

非农薪资边际放缓，劳动力市场压力还需观察

20230107

核心内容：

- **新增就业略高于预期，失业率降低至3.5%，劳动参与率小幅回升** 12月新增非农就业22.3万人，继续超出20万人的市场预期，失业率从3.6%降低至3.5%的低位。非农时薪同比增速4.59%，环比0.27%，均放缓；同时11月时薪增速下修至同比4.80%和环比0.40%。劳动参与率上行0.1%至62.3%，55岁及以上参与率上行0.2至38.8%。总体上，12月非农数据依然反映出劳动力市场的韧性，供需不平衡的问题仍然存在，但好消息是时薪增速正在边际放缓。不过，薪资类似的边际放缓在8月和10月也出现过，仅凭12月份数据不能判断工资-物价螺旋的压力将会明显减轻，对非农数据保持观察。
- **薪资放缓支持加息终值不再提升，但劳动力市场韧性意味着降息可能要等到年末** 从近期的就业数据来看，我们认为（1）薪资增速低于5%意味着联邦基金利率的预计终值高于工资增速，这支持美联储不再提高加息终值并在一季度末停止加息。（2）劳动力市场的韧性意味着美国难以在2023上半年陷入衰退，因此不宜过早期待美联储降息。（3）虽然通胀将在上半年出现较快回落，但美国劳动人口的短期和中长期特征均指向服务价格中枢的小幅抬升，这会增加美联储将通胀预期锚定在2%的难度，但新的通胀中枢仍有望控制在3%以内。
- **服务业就业和薪资均边际放缓，但制造业略有回升** 从结构上来看，服务业仍是新增就业的集中区，但有所放缓，就业环比减少较多的还有非耐用消费品制造、信息业和政府雇员。上月下滑较多的批发业、零售业和运输仓储业出现了反弹；商品生产中，建筑业和耐用品制造业同样出现了较明显的环比改善。工资方面，制造业时薪的环比增速略有加快，服务放缓至年内低位，但环比仍接近0.3%。在失业率低位的情况下，薪资的环比放缓需要未来数据的进一步确认。
- **时薪增速难以快速下降，菲利普斯曲线的陡峭化支持核心通胀中枢抬升** 从私人非农时薪的环比增速来看，即使在2008年金融危机的深度衰退后，时薪环比增速季度移动平均也维持在0.1%以上，2016-19年均值为0.25%。在美国面临浅衰退的假设下，以环比推算的薪资同比增速在2023Q4仍可能保持在3.2%左右。其次，2023年部分月份通胀可能低于名义工资增速，这也会扩大实际收入和居民消费的能力。因此，通胀稳定回落至2%在2023年难度较大。另外，近期菲利普斯曲线的斜率更加陡峭，比“大缓和”时代的平滑曲线有显著的抬升，这也表示在相同的劳动供给紧张程度下，核心通胀的水平可能会更高，这也是阻止美联储过早降息的理由。

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

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

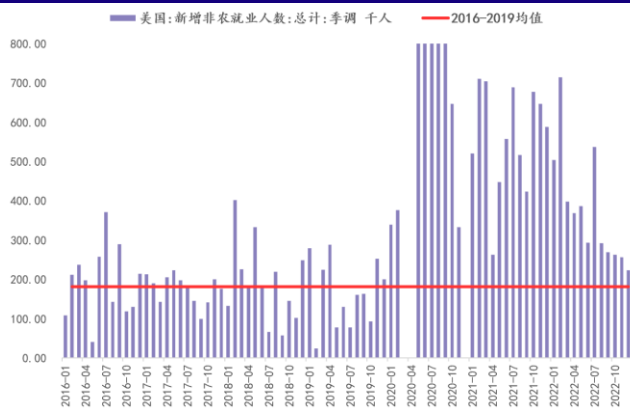
特别感谢：于金潼

美国劳工数据局 (BLS) 1 月 6 日公布了 12 月非农就业相关数据。12 月新增非农就业 22.3 万人, 继续超出 20 万人的市场预期, 失业率从 3.6% 降低至 3.5% 的低位。非农时薪同比增速 4.59%, 环比增速 0.27%, 均放缓; 同时 11 月时薪增速下修至同比 4.80% 和环比 0.40%。劳动参与率上行 0.1% 至 62.3%, 55 岁及以上参与率上行 0.2 至 38.8%。总体上, 12 月非农数据依然反映出劳动市场在节日期间的韧性, 供需不平衡的问题仍然存在, 但好消息是时薪增速正在边际放缓。不过, 薪资类似的边际放缓在 8 月和 10 月也出现过, 仅凭 12 月份数据不能判断工资-物价螺旋的压力将会明显减轻, 对非农数据保持观察。

