

2023 年 02 月 04 日

美联储与市场分歧将逐渐弥合——美国 1 月非农就业数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● 美国劳动力市场大超预期，但薪资增速持续放缓

1. 新增就业数量反弹强劲且分布广泛

1 月新增非农就业 51.7 万，大幅高于市场预期的 18.5 万。原因可能：一是服务业的岗位需求仍多，叠加罢工的结束导致政府部门就业增长，因此 1 月份相关岗位的就业有较多增加；二是当前美国经济韧性仍较足，居民消费增长驱动就业岗位增加；三是统计方法的修订与季调也部分扩大了就业的数值。

2. 服务行业就业增长较多，薪资增速继续减慢

（1）从行业分布来看，服务业依旧占据了本次就业的绝大部分。后续来看，我们认为随着季节性以及罢工等因素的消失，美国新增非农就业数量反弹难以持续，但可能较难快速回到美联储的合意区间。

（2）失业率和劳动参与率方面，1 月份失业率较 2022 年 12 月份下降 0.1 个百分点至 3.4%，为 1969 年 5 月以来最低。原因可能：一是劳动参与率上升带动总就业人数提升；二是1 月的失业率包含了对人口的最新估计，2022 年则并未反映相关改变，因此失业率数据存在轻微程度的“失真”。

（3）薪资增长同比增速继续减慢，服务通胀压力或将减轻。我们认为服务业当前虽然新增就业较多，但是薪资环比增速相对较低，会拖累整体的薪资增长幅度，因此整体的薪资水平或将很难有较大幅度的提升，大概率不断放缓。在此情况下，服务通胀压力或将减小，但回落速度仍存在不确定性。

● 美联储与市场分歧或将逐渐弥合

1. 劳动力市场持续紧张，经济韧性仍较充足

从 2022 年 12 月份的 LOJTS 数据来看，目前职位空缺数为 1101.2 万人，较 11 月上升 55.4 万人，职位空缺率再度上升 0.3 个百分点至 6.7%，当前美国劳动力市场的紧张态势有所提升。同日发布的美国 1 月服务业 PMI 数值超出市场预期与前值，显示当前美国整体的服务业边际上有所改善，经济韧性仍较充足。

2. 市场乐观预期或面临修正风险

从 1 月份的就业数据来看，当前美国劳动力市场仍然强劲，市场需求并未出现显著降温，薪资的回落速度可能较慢，因此美联储有上调终端利率的可能，并在更长时间里保持高利率水平，市场前期较为乐观的预期面临修正的风险。从数据发布后的市场反应来看，虽然各大股指一度上涨，但最终美股仍然收跌，显示当前市场对于美联储加息的预期有所上调。我们认为，随着后续通胀数据的发布，美联储与市场的分歧将会逐渐弥合，各类资产价格可能将面临一定的调整风险。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

《市场或已对美联储“脱敏”——美联储 2 月 FOMC 会议点评——宏观经济点评》-2023.2.2

《通向库存新阶段的投资信号——12 月企业利润点评——宏观经济点评》-2023.1.31

《从“落后追赶”到“加力提效”——12 月和 2022 年财政数据点评——宏观经济点评》-2023.1.31

目 录

1、美国劳动力市场大超预期，但薪资增速持续放缓.....	3
1.1、新增就业数量反弹强劲且分布广泛.....	3
1.2、服务行业就业增长较多，薪资增速继续减慢.....	3
2、美联储与市场分歧或将逐渐弥合.....	6
2.1、劳动力市场持续紧张，经济韧性仍较充足.....	6
2.2、市场乐观预期或面临修正风险.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：美国 1 月新增就业数量强劲反弹.....	3
图 2：1 月服务业构成新增就业的主要部分.....	4
图 3：1 月劳动参与率上升，失业率较 2022 年 12 月继续下降.....	4
图 4：1 月时薪同比增长继续减慢.....	5
图 5：1 月批发业、公用事业薪资同比增速较快.....	5
图 6：2022 年 12 月职位空缺数与空缺率再度上升.....	6

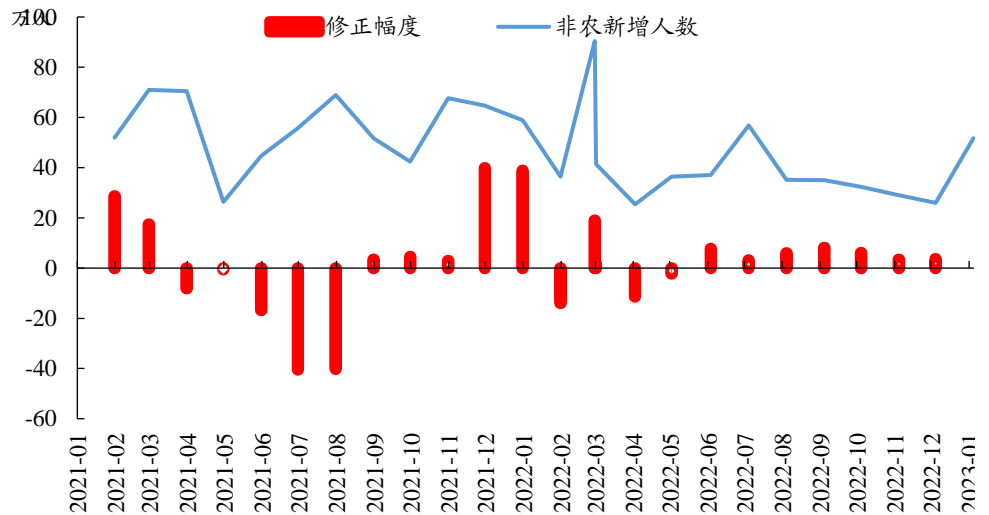
美国公布1月最新就业数据。其中新增非农就业51.7万，大幅超过市场预期的18.5万；劳动参与率为62.4%，高于市场预期；平均时薪同比增长4.4%，略高于市场预期。

1、美国劳动力市场大超预期，但薪资增速持续放缓

1.1、新增就业数量反弹强劲且分布广泛

1月新增非农就业51.7万人，大幅高于市场预期的18.5万。2022年12月新增非农就业人数上修3.7万至26万人，11月新增非农就业由26.3万人上修至29万人，两个月累计上修7.1万人，2022年平均每月新增非农就业人数为40.1万人。失业率为3.4%，较2022年12月下降0.1个百分点，创下近50余年来最低水平。劳动参与率为62.4%，较2022年12月上升0.1个百分点，亦超出市场预期。时薪同比上涨4.4%，较2022年12月下降0.2个百分点，但低于市场预期的4.3%；环比上涨0.4%，高于市场预期的0.3%。总的来看，1月美国新增非农就业数量强劲反弹，主要行业新增就业均较2022年12月有增多。我们认为可能有几个原因：一是服务业的岗位需求仍多，2022年12月份由于暴风雪、疫情以及流感影响，相关的岗位就业受到一定抑制，叠加罢工的结束导致政府部门就业增长，1月份相关岗位的就业开始修复；二是从2022年4季度GDP数据来看，当前美国经济韧性仍然较足，居民消费增长驱动就业岗位增加；三是统计方法的修订与季调也部分扩大了就业的数值，根据BLS的数据修订，2022年全年新增非农就业上修31.1万人。

