



人民币汇率热点 | 2024 年 1 月 8 日

12 月非农就业数据点评：美元指数还会继续上行吗？

往期精彩研报

《南华外汇对外发文：评 9 月美国非农数据：发生了什么，还是什么也没发生？》

《全球超级央行周，释放了哪些信号？（中国篇）》

主要观点

对于 12 月非农就业数据，我们认为这的确是一份非常强劲的就就业报告，但考虑到家庭调查中全职就业的下行与企业调查的新增非农就业数据出现严重背离，因此我们不排除 12 月数值会经历下修的可能。从趋势上看，当前美国就业市场下行趋势仍在继续，只是斜率有所放缓。

“低失业率、劳动参与率回落以及高薪资增速”的组合，展现了美国就业市场仍然强劲的现状，凸显美国经济在短期快速陷入衰退或硬着陆的可能性并不大。

自 2023 年 11 月初以来，海外交易的主线为博弈各国降息进程。尽管 12 月非农就业数据公布后，市场对美联储的转向交易有所弱化，但我们预计市场仍会根据增量信息，对美联储降息进程进行博弈，这意味着市场对美联储的降息预期仍面临一定的回摆。

虽然我们中长期看空美元指数，但其之回落大概率是曲折的。由于当前市场对美国经济软着陆和降息的预期较为充分，可能存在美国经济基本面不及预期的风险，因此我们暂给不到短期美元指数大幅下挫的判断。但美元指数的强势或仅仅是反弹，力度相对有限。

风险点：美联储货币政策收紧超预期、美国通胀粘性超预期

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

周骥
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 12月非农就业数据点评	1
1.1 市场反应：下修对美联储3月降息的预期	1
1.2 数据解读：美国就业市场仍在松动过程中	2
1.2.1 从趋势上看，当前美国就业市场下行趋势仍在继续	2
1.2.2 美国经济在短期快速陷入衰退或硬着陆的可能性不大	4
1.2.3 小结：不否认是一份非常强劲的就业报告	6
2. 后市展望：海外降息预期仍面临一定回摆	7

目录

图表

图 1.1.1:12月非农就业数据公布后，10年期美债收益率、美元指数整体呈现回落状态.....	1
图 1.1.2:CME FedWatch 显示市场正逐步修正对美联储 2024 年 3 月降息的预期 .	1
图 1.2.1:从趋势上看，当前美国就业市场下行趋势仍在继续	2
图 1.2.2:美国 2023 年 11 月及 10 月非农就业数据均被下修.....	3
表 1.2.1:12月非农就业人口的超预期上行，私人部门新增就业提供了较大的贡献 .	4
图 1.2.3:美国 12 月失业率维持低位、劳动参与率有所下行	5
图 1.2.4:美国薪资增速依旧较高，12 月平均时薪同比增长 4.1%	5
表 2.1.1：一周（2024.1.8-1.12）重点关注经济数据及事件.....	8

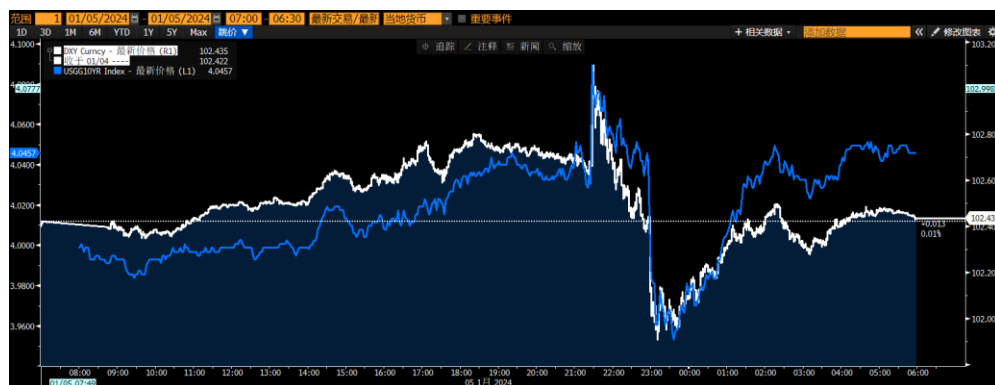
1. 12月非农就业数据点评

上周，美欧均有重要经济数据发布。但相较于上周发布的美国经济数据，欧元区经济数据在预期内的为多数，整体表现较为平淡。在众多超预期的美国经济数据中，非农数据表现亮眼，使得市场对美联储的降息预期有所推迟。

1.1 市场反应：下修对美联储3月降息的预期

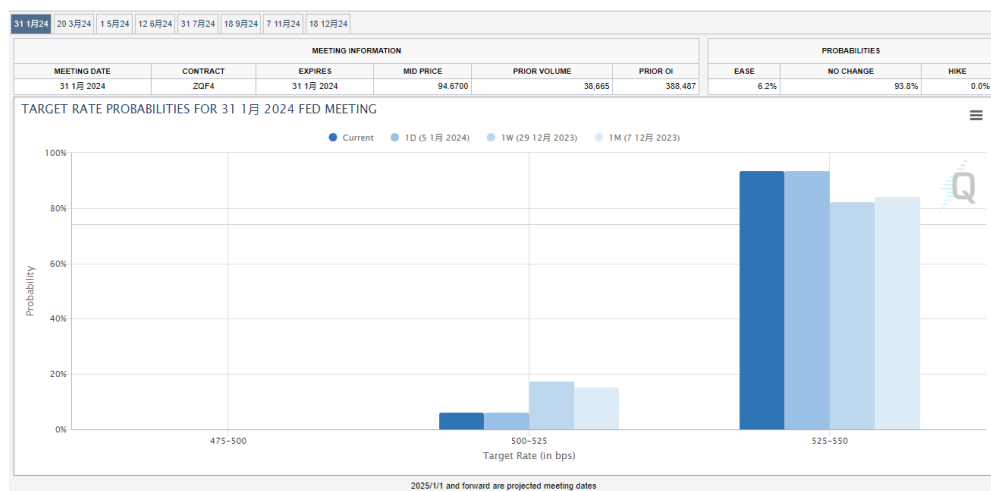
美国12月非农就业数据公布前后的金融市场呈现出完全不同的状态，最大的区别在于市场对美联储降息预期的改变。根据CME FedWatch显示，市场正逐步修正对美联储2024年3月降息的预期。资产价格走势方面，我们看到10年期美债收益率、美元指数在非农就业数据公布后，呈现短线上行又大幅回落的状态。我们认为，10年期美债收益率和美元指数在非农就业数据公布后整体呈现回落状态的原因，一方面与当晚23:00公布的12月美国ISM非制造业PMI弱于预期，显示美国经济活动有所放缓有关，另一方面可能是市场通过解构非农就业数据的组成，担忧真实的美国劳动力市场现状或比12月数据整体呈现的脆弱导致。

图 1.1.1:12月非农就业数据公布后，10年期美债收益率、美元指数整体呈现回落状态



数据来源：Bloomberg 南华研究

图 1.1.2:CME FedWatch 显示市场正逐步修正对美联储 2024 年 3 月降息的预期



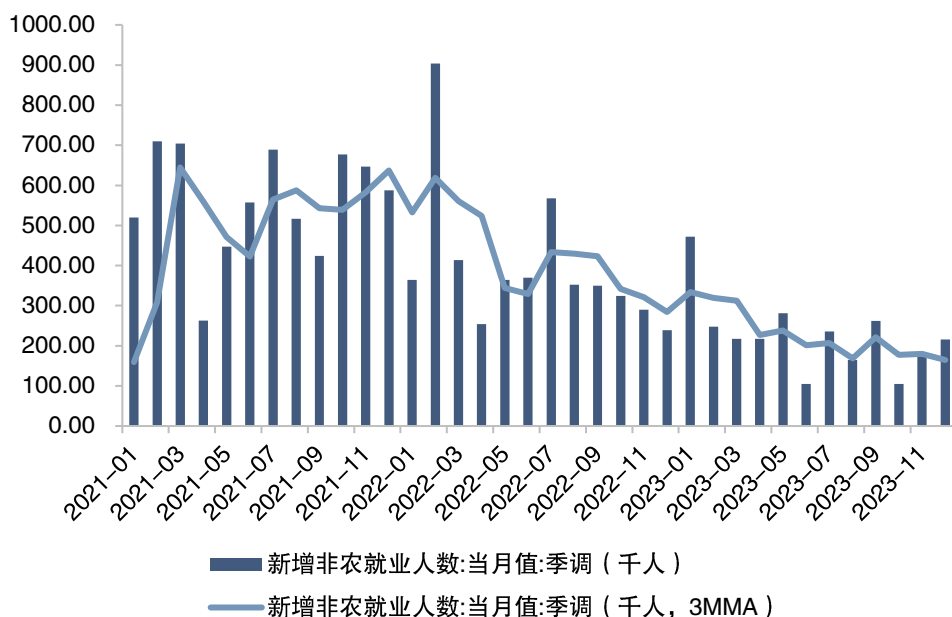
资料来源：CME 南华研究

1.2 数据解读：美国就业市场仍在松动过程中

1.2.1 从趋势上看，当前美国就业市场下行趋势仍在继续

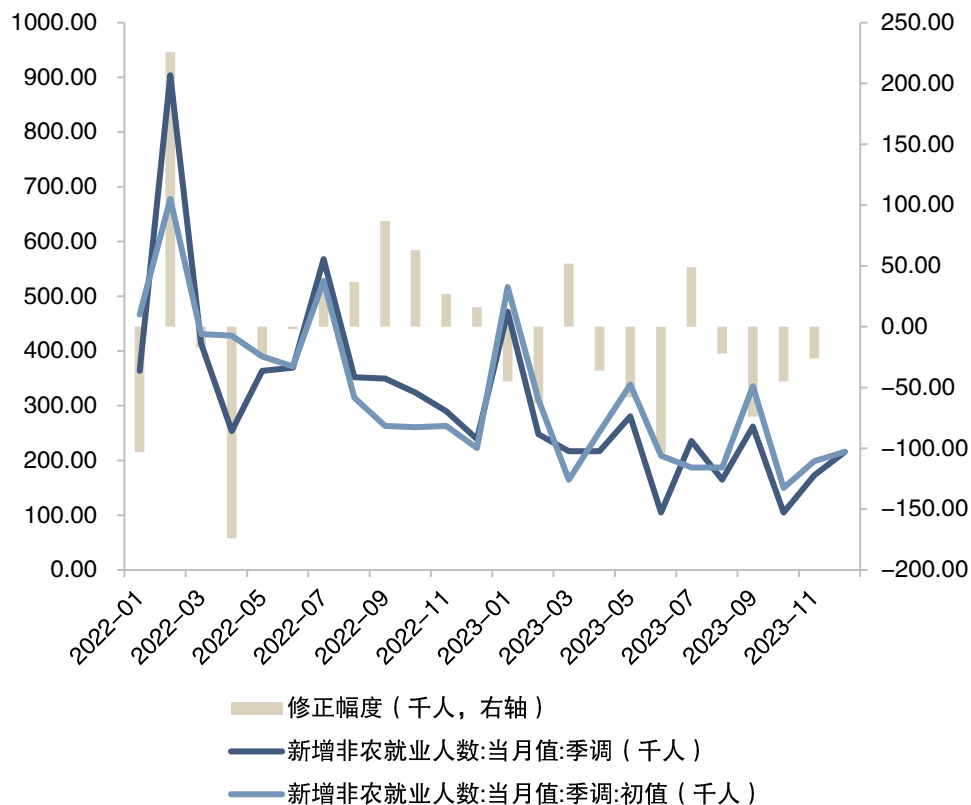
美国劳工统计局公布数据显示，2023年12月季调后非农就业人口增加21.6万人，预期增17万人，前两月数值均进行了下修，其中11月从19.9万人下修至17.3万人，10月从15万人下修至10.5万人。从趋势上看，当前美国就业市场下行趋势仍在继续。

图 1.2.1:从趋势上看，当前美国就业市场下行趋势仍在继续



数据来源：iFinD 南华研究

图 1.2.2:美国 2023 年 11 月及 10 月非农就业数据均被下修



数据来源：iFinD 南华研究

12月非农就业人口的超预期上行，一方面与就业增长主要集中在利率低敏感的行业有关；另一方面私人部门新增就业提供了较大的贡献，具体来看，在圣诞假期、假期旅行的带动下，零售业、专业和商业服务和休闲和酒店业新增就业韧性较强，较11月均有所上行。

表 1.2.1:12月非农就业人口的超预期上行，私人部门新增就业提供了较大的贡献

行业（千人）	2023-12	贡献占比（%）	2023-11	环比变化
新增非农	216	100.00	173	43
政府	52	24.07	37	15
联邦政府	7	3.24	2	5
州政府	8	3.70	4	4
地方政府	37	17.13	31	6
私人	164	75.93	136	28
商品生产	22	10.19	30	-8
采矿业	-1	-0.46	-2	1
建筑业	17	7.87	6	11
制造业	6	2.78	26	-20
耐用品	8	3.70	34	-26
汽车及零部件	-2.1	-0.97	31.3	-33.4
非耐用品	-2	-0.93	-8	6
服务生产	142	65.74	106	36
批发业	5.5	2.55	4.5	1
零售业	17.4	8.06	-24.4	41.8
运输仓储业	-22.6	-10.46	-5	-17.6
公用事业	-0.4	-0.19	0	-0.4
信息业	14	6.48	15	-1
金融活动	2	0.93	1	1
专业和商业服务	13	6.02	-19	32
教育和保健服务	74	34.26	109	-35
医疗保健和社会救助	58.9	27.27	96	-37.1
休闲和酒店业	40	18.52	12	28
其他服务业	-1	-0.46	13	-14

