

宏观动态跟踪报告

“强就业”是福是祸？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

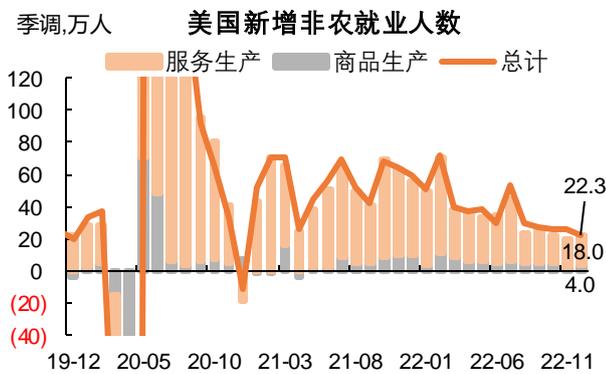
- **1、美国就业数据不弱。**美国12月新增非农就业22.3万人，为2021年1月以来新低，但仍强于预期，且除政府外的私人部门就业人数走强。美国12月失业率回落并处于历史低位的3.5%，劳动参与率回升0.1个百分点至62.3%。12月非农平均时薪环比增长0.27%，低于预期的0.4%，为近十个月以来最低增速。假设美国12月PCE同比与非农非管理人员时薪同比一致，或在5%左右，根据CPI与PCE的历史相关性推算，即将公布的12月CPI同比或在6.4%左右。
- **2、市场反应暂时积极。**12月就业数据公布后，市场加息预期降温，风险偏好回暖，美股、美债走强，美元指数走弱。据CME FedWatch，12月就业数据公布前后，市场对2023年利率终点的高度预期有所下降。我们理解，市场主要逻辑有二：一方面，新增非农数据进一步减少，且薪资增速超预期下滑，暗示通胀压力进一步改善，继而押注美联储尽早停止加息。另一方面，失业率维持低位、劳动力参与率有所回升，体现出美国经济仍有韧性，缓解了市场的“衰退恐慌”，强化了“软着陆”的希望。
- **3、警惕通胀和“硬着陆”风险。**1) 因劳动力供给不足导致的低失业率，仍在酝酿通胀风险。即便美国通胀率处于回落之中，通胀预期也随之改善，但就业市场紧俏仍可能使工资增速保持较高粘性。目前劳动报酬是居民收入的重要来源。进而，工资增长不仅抬升生产成本，也夯实居民消费能力与意愿，“工资-物价”螺旋风险仍高。2) 美国经济“软着陆”窗口很窄。一方面，如果就业市场不够软化，美联储可能需要加强紧缩，“制造”更深的经济衰退。我们认为，当美国失业率低于4%时，美联储很难“放心地”停止加息；而当失业率低于5%时，美联储选择“转向”(pivot)、考虑降息的底气可能不足。另一方面，我们倾向于认为，目前市场可能低估了未来就业市场的降温程度。历史数据显示，美国实际GDP同比增速与失业率走势保持显著的相关性。如果就业市场快速降温，居民消费和投资活动或进一步收缩，企业盈利也会受冲击，陷入某种“恶性循环”，使美国经济陷入更为典型的衰退周期。
- **总之，我们认为“强就业”对美国经济和市场而言弊大于利，因其酝酿了通胀回落不足、货币紧缩不够的风险，最终可能引致更紧的货币政策和更大的经济衰退风险。对市场而言，低估经济衰退的程度、低估美联储紧缩的力度，两大“预期差”的风险仍然存在。未来一段时间，美股仍可能震荡调整，美债利率和美元指数均存在反弹风险。**
- **风险提示：**新的供给冲击出现使通胀恶化，美联储政策变化超预期，美国经济衰退超预期等。

美国 12 月就业数据不弱，虽然新增非农创近两年最低，但失业率回落至 3.5% 的历史低位。不过，市场似乎更加关注薪资增速回落，继而押注美联储尽早停止加息。同时，由于失业率维持低位、劳动力参与率有所回升，美国经济看起来仍有韧性，缓解了市场的“衰退恐慌”。但我们认为，“强就业”对美国经济和市场而言弊大于利，因其酝酿了通胀回落不足、货币紧缩不够的风险，最终可能引致更紧的货币政策和更大的经济衰退风险。

一、美国就业数据不弱

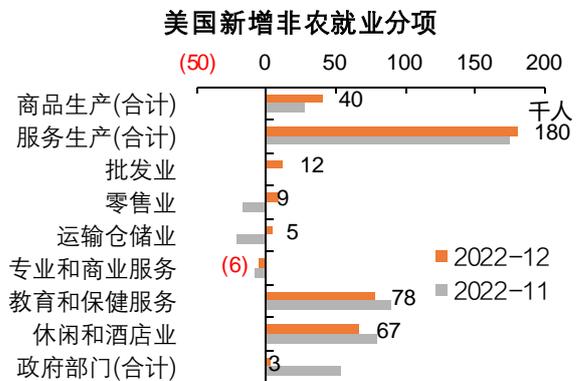
美国 12 月新增非农就业为 2021 年 1 月以来新低，但仍强于预期，且除政府外的私人部门就业人数走强。美国时间 2023 年 1 月 6 日公布的就业数据显示，美国 2022 年 12 月新增非农就业 22.3 万人，略高于预期的 20.2 万人，但是创下 2021 年 1 月以来最低水平，前值由 26.3 万人下修为 25.6 万人。结构上，12 月商品生产（4 万，前值 2.7 万）和服务生产（18 万，前值 17.5 万）就业人数实际上均高于前值，政府部门（0.3 万，前值 5.4 万）就业缩水是主要拖累。

图表1 美国新增非农就业为 2021 年 1 月以来新低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

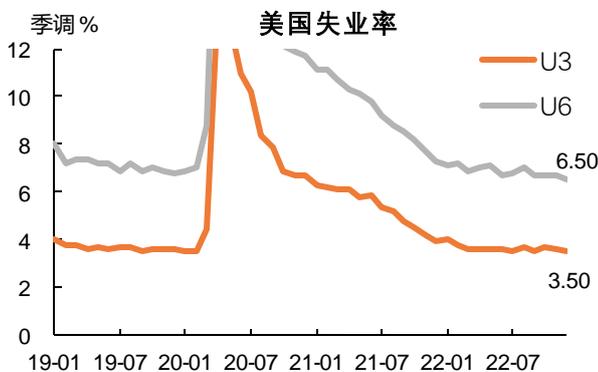
图表2 除政府外的私人部门就业人数走强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

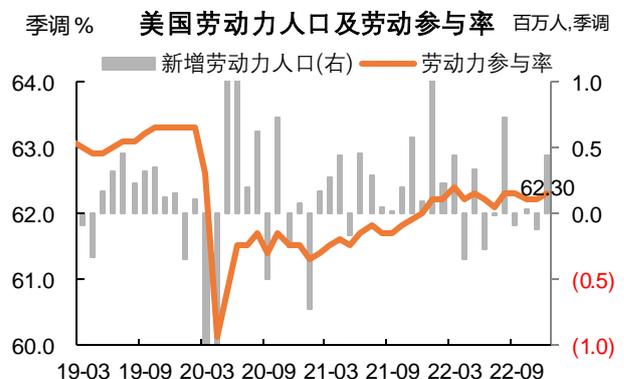
美国 12 月失业率回落并处于历史低位；劳动参与率回升。美国 12 月 U3 失业率为前值 3.7% 回落至 3.5%，持平于新冠疫情以来最低水平；U6 失业率为 6.7% 下降至 6.5%，创下历史新低。12 月劳动参与率回升 0.1 个百分点至 62.3%，对应新增劳动力 43.9 万人，使得劳动力总人口达到 1.65 亿人，创下历史新高。

图表3 美国 12 月失业率回落并处于历史低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

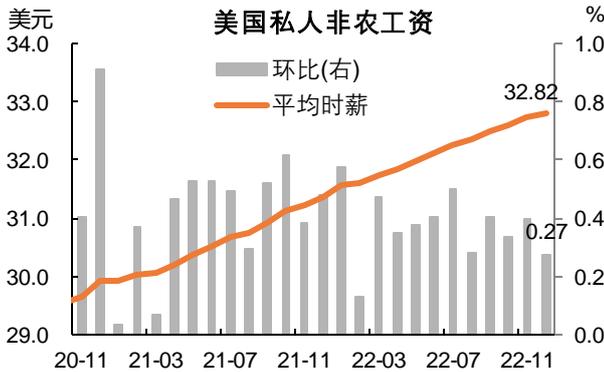
图表4 美国 12 月劳动参与率回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

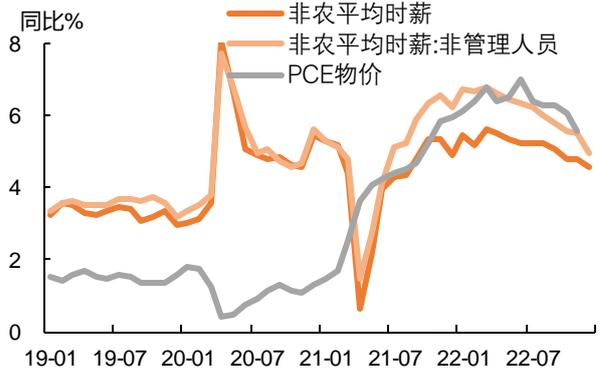
美国 12 月工资增速明显回落, 工资-物价螺旋压力有望边际缓和。美国 12 月非农平均时薪为 32.82 美元, 环比增长 0.27%, 低于预期的 0.4%, 为近十个月以来最低增速; 同比增长 4.6%, 低于前值的 4.8% 和预期值 5.0%, 为 2021 年 9 月以来最低。同时, 非农非管理人员平均时薪同比为 5.0%, 创 2021 年 7 月以来新低, 与非农平均时薪同比增速的差距缩窄。对比来看, 美国 11 月 PCE 物价同比为 5.5%, 与非农非管理人员时薪增速接近。假设美国 12 月 PCE 同比与非农非管理人员时薪同比一致, 或在 5% 左右, 根据 CPI 与 PCE 的历史相关性推算, 即将公布的 12 月 CPI 同比或在 6.4% 左右。

图表5 美国 12 月工资环比增速回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 工资-物价螺旋压力有望边际缓和

