势。从2020年起，欧洲对美国出口比重出现回落，这与亚洲对美贸易情况相似，新冠疫情造成了海运供应链断裂，影响了跨大西洋贸易。欧美贸易的转折点处于2022年下半年，随着俄乌冲突爆发，西方国家希望与俄罗斯主动脱钩的意愿愈发强烈，增强了欧美之间的贸易互补。非洲对美贸易占比最低，2014年以来变化不大，最近两年基本维持于1.3%。

表 2-3 2011-2023 年美国进口来源地占美国总进口额的比例变化情况（按洲际分）

	亚洲	欧洲	北美	南美洲和中美洲	非洲
2023年1月*	41.7%	23.4%	28.1%	4.7%	1.3%
2022年	43.6%	22.3%	27.5%	4.6%	1.3%
2021年	43.9%	23.6%	26.2%	4.3%	1.3%
2020年	44.1%	24.7%	25.5%	3.9%	1.0%
2019年	42.5%	24.2%	27.1%	4.4%	1.2%
2018年	44.5%	22.7%	26.1%	4.8%	1.4%
2017年	45.1%	21.7%	26.1%	5.0%	1.4%
2016年	45.0%	22.1%	26.0%	5.0%	1.2%
2015年	44.9%	21.9%	26.4%	5.0%	1.1%
2014年	43.2%	21.0%	27.4%	6.3%	1.4%
2013年	43.0%	20.4%	27.0%	6.9%	2.1%
2012年	42.6%	20.0%	26.5%	7.5%	2.9%
2011年	40.9%	20.3%	26.2%	7.9%	4.1%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美国降低从中国进口比重既有经济因素，也有政治考量。从成本来看，东盟和印度具有明显的劳动力和土地成本优势；从供应链安全性来看，加拿大和墨西哥同属北美洲，可以完全依赖北美铁路网和公路网，降低了对于海运的依赖性，防止未来再出现类似新冠疫情的黑天鹅事件。从政治角度出发，美国提出“中国+1”政策以及新疆棉歧视政策，都是为了遏制中国崛起。以上这

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_53245

