

海外宏观周报

“强非农”数据背后的风险

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

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



平安观点：

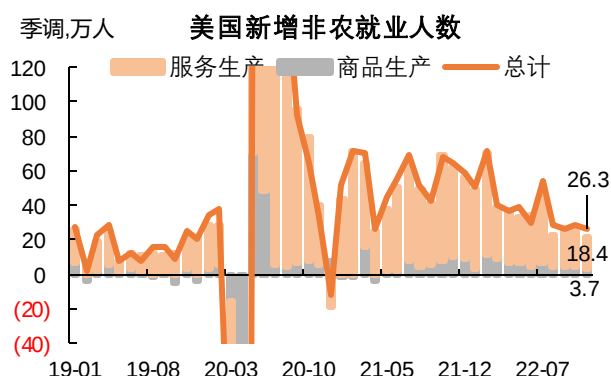
- 本周焦点简评：“强非农”数据背后的风险。1、美国就业数据强劲，核心原因是劳动力供给不足而非需求过快增长。美国 11 月新增非农就业人数 26.3 万，超过预期的 20 万。今年 1-11 月，美国新增非农月均高达 39.2 万，是 2019 年均值（16.4 万）的 2.4 倍，凸显当下非农就业数据的强劲。美国 11 月失业率、劳动参与率和薪资增速等指标，均显示美国就业市场仍然紧俏。我们测算，当前美国劳动力供需缺口约 450 万人；美国劳动力人口较 2015-19 年趋势增长水平仍有 473 万人的缺口，美国劳动力需求基本符合趋势增长水平、并没有“过分”增长。2、就业市场紧俏不利于美国通胀降温。当前美国 3.7% 的失业率，明显低于美联储以及 CBO 预测的自然失业率（4-4.4%）。美国工资-通胀螺旋压力仍然较大：11 月美国非农平均时薪同比增长 5.1%，已经连续 17 个月超过 4%。3、美联储紧缩仍然任重道远，但其引导市场的能力可能下降。“强非农”反映出美联储对就业市场的调控能力有限。在劳动力供给严重不足的情况下，美国就业市场再平衡的过程，只能倚仗于劳动力需求的明显降温，这或意味着美联储需要“制造”一场经济衰退。然而，由于美联储 11 月会议提到加息对经济的“滞后影响”，此后多位官员暗示 12 月可能放缓加息，再加上本周鲍威尔讲话中提到不想过度收紧、以期避免深度衰退，近期市场主要沉浸在加息速率可能放缓的“喜悦”中。尽管美联储同时也提示，本轮终端利率可能更高、且高利率可能保持较长时间，但鉴于美国经济前景不明，市场对于类似的预期引导更多持保留看法。CME 数据显示市场对 12 月放缓加息至 50BP 更为确定，且终端利率加权平均预期不超过 5%。4、未来一段时间，警惕“紧缩”和“衰退”的两大预期差，美国资本市场波动风险仍高。
- 海外经济跟踪：货币政策方面，美联储偏“鸽”，欧央行偏“鹰”。美国经济方面，房地产市场降温，PCE 通胀有所回落，制造业活动萎缩。欧洲经济方面，欧元区通胀增速有所缓和，制造业 PMI 终值低于预期。
- 全球资产表现：股市方面，全球股市涨跌不一，中国 A 股、港股领涨，部分亚太股市回调。美股三大股指连续三周上涨：纳指、标普 500、道指整周分别涨 2.1%、1.1%和 0.2%。债市方面，美债收益率全线收跌，10 年期美债收益率跌 17BP 至 3.51%。10 年与 2 年期美债利率倒挂程度进一步加深至 77BP。商品方面，除部分农产品外，大宗商品价格多数收涨。布伦特和 WTI 油价整周分别涨 2.3%和 4.9%，分别收于 85.6 和 80.0 美元/桶。LME 铜和铝价整周分别涨 6.0%和 8.1%。外汇方面，非美货币普涨，美元指数整周跌 1.47%，收于 104.51，创 7 月以来最低水平。
- 风险提示：地缘冲突发展超预期，全球经济下行压力超预期，海外货币政

