

宏观报告

美国 11 月劳动力市场依旧紧张

- 美国劳动力市场新增就业人数持续强劲
- 平均时薪环比增速走高
- 美联储可能放缓加息步伐，但最终利率水平可能高于此前预期

美国就业人数稳健增长，凸显劳动力市场强劲。12月2日，美国劳工统计局公布的数据显示，11月非农就业人数增加26.3万人，显著高于市场预期（市场一致预期：20.0万人；10月：从26.1万人上修至28.4万人）。11月失业率维持在3.7%不变，与预期相符（市场一致预期：3.7%；10月：3.7%）。

新增就业出现行业分化。在休闲和酒店业、医疗保健和社会援助、政府和其他服务领域，就业显著增加，11月分别新增就业88,000、68,100、42,000和24,000人。零售业和运输仓储业的就业分别减少29,900和15,100人。这种行业分化的主要原因包括：1) 美国经济状况的演变，包括消费者持续将支出从商品转向服务（即休闲和酒店业）；及2) 一些行业自疫后重启以来大规模扩招，目前人员过剩，而另一些行业的劳动力规模仍低于疫情前水平，仍有扩招空间。

数据显示，尽管通胀高企以及金融条件收紧，但劳动力需求依然强劲。过去数月就业增速持续超出市场预期，主要原因包括消费需求依然具有韧性，以及雇主经历疫后经济复苏以来招聘困难因而不愿裁员。展望未来，我们预计部分行业就业人数与疫情前水平的差距意味着未来几个月就业仍将录得增长。美国消费需求将继续支撑就业增长，但增速将持续放缓，这是由于数据显示人们正在动用储蓄或举债维持支出。

劳动力供应仍然承压，导致劳动力市场紧张以及工资增速走高。11月劳动力参与率小幅下降至62.1%，低于市场预期（市场一致预期：62.3%；10月：62.2%）。由于劳动力市场紧张，工资增速升温。平均时薪环比增长0.6%/同比增长5.1%，高于市场预期（市场一致预期：环比增长0.3%/同比增长4.6%；10月：由环比增长0.4%/同比增长4.7%上修至环比增长0.5%/同比增长4.9%）。数据还显示，过去几个月的环比涨幅有所加速，并且11月环比增速是自2022年1月以来最高。

11月30日，美联储主席鲍威尔在布鲁金斯学会举办的活动上发表演讲，表达了对劳动力市场供需失衡的担忧（详见我们2022年12月1日发表的《鲍威尔：关注劳动力市场供需失衡》报告）。鲍威尔表示，由于劳动力市场失衡，“工资增速仍远高于与2%通胀相符的水平”，美联储“要恢复物价稳定还有很长的路要走”。由于劳动力供应政策不是央行的领域，恢复价格稳定可能需要“持续一段时间经济增速低于趋势水平”。

展望未来，我们预计随着美联储在即将到来的12月会议上加息50个基点，加息周期将迎来拐点，而FOMC官员可能会利用更新的预测来反映他们预计的最终利率将高于先前的预期。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessiequo@cmschina.com.hk

钱莺, CFA

+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

相关报告

1. 鲍威尔：关注劳动力市场供需失衡 (2022/12/01)
2. 招证国际策略周报 (2022/11/28) - 监管层加大对房企金融支持力度 (2022/11/28)
3. 主要发达经济体11月经济增速进一步放缓 (2022/11/24)
4. 美国10月零售销售展现韧性 (2022/11/17)
5. 美国通胀出现放缓迹象 (2022/11/11)

美国就业人数稳健增长，凸显劳动力市场强劲。12月2日，美国劳工统计局公布的数据显示，11月非农就业人数增加26.3万人，显著高于市场预期（市场一致预期：20.0万人；10月：从26.1万人上修至28.4万人），较此前三个月的均值28.17万人略有放缓，也比今年上半年的均值44.38万人有所降低，但仍远高于疫情前2019年的均值16.4万人。11月失业率维持在3.7%不变，与预期相符（市场一致预期：3.7%；10月：3.7%）。

11月30日发布的数据显示，10月JOLTs职位空缺小幅下降至1,033.4万个（9月：1,068.7万个），但仍远高于疫情前的水平（2020年2月：700.6万个）。职位空缺比失业人数高出427.5万个（9月：493.4万个；2020年2月：128.9万个），职位空缺/失业人口比率为1.7（9月：1.9；2020年2月：1.2）。

数据显示，尽管通胀高企以及金融条件收紧，但劳动力需求依然强劲。过去数月就业增速持续超出市场预期，主要原因包括消费需求依然具有韧性，以及雇主经历疫后经济复苏以来招聘困难因而不愿裁员。12月1日公布的数据显示，美国10月个人支出/实际个人支出环比分别增长0.8%/0.5%，与预期相符（9月：环比0.6%/0.3%）。强劲的消费者支出反过来又得益于劳动力市场紧张，以及家庭部门资产负债表状况良好。

新增就业出现行业分化。在休闲和酒店业、医疗保健和社会援助、政府和其他服务领域，就业显著增加，11月分别新增就业88,000、68,100、42,000和24,000人（10月：60,000、54,600、73,800和12,000人）。其他录得就业增长的行业包括建筑业、信息业、制造业和金融活动，分别增加了20,000、19,000、14,000和14,000人（10月：新增9,000、6,000、36,000和13,000人）。零售业和运输仓储业的就业分别减少29,900和15,100人（10月：减少2,600和3,400人）。

这种行业分化的主要原因包括：1）美国经济状况的演变，包括消费者持续将支出从商品转向服务（即休闲和酒店业）；及2）一些行业自疫后重启以来大规模扩招，目前人员过剩，而另一些行业的劳动力规模仍低于疫情前水平，仍有扩招空间。休闲和酒店业、政府和其他服务业的就业目前仍低于疫情前2020年2月的水平，差距分别为98万人、46.1万人和18.6万人，即5.8%、2.0%和3.1%。与此同时，零售业和运输仓储业的就业已经分别比疫情前2020年2月的水平高出17.0万人和69.8万人，即1.1%和12.0%。

展望未来，我们预计部分行业就业人数与疫情前水平的差距意味着未来几个月就业仍将录得增长。与此同时，媒体报道的大规模裁员对整体就业的影响可能不如预期般明显，由于劳动力市场供应紧张，被辞退的劳动力可能会被其他行业或公司吸收。美国消费需求将继续支撑就业增长，但增速将持续放缓。数据显示，个人支出连续三个月增速超过个人收入，10月份个人储蓄率降至2.3%，为2005年7月以来的最低水平，表明人们正在动用储蓄或举债维持支出，这意味着未来几个月消费需求可能降温。

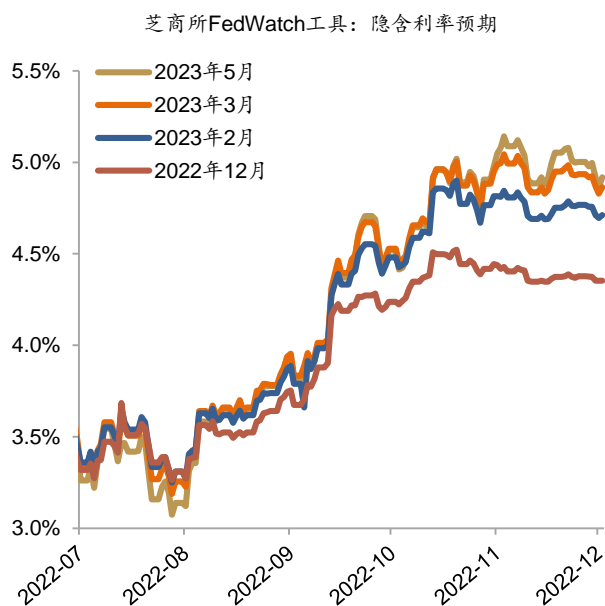
劳动力供应仍然承压，导致劳动力市场紧张以及工资增速走高。11月劳动力参与率小幅下降至62.1%，低于市场预期（市场一致预期：62.3%；10月：62.2%），比疫情前2020年2月的水平低1.3个百分点。由于劳动力市场紧张，工资增速升温。平均时薪环比增长0.6%/同比增长5.1%，高于市场预期（市场一致预期：环比增长0.3%/同比增长4.6%；10月：由环比增长0.4%/同比增长4.7%上修至环比增长0.5%/同比增长4.9%）。增速仍显著高于疫情前2019年3.3%的同比增速均值。数据还显示，过去几个月的环比涨幅有所加速（8月/9月/10月：环比0.3%/0.4%/0.5%），并且11月环比增速是自2022年1月以来最高。

11月30日，美联储主席鲍威尔在布鲁金斯学会举办的活动上发表演讲，表达了对劳动力市场供需失衡的担忧（详见我们2022年12月1日发表的《鲍威尔：关注劳动力市场供需失衡》报告）。他在演讲中给出了一个评估通胀的框架，将核心通胀分为三个组成部分：核心商品通胀、住房服务通胀和住房以外的核心服务通胀。由于供应链瓶颈的改善，核心商品通胀已显著降温；而根据领先指标（即新签约租金），住房服务通胀可能在明年某个时候开始下跌。然而，除住房以外的核心服务通胀高度依赖于劳动力市场状况，薪资是提供这些服务的最大成本，但劳动力供应短缺问题（主要反映低于预期的人口增速和较低的劳动力参与率）不太可能在短期内得到解决。鲍威尔表示，由于劳动力市场失衡，“工资增速仍远高于与2%通胀相符的水平”，美联储“要恢复物价稳定还有很长的路要走”。由于劳动力供应政策不是央行的领域，恢复价格稳定可能需要“持续一段时间经济增速低于趋势水平”。

展望未来，我们预计随着美联储在即将到来的12月会议上加息50个基点，加息周期将迎来拐点，而FOMC官员可能会利用更新的预测来反映他们预计的最终利率将高于先前的预期。

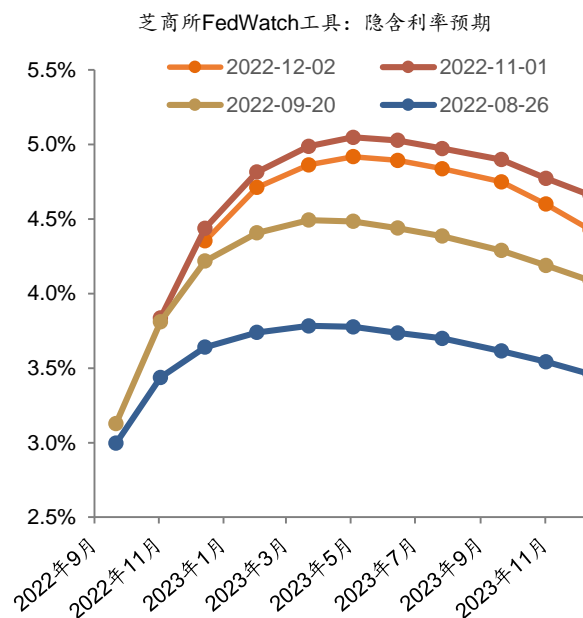
利率预期

图表 1：联邦基金利率期货隐含预期变化



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；
数据截至2022年12月2日

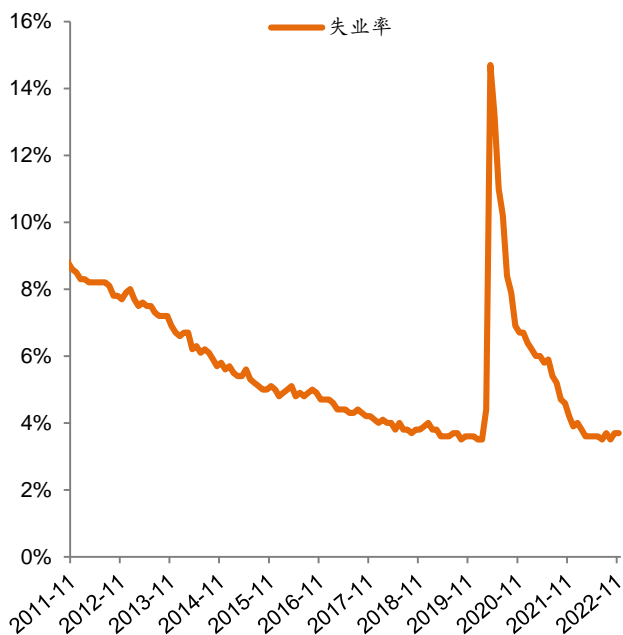
图表 2：联邦基金利率期货隐含预期路径



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；
数据截至2022年12月2日

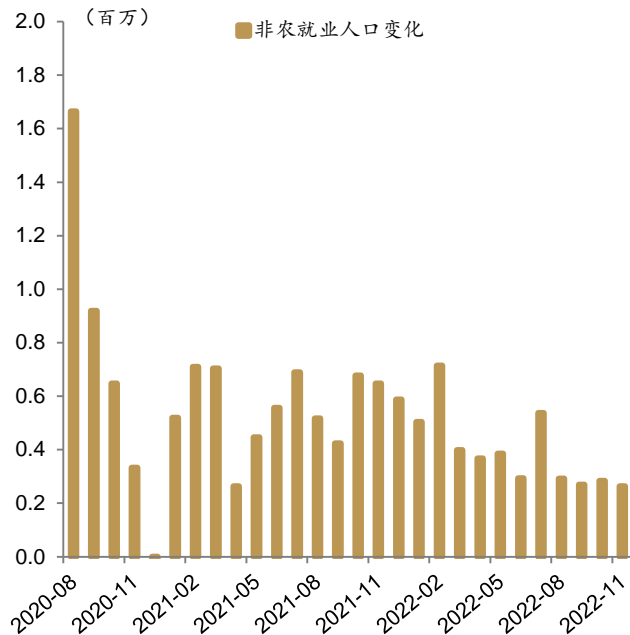
美国劳动力市场数据

图表 3: 失业率



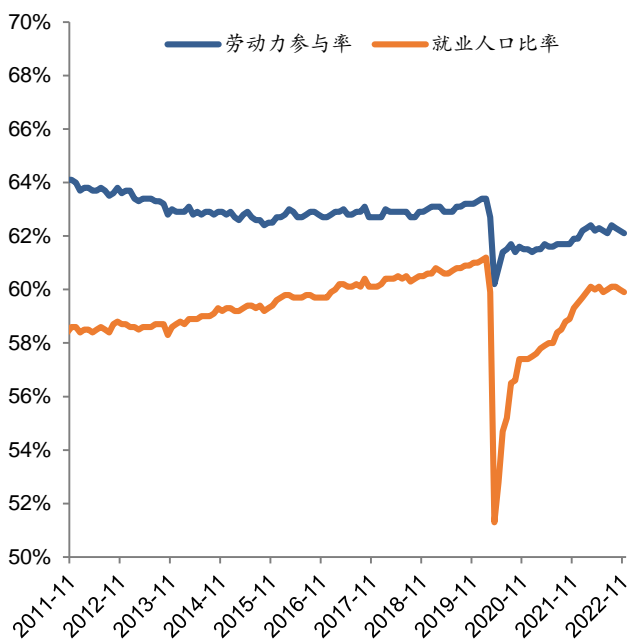
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 4: 新增非农就业人数



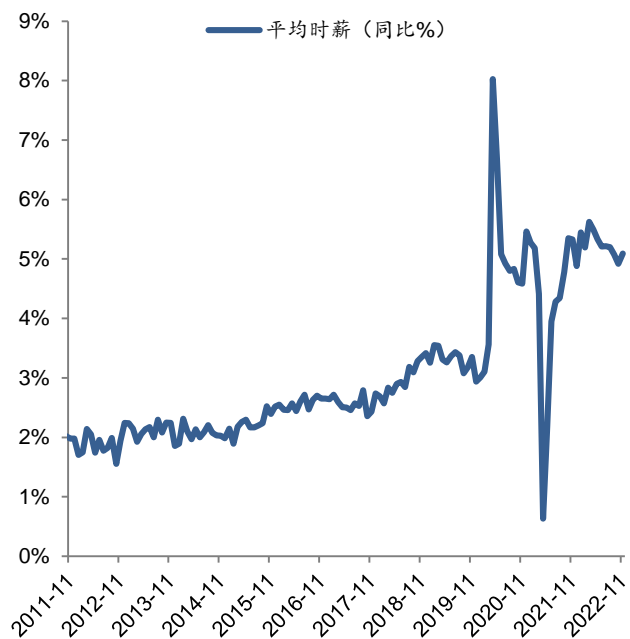
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 5: 劳动力参与率