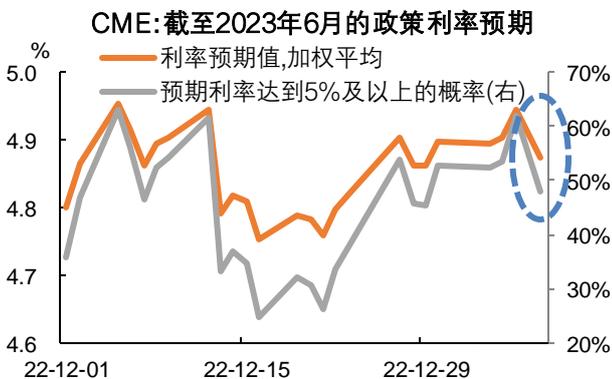


资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、市场反应暂时积极

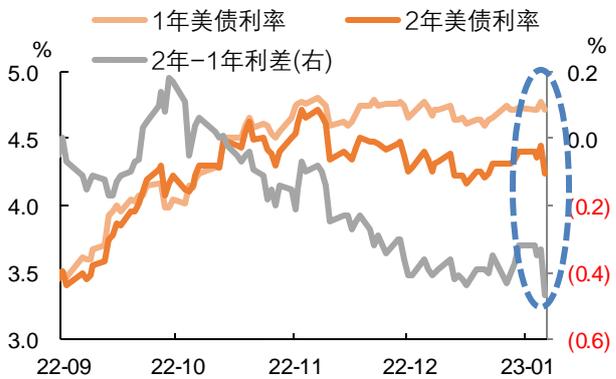
12 月就业数据公布后, 市场加息预期降温, 风险偏好回暖, 美股、美债走强, 美元指数走弱。据 CME FedWatch, 12 月就业数据公布前后, 市场对 2023 年利率终点的高度预期有所下降; 截至 2023 年 6 月会议的政策利率加权平均预期值由 4.94% 下降至 4.87%, 届时政策利率至少达到 5% 的概率由 62% 下降至 48%。2023 年 1 月 6 日, 2 年期和 1 年期美债收益率分别下降 21BP 和 7BP, 二者利差倒挂幅度加深至 47BP, 体现出市场对美联储加息的可持续性质疑加大。1 月 6 日, 就业数据公布后, 美股三大指数由跌转涨, 均收涨超 2%; 10 年美债收益率整日大跌 16BP 至 3.55%, 创 12 月 16 日以来最低; 美元指数整日跌 1.2% 至 103.9, 创 12 月 14 日以来新低。

图表7 12 月就业数据公布后, 市场加息预期降温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 债券市场对美联储加息的可持续性质疑加大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

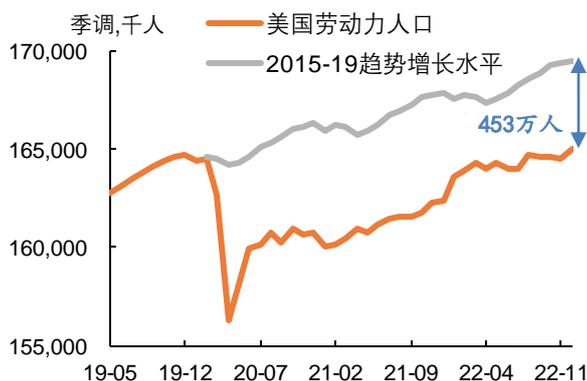
我们理解，市场对就业数据的反应较为积极，主要逻辑有二：一方面，新增非农数据进一步减少，且薪资增速超预期下滑，暗示通胀压力进一步改善，继而押注美联储尽早停止加息。从 CME 市场预期可见，目前市场认为本轮终端利率超过 5% 的概率不足 50%，而美联储 12 月会议点阵图显示，超过半数委员认为 2023 年政策利率应至少达到 5%。另一方面，失业率维持低位、劳动力参与率有所回升，体现出美国经济仍有韧性，缓解了市场的“衰退恐慌”，强化了“软着陆”的希望。

三、警惕通胀和“硬着陆”风险

然而，我们认为以上想法可能过于乐观：

首先，因劳动力供给不足导致的低失业率，仍在酝酿通胀风险。如我们前期报告《“强非农”数据背后的风险》指出的，美国就业市场紧俏的核心原因是劳动力供给不足。截至 2022 年 12 月，美国劳动力人数较 2015-19 年趋势增长水平少了 453 万人，截至 11 月的非农职位空缺数较 2020 年 2 月多出 345 万个，而失业总人数为 572.2 万人、基本持平于 2020 年 2 月疫情前水平。这说明，更少的劳动力参与程度，使就业市场维持“卖方市场”，雇员拥有相对更高的议价权，使工资增速维持较快上升。因此，即便美国通胀率处于回落之中，通胀预期也随之改善，但就业市场紧俏仍可能使工资增速保持较高粘性。关注到，截至 2022 年 11 月，美国居民总收入中来自“雇员报酬”的比重已升至 62.4%，创 2010 年以来最高水平。这说明，目前劳动报酬是居民收入的重要来源。进而，工资增长不仅抬升生产成本，也夯实居民消费能力与意愿，“工资-物价”螺旋风险仍高。