图1：美国1月新增就业数量强劲反弹

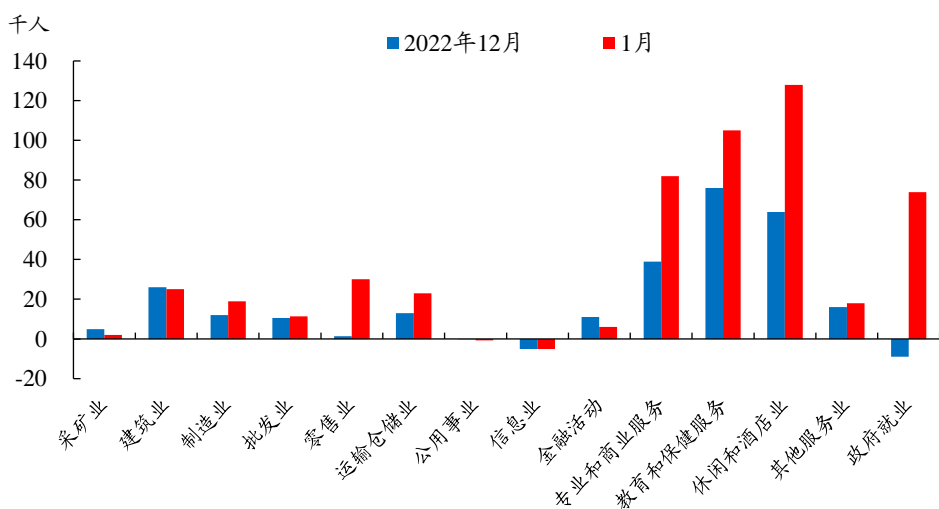


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.2、服务行业就业增长较多，薪资增速继续减慢

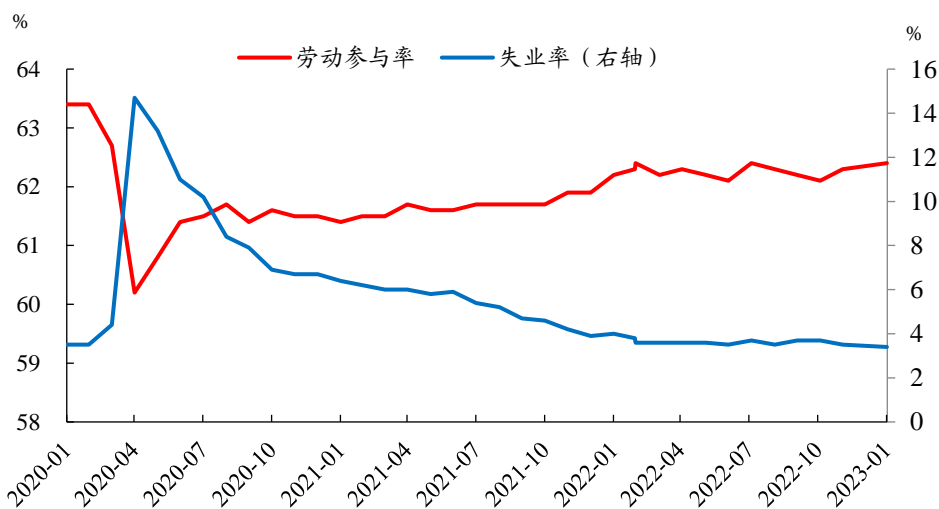
(1) 从细分行业来看，1月新增非农就业的主要行业为：专业和商业服务8.2万，教育和保健服务新增就业10.5万，休闲和酒店业新增就业12.8万，政府新增就业7.4万人，四项合计新增38.9万，占全部新增非农的75%。其它新增就业较多的则为零售业（新增3.01万）和其他建筑业（新增2.5万）。从行业分布来看，服务业依旧占据了本次新增就业的绝大部分。具体来看：一是教育和保健服务业继续保持

较多新增就业，我们认为这可能与新冠疫情反复、冬季流感多发，导致医疗服务需求旺盛；二是休闲和酒店业新增就业同 2022 年 12 月相比多增 6.4 万人，可能是前期相关岗位就业受到极端天气影响，后续相关就业有所修复；三是政府就业增加 7.4 万人，可能与加州大学等部分罢工结束有关。后续来看，我们认为随着季节性以及罢工等因素的消失，美国新增非农就业数量反弹难以持续，但可能较难快速回到美联储的合意区间。