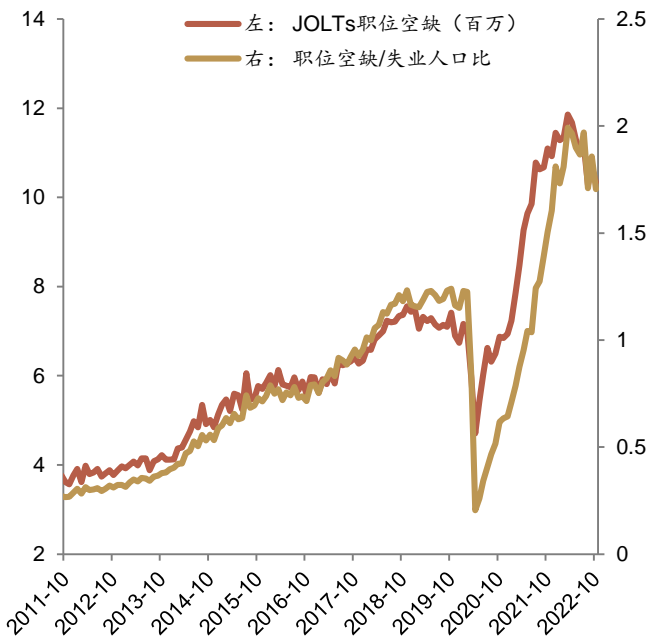
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 6: 平均时薪增速



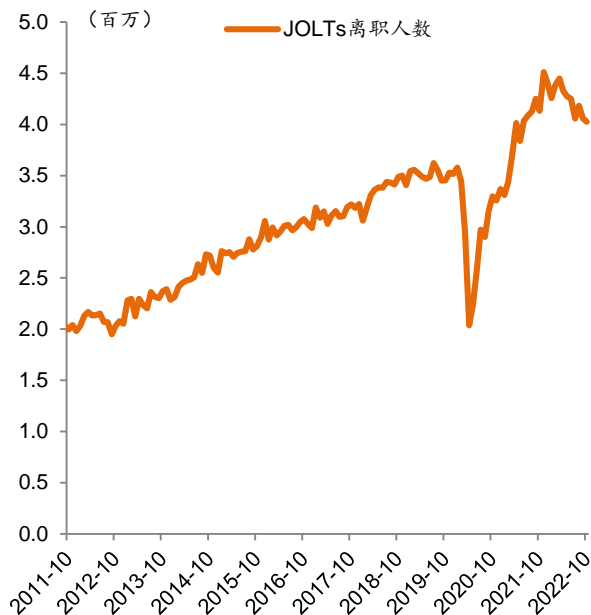
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 7: JOLTs 职位空缺



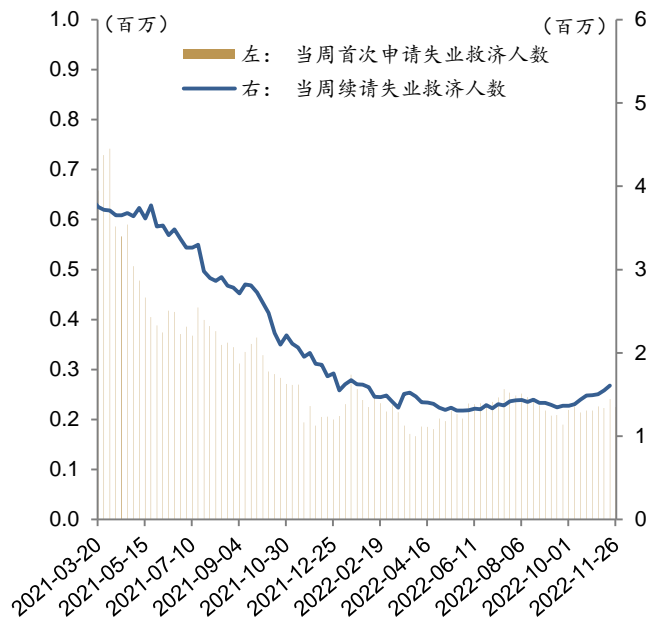
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 8: JOLTs 离职人数



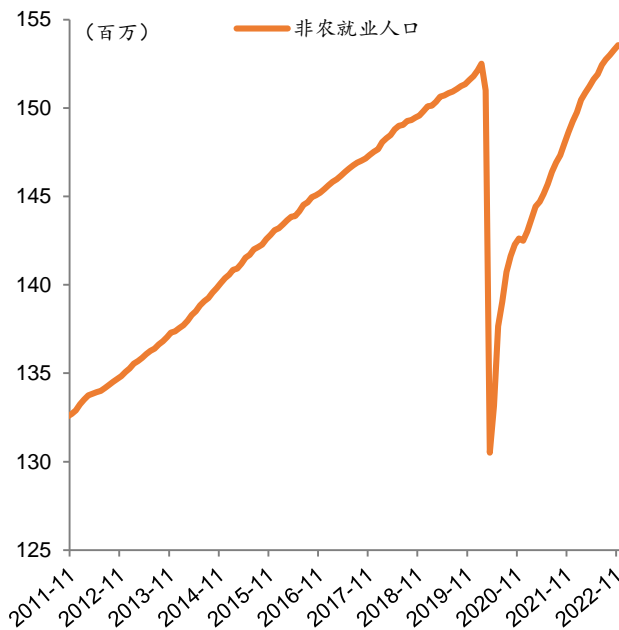
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 9: 首次和续请失业救济人数



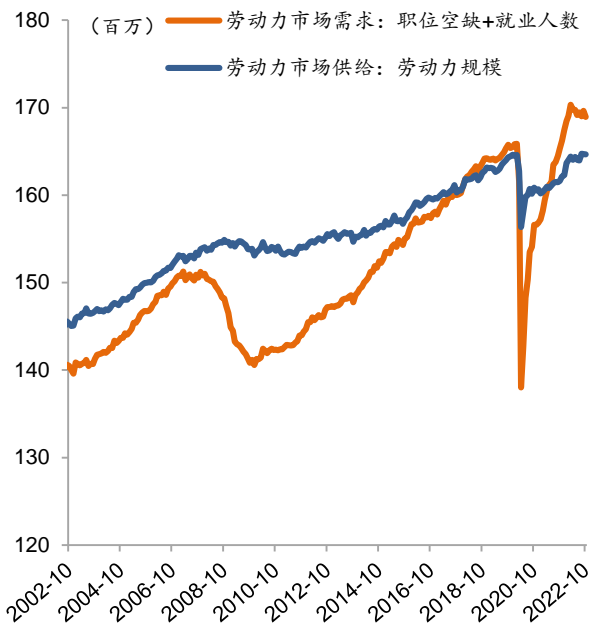
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 10: 非农就业人口



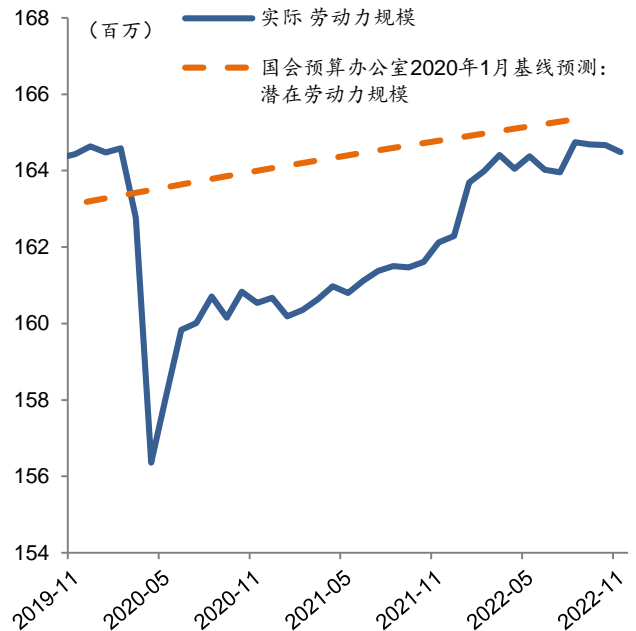
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 11: 美国劳动力市场供需缺口



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 12: 美国实际劳动力规模 vs 疫情前预测



资料来源: 万得、国会预算办公室、招商证券(香港)研究部

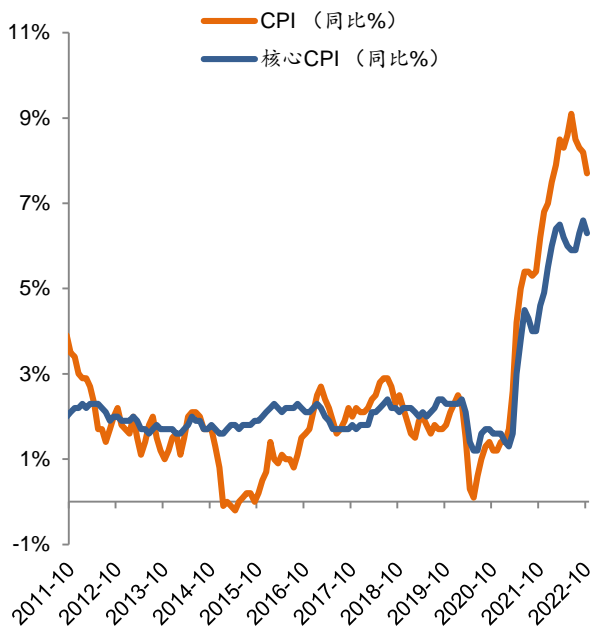
图表 13: 分行业非农就业人口(目前 vs 疫情前)

('000)	2020-02	2022-11	变动	变动%
非农就业人口总计	152,504	153,548	1,044	0.7%
私人:合计	129,625	131,130	1,505	1.2%
私人:商品生产:总计	21,095	21,323	228	1.1%
采矿业	686	639	-47	-6.9%
建筑业	7,624	7,750	126	1.7%
制造业	12,785	12,934	149	1.2%
耐用品	8,007	8,050	43	0.5%
非耐用品	4,778	4,884	106	2.2%
私人:服务生产:合计	108,530	109,807	1,277	1.2%
批发业	5,893	5,909	17	0.3%
零售业	15,598	15,767	170	1.1%
运输仓储业	5,795	6,493	698	12.0%
公用事业	547	543	-4	-0.7%
信息业	2,903	3,065	162	5.6%
金融活动	8,870	8,997	127	1.4%
专业和商业服务	21,393	22,459	1,066	5.0%
教育和保健服务	24,598	24,806	208	0.8%
休闲和酒店业	16,983	16,003	-980	-5.8%
其他服务业	5,951	5,765	-186	-3.1%
政府	22,879	22,418	-461	-2.0%
联邦政府	2,861	2,871	10	0.3%
州政府	5,310	5,284	-26	-0.5%
地方政府	14,708	14,263	-445	-3.0%

资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

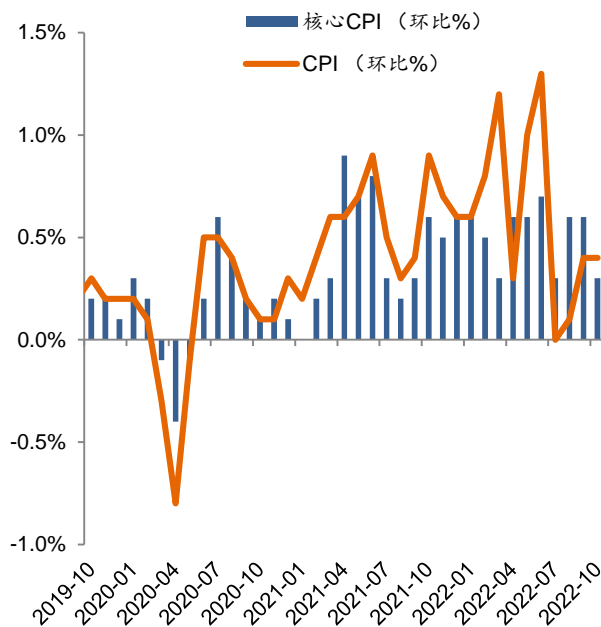
美国通胀数据

图表 14: 美国 CPI 和核心 CPI 同比



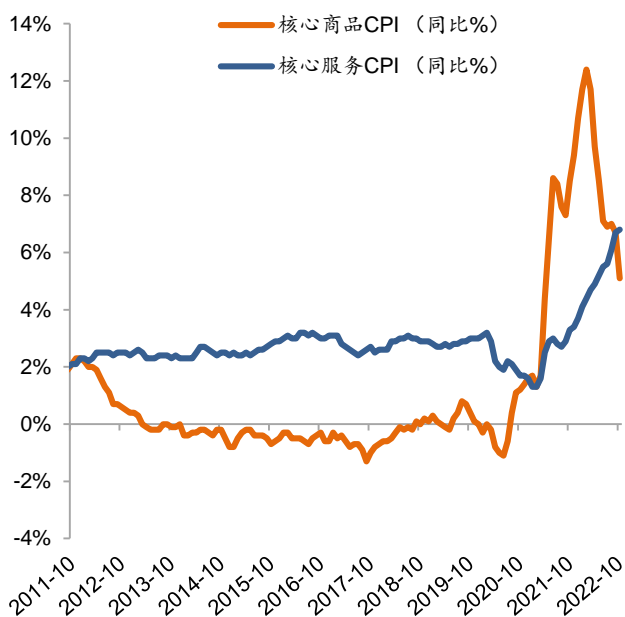
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 15: 美国 CPI 和核心 CPI 环比



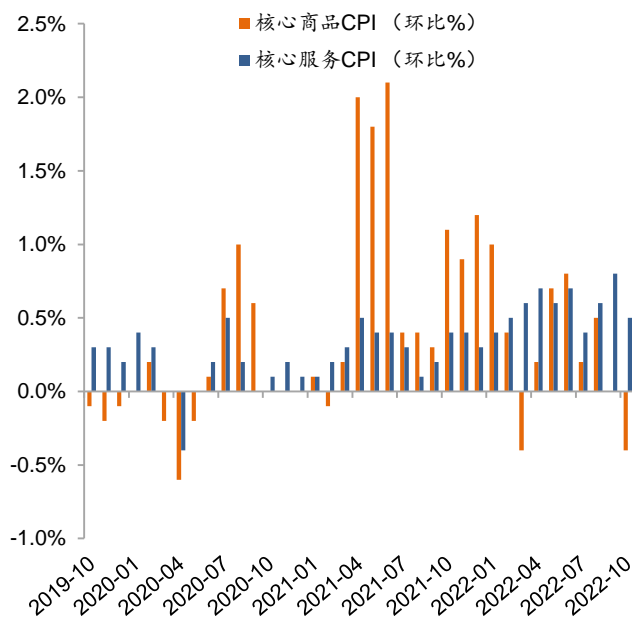
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 16: 核心商品和服务 CPI 同比



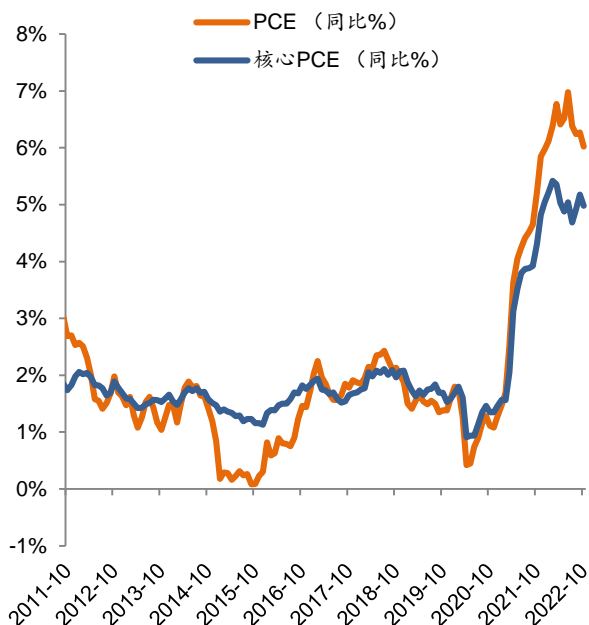
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 17: 核心商品和服务 CPI 环比



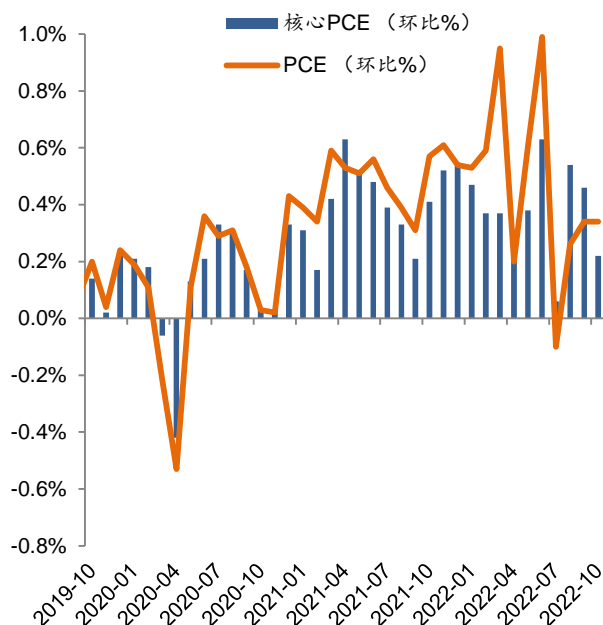
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 18: 美国 PCE 和核心 PCE 同比



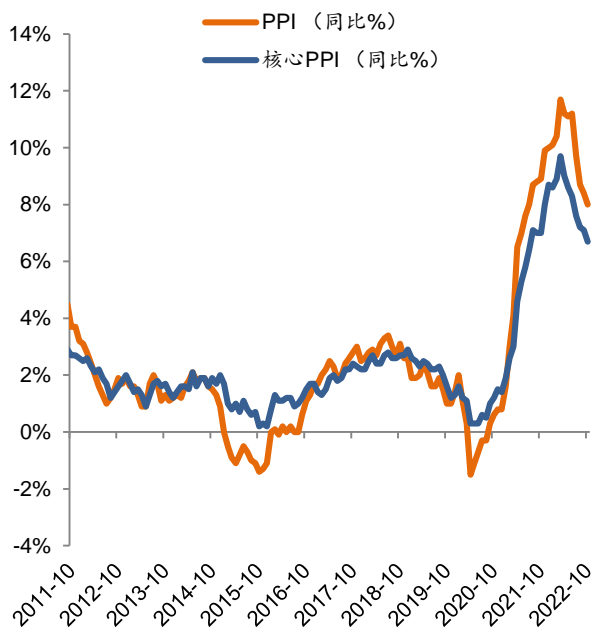
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 19: 美国 PCE 和核心 PCE 环比



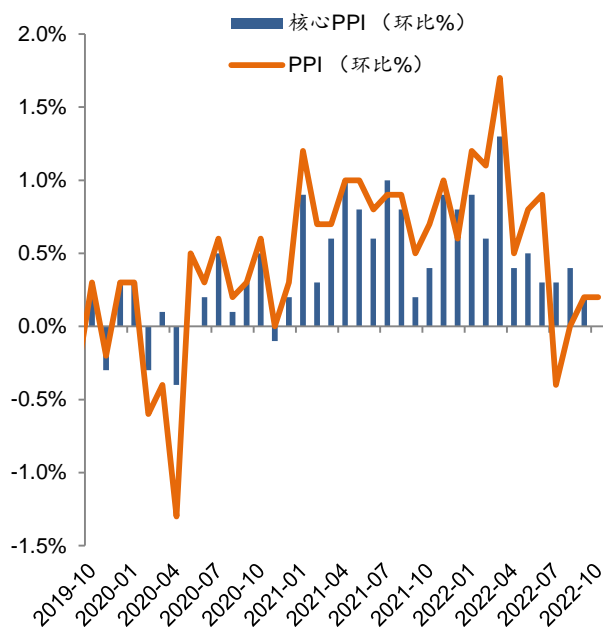
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 20: 美国 PPI 和核心 PPI 同比



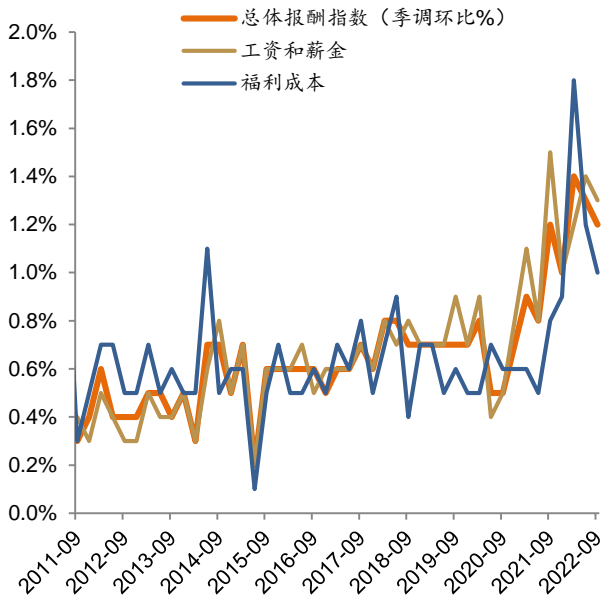
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 21: 美国 PPI 和核心 PPI 环比



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 22: 总体报酬指数



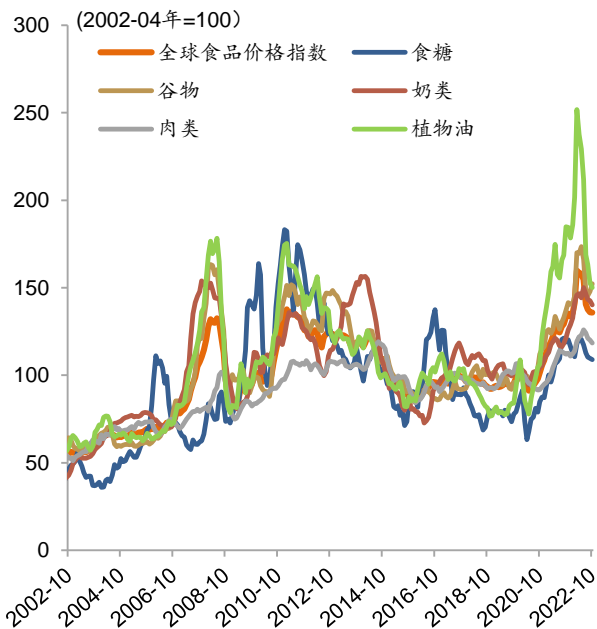
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 23: 汽油零售价格



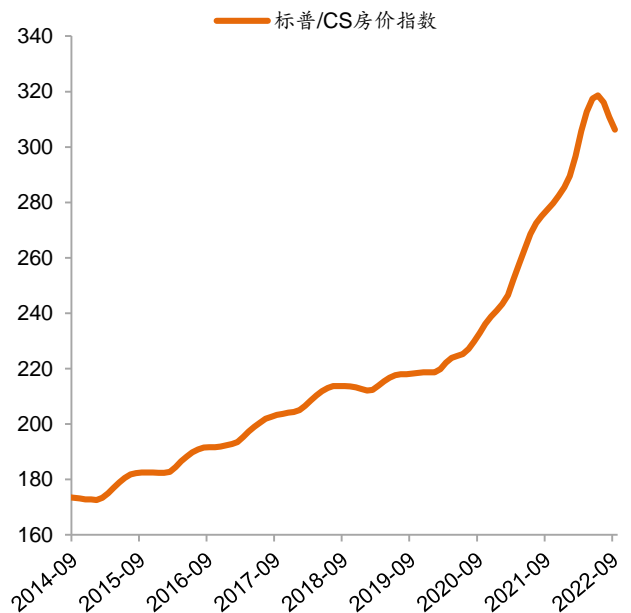
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 24: 全球食品价格指数



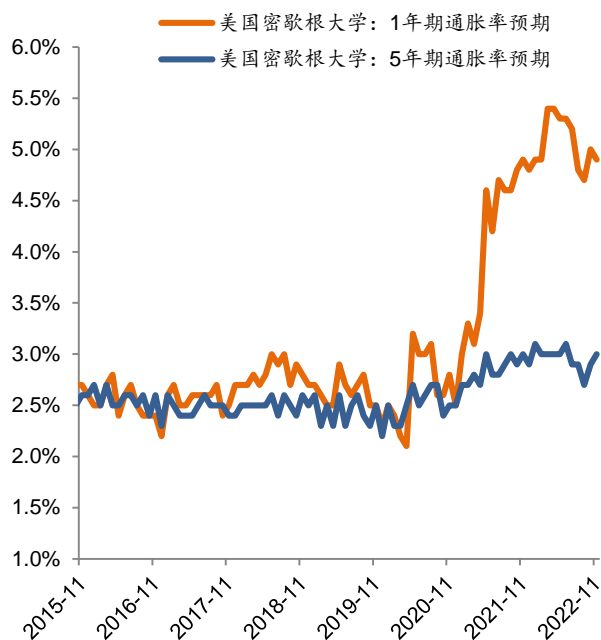
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 25: 美国房价指数



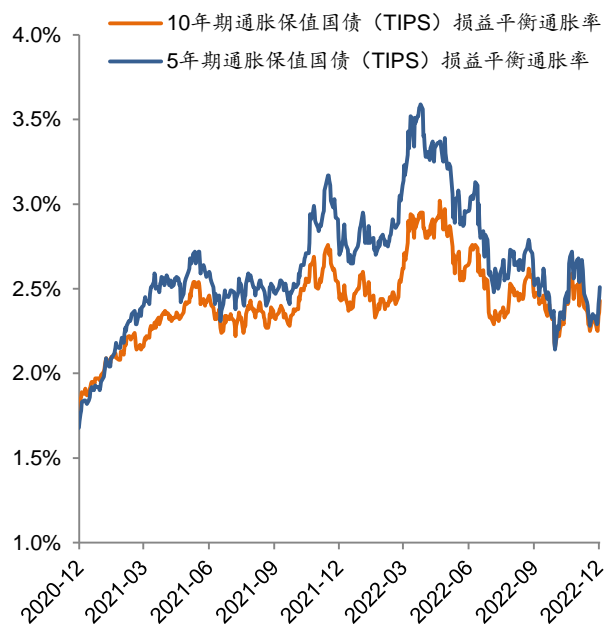
资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 26: 密歇根大学通胀预期



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 27: TIPS 损益平衡通胀率



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部;
数据截至2022年12月2日

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828