海外宏观经济周报

美联储认可通胀进入下行趋势，美国就业市场非常强劲

核心观点

美国通胀降温带动需求恢复，就业市场不改强劲势头：美国1月非农就业数据非常强劲，整体来看，1月新增非农就业51.7万人，远超彭博18.9万人的一致预期。

商品消费需求的恢复将带动商品生产就业持续转好。1月服务生产分项中批发、零售、仓储行业就业出现明显好转，意味着通胀缓解的背景下，下游商品消费需求正在复苏。此外，目前美国商品消费已基本回落至长期趋势线上，意味着未来美国商品消费增速将会由下滑逐步回升至正常化水平，从而增加制造业的就业需求。

美国服务业就业出现了结构性分化，主要表现在信息业、金融业的就业出现收缩，而休闲酒店业、专业和商业服务业、教育和保健服务业的新增就业依旧处于高水平状态。主要是疫情对接触性服务业冲击较大，接触性服务业依旧处于疫后复苏阶段。

美国失业率继续维持低位，劳动参与率提升不明显，通胀缓解带动需求复苏支撑了美国劳动力市场供需失衡格局，未来可能会增加通胀长期化的风险。

美联储认可通胀进入下行趋势：美联储2月会议加息25bp，与市场的加息预期基本一致。美联储申明中有两部分值得重点关注。经济方面，美联储对于通胀的态度发生了明显的改变，美联储开始认可通胀进入趋势下行的周期。政策指引方面，美联储提到将考虑货币紧缩的滞后影响来调整目标区间上行的“维度”而非之前的“步伐”，措辞修改或意味着美联储已经开始考虑停止加息进程。

我们认为现在美联储加息已接近限制性的利率水平，预计美联储还将加息1-2次25bp。但考虑到美国劳动力供需失衡的问题远未解决，不能过早预期美联储在今年降息。

风险提示：美联储超预期紧缩，全球经济下滑超预期，局部地缘政治冲突超预期。

经济研究·宏观周报

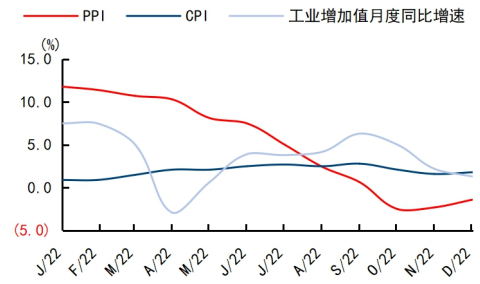
证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

证券分析师：季家辉
021-61761056
jijiahui@guosen.com.cn
S0980522010002

基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-9.90
M2	11.80

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济宏观周报-春节前后国内疫情未明显反弹，经济持续向上修复可期》——2023-01-30
《宏观经济宏观周报-春节临近，国内生产活跃度下降》——2023-01-18
《货币政策与流动性观察-社融“拐点”将至》——2023-01-16
《宏观经济宏观周报-1月首周国内经济景气有所回暖》——2023-01-10
《货币政策与流动性观察-央行11月资产负债表变化解析》——2023-01-09

内容目录

美联储认可通胀进入下行趋势，美国就业市场非常强劲.....4
美国通胀降温带动需求恢复，就业市场不改强劲势头.....4
美联储认可通胀进入下行趋势.....6

图表目录

图1： 美国新增非农就业一览.....4
图2： 美国通胀缓解带动商品消费回升（%）.....4
图3： 美国商品消费基本回落至趋势线上（单位：十亿美元）.....5
图4： 美国非农服务业各分项就业总人数（单位：千人）.....5
图5： 美国劳动力市场供需情况(单位：千人）.....6
图6： 3 月会议加息概率（%）.....7
图7： 11 月会议调整至各个利率区间的概率（%）.....7