图2：1月服务业构成新增就业的主要部分


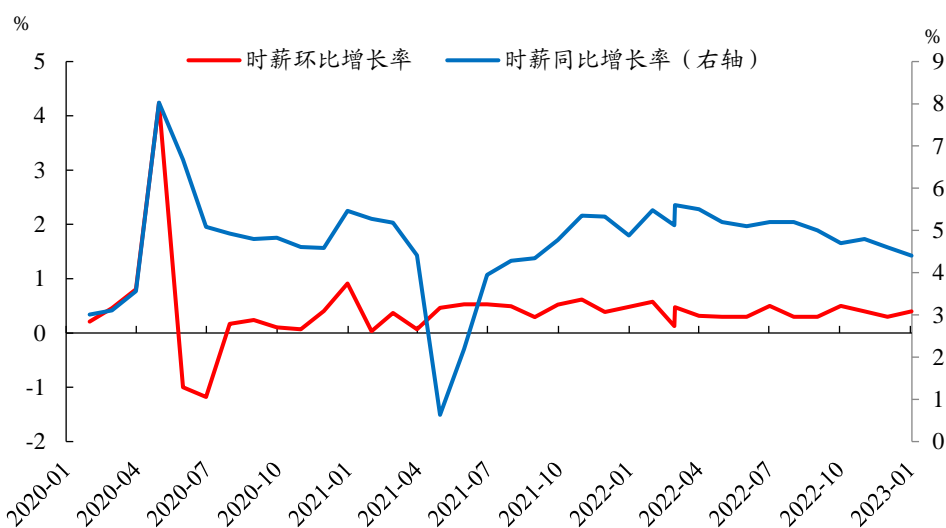
数据来源：BLS、开源证券研究所

(2) **失业率和劳动参与率方面**，1 月份失业率较 2022 年 12 月份下降 0.1 个百分点至 3.4%，为 1969 年 5 月以来最低，其中成年男子与成年女子失业率均下降 0.1 个百分点至 3.2%、3.1%。劳动参与率较 2022 年 12 月提升 0.1 个百分点至 62.4%，高于市场预期。结合 BLS 报告中内容，我们认为 1 月失业率下降可能有两个原因：一是劳动参与率上升带动总就业人群数量提升；二是 1 月的失业率包含了对人口的最新估计，2022 年则并未反映相关改变，因此失业率数据存在轻微程度的“失真”。

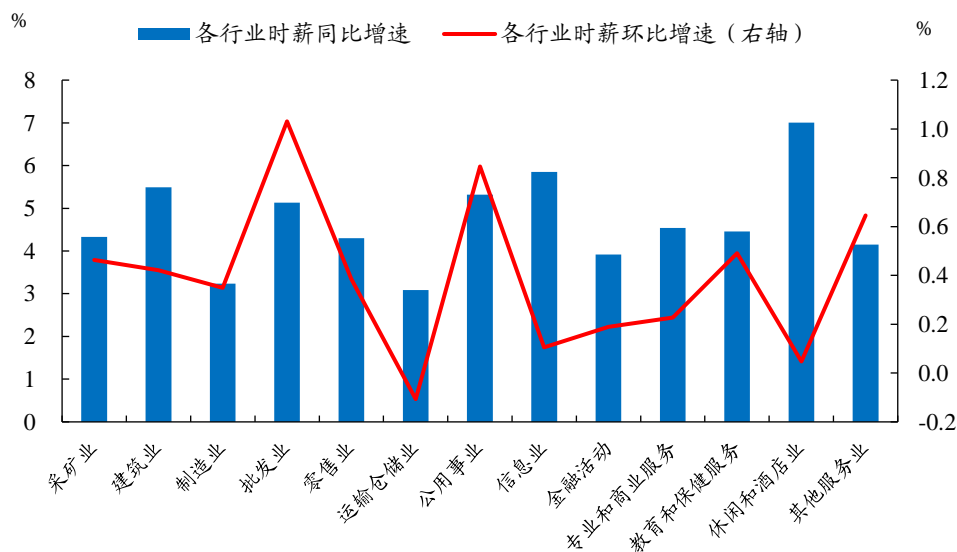
图3：1月劳动参与率上升，失业率较2022年12月继续下降


数据来源：BLS、开源证券研究所

(3) 薪资增长同比增速继续减慢，服务通胀压力或将减轻。1月份平均时薪为33.03美金，同比增长4.4%，较2022年12月下降0.2个百分点，高于市场预期的4.3%；环比上涨0.4%；平均周工作时长为34.7小时，较2022年12月上升0.4个小时。结构上来看，1月休闲和酒店业、信息业、建筑业薪资同比增长较多，而制造业、运输仓储业薪资增速较慢，拖累整体薪资增速有一定程度的下降。往后看，我们认为服务业当前虽然新增就业较多，但是薪资环比增速相对较低，因此会拖累整体的薪资增长幅度，因此整体的薪资水平或将很难有较大幅度的提升，大概率不断放缓。在此情况下，服务通胀压力或将减小，但回落速度仍存在不确定性。

图4：1月时薪同比增长继续减慢


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：1月批发业、公用事业薪资同比增速较快


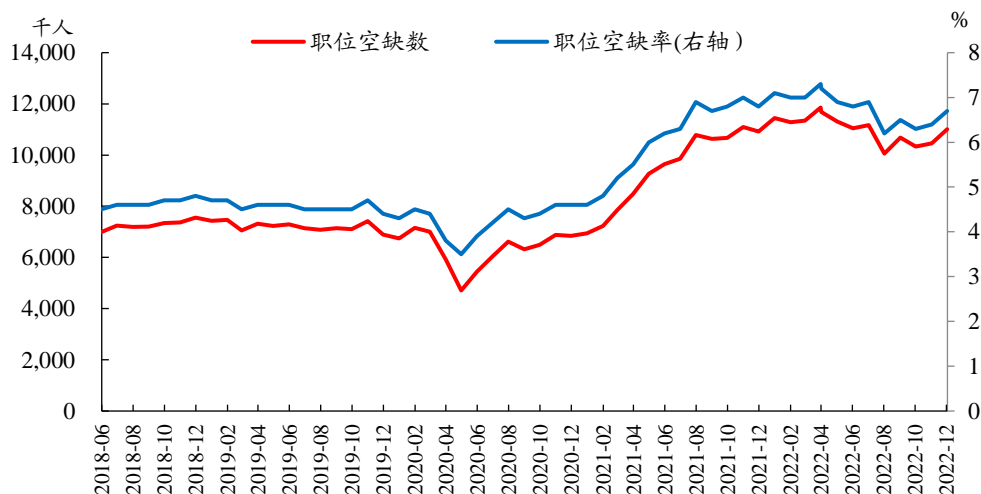
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、美联储与市场分歧或将逐渐弥合

2.1、劳动力市场持续紧张，经济韧性仍较充足

从 2022 年 12 月份的 LOJTS 数据来看，目前职位空缺数为 1101.2 万人，较 11 月上升 55.4 万人，职位空缺率再度上升 0.3 个百分点至 6.7%，目前每个求职者对应约 1.93 个工作岗位，较 11 月亦再度提升，显示当前美国劳动力市场的紧张态势有所提升。虽然近期美国大型科技公司屡次传出裁员计划，但与服务业等行业的新增就业相比仍属少数，美国劳动力市场目前依旧紧张。同日发布的美国 1 月 Markit 服务业 PMI 终值录得 46.8%，超出市场预期与前值，ISM 非制造业指数较 2022 年 12 月提升 5.6 个百分点至 55.2%，显示当前美国整体的服务业边际上有所改善，经济韧性仍较充足。

图6：2022 年 12 月职位空缺数与空缺率再度上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、市场乐观预期或面临修正风险

在 2 月 FOMC 的点评中，我们指出当前市场或已与美联储“脱敏”，当前市场与美联储就通胀回落速度产生分歧，市场较为乐观，而美联储较为谨慎，因此需要重点关注劳动力市场的走势（可参考报告《市场或已对美联储“脱敏”——美联储 2 月 FOMC 会议点评》）。从 1 月份的就业数据来看，当前美国劳动力市场仍然强劲，后续新增非农就业预计将会较慢回落至美联储的合意区间。虽然薪资增速仍在继续下降，但劳动力市场需求并未出现显著降温，薪资的回落速度可能较慢，非房核心服务通胀的回落速度存在一定的不确定性。在此情况下，美联储有上调终端利率的可能，并在更长时间里保持高利率水平，市场前期较为乐观的预期面临修正的风险。

从数据发布后的市场反应来看，虽然就业强劲以及 PMI 数据边际改善彰显美国经济韧性，薪资增幅放缓减轻服务通胀上行压力，各大股指一度上涨，但是最终美股仍然收跌，且纳斯达克指数跌幅超过 1.5%，显示当前市场对于美联储加息的预期有所上调。我们认为，随着后续通胀数据的发布，美联储与市场的分歧将会逐渐弥合，各类资产价格可能将面临一定的调整风险。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn