

美国经济

就业大超预期，降低近期降息概率

1月新增非农就业人数大超预期，平均时薪同比增速反弹，失业率显著低于自然失业率，大龄劳工参与率恢复缓慢。就业数据大超预期显示美国经济依然强劲，可能延缓核心通胀进一步回落，证明美联储不愿在3月开始降息的合理性。就业数据发布后，市场预期3月降息概率进一步下降，10年国债收益率一度升至4.06%。就业大超预期除经济强劲因素外，也有统计季节性因素。展望未来，实际利率可能进一步上升，3月即将结束的BTFF或显著降低银行系统流动性，美联储紧缩政策滞后效应逐渐显现，就业市场或逐步降温，新增非农就业与薪资增速将有所放缓。我们维持美联储可能在5月开始降息、全年降息1.5个百分点的预测。预计PCE通胀从2023年的3.8%降至2024年的2.5%。

■ **新增非农就业与薪资增速大超预期，或延缓核心通胀回落。**1月新增非农就业人数增至35.3万人，大幅高于市场预期的18.5万人。23年最后两月的新增就业人数也合计上修12.6万人，其中12月从21.6万人上修至33.3万人。私营部门新增16.4万人就业，较11月的13.6万人有所增长。分行业来看，商品生产新增就业2.8万人，服务业新增就业28.9万，政府部门新增就业3.6万人。商品生产中，建筑业和制造业各增加1.1万和2.3万人。服务业中，零售业、专业和商业服务以及教育和保健服务分别增加4.5万，7.4万和11.2万人。1月后就业扩散指数从64%增加至65.6%，说明就业增长在更加广泛的行业中呈现。非农私人企业薪资增速延续反弹，平均时薪环比增速从12月的0.4%升至0.6%，同比增速从4.3%升至4.5%，显著高于2%通胀目标隐含的3.5%的合宜薪资增速（假设劳动生产率增速1.5%）。由于天气原因，非农每周工作小时数小幅下降0.2至34.1小时。虽然工作时长有所下降，但时薪增速强力反弹将支撑家庭收入平稳增长。随着通胀回落，家庭收入实际增速回升，支撑家庭消费扩张。2023年度统计基准修订好于预期，3月非农就业人数下调26.6万人，只占总人数的0.1%。美国新增非农就业自2023年下半年保持强劲增长趋势，就业市场至今未大幅降温，可能延缓核心通胀进一步回落，美联储实现2%通胀目标仍需更多时间。就业大超预期，除经济强劲因素外，也有统计季节性因素。1月非季调非农就业总数与历史相比下降更小，导致更多的季调后新增非农就业人数。展望未来，随着美联储紧缩政策的滞后效应逐渐显现，就业市场将有所降温，新增非农就业与薪资增速将逐步放缓。

■ **失业率保持稳定，初次失业金申请人数量小幅抬升。**美国1月失业率保持在3.7%，继续低于自然失业率。劳动参与率保持在62.5%，其中16-24岁劳动参与率上升0.1个百分点至56.3%，疫情后迟迟未恢复的55岁以上劳动参与率小幅回升0.1个百分点至38.5%。1月最后一周的初次申请失业金人数小幅抬升至22.4万人，为11月初以来最高。过去四周移动平均值仍在23年3月以来低位。1月底初次领取失业金与持续领取失业金人数均有所抬升，意味2月新增非农就业存在下行风险。

■ **美联储实现通胀目标仍需时间，或在5月开始降息。**劳动力市场是美国经济的核心指标，稳健的就业市场支撑家庭收入持续增长和消费信心强劲，从而支撑美国经济延续扩张。同时，美国核心通胀尤其是服务业通胀与劳动力市场供求状况和薪资增速密切相关，就业大超预期意味着美联储需要更多时间获得核心PCE通胀实质性趋近2%目标的信心。过去几个月美国金融条件更加宽松，消费者信心和消费支出增速回升，就业数据依然较强，房价和房租涨幅反弹，美联储可能担心去通胀最后一公里出现反复，再犯类似此轮加息周期前“通胀暂时论”的错误。美联储在1月议息会议公告中表示，目前利率已接近本轮紧缩周期的峰值，将在今年开始降息，但强调需要先看到更多劳动力市场降温迹象以确保通胀将稳定趋近2%目标。美联储启动降息周期的条件是核心PCE通胀进一步下降和失业率进一步上升。我们维持美联储可能在5月开始降息、全年降息1.5个百分点的预测。

叶丙南, Ph.D

(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

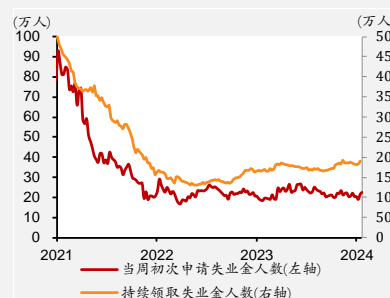
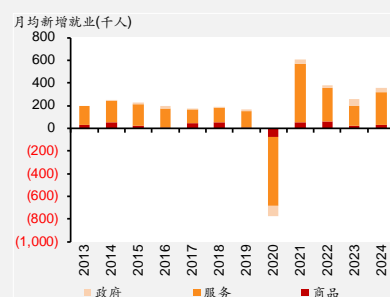
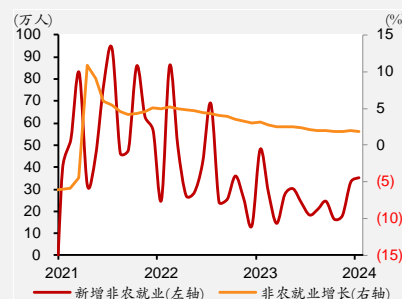
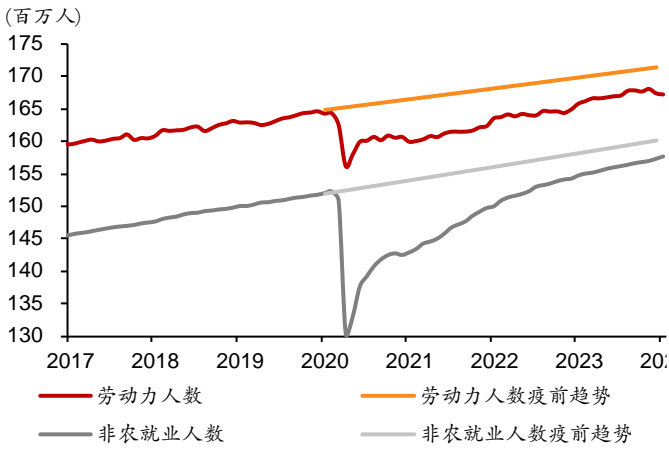
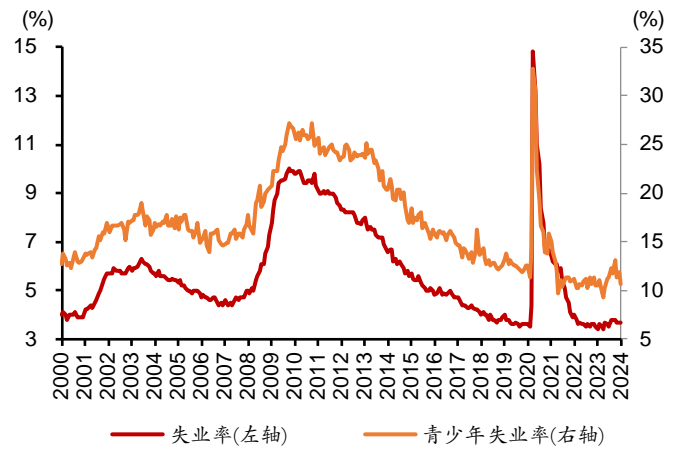


图 1: 劳动力人数和非农就业人数



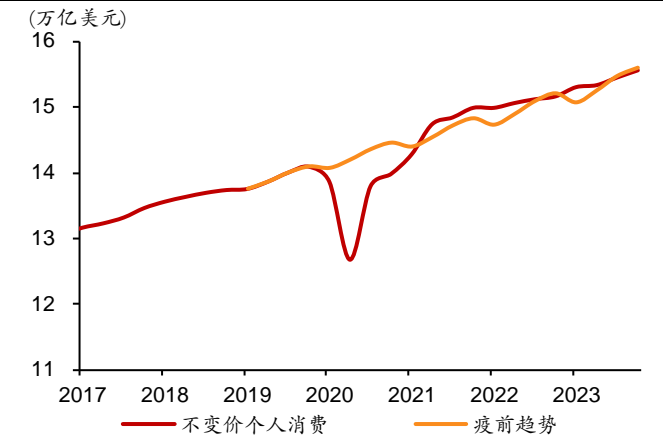
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 失业率和青少年失业率



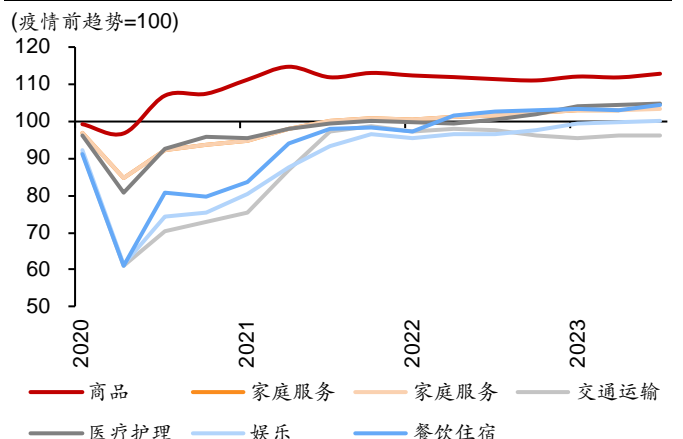
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 不变价消费支出



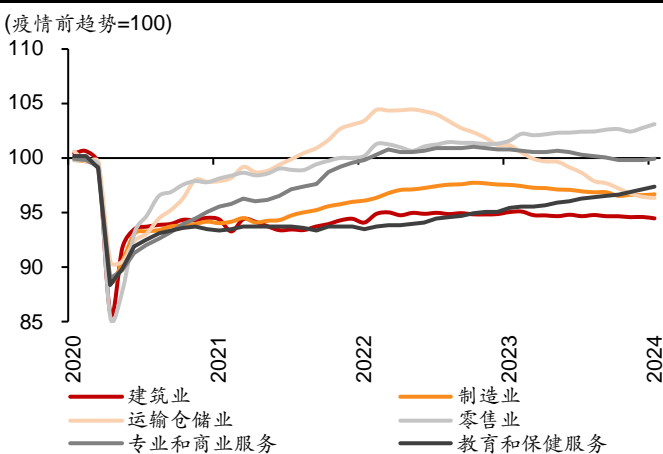
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 不变价消费支出分项复苏趋势



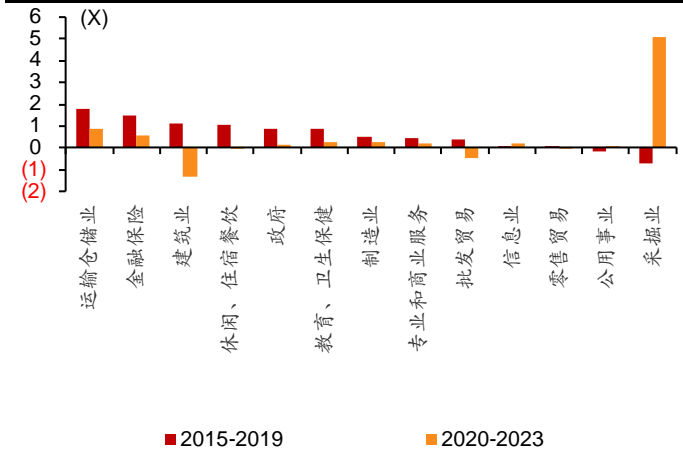
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 主要行业非农就业人数复苏趋势



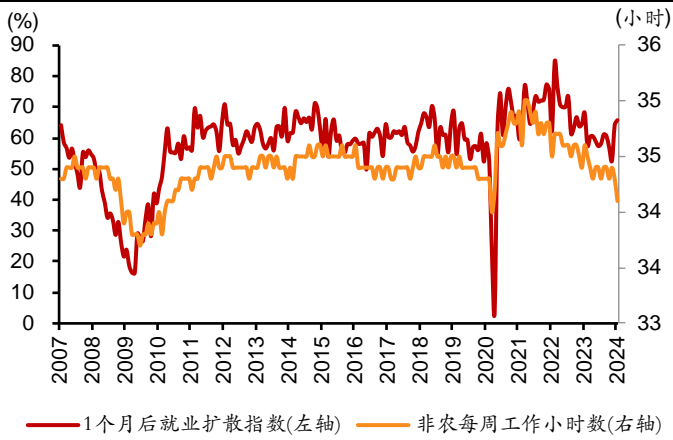
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 各行业就业增速/GDP 增速



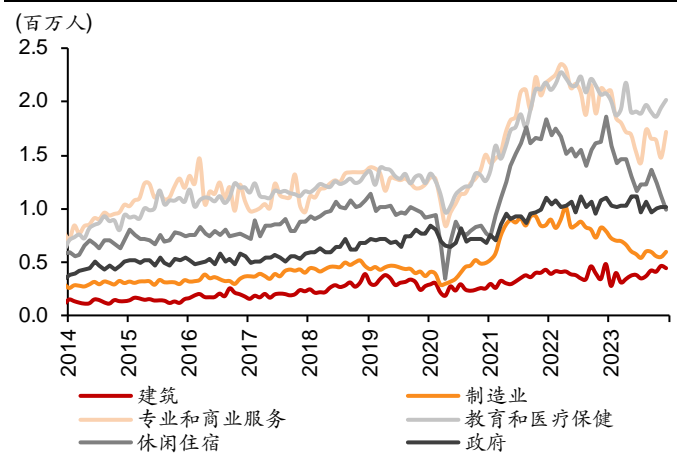
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 非农就业扩散指数与每周工作小时数



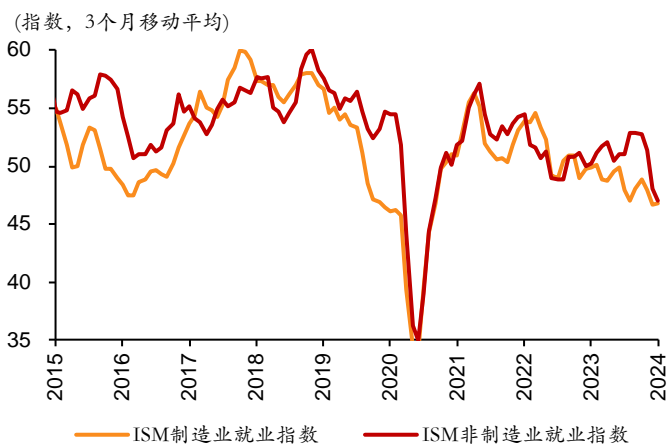
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 主要行业职位空缺数



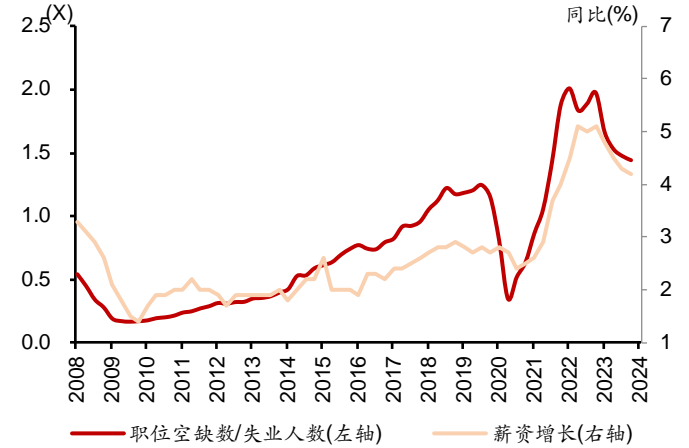
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 制造业与非制造业就业指数



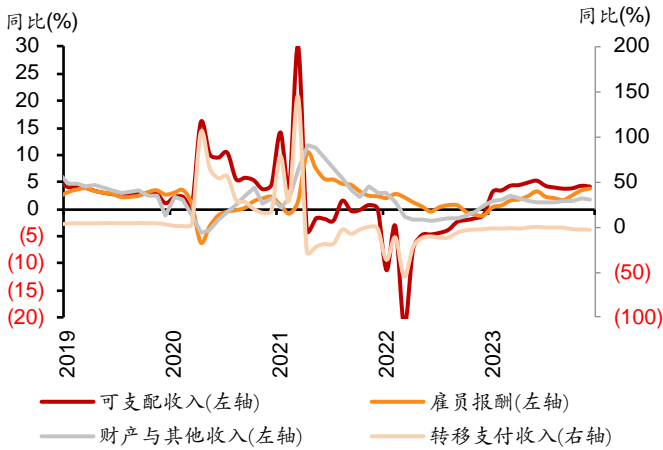
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 职位空缺数/失业人数与薪资增速



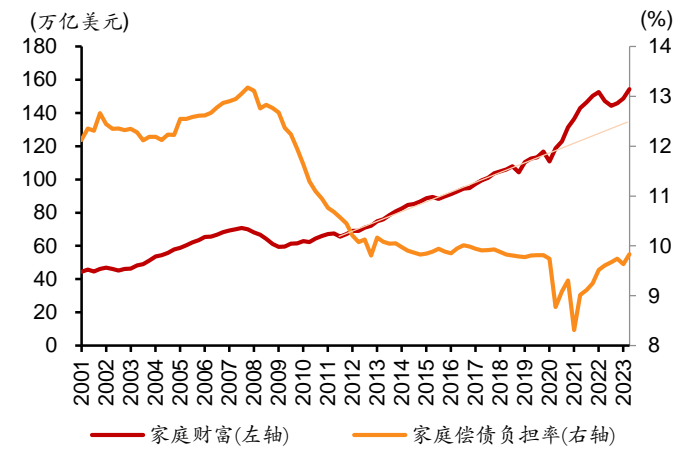
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国家庭收入增速



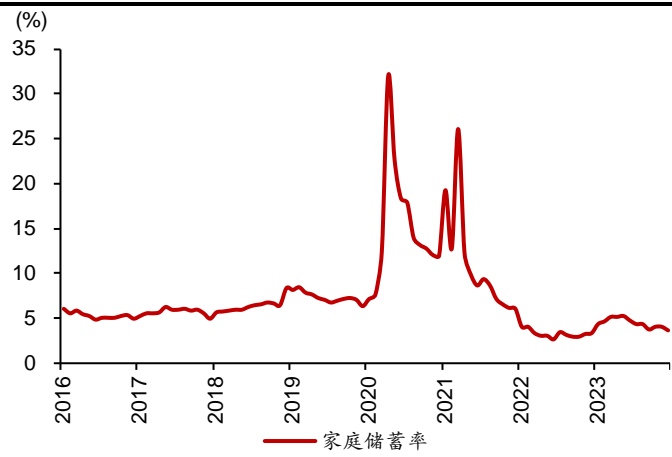
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



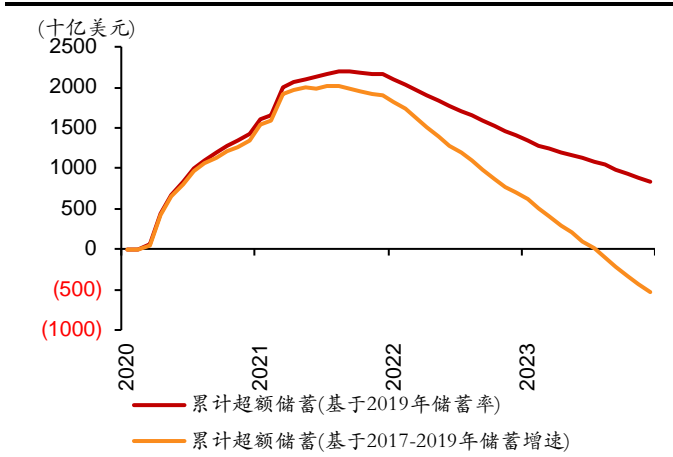
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国家庭储蓄率



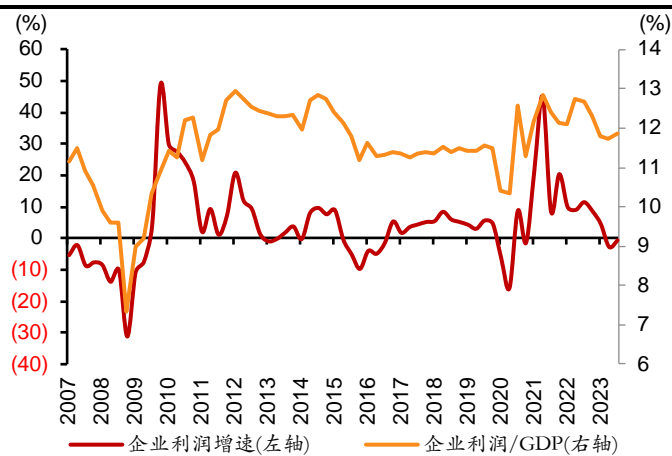
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国家庭累计超额储蓄



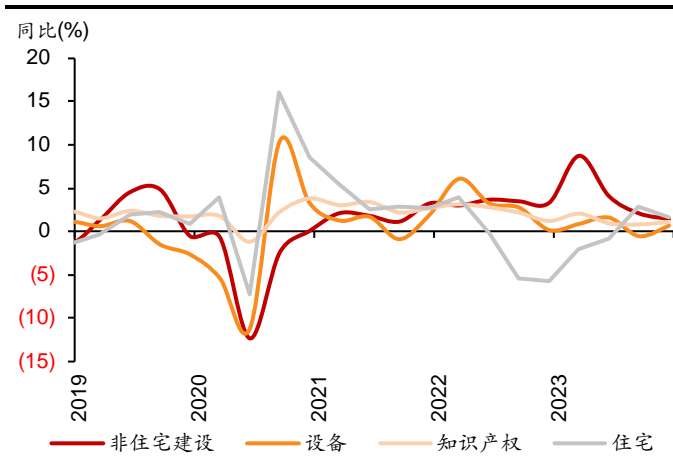
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 美国企业利润增速



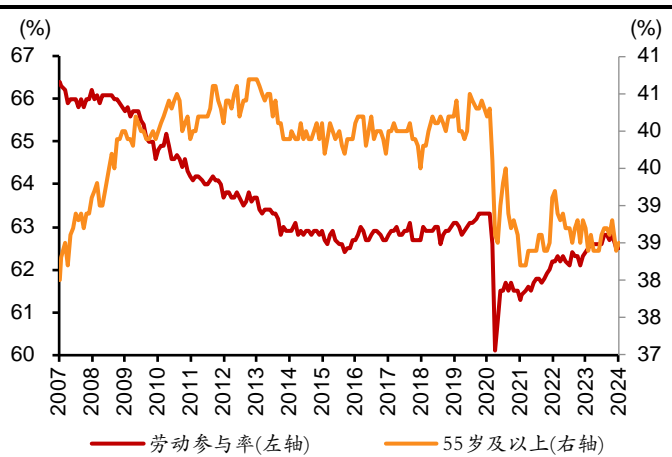
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 主要固定资产投资增速



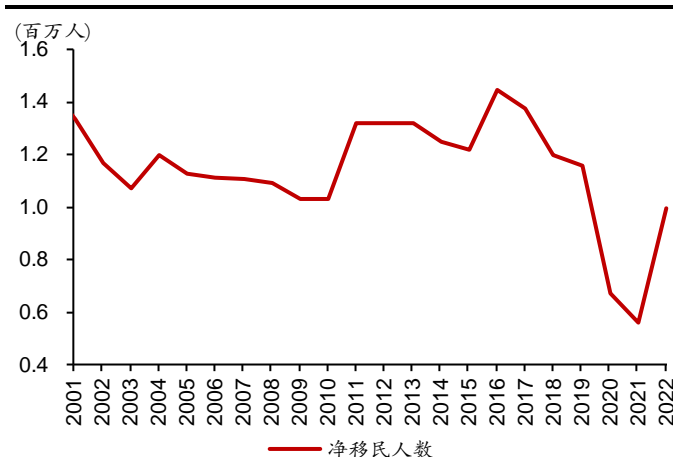
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 美国劳动参与率



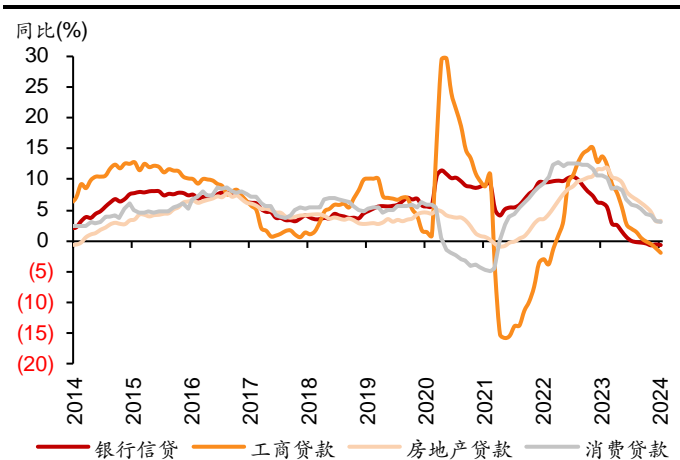
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 美国净移民人数



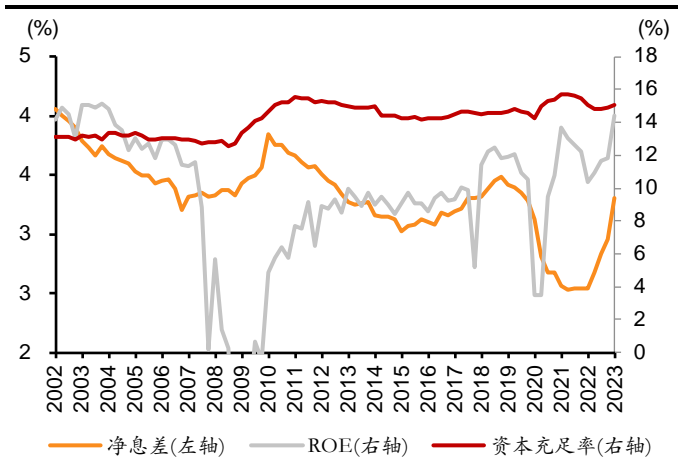
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 美国银行业信贷增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 银行业盈利状况和资本充足率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。