一、本周焦点简评：“强非农”数据背后的风险

2022 年 11 月美国非农数据超预期走强，但本周鲍威尔讲话偏鸽，令市场加息预期并未显著升温。我们认为，当前美国就业数据强劲，更多体现了劳动力供给的不足、以及加息影响的滞后性，并非积极信号。就业市场紧俏不利于通胀降温，美联储紧缩仍任重道远；但经济前景不明，令市场对终端利率和衰退程度的判断更为谨慎。未来一段时间，需警惕“紧缩”和“衰退”两大预期差，美国市场波动风险仍高。

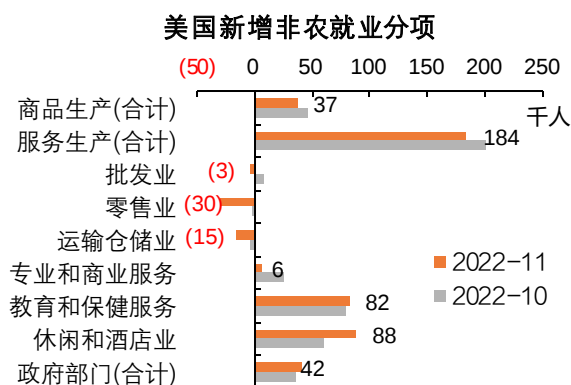
美国 11 月非农就业数据再超预期强劲。美国劳工局 12 月 2 日（周五）公布数据显示，美国 11 月新增非农就业人数 26.3 万，超过预期的 20 万，前值由 26.1 万上修至 28.4 万。今年 1-11 月，美国新增非农月均高达 39.2 万，是 2019 年均值（16.4 万）的 2.4 倍，凸显当下非农就业数据的强劲。分行业看，11 月商品（3.7 万）和服务生产（18.4 万）新增就业较 10 月均有小幅下降，政府部门（4.2 万）就业有所上升。服务业中，休闲和酒店业（8.8 万）、教育和保健服务等（8.2 万）部分新增就业进一步上升，而批发（-0.3 万）、零售（-3 万）和运输仓储（-1.5 万）等服务业新增就业下滑且为负增长。

图表1 美国 11 月新增非农水平仍远高于 2019 年



资料来源：Wind, 平安证券研究所

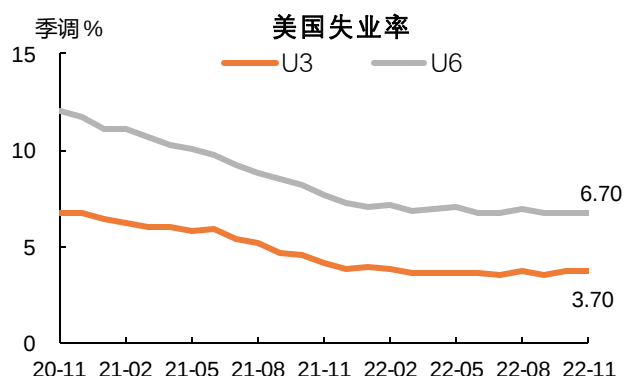
图表2 休闲和酒店、教育和保健服务等新增就业上升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

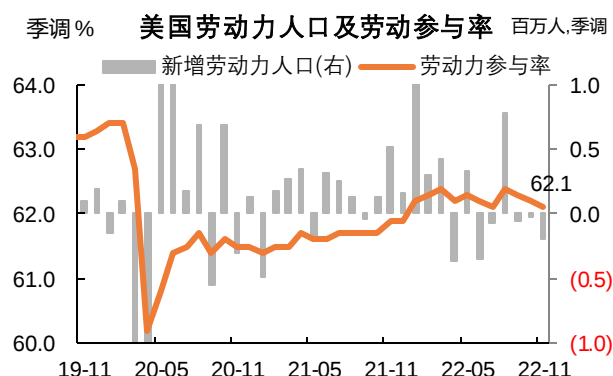
美国 11 月失业率、劳动参与率和薪资增速等指标，均显示美国就业市场仍然紧俏。美国 11 月 U3 失业率为 3.7%，持平于前值，仍明显低于 4.3-4.5% 左右的“自然失业率”水平；11 月 U6 失业率（失业人数涵盖从事暂时性工作人群）为 6.7%，低于前值的 6.8%。美国 11 月劳动参与率 62.1%，较前值回落 0.1 个百分点，劳动力人数减少了 18.6 万人。美国 11 月私人非农平均时薪环比增长 0.55%，至 32.82 美元，增速创近 10 个月新高，前值为 0.46%；同比增长 5.1%，超市场预期的 4.6%，前值为 5.6%；平均每周工时为 34.4 小时，环比下降 0.1 小时，为 2020 年 4 月以来最低、基本持平于 2019 年水平。

图表3 美国 11 月失业率仍处于低位



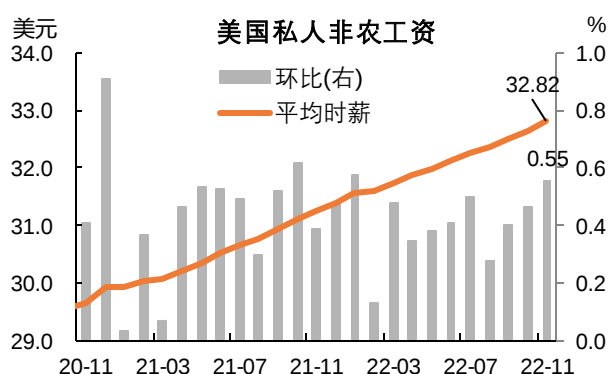
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国 11 月劳动参与率下降、劳动力人口减少



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国私人非农时薪增速创近 10 个月新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

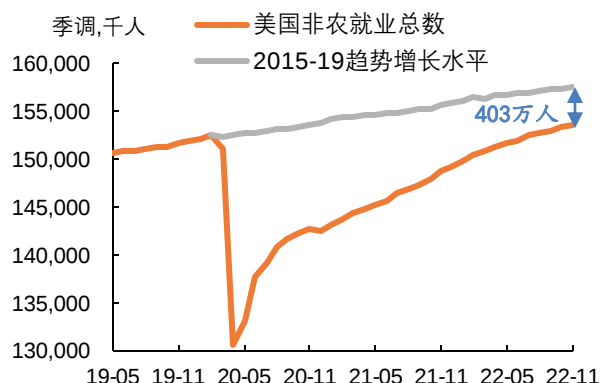
图表6 美国非农平均工时创 2020 年 4 月以来新低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

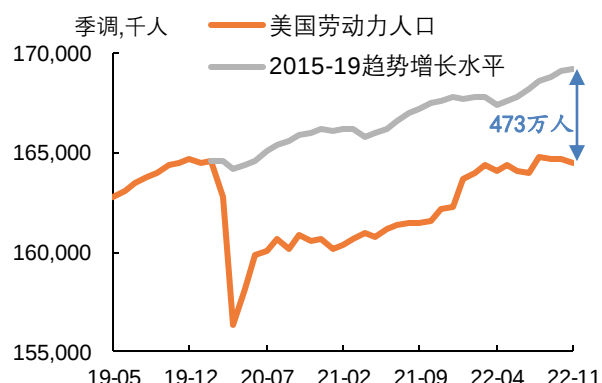
我们认为,当前美国新增非农较快增长和失业率偏低,核心原因是劳动力供给不足,而非需求过快增长。第一,截至 2022 年 11 月,美国非农就业总数较 2015-19 年趋势增长水平仍有 403 万人的缺口。非农就业总数低于趋势增长水平,使新增非农较快增长。第二,截至 11 月,美国劳动力人口较 2015-19 年趋势增长水平仍有 473 万人的缺口,可见劳动力基数缩水是美国非农就业总数偏低的直接原因。第三,截至 10 月,美国职位空缺数较 2015-19 年平均水平仍高出 397 万人,这一数字与非农就业缺口相当,说明美国劳动力需求基本符合趋势增长水平。换言之,劳动力需求并没有“过分”增长。第四,若将就业人数与职位空缺数之和作为“劳动力需求”、劳动力总人数作为“劳动力供给”,当前美国劳动力供需缺口约 450 万人,是 2000 年以来的最高水平。

图7 美国非农就业总数低于疫情前趋势增长水平



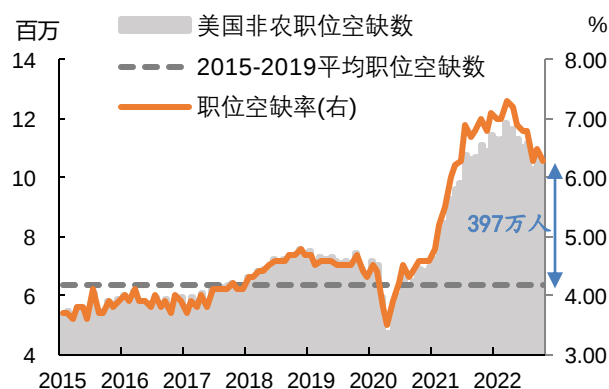
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图8 美国劳动力人口低于疫情前趋势增长水平



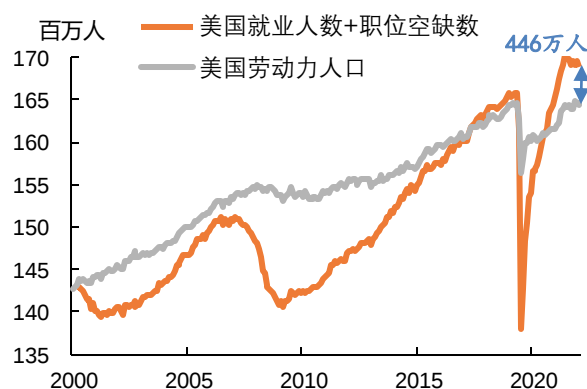
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图9 美国职位空缺数高于疫情前平均水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

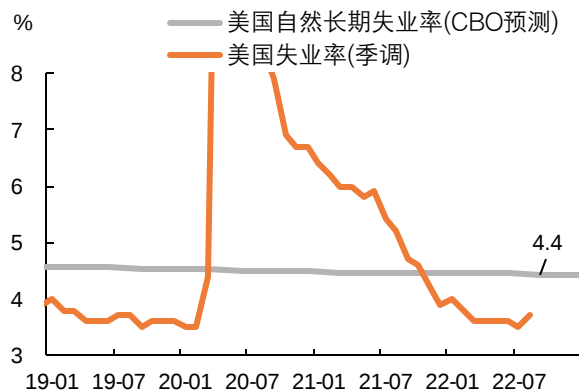
图10 当前美国劳动力供需缺口约450万人



资料来源: Wind, 平安证券研究所

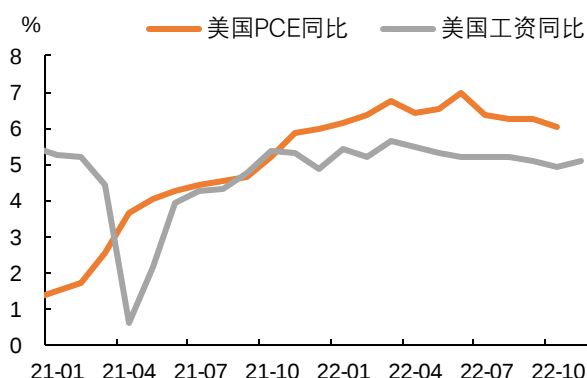
就业市场紧俏对工薪阶层是好事，却不利于美国通胀降温。当前美国3.7%的失业率，明显低于美联储9月最新预测的2023年失业率（4.4%）和长期失业率（4.0%），以及CBO预测的2023年自然失业率（4.4%）。而且，鲍威尔今年5月称，美国自然失业率可能阶段性升高至5%。未来几个月，若就业市场维持紧俏，美国通胀压力很难明显降温。这是因为，美国工资-通胀螺旋压力仍然较大：11月美国非农平均时薪同比增长5.1%，已经连续17个月超过4%。一方面，由于工资粘性，2021年11月以来，非农平均时薪同比持续低于美国PCE物价同比，这意味着当前的薪资增速不具有较强的吸引力，劳动力市场再匹配的过程预计仍会偏慢。继而，即使美国物价同比增速已经开始回落，工资增速仍有上探风险，正如11月工资环比增速上升所示。另一方面，工资上涨压力又可能继续传导至企业成本端和消费市场物价端，阻碍美国通胀下行。

图表11 美国失业率明显低于自然失业率



资料来源：Wind, 平安证券研究所

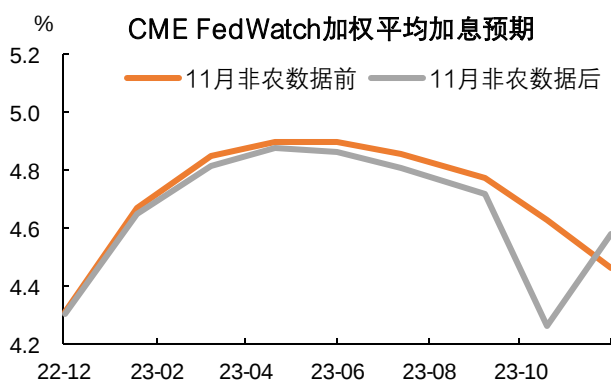
图表12 美国工资-通胀螺旋压力仍然较大



资料来源：Wind, 平安证券研究所

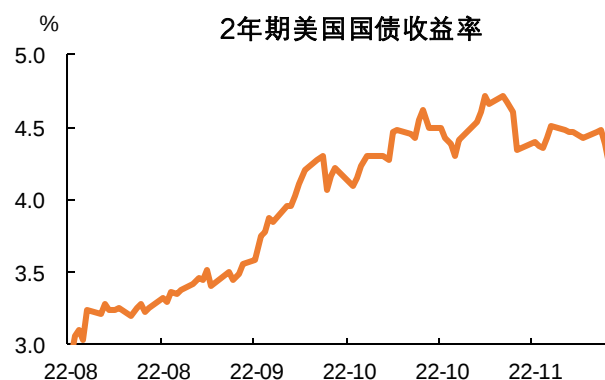
美联储紧缩仍然任重道远，其引导市场的能力可能下降。“强非农”数据反映出美联储对就业市场的调控能力有限。在劳动力供给严重不足的情况下，美国就业市场再平衡的过程，只能倚仗于劳动力需求的明显降温，这或意味着美联储需要“制造”一场经济衰退。然而，由于美联储11月会议提到加息对经济的“滞后影响”，此后多位官员暗示12月可能放缓加息，再加上本周鲍威尔讲话中提到不想过度收紧、以期避免深度衰退，近期市场主要沉浸在加息速率可能放缓的“喜悦”中。尽管美联储同时也提示，本轮终端利率可能更高、且高利率可能保持较长时间，但鉴于美国经济前景不明，市场对于类似的预期引导更多持保留看法。这也体现在，“强就业”数据发布后市场的加息预期并没有太大改变。CME数据显示，市场对12月放缓加息至50BP更为确定，且认为终端利率（加权平均预期）不超过5%。2年美债收益率在就业数据公布后仅反弹3BP、整周下降14BP至4.28%，也凸显了市场对终端利率的押注较为谨慎。

图表13 11月非农数据发布后，利率期货市场的加息预期反而降温



资料来源：CME, 平安证券研究所

图表14 近一周2年期美债利率下行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

后续需警惕“紧缩”和“衰退”两大预期差，美国资本市场波动风险仍高。近一周，美国金融市场加息预期较快降温。10年美债利率整周跌17BP，至3.51%，实际利率更是大幅下跌28BP，至1.08%，创9月中旬以来新低。美股纳斯达克指数整周反弹2.1%。美元指数整周回落1.5%，跌破105，创今年7月以来新低。但是，超预期强劲的就就业数据反映出更高的通胀风险，且市场与美联储对于终端利率的看法产生分歧，或迫使美联储在未来几个月传递更鹰派的信号（如美联储可能于2023年2月进一步加息50BP）。在对于美国经济衰退的判断上，美股和美债市场分歧较大：近一周，10年与2年美债利率倒挂程度加深至77BP，体现美债市场对于美国经济前景的判断偏悲观；而近期美股市场整体回暖，更多反映出货币紧缩放

缓和对美国经济“软着陆”的信心。我们在报告《如何看待美国通胀降温》中已经提示，当前美股市场对美国经济衰退的计价或已不足；若美联储紧缩力度再超预期，美股投资者对上市公司盈利预期的重估幅度或需更大，继而带来较大的市场波动风险。

二、海外经济与政策跟踪

2.1 货币政策：美联储偏“鸽”，欧央行偏“鹰”

1、美联储或将放缓加息节奏。美国时间 11 月 30 日，美联储主席鲍威尔就美国经济前景和就业市场发表讲话，这也是他在 12 月议息会议前的最后一次公开讲话。他在讲话中称，当前美国通胀水平依然过高，因此需要进一步加息。但同时，当利率已经接近足以降低通胀的限制水平时，应当放缓加息步伐。“放缓加息步伐的时机可能最快在 12 月的议息会议上到来。”他强调，鉴于美联储在实施紧缩，抗击通胀方面取得的进展，放缓加息的时间点，远不如未来应达到的利率峰值以及维持在限制水平所需时长等问题重要。稳定物价是美联储的责任，可能需要在一段时间内将政策维持在限制经济发展的水平。历史经验警告，不能过早放松政策，美联储将坚持到实现目标。在鲍威尔发表讲话后，美债收益率盘中跳水，而美股盘中扭转跌势，三大股指均显著收涨。

我们认为，虽然鲍威尔在讲话中强调当前美国通胀水平仍然较高，还需进一步加息，但其同时暗示最快可能于 12 月放缓加息的步伐，并强调美联储不希望加息破坏经济，希望避免过度紧缩。总的来看，鲍威尔此次讲话整体释放的信号是偏鸽派的。但我们需要看到，“放缓加息步伐”并不等同与“转向”，加息幅度放缓但依然是加息，并不指向收紧政策的改变，货币政策短时间内并不会转向宽松。由于与 2% 的通胀目标尚有较远距离，当前虽然透露出加息力度下降的信号，12 月美联储加息 50BP 的概率上升，但为了实现通胀目标，未来的加息次数可能会高于市场预期。

2、美联储褐皮书：通胀和加息令美国经济承压，悲观情绪加剧。美国时间 11 月 30 日，美联储发布年内最后一次经济活动褐皮书。褐皮书显示，截至 11 月底，美国经济仅略有增长，企业报告称高通胀和不断上升的利率令他们对经济前景的看法蒙上了阴影。在经济活动方面，报告称：“美国五个地区报告了轻微或温和的活动增长，其余地区要么没有变化，要么出现轻微或温和的下降。”在通胀方面，报告称：“大多数地区的消费者价格指数均以温和或强劲的速度上涨。不过，总体而言，价格上涨的速度放缓了，反映出供应链改善和需求减弱的双重影响。”在就业方面，报告称美国多数地区就业温和增长，但其仍将就业市场描述为吃紧。

我们认为，在高通胀与大幅加息的双重压力下，美国企业对美国经济前景的悲观态度正不断加剧。美国 11 月制造业与服务业 PMI 均低于预期，落在荣枯线之下，也佐证了市场对美国经济衰退的担忧。鲍威尔同日讲话中虽透露出美联储将放缓加息节奏的信号，但高通胀无法回落，紧缩政策无法转向，市场信心在短期内也难以恢复，进一步加剧了美国经济前景的不确定性。

3、欧洲央行将进一步加息。11 月 28 日（周一），欧洲央行行长拉加德发表讲话称，即使经济走弱，欧洲央行也将进一步加息。只要有需要，欧洲央行将加息。如果物价压力持续，欧洲央行可能会加息至具有限制性的水平。她强调，“我们需要走多远，需要多快地行动，将取决于我们最新的展望、冲击的持续性、工资和通胀预期的反应，以及我们对政策立场传导的评估。”她承诺，欧洲央行致力于将通货膨胀率降至中期目标，决心为此采取必要的措施。“我们预计将利率进一步提高，以确保通胀及时回到 2% 的中期目标。”

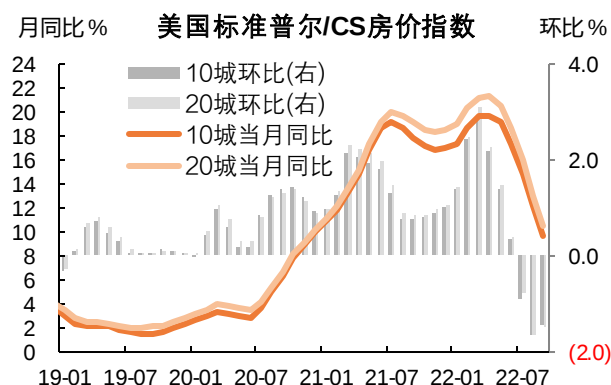
我们认为，为遏制高通胀，在四个月的时间里，欧洲央行累计加息 200 个基点，创下有史以来最激进的货币紧缩，利率升至十多年来的最高水平。金融状况的加剧收紧使得在高度不确定性和全球需求疲软的当下，欧元区经济继续走弱的预期不断增强。欧洲央行虽然暗示对经济增长的担忧日益加剧，但拉加德讲话中透露出“即使经济走弱，也将进一步加息”的坚决打破了欧洲央行缩小加息规模的希望。欧元区 10 月调和 CPI 已达当月同比已达 10.6%，11 月继续保持在 10% 的高位水平，欧洲央行需拿出破釜沉舟的决心，否则将难以应对本轮通胀。

2.2 美国经济：房地产市场降温，通胀有所回落，制造业活动萎缩

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

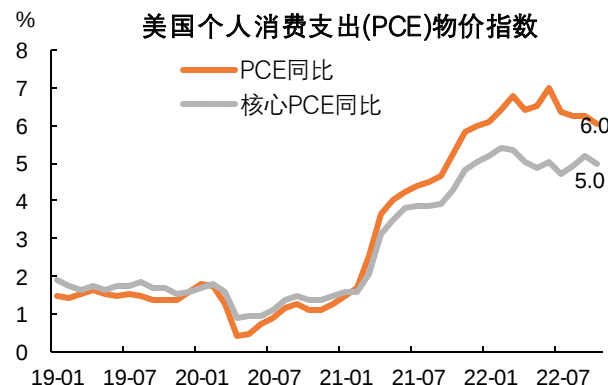
美国房价同比连续多月下跌，10月PCE通胀回落。11月29日，S&P/Case-Shiller全美房价指数数据公布，9月S&P/Case-Shiller全美房价指数（20个大中城市）同比涨幅达10.4%，低于市场预期10.5%和向下修正的前值13.1%。随着美联储不断加息，在高利率与弱需求的影响下，美国地产周期快速切换，从今年4月以来，该指数同比已连续下降5个月。截至9月，房价指数同比相比疫情后峰值21.3%下降10.9个百分点。本周四发布的美国10月PCE数据显示，整体PCE同比增速6%，与市场预期6%持平，低于前值6.3%。更为重要的核心CPE同比增长5%，与预期持平，但较9月的5.2%有所下降。鲍威尔周三讲话释放美联储加息放缓信号，周四美国PCE指数同比如预期下降，12月美联储加息50BP的概率进一步上升。

图表15 美国9月房价当月同比大幅下调



资料来源：Wind, 平安证券研究所

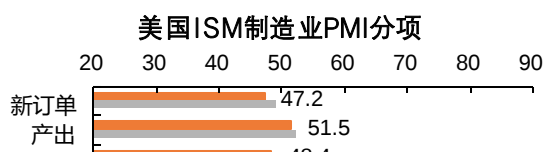
图表16 美国PCE同比如预期下降



资料来源：Wind, 平安证券研究所

11月，美国制造业出现自2020年5月以来的首次萎缩。ISM制造业PMI为49，市场预期为49.8，前值为50.2。时隔两年，美国ISM制造业PMI再次跌回荣枯线以下，创2020年5月以来新低。分项来看，尽管新出口订单指数有所回升，但仍连续4个月处于荣枯线以下；新订单、就业、进口等项下滑明显，成为重要拖累项。从数据来看，美联储加息对经济的拖累愈发明显，消费和需求有所回落，经济衰退预期不断加强，或将对美联储后期加息部署造成扰动。与此同时，美国11月Markit制造业PMI终值也落于荣枯线之下，创2020年7月以来新低，从上月50.2降至本月47.7。

图表17 美国ISM制造业PMI分项指数多落在荣枯线以下



图表18 美国Markit制造业PMI创两年来新低



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_49685