表1： 美联储申明主要内容对比.....6

美联储认可通胀进入下行趋势，美国就业市场非常强劲

美国通胀降温带动需求恢复，就业市场不改强劲势头

美国 1 月非农就业数据非常强劲，整体来看，1 月新增非农就业 51.7 万人，远超彭博 18.9 万人的一致预期。结构上，商品生产与服务生产新增就业人数较上月均有提升，分别录得 4.6 万人和 39.7 万人，其中，服务生产新增就业人数为去年 3 月以来的最高水平。

图1：美国新增非农就业一览

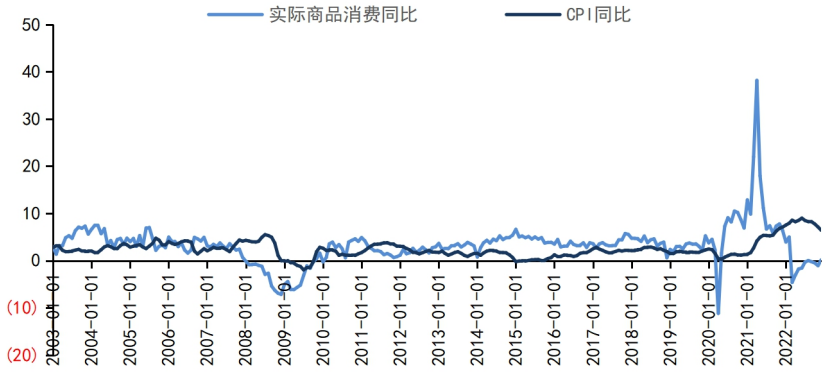
单位（千人）	疫 情 前	2022/1/1	2022/2/1	2022/3/1	2022/4/1	2022/5/1	2022/6/1	2022/7/1	2022/8/1	2022/9/1	2022/10/1	2022/11/1	202212/1	2023/1/1
非农总数	181.5	504	714	398	368	386	293	537	292	269	284	263	223	517
私人总计	156	492	704	385	368	331	346	448	233	255	248	221	220	443
商品生产	16	32	114	85	64	61	43	63	43	43	47	37	40	46
采矿和挖掘	-3	0	10	5	8	7	8	5	-2	3	2	3	4	2
建筑业	13.5	6	54	22	-5	35	10	21	9	23	9	20	28	25
制造业	-1.5	26	50	58	61	19	25	37	36	17	36	14	8	19
耐用品	-4.5	10	20	41	32	8	10	30	36	9	27	11	24	4
机动车及零	-2.6	0.3	-14	18.4	7	-7.4	1.7	8.4	12.1	9	7.5	1.9	7.4	-6.5
非耐用品	1.5	16	30	17	29	11	15	7	0	8	9	3	-16	15
私人服务生产	148	460	590	300	304	270	303	385	190	212	201	184	180	397
批发贸易	1.6	12.6	26.5	25.9	28.2	13.1	10	15.8	15.1	6.5	9.2	-3.3	12.1	11.3
零售贸易	-9.75	121.4	111.3	-22.9	0.4	-43.7	22.3	16.3	29.3	-29.9	-2.6	-29.9	9	30.1
仓储物流	14.45	53.4	73.8	3.7	49	38.1	15.9	17.6	-1.7	-18.1	-3.4	-15.1	4.7	22.9
公用事业	-0.5	0.6	0.1	-0.5	0.9	0.6	0.2	1.1	1.5	-0.1	1.1	-0.5	1.5	-0.7
信息业	3.5	5	0	18	21	26	26	16	7	8	6	19	-5	-5
金融活动	14.5	2	29	11	31	10	5	7	9	3	13	14	5	6
专业和商业服	23	88	87	94	40	69	90	84	29	25	26	6	-6	82
暂时性支持服	-0.35	27.7	28.2	8.2	-10.6	5	6.5	13.4	-0.7	-22.5	-6.1	-17.2	-35	25.9
教育和医疗服	50.5	33	101	51	62	78	94	122	82	82	80	82	78	105
医疗保健和社	43.65	11.1	91.1	37.8	51.2	57.4	82	88.7	71.7	81.3	73.8	68.1	74.4	79.2
休闲和酒店	39	138	124	104	59	69	43	89	13	111	60	88	67	126
其他服务	5	6	38	15	13	10	-4	17	5	25	12	24	14	18
政府	28.5	12	10	13	0	55	-53	89	59	14	36	42	3	74

资料来源：BLS、国信证券经济研究所整理 注：图中红/绿的颜色越深，与疫情前平均水平相比越强/越弱

商品消费需求的恢复将带动商品生产就业持续转好。尽管数据上，1 月商品生产相关新增就业上升幅度不明显，但服务生产分项中商品消费的相关行业批发、零售、仓储就业出现明显好转，意味着通胀缓解的背景下，下游商品消费需求正在复苏。

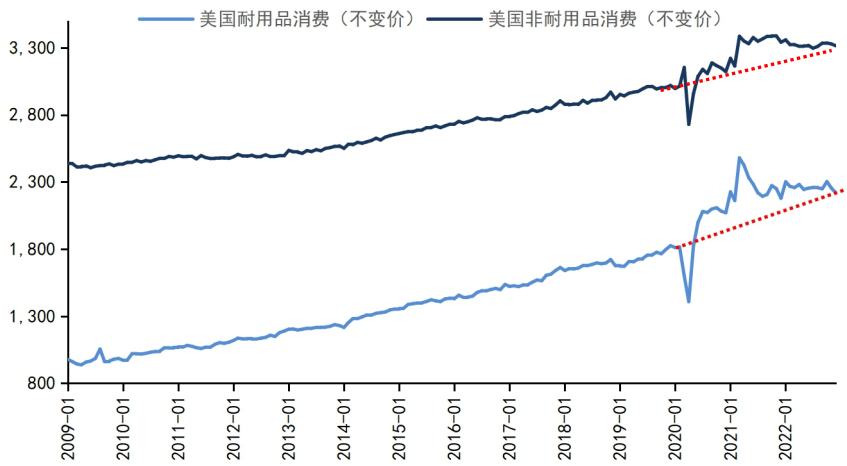
此外，2022 年美国商品消费低迷的一个主要原因是疫情封控期间美国居民存在超额商品消费，防疫放开后，美国居民消费倾向从商品转为服务。但目前美国商品消费已基本回落至长期趋势线上，意味着未来美国商品消费增速将会逐步回归正常化，进而增加制造业的就业需求。

图2：美国通胀缓解带动商品消费回升（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：美国商品消费基本回落至趋势线上（单位：十亿美元）

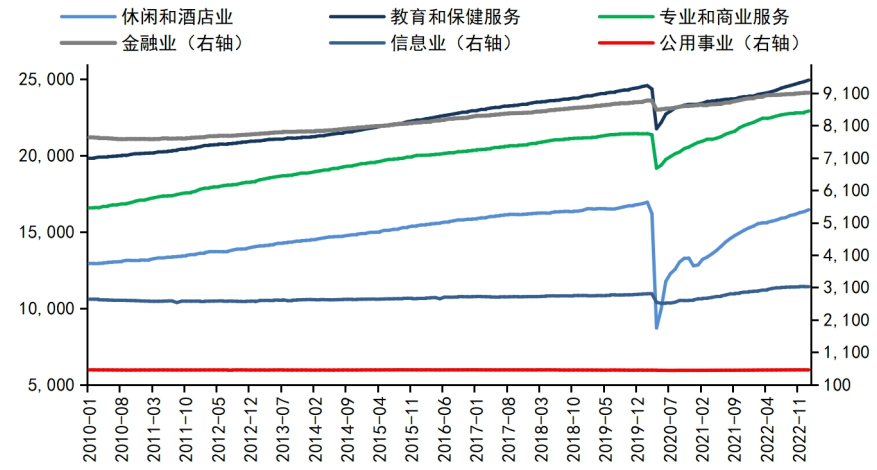


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美国服务业就业出现了结构性分化，主要表现在信息业、金融业的就业出现收缩，而休闲酒店业、专业和商业服务业、教育和保健服务业的新增就业依旧处于高水平状态。我们认为，美国服务业就业出现分化的主要原因是服务业各分项疫后复苏的程度各不相同。可以看到，休闲和酒店业、教育和保健服务以及信息业本身受疫情影响较大，目前仍处于疫后复苏的状态，而金融、专业和商业服务以及公用事业受疫情影响较小，且疫后复苏基本完成。