图表9 美国劳动力人口低于趋势增长水平 453 万人



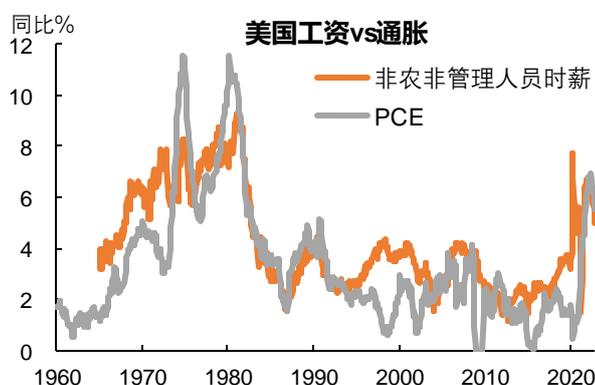
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表10 美国职位空缺数高出疫情前水平 345 万个



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表11 目前美国工资-物价螺旋风险仍高



资料来源：Wind, 平安证券研究所

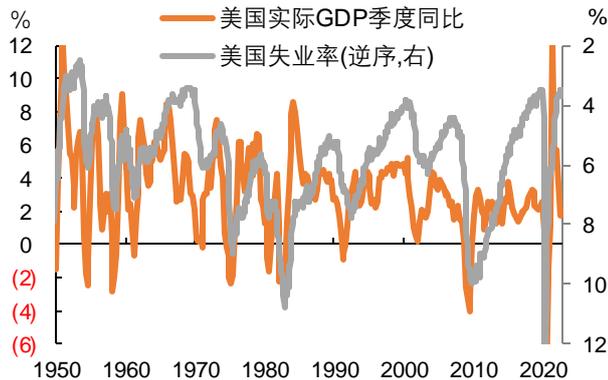
图表12 目前劳动报酬是美国居民收入的重要来源



资料来源：Wind, 平安证券研究所

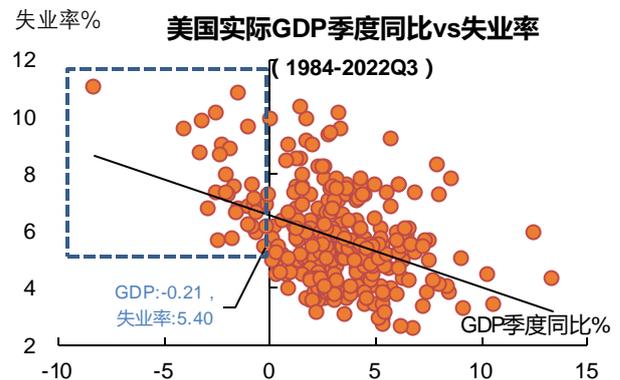
其次，美国经济“软着陆”窗口很窄。一方面，如果就业市场不够软化，美联储可能需要加强紧缩，“制造”更深的经济衰退。我们认为，当美国失业率低于4%时，美联储很难“放心地”停止加息；而当失业率低于5%时，美联储选择“转向”(pivot)、考虑降息的底气可能不足。另一方面，我们倾向于认为，目前市场可能低估了未来就业市场的降温程度。历史数据显示，美国实际GDP同比增速与失业率走势保持显著的相关性。1984年以来的数据显示，当GDP季度同比萎缩时，失业率至少达5.4%。我们认为，即便供给因素暂时压低了失业率，但失业率与经济增长之间辩证统一的关系仍然存在。随着美国总需求继续降温，一方面企业用工需求将进一步收缩，另一方面劳动力供给可能“被迫”增加，但新进入者未必能轻松找到工作，继而失业率可能明显抬升。如果就业市场快速降温，居民消费和投资活动或进一步收缩，企业盈利也会受冲击，陷入某种“恶性循环”，使美国经济陷入更为典型的衰退周期。

图表13 美国实际GDP增速与失业率具有历史相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 当实际GDP同比萎缩, 失业率至少达5.4%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

总之，我们认为“强就业”对美国经济和市场而言弊大于利，因其酝酿了通胀回落不足、货币紧缩不够的风险，最终可能引致更紧的货币政策和更大的经济衰退风险。对市场而言，低估经济衰退的程度、低估美联储紧缩的力度，两大“预期差”的风险仍然存在。未来一段时间，美股仍可能震荡调整，美债利率和美元指数均存在反弹风险。

风险提示：新的供给冲击出现使通胀恶化，美联储政策变化超预期，美国经济衰退超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033