

## 非农就业韧性强，通胀粘性需警惕

20221203

### 核心内容：

### 分析师

- **新增就业略超预期，失业率保持 3.7%，劳动参与率下滑** 美国劳工数据局 (BLS) 12 月 2 日公布了 11 月非农就业相关数据。11 月新增非农就业 26.3 万人，超出 20 万人的市场预期，失业率保持了 3.7% 的低位。非农时薪同比增速 5.09%，环比增速 0.55% 且比前两个月加快，劳动参与率下滑 0.1% 至 62.1%，55 岁及以上参与率下滑 0.3 至 38.6%。总体上，非农就业数据反映了劳动市场的韧性，供需依然严重不平衡，工资还在上涨，工资-物价螺旋对通胀的压力持续。
- **通胀粘性需警惕，美国可能需要更久时间才会陷入衰退** 由于就业数据的变动通常滞后于美联储紧缩和经济下行，非农的韧性仍在意料之中。这种韧性进一步得到确认至少意味着 (1) 美国 CPI 在 2023 年虽然会在高基数下回落，但下半年部分能源和商品进入负增长后，服务主宰的核心通胀将高于名义 CPI 且回落较慢。(2) 劳动市场的强劲和结构性供给不足将阻止美国经济快速陷入衰退，2023 年即使出现“技术性衰退”，仍可能向 2022 年上半年一样被较强的就业对冲。
- **非农数据不会影响美联储短期的货币政策缓和，但延后的衰退时点意味着更晚的降息** 以上信息不显著影响我们对于美联储紧缩的路径的判断。短期来看，10 月 PCE 通胀数据也证实了通胀见顶回落的趋势，结合美联储官员近期的表态，12 月加息放缓至 50bps 是大概率事件。美联储关于加息“更高更久”的判断没有显著变化，预计加息终值仍在 5% 左右，但非农强劲可能“推迟”美国陷入衰退的时点，因此我们倾向于美联储的降息需要等到 2023 年末或更晚，除非意想不到的低概率金融风险爆发。美元和美债的顶部在确定，预计难以超过此前的高点。
- **接触性服务创造较多新增就业，各行业工资全面上升** 从结构上来看，服务业仍是新增就业的集中区，教育和保健服务多雇佣了 8.2 万人，休闲和酒店业雇佣了 8.8 万人。新增就业结构上的变化和通胀反映的信息一致，即和商品相关的行业因为需求受到美联储打击、超额储蓄的部分消耗和批发零售商库存高位而开始影响相关的就业，而接触性服务业仍处于恢复的过程中。薪资方面，11 月份所有行业工资增速均加快。环比增速最快的是运输和仓储业，结合其新增就业的减少以及美国铁路工人多次计划罢工（新一轮罢工 12 月被美国参议院通过的包括增加 7 日带薪病假的法案阻止），可以看出运输业仍存在严重的供给短缺，工会的议价能力正在加强。制造业和批发零售业薪资环比增速同样较高，这表示新增就业的减少还没有影响到工资，相关行业的劳动需求放缓，但还远没有大幅下滑到推升失业率的程度。

**主要风险：重要经济体增速超预期下行，通胀意外上升，市场出现严重流动性危机**

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

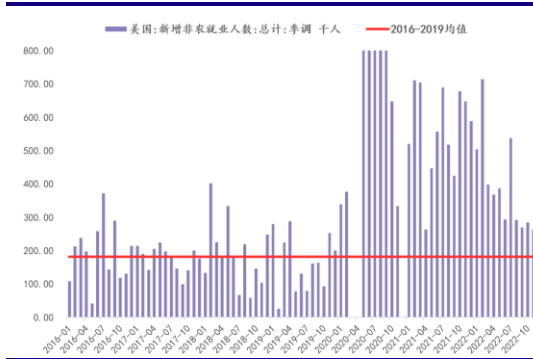
特别感谢：于金潼

美国劳工数据局(BLS)12月2日公布了11月非农就业相关数据。11月新增非农就业26.3万人,超出20万人的市场预期,失业率保持了3.7%的低位。非农时薪同比增速5.09%,环比增速0.55%且比前两个月加快,劳动参与率下滑0.1%至62.1%,55岁及以上参与率下滑0.3至38.6%。总体上,非农就业数据反映了劳动市场的韧性,供需依然严重不平衡,工资还在上涨,工资-物价螺旋对通胀的压力持续。

由于就业数据的变动通常滞后于美联储紧缩和经济下行,非农的韧性仍在意料之中。这种韧性进一步得到确认至少意味着(1)美国CPI在2023年虽然会在高基数下回落,但下半年部分能源和商品进入负增长后,服务主宰的核心通胀将高于名义CPI且回落较慢。(2)劳动市场的强劲和结构性供给不足将阻止美国经济快速陷入衰退,2023年即使出现“技术性衰退”,仍可能向2022年上半年一样被较强的就业对冲。

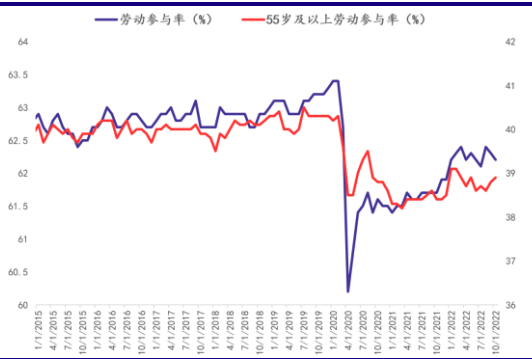
以上信息不显著影响我们对于美联储紧缩的路径的判断。短期来看,10月PCE通胀数据也证实了通胀见顶回落的趋势,结合美联储官员近期的表态,12月加息放缓至50bps是大概率事件。美联储关于加息“更高更久”的判断没有显著变化,预计加息终值仍在5%左右,但非农强劲可能“推迟”美国陷入衰退的时点,因此我们倾向于美联储的降息需要等到2023年末或更晚,除非意想不到的低概率金融风险爆发。美元和美债的顶部在确定,预计难以超过此前的高点。

图 1: 新增非农就业 (千人)



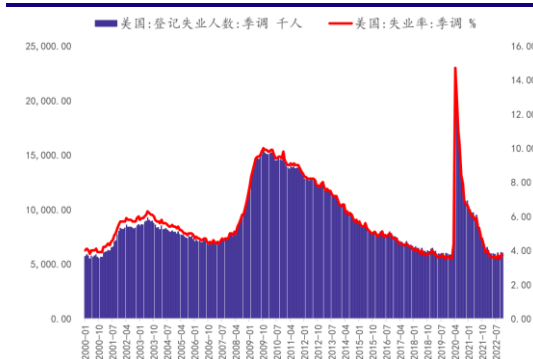
资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 2: 劳动参与率再次下滑 (%)



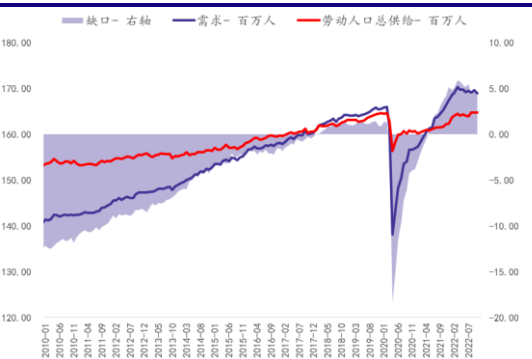
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 3: 失业率继续处于历史低位 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 劳动力市场缺口较大 (百万人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

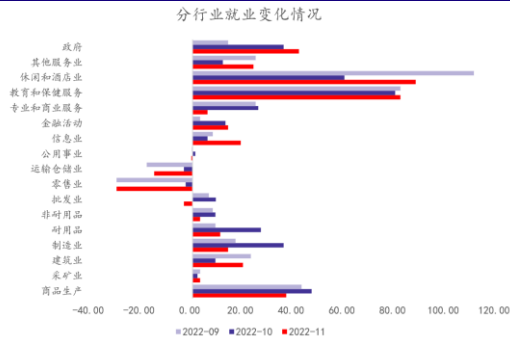
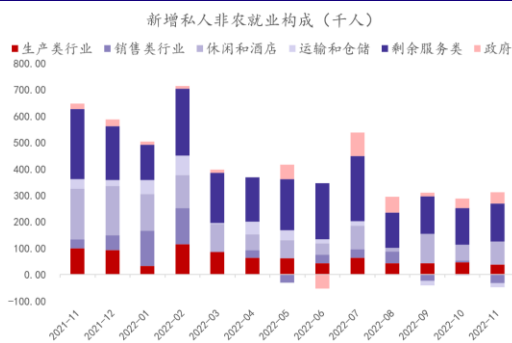
从结构上来看,服务业仍是新增就业的集中区,教育和保健服务多雇佣了8.2万人,休闲和酒店业雇佣了8.8万人,其他服务业雇佣了2.4万人;改善明显的还有政府雇员、信息业、和建筑业。环比减少较多的包括制造业、批发零售业和仓储运输业。新增就业结构上的变化和

通胀反映的信息一致，即和商品相关的行业因为需求受到美联储打击、超额储蓄的部分消耗和批发零售商库存高位而开始影响相关的就业，而接触性服务业仍处于恢复的过程中。

从通胀调整后的个人消费支出角度考虑，服务支出实际还没恢复到疫情前趋势，也就是说服务需求仍有继续提升的空间。虽然新增收入已经回到相对正常的水平，实际工资增速在高通胀下转负，但包括助学贷款和税费减免延期和前期的转移支付到2021年中产生了2.3万亿美元的超额储蓄，到2022年二季度末仍有1.7万亿美元等待消耗。因此，在需求没有完全恢复且居民仍有超额储蓄的情况下，供给短缺的劳动市场将继续面临工资继续保持较高增速的情况。

图 5：新增私人非农就业构成（千人）

图 6：各行业新增就业人数变化



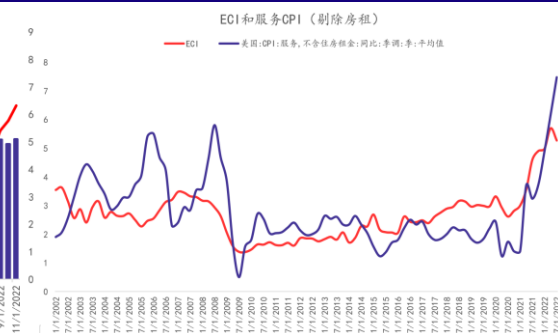
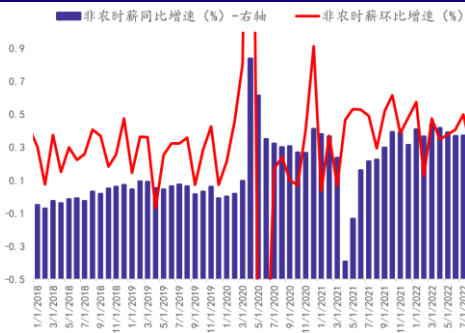
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

私人部门非农工资同比增速保持高位，环比的上行还有所加快。从细项来看，11月份所有行业工资增速均加快。环比增速最快的是运输和仓储业，结合其新增就业的减少以及美国铁路工人多次计划罢工(新一轮罢工12月被美国参议院通过的包括增加7日带薪病假的法案阻止)，可以看出运输业仍存在严重的供给短缺，工会的议价能力正在加强。制造业和批发零售业薪资环比增速同样较高，这表示新增就业的减少还没有影响到工资，相关行业的劳动需求放缓，但还远没有大幅下滑到推升失业率的程度。整体上，美联储需要保持对总需求的打击才能改变滞后的劳动市场中存在的短缺。劳动数据并不会使美联储继续抬高加息终值，因为官员们已经多次表示开始注意紧缩的滞后效果，但劳动市场确实支持加息终点达到后坚持一段时间不降息，防止通胀反复。