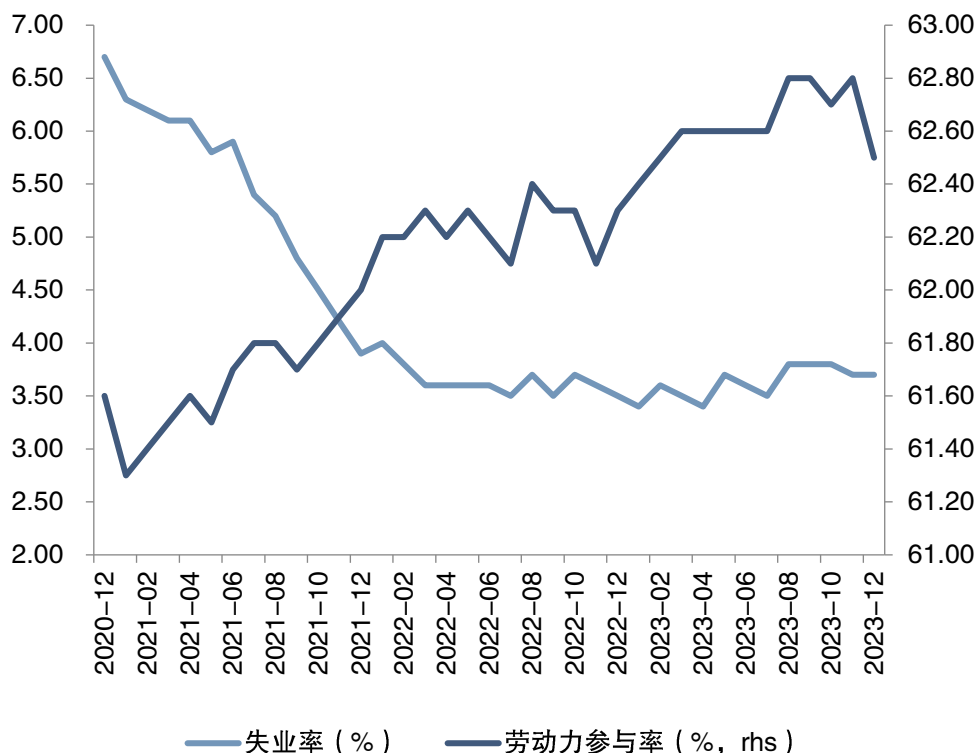
数据来源：iFinD 南华研究

《2024 年度外汇展望：挣脱》观点：我们认为，往前看，基准情形下，美国经济增长趋缓仍是大趋势，但或达不到全面衰退的程度。2024 年，美国经济或呈现浅衰退状态，短期难以出现较大的衰退风险。

1.2.2 美国经济在短期快速陷入衰退或硬着陆的可能性不大

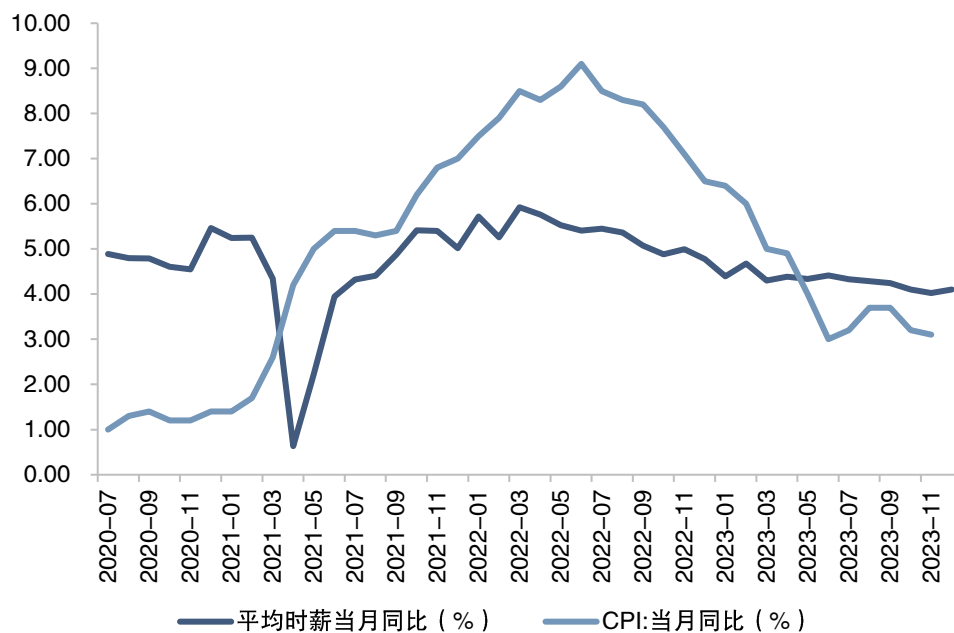
在12月非农新增就业稳定的情况下，失业率持平于3.7%低位，预期3.8%；劳动参与率较11月回落0.3%，预期及前值均为62.8%；薪资增速依旧较高，平均时薪同比增长4.1%，预期3.9%，前值4%。“低失业率、劳动参与率回落以及高薪资增速”的组合，展现了美国就业市场仍然强劲的现状，凸显美国经济在短期快速陷入衰退或硬着陆的可能性并不大，符合我们在年报中的判断。

图 1.2.3: 美国 12 月失业率维持低位、劳动参与率有所下行



数据来源：iFinD 南华研究

图 1.2.4: 美国薪资增速依旧较高，12 月平均时薪同比增长 4.1%



数据来源：iFinD 南华研究

1.2.3 小结：不否认是一份非常强劲的作业报告

对于12月的非农就业数据，我们认为这的确是一份非常强劲的作业报告：1）虽然前瞻指标临时帮助服务就业人数继续呈现下行趋势，12月依旧为负，有较大幅度的缩减，但其所在的专业与商业服务总体就业反而比11月显著增加。2）薪资的下行逐渐出现企稳的迹象，时薪环比近3个月持续增加。若后续企业的岗位需求不能下降、家庭供给端持续偏软，叠加劳方仍有较强的议价能力，那么预计整体工资的下行将逐渐遇到阻力。

考虑到家庭调查中全职就业的下行与企业调查的新增非农就业数据出现严重背离，因此，我们不排除12月数值会经历下修的可能。

2. 后市展望：海外降息预期仍面临一定回摆

自2023年11月初以来，海外交易的主线为博弈各国降息进程。尽管12月非农就业数据公布后，市场对美联储的转向交易有所弱化，但我们预计市场仍会根据增量信息，对美联储降息进程进行博弈，这意味着市场对美联储的降息预期仍面临一定的回摆。

虽然我们中长期看空美元指数，但其之回落大概率是曲折的。由于当前市场对美国经济软着陆和降息的预期较为充分，可能存在美国经济基本面不及预期的风险，例如当前劳动市场的缓慢下行不足以支撑激进的降息预期。因此，我们暂给不到短期美元指数再大幅下挫的判断。但美元指数的强势或仅仅是反弹，力度相对有限。

对于人民币汇率，我们认为，当前汇率作为内外均衡的支撑点，监管层大概率不会允许其在未来出现问题，但人民币汇率的走势最终将回归于内在因素。从中美货币政策周期的角度来看，中美利差并未显著收敛，因此，驱动资金流向的因素并未改变。从中美经济周期的角度来看，我国12月PMI数据整体表现一般，美国数据继续呈现软着陆（11月JOLTs显示劳动市场继续放缓、12月ISM制造业指数的物价支付分项显示通胀压力减缓、12月服务业PMI增长加速）特征。

综上，预计短期暂看不到人民币汇率回落至7下方的动力，关注本周中美经济数据公布情况。

表 2.1.1：一周（2024.1.8-1.12）重点关注经济数据及事件

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预期
2024-01-09	待定	中国	12月外汇储备(亿美元)	31718	——
	18:00	欧元区	欧元区工业景气指数	-9.5	——
	18:00	欧盟	11月欧盟:失业率(%)	6	——
	18:00	欧盟	11月欧元区:失业率:季调(%)	6.5	——
	21:30	美国	美国出口额(美元)	258.80B	——
2024-01-11	21:30	美国	美国进口额(美元)	323.00B	——
	待定	中国	12月M0:同比(%)	10.4	——
	待定	中国	12月M1:同比(%)	1.3	——
	待定	中国	12月M2:同比(%)	10	10.157
	待定	中国	12月社会融资规模:当月值(亿元)	24500	——
	待定	中国	12月社会融资规模存量:同比	9.4	9.7214
	待定	中国	12月新增人民币贷款(亿元)	10900	13900
	21:30	美国	12月CPI:季调:环比(%)	0.1	——
	21:30	美国	12月CPI:同比(%)	3.1	——
	21:30	美国	12月核心CPI:季调:环比	0.3	——
	21:30	美国	12月核心CPI:同比(%)	4	——
2024-01-12	21:30	美国	1月06日当周初次申请失业金人数:季调(人)	218000	——
	待定	中国	12月出口金额:当月同比	0.5	2.1222
	待定	中国	12月出口金额:人民币:当月同比	1.7	——
	待定	中国	12月进口金额:当月同比	-0.6	0.2222
	待定	中国	12月进口金额:人民币:当月同比	0.6	——
	09:30	中国	12月CPI:同比(%)	-0.5	-0.267
	09:30	中国	12月PPI:同比(%)	-3	-2.581
	21:30	美国	12月PPI:最终需求:季调:环比(%)	0	——
	21:30	美国	12月PPI:最终需求:季调:同比(%)	0.8	——
	21:30	美国	12月PPI:最终需求:剔除食品和能源:季调:环比(%)	0	——
	21:30	美国	12月PPI:最终需求:剔除食品和能源:季调:同比(%)	2	——
	21:30	美国	12月核心PPI:季调:环比(%)	0.2	——
	21:30	美国	12月核心PPI:季调:同比(%)	1.8	——

资料来源：Bloomberg Wind 南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货 APP