美股在非农数据公布后的上涨和美债收益率的回落反映出市场在 12 月 FOMC 会议偏鹰派的展望后再次寻找支持紧缩缓和的信号, 下周 CPI 数据的公布有望给予这一信号更多的确认。单从近期的就业数据来看, 我们认为 (1) 薪资增速低于 5% 意味着联邦基金利率的预计终值高于工资增速, 这支持美联储不再提高加息终值并在一季度末停止加息。(2) 劳动市场的韧性意味着美国难以在 2023 上半年陷入衰退, 因此不宜过早期待美联储降息。(3) 虽然通胀将在上半年出现较快回落, 但美国劳动人口的短期和中长期特征均指向服务价格中枢的小幅抬升, 这增加美联储将通胀预期锚定在 2% 的难度, 但新的通胀中枢仍有望控制在 3% 以内。

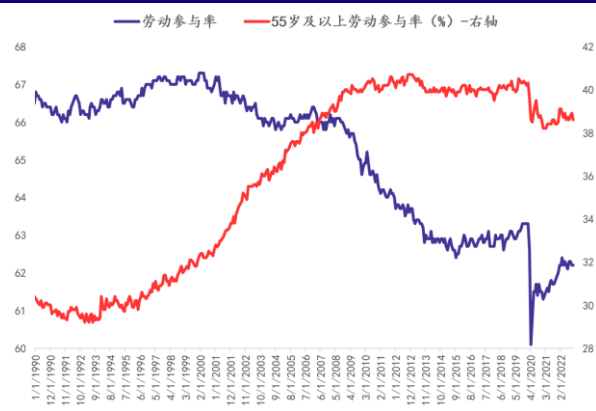
虽然新增就业超出预期, 但薪资放缓做了平衡, 12 月非农数据不影响美联储将利率终值控制在 5.00%-5.25% 并在一季度末停止加息的判断, 提振了近期偏谨慎的市场情绪。美元和美债的顶部基本确定, 美债的配置价值在高衰退概率下增加; 美元仍受到美国经济的相对韧性和缩表等因素的支撑, 不易快速下行。美股短期可能受益于利率风险降低的情绪, 但业绩底部还没有到来, 暂时不会反转。

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: 劳动参与率保持低位 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 3: 失业率继续处于历史低位 (%)

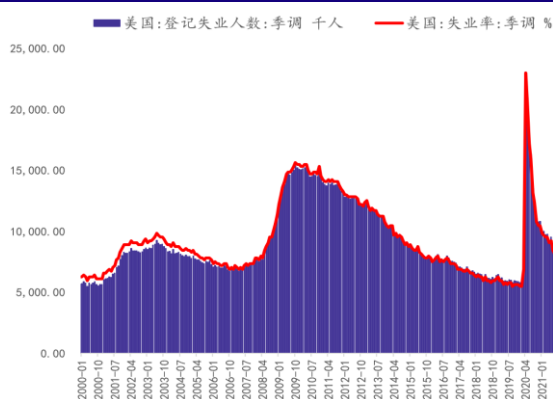
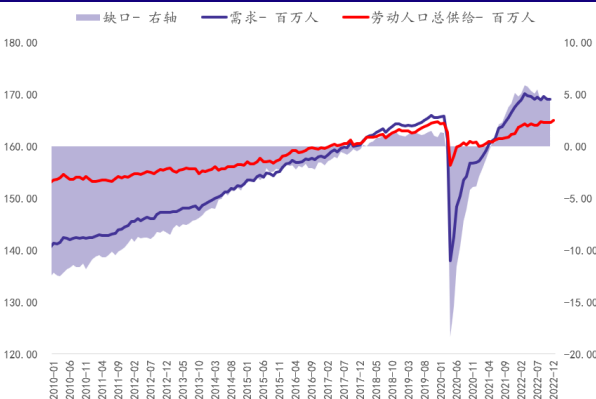