图 7：非农时薪增速（%）

图 8：工资向物价传导压力尚存（%）

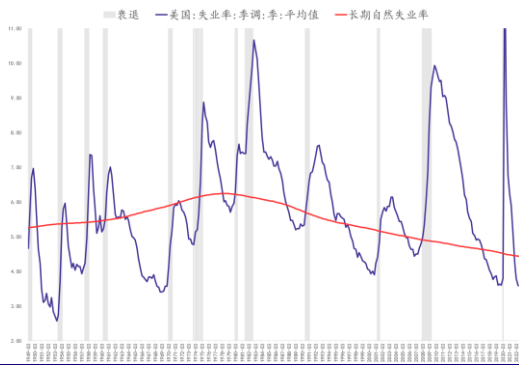


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

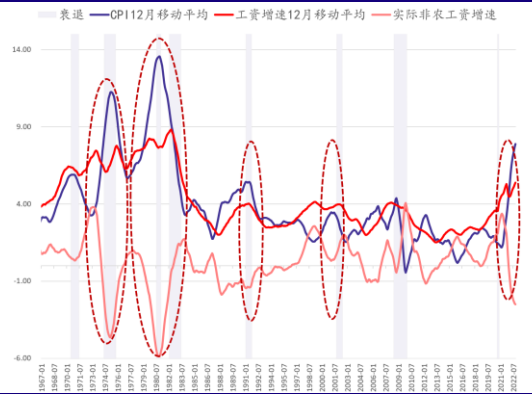
从目前的就业和工资数据看，美国 2023 年上半年陷入衰退的可能较小，即使 2022 年三到四季度的 GDP 基数抬升导致负增长，劳动市场也难以大幅恶化，但衰退的整体概率在继续上升。观察实际失业率和长期自然失业率可以看出，在失业率超过长期趋势时，美国或将陷入衰退，或已经处于衰退中。当前长期失业率处于 4.4% 左右，这也是美联储 9 月经济预测中的 2023 和 2024 年失业率，而经济学家普遍预测本轮通胀后的失业率将超过 5%。而从实际工资角度考虑，历史上多次实际工资大幅下滑或持续为负都触发了衰退。不过因为美国劳动缺口仍在且劳动参与率难以恢复到疫情前、居民资产负债表健康、超额储蓄充足等因素，劳动市场的强劲意味着衰退的延后。即使失业率短期连续上升，在通胀中枢不迅速向 2% 靠拢的情况下，美联储也不会选择降息。

图 9：超过长期自然失业率后易陷入衰退 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：实际工资增速同样指向可能的衰退 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：非农数据概览

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调(美元)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2022-11	2022-10	2022-09	2022-11	2022-10	2022-09	2022-10	2022-09	2022-08	
非农总计	263.0	284.0	269.0				-240.0	-858.0	478.0	
非农私人合计	221.0	248.0	255.0	32.8	32.5	32.4	-186.0	-798.0	399.0	
商品生产	37.0	47.0	43.0	32.9	32.7	32.6				
采矿业	3.0	2.0	3.0	36.8	36.5	36.6				
建筑业	20.0	9.0	23.0	35.4	35.1	34.9	1.0	-2.0	1.0	
制造业	14.0	36.0	17.0	31.3	31.1	31.0	0.0	-104.0	55.0	
耐用品	11.0	27.0	9.0	32.9	32.7	32.6	-12.0	-62.0	35.0	
非耐用品	3.0	9.0	8.0	28.7	28.4	28.4	13.0	-42.0	20.0	
服务生产	184.0	201.0	212.0	32.8	32.4	32.3				
批发业	-3.3	9.2	6.5	28.5	27.9	27.8	3.0	-15.0	22.0	
零售业	-29.9	-2.6	-29.9	35.8	35.3	35.3	16.0	-149.0	127.0	
运输仓储业	-15.1	-3.4	-18.1	23.5	23.1	23.0				
公用事业	-0.5	1.1	-0.1	29.5	28.4	28.2				
信息业	19.0	6.0	8.0	48.0	47.9	47.2	-28.0	-12.0	20.0	
金融活动	14.0	13.0	3.0	48.4	47.7	47.2	7.0	-38.0	13.0	
专业和商务服务	6.0	26.0	25.0	42.2	42.1	41.8	-83.0	-14.0	-119.0	
教育和保健服务	82.0	80.0	82.0	39.5	39.0	38.9	21.0	-122.0	58.0	
休闲和酒店业	88.0	60.0	111.0	32.2	32.0	32.0	-70.0	-224.0	170.0	
其他服务业	24.0	12.0	25.0	20.5	20.3	20.3	-41.0	-9.0	30.0	
政府	42.0	36.0	14.0							

单元格标红：大于前值

资料来源：BLS、Wind，中国银河证券研究院整理



### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)