考虑到休闲和酒店业、教育和保健服务以及信息业就业人数占整体服务业比重非常高，我们预计未来美国服务业的新增就业将继续保持高水平。

图4：美国非农服务业各分项就业总人数（单位：千人）

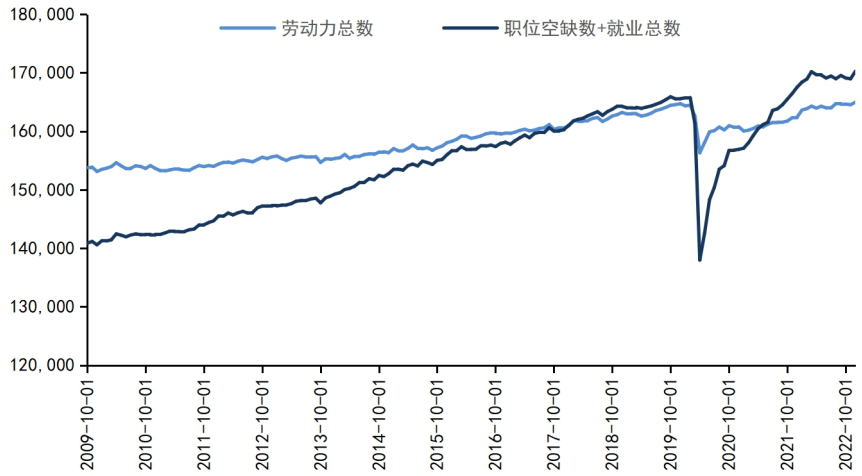


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从家庭调查项目来看，1 月美国失业率再创新低，录得 3.4%，为疫情大流行以来的最低水平，劳动参与率较上月略微上升 0.1%，为 62.4%，整体上美国劳动力市场失衡的状态难以缓解。2022 年高通胀与美联储货币紧缩大幅压低了美国的劳动力需求，劳动力供需缺口开始收窄。而现在通胀缓解带动下游需求反弹，反而刺激美国劳动力需求恢复，美国职位空缺数在 2022 年 12 月有所反弹，劳动力市场长期维持供需失衡的

格局可能会增加通胀长期化的风险。

图5：美国劳动力市场供需情况（单位：千人）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美联储认可通胀进入下行趋势

美联储 2 月会议加息 25bp，与市场的加息预期基本一致。美联储申明中有两部分值得重点关注。在经济方面，美联储对于通胀的态度发生了明显的改变，美联储开始认可通胀进入趋势下行的周期。美联储会议声明中对美国通胀的表述自美联储加息以来首次出现变化，删除了“通胀很高，供需失衡，俄乌冲突给通胀带来额外上行压力”的表述。新增了“通胀有所缓解”（eased somewhat）的表述。与之相比，去年尽管 CPI 和核心 CPI 同比均出现了拐点，但美联储对“通胀降温”仍持保守态度。12 月美联储会议纪要显示，“与会者一致认为通货膨胀率高得令人无法接受（unacceptably high）。尽管 10 月和 11 月的通胀数据显示月度价格上涨速度有所放缓（welcome reductions），但他们强调，需要更多的进展证据才能确信通胀处于持续下降的轨道上”。

政策指引方面，美联储声明中提出“美联储将考虑货币收缩对经济和通胀的滞后影响来调整目标区间上行的维度”，与上一次会议申明的内容相比，本次重点提到了加息的程度（extent）而不是步伐（pace）。这一措辞的修改是相当重要的，因为美联储首次提出放缓加息后，因市场过于乐观，美联储官员特别强调需要关注加息的总体程度而不是速度，这次修改措辞或意味着美联储已经开始考虑停止加息进程。

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_51902