图 4: 劳动市场缺口较大 (百万人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

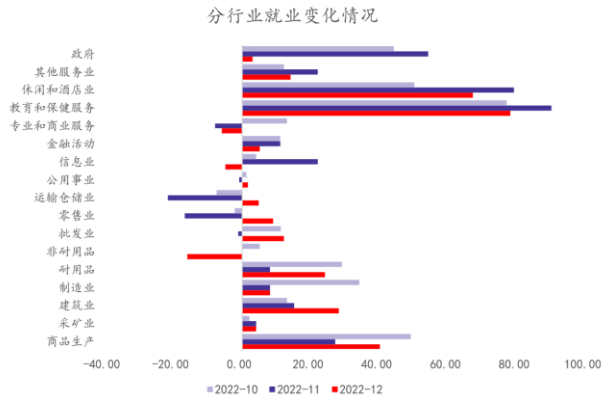
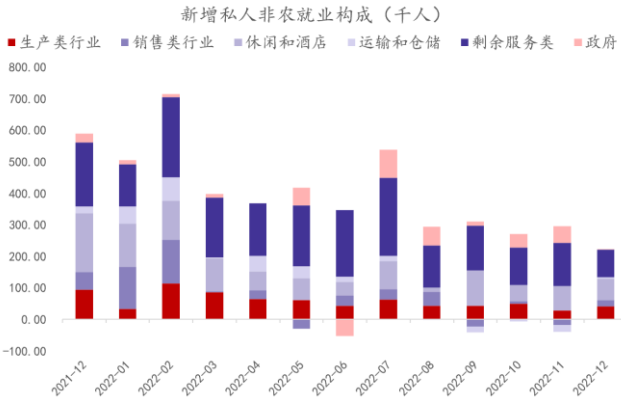
从结构上来看, 服务业仍是新增就业的集中区, 教育和保健服务多雇佣了 7.8 万人, 休闲和酒店业雇佣了 6.7 万人, 其他服务业雇佣了 1.4 万人, 但都出现了边际减少。其他就业环比减少较多的还有非耐用品制造、信息业和政府雇员。上月下滑较多的批发业、零售业和运输仓储业出现了反弹, 商品生产中建筑业和耐用品制造业同样出现了较明显的环比改善。

整体来看, 制造业的新增就业虽然边际改善, 但维持了较低的中枢, 而接触性服务业仍然是非农就业超预期的主要因素, 这和通胀中商品与服务的压力变化是一致的。12 月政府雇员环比少增 5.1 万人形成了干扰, 剔除政府人员的私人非农就业实际增加 22 万人, 反而略强于 11 月。其中比较值得关注的是商品生产相关的就业没有进一步下行, 这体现出美国商品消费虽然回落, 但也存在韧性。

从剔除通胀的实际个人消费支出来看, 服务业仍有恢复的空间, 美国商业银行的消费信贷环比仅出现轻微负增长, 同比仍在 10% 以上, 超额储蓄和能源与商品支出的减少也可以继续支持服务消费。同时, 尽管名义通胀在 2023 上半年预计较快放缓是好消息, 但这也意味着工资增速回落更慢的情况下实际收入可能转正, 这也会鼓励服务消费, 增加相关就业。因此, 服务行业的新增就业和工资依然会展现韧性, 成为通胀向 2% 回落的阻碍。

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



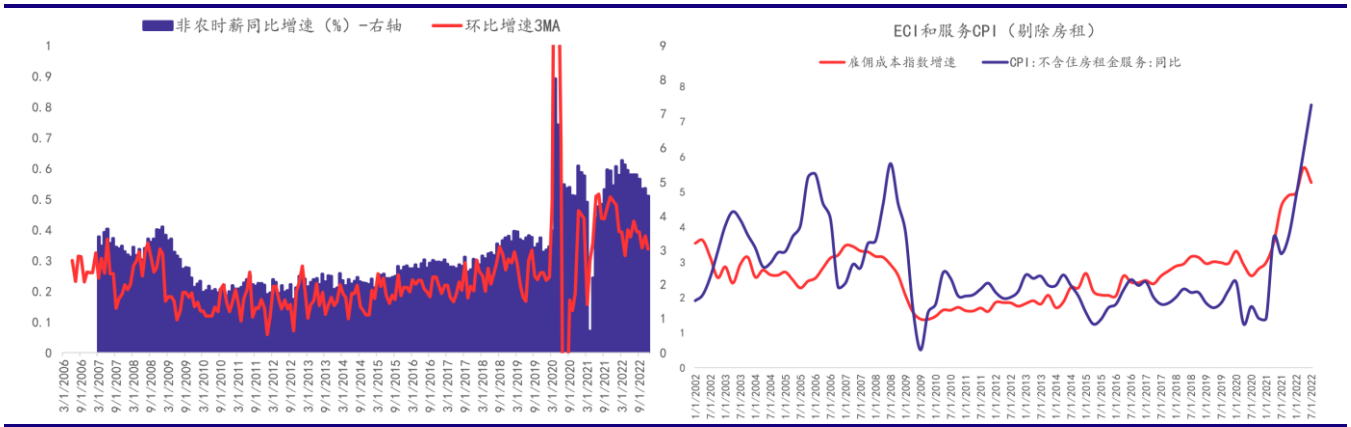
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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和环比增速均出现小幅放缓, 环比增长处于年内低位。从细项来看, 除了运输仓储业和公用事业以外的行业时薪均继续增长。12 月环比增速居前的分别是采矿业、金融活动、非耐用品、休闲酒店业和批发业; 其他服务业、仓储运输业、耐用品和零售业出现了环比负增长, 而新增就业较多的教育和保健服务薪资增速也出现了放缓。经过调整后的运出和仓储业薪资环比连续两个月下滑, 其新增岗位同样偏少, 这暗示美国运输行业的短缺正在缓解, 但需要警惕铁路和相关工会罢工的威胁。总体上, 制造业时薪的环比增速略有加快, 服务放缓至年内低位但环比仍接近 0.3%, 在失业率低位的情况下, 薪资的环比放缓需要未来数据的进一步确认。美联储官员们已经多次表示开始注意紧缩的滞后效果, 工资增速的放缓支持加息如期停止, 但劳动市场韧性会使美联储降息的时点延后, 用以防止通胀反复。

图 7: 非农时薪增速 (%)

图 8: 工资向物价传导压力尚存 (%)



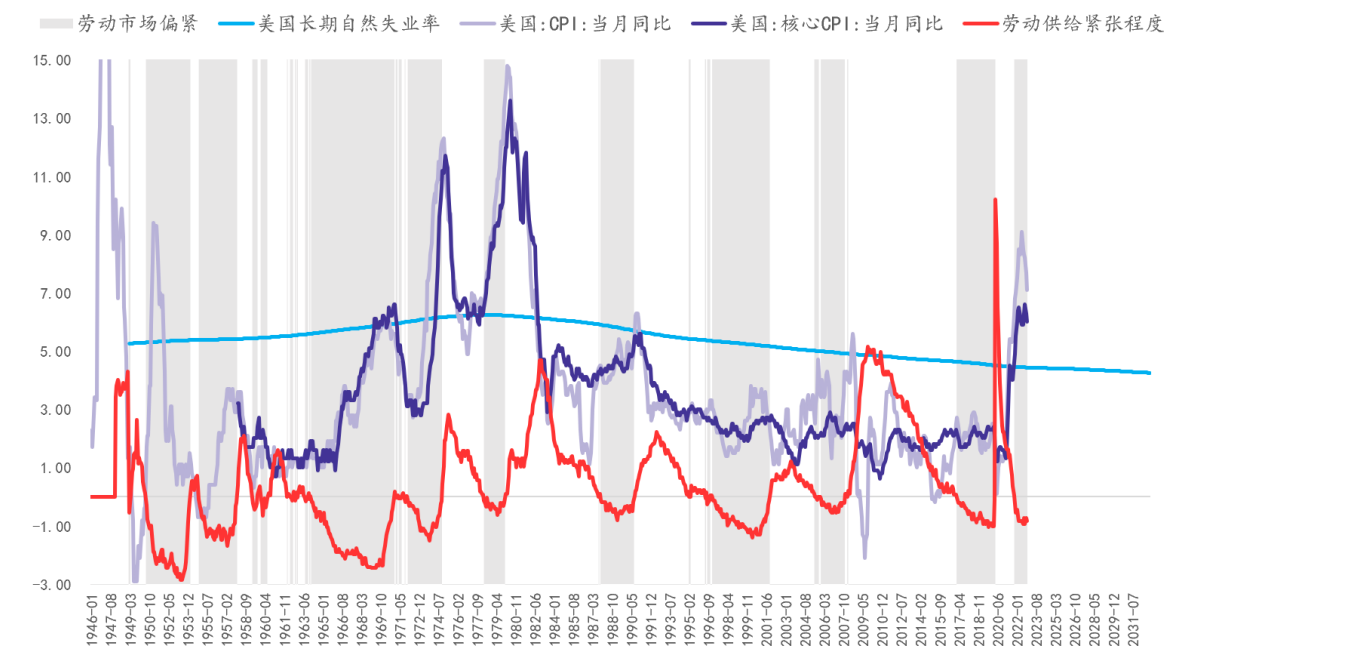
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

通胀依然是决定美国金融政策与市场走势的决定性变量，虽然其 2023 上半年快速回落的概率较高，但劳动市场对服务价格影响仍是最大的不确定性。目前来看，劳动市场数据的缓慢降温既支持加息的放缓与停止，也支持美联储坚持半年以上不降息。同时，通胀中枢也不易向 2% 快速靠拢：首先，从私人非农时薪的环比增速来看，除了疫情个别月份其 3 月移动平均值降至负值以外，即使在 2008 年金融危机的深度衰退后，时薪环比增速也维持在 0.1% 以上，而其 2016-19 年均值为 0.25%。在美国面临浅衰退的假设下，以环比推算的薪资同比增速在 2023Q4 仍可能保持在 3.2% 左右。其次，2023 年部分月份通胀可能低于名义工资增速，这也会扩大实际收入和居民消费的能力。因此，通胀稳定回落至 2% 在 2023 年难度较大。

另外，近期菲利普斯曲线的斜率更加陡峭，比“大缓和”时代的平滑曲线有显著的抬升，这也表示在相同的劳动供给紧张程度下，核心通胀的水平可能会更高，这也是阻止美联储过早降息的理由。

图 9：“大缓和”时代（1995-疫情前），劳动市场偏紧伴随着核心通胀的提升，这一趋势最近再次显现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10：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
	2022-12	2022-11	2022-10	2022-12	2022-11	2022-10	2022-10	2022-09	2022-08	
非农总计	223.0	256.0	263.0				-517.0	-200.0	-858.0	
非农私人合计	220.0	202.0	219.0	32.82	32.73	32.64	-481.0	-141.0	-798.0	
商品生产	40.0	27.0	49.0	33.10	32.98	32.88				
采矿业	4.0	4.0	2.0	37.31	36.62	36.56	-6.0	1.0	-2.0	
建筑业	28.0	15.0	13.0	35.37	35.28	35.26	-67.0	-9.0	-78.0	
制造业	8.0	8.0	34.0	31.44	31.36	31.29	-64.0	6.0	-104.0	
耐用品	24.0	8.0	29.0	32.90	32.93	32.90	-33.0	-11.0	-62.0	
非耐用品	-16.0	0.0	5.0	28.93	28.71	28.67	-31.0	17.0	-42.0	
服务生产	180.0	175.0	170.0	32.76	32.67	32.59				
批发业	12.1	-1.3	11.2	28.21	28.17	28.18	-6.0	-3.0	-15.0	
零售业	9.0	-16.8	-2.3	35.93	35.71	35.64	-62.0	29.0	-149.0	
运输仓储业	4.7	-21.7	-7.5	23.42	23.44	23.28				
公用事业	1.6	-0.9	1.2	28.37	28.42	28.80				
信息业	-5.0	22.0	4.0	48.03	48.02	48.21	9.0	-29.0	-12.0	
金融活动	5.0	11.0	11.0	47.80	47.62	47.70	-11.0	-10.0	-38.0	
专业和商务服务	-6.0	-8.0	13.0	42.45	42.12	42.06	-81.0	-15.0	-14.0	
教育和保健服务	78.0	90.0	77.0	39.52	39.43	39.25	-47.0	18.0	-122.0	
休闲和酒店业	67.0	79.0	50.0	32.27	32.21	32.08	-136.0	-80.0	-224.0	
其他服务业	14.0	22.0	12.0	20.64	20.50	20.41	-65.0	-31.0	-9.0	
政府	3.0	54.0	44.0							

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。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

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院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

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

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn