

紧张状态下的弱松动信号

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023年1月10日

投资摘要:

12月美国劳动力市场仍维持紧张状态,但新增非农就业人数环比下降、时薪增速下降、时薪下降行业增加等边际变化已指示劳动力市场有所松动。通胀中的服务价格与劳动力市场密切相关,由于目前尚未出现服务价格下降的确切证据,美联储鹰派立场短期内料难改变。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

就业市场仍相对紧张

- ◆ **新增非农就业人数环比下降,服务业仍是贡献主力。**12月美国新增非农就业人数22.3万人,前值26.3万人,预期20万人,环比下降15.2%。分行业来看,12月商品生产新增非农就业人数4万人,服务生产新增18万人,服务业仍是目前就业市场的主力支撑。
- ◆ **失业率指示就业市场紧张状态。**12月末美国失业率3.5%,前值3.6%,与2020年2月持平,再次下行至年内最低,就业市场仍趋紧张。
- ◆ **就业市场状况支持美联储鹰派立场。**一方面,就业市场偏强的状态减小了美联储在加息途径中对经济衰退的担忧。另一方面,就业市场紧张状况并未出现实质性缓解,这意味着工资对通胀的压力仍未减弱。与制造业等资本密集度较高的行业不同,服务业对利率的敏感程度较弱,通常紧缩压力先期施加于行业的投资需求,随后带动服务需求的收缩。但12月服务生产的新增就业人数仍未传递明显的降温信号,“革命尚未成功”,政策也难以放松。

新增就业人数行业分化

- ◆ **非耐用品制造业就业人数首度下降,建筑业、耐用品制造业新增就业人数环比走高。**12月采矿业新增就业人数0.4万人,与11月持平;建筑业新增2.8万人,环比多增1.3万人;耐用品制造业新增2.4万人,环比多增1.6万人;非耐用品制造业就业人数下降1.6万人,融资成本的上升和需求的收缩对部分行业的影响开始显现。
- ◆ **与商品相关行业新增就业人数普遍维持低位。**服务生产新增就业人数主要由教育和保健服务、休闲和酒店业贡献,12月二者分别新增就业7.8和6.7万人。前期CPI中核心商品的下降暗含商品市场降温,以及利率压力由高资本行业(如制造业)向服务业传导均引致服务业中与商品相关的行业首先受到影响,如零售、仓库。

薪资仍有增长动力

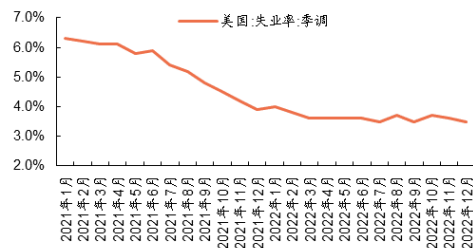
- ◆ **非农企业员工平均时薪增速有下行趋势。**12月非农企业员工平均时薪32.82美元,前值32.73美元,环比上涨0.27%,增速较11月下降0.21个百分点。环比增速下降说明劳动力市场紧张程度边际缓解。
- ◆ **商品上产与服务生产时薪增速分化。**分行业来看,12月从事商品生产员工的平均时薪33.1美元,前值32.98美元,环比上涨0.36%,增速较11月上升0.06个百分点;从事服务生产员工的平均时薪32.76美元,前值32.67美元,环比上涨0.28%,增速较11月下降0.12个百分点。
- ◆ **平均时薪环比下降行业显著增加。**12月共有4个行业平均时薪较上月下降,而11月仅有公共事业平均时薪增速环比下降,美联储紧缩政策的影响范围有扩大趋势。

企业劳动力需求有下降趋势

- ◆ **企业招工需求略有下降,职位紧张程度再次上升。**12月美国非农职位空缺率6.4%,与11月持平,职位空缺数1045.8万个,前值1051.2万个,环比减少5.4万个。单从职位缺口来看,企业招工需求小幅收缩,但如果考虑失业人口,则紧张程度有并未出现显著松动。我们用职位空缺数与失业人口比值表征职位缺口与失业人口的相对强弱,12月比值为1.77,即一名失业者对应1.77个职位空缺,前值为1.74。但从趋势来看,职位空缺数/失业人口的下行趋势比较明显,预计未来企业招工需求将进一步收缩。

风险提示: 经济衰退风险超预期、需求超预期收缩。

美国 2021-22 年失业率



资料来源: wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《短期扰动难阻趋势回归——宏观经济研究周报》2022-11-15
- 2、《还原汇率指数 捕捉逆周期因子——宏观经济研究周报》2022-11-27
- 3、《中间价形成机制隐含的汇率预测方法——宏观经济研究周报》2022-12-11
- 4、《探底途中——宏观经济研究周报》2022-12-18
- 5、《站在新一轮周期的起点——宏观经济研究周报》2022-12-25
- 6、《超季节性收缩——宏观经济研究周报》2023-1-2

内容目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 1. 每周一谈：美国 12 月非农就业数据点评 | 3 |
| 1.1 就业市场仍相对紧张 | 3 |
| 1.2 新增就业人数行业分化 | 4 |
| 1.3 薪资仍有增长动力 | 5 |
| 1.4 企业劳动力需求有下降趋势 | 6 |
| 2. 风险提示 | 7 |

图表目录

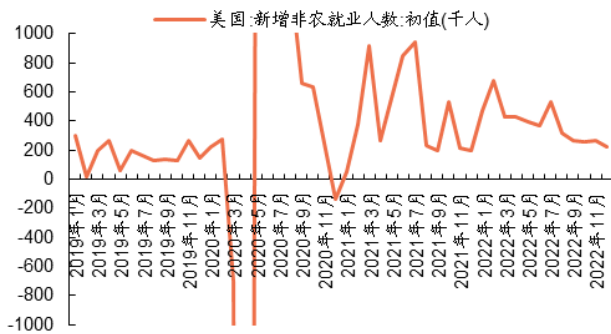
| | |
|---|---|
| 图 1： 2019-22 年美国新增非农就业人数 | 3 |
| 图 2： 2021-22 年美国商品生产和服务生产新增非农就业人数 | 3 |
| 图 3： 2019-22 年美国失业率与就业率 | 3 |
| 图 4： 2021-22 年美国商品生产各行业非农新增就业人数 | 4 |
| 图 5： 2021-22 年美国服务生产各行业非农新增就业人数 | 4 |
| 图 6： 2021-22 年非农企业平均时薪增速 | 5 |
| 图 7： 2021-22 年商品生产与服务生产平均时薪增速 | 5 |
| 图 8： 2021-22 年美国各行平均时薪及增速 | 5 |
| 图 9： 2020-22 年美国失业率与劳动参与率 | 6 |
| 图 10： 2020-22 年美国劳动力人口 | 6 |
| 图 11： 2020-22 年美国职位空缺数与空缺率 | 7 |
| 图 12： 2020-22 年美国职位空缺数与失业人口比值 | 7 |

1. 每周一谈：美国 12 月非农就业数据点评

1.1 就业市场仍相对紧张

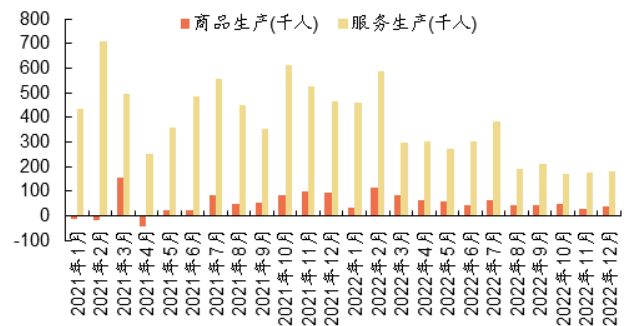
新增非农就业人数环比下降，服务业仍是贡献主力。12 月美国新增非农就业人数 22.3 万人，前值 26.3 万人，预期 20 万人，环比下降 15.2%（图 1）。进入 2022 年下半年后，单月新增非农就业人数规模自 7 月峰值逐步下行，目前已低于 2020 年 2 月水平。分行业来看，12 月商品生产新增非农就业人数 4 万人，服务生产新增 18 万人，服务业仍是目前就业市场的主力支撑。

图1：2019-22 年美国新增非农就业人数



资料来源：Wind，申港证券研究所

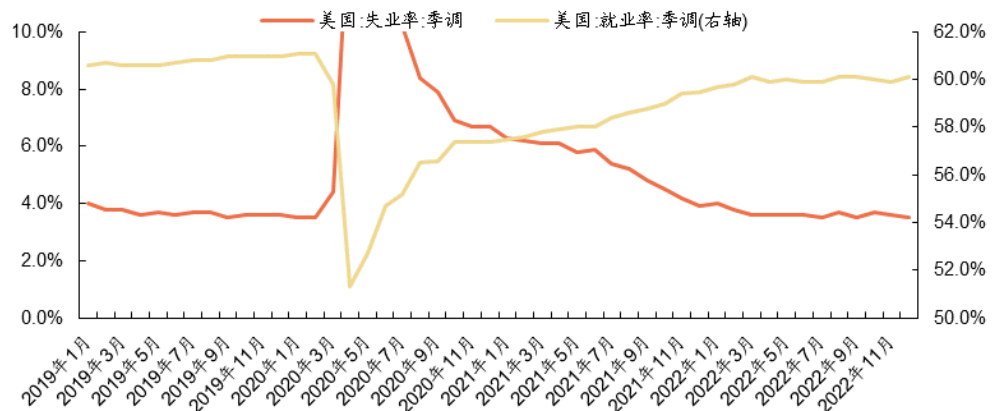
图2：2021-22 年美国商品生产和服务生产新增非农就业人数



资料来源：Wind，申港证券研究所

失业率和就业率指示就业市场紧张状态。12 月末美国失业率 3.5%，前值 3.6%，与 2020 年 2 月持平，再次下行至年内最低，就业市场仍趋紧张；12 月末就业率 60.1%，前值 59.9%，低于 2020 年 2 月 1 个百分点，就业率仍为恢复至疫情前（图 3）。

图3：2019-22 年美国失业率与就业率



资料来源：Wind，申港证券研究所

就业市场状况支持美联储鹰派立场。

- 一方面，就业市场偏强的状态减小了美联储在加息途径中对经济衰退的担忧。由于前瞻性指引和预期管理对通胀的关键影响，美联储在加息途径中保持着强硬的鹰派立场，但实际上，经济状况也是美联储政策考虑的重要变量，在控制通胀的

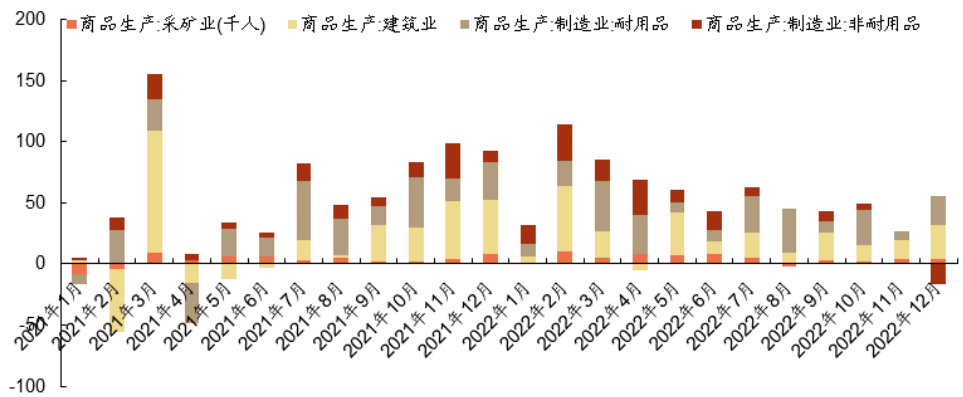
同时实现经济软着陆是最为理想的结果。目前就业市场的状态使美联储仍保持实现目标的信心。

- ◆ 另一方面，就业市场紧张状况并未出现实质性缓解，这意味着工资对通胀的压力仍未减弱。与制造业等资本密集度较高的行业不同，服务业对利率的敏感程度较弱，通常紧缩压力先期施加于行业的投资需求，随后带动服务需求的收缩。但 12 月服务生产的新增就业人数仍未传递明显的降温信号，“革命尚未成功”，政策也难以放松。

1.2 新增就业人数行业分化

非耐用品制造业就业人数首度下降，建筑业、耐用品制造业新增就业人数环比走高。12 月采矿业新增就业人数 0.4 万人，与 11 月持平；建筑业新增 2.8 万人，环比多增 1.3 万人；耐用品制造业新增 2.4 万人，环比多增 1.6 万人；非耐用品制造业就业人数下降 1.6 万人，融资成本的上升和需求的收缩对部分行业的影响开始显现(图 4)。

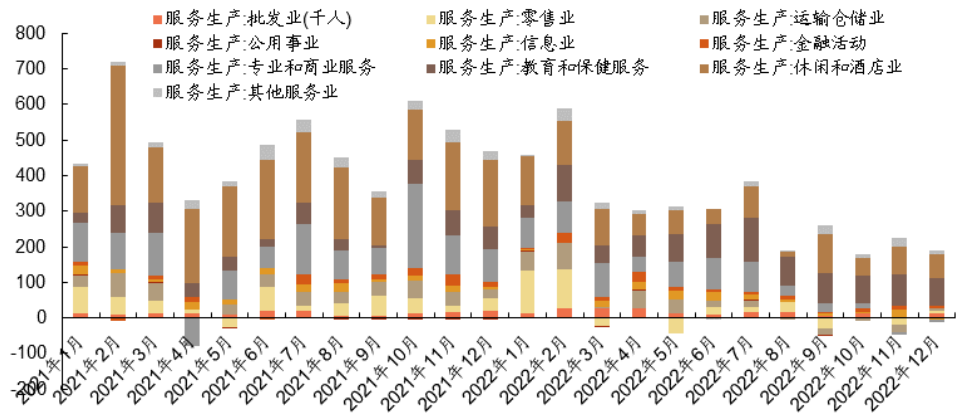
图4：2021-22 年美国商品生产各行业非农新增就业人数



资料来源：Wind，申港证券研究所

与商品相关行业新增就业人数普遍维持低位。服务生产新增就业人数主要由教育和保健服务、休闲和酒店业贡献，12 月二者分别新增就业 7.8 和 6.7 万人，均较上月环比减少。前期 CPI 中核心商品下降暗含商品市场降温，以及利率压力由高资本行业（如制造业）向服务业传导均引致服务业中与商品相关的行业首先受到影响，如零售、仓库（图 5）。

图5：2021-22 年美国服务生产各行业非农新增就业人数

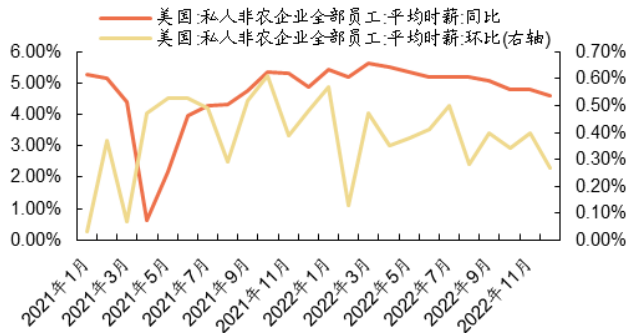


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 薪资仍有增长动力

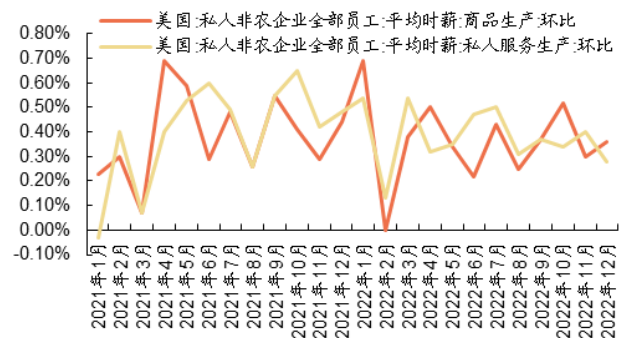
非农企业员工平均时薪增速有下行趋势。12月非农企业员工平均时薪 32.82 美元，前值 32.73 美元，环比上涨 0.27%，增速较 11 月下降 0.21 个百分点（图 6）。时薪上涨说明美国就业市场仍然较为紧张，但环比增速下降与当月新增非农就业人数规模环比下降传递相同信息，即劳动力市场紧张程度边际缓解。

图6: 2021-22 年非农企业平均时薪增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

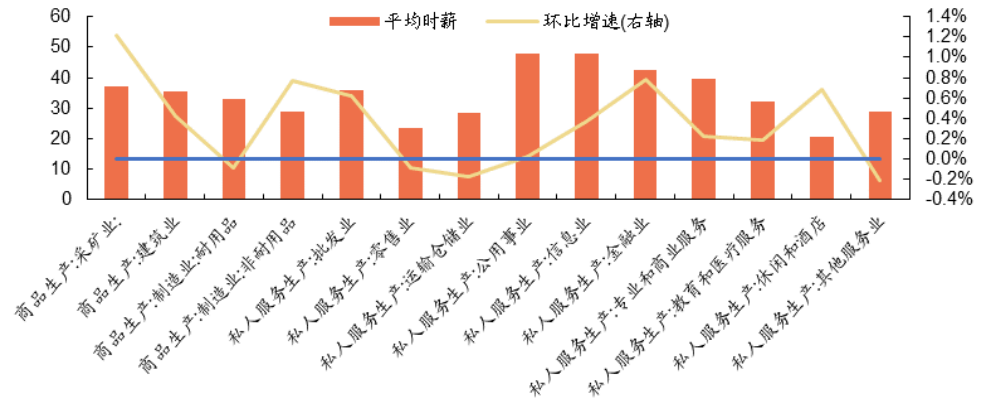
图7: 2021-22 年商品生产与服务生产平均时薪增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

商品上产与服务生产时薪增速分化。分行业来看，12月从事商品生产员工的平均时薪 33.1 美元，前值 32.98 美元，环比上涨 0.36%，增速较 11 月上升 0.06 个百分点；从事服务生产员工的平均时薪 32.76 美元，前值 32.67 美元，环比上涨 0.28%，增速较 11 月下降 0.12 个百分点（图 7）。商品服务平均薪资增速再次掉头向上，目前数据并不支持就业市场降温结论。

图8: 2021-22 年美国各行平均时薪及增速



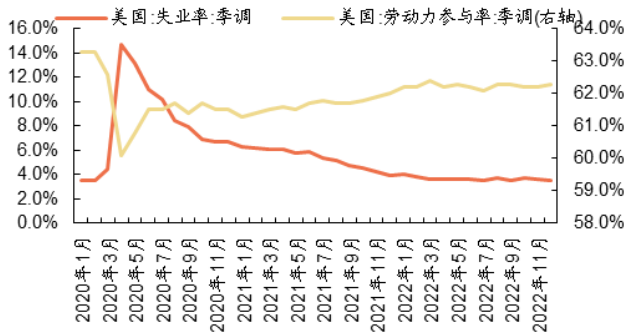
资料来源: Wind, 申港证券研究所

平均时薪环比下降行业显著增加。12月多数行业平均时薪较上月上漲，商品生产中，采矿业平均时薪环比上漲1.2%，漲幅最高；服务生产中，金融业、休闲和酒店业平均时薪分别环比上漲0.8%、0.7%（图8）。12月共有4个行业平均时薪较上月下降，而11月仅有公共事业平均时薪增速环比下降，美联储紧縮政策的影响范围有扩大趋势。

1.4 企业劳动力需求有下降趋势

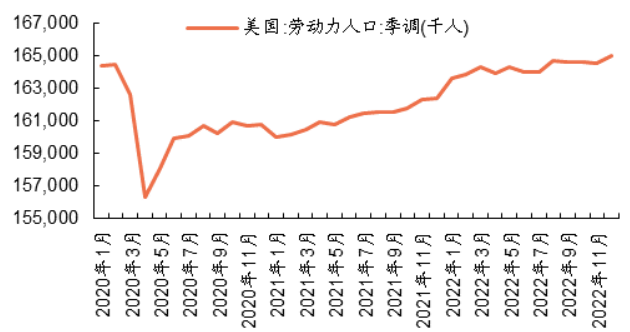
劳动参与率尚未恢复至疫情前水平，劳动力人口完成修复。12月美国劳动参与率62.3%，前值62.2%，仍低于2020年2月劳动参与率1个百分点，仍未恢复至疫情前水平（图9）。从绝对规模来看，12月美国劳动力人口1.65亿人，与疫情前持平（图10）。退出劳动力大军的人口逐步回归有望进一步缓解劳动力市场的紧张状况。

图9: 2020-22年美国失业率与劳动参与率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图10: 2020-22年美国劳动力人口



资料来源: Wind, 申港证券研究所

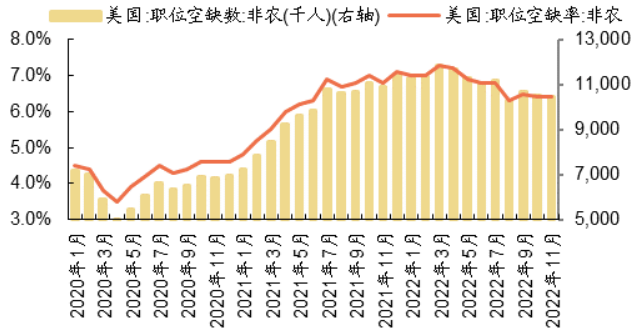
企业招工需求略有下降，职位紧张程度再次上升。11月美国非农职位空缺率6.4%，与10月持平，职位空缺数1045.8万个，前值1051.2万个，环比减少5.4万个（图11）。

- ◆ 单从职位缺口来看，企业招工需求小幅收缩，但如果考虑失业人口，则紧张程度有并未出现显著松动。

- ◆ 我们用职位空缺数与失业人口比值表征职位缺口与失业人口的相对强弱，11月比

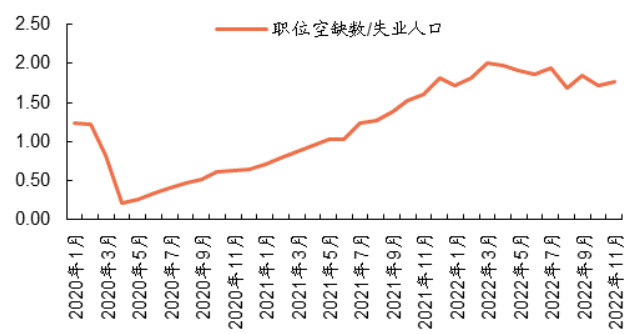
值为 1.77，即一名失业者对应 1.77 个职位空缺，前值为 1.73（图 12）。但从趋势来看，职位空缺数/失业人口的下降趋势比较明显，预计未来企业招工需求将进一步收缩。

图11：2020-22 年美国职位空缺数与空缺率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图12：2020-22 年美国职位空缺数与失业人口比值



资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 风险提示

经济衰退风险超预期、需求超预期收缩。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上 |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |