

解密“疯狂”的非农数据

2023 年 02 月 04 日

1 月美国非农就业大超预期, 有人认为异常的统计调整严重扭曲了就业数据, 美国劳工部是否在“粉饰太平”?

美国 1 月就业数据全面好转, 失业率创 52 年新低。

美国非农新增就业上升至 6 个月高位, 服务就业增长抢眼。

1 月份美国新增非农就业录得 51.7 万人, 大幅超越市场预期的 18.9 万人, 达到 2022 年 7 月以来的高位。

分行业看, 服务行业就业增长明显。其中, 休闲酒店业 1 月就业增长 12.8 万人 (上月增长 6.4 万人)、专业和商业服务业增长 8.2 万人 (上月增长 3.9 万人)、医疗保健业增长 7.9 万人 (上月增长 8.0 万人)。

美国失业率跌至 52 年低位, 劳动参与率小幅回升。

1 月份美国失业率跌至 3.4%, 低于市场预期的 3.6%, 为 1969 年以来的最低水平。同时, 1 月劳动参与率小幅上行至 62.4%。各年龄段中, 美国壮年 (25-54 岁) 劳动参与率 1 月份录得 82.7% (上月为 82.4%), 上行原因主要是外来移民的增加; 美国老年 (55 岁以上) 劳动参与率 1 月为 38.7% (上月为 38.8%), 老年人仍在继续退出劳动力市场。

薪资增速继续收敛, 但回落前景仍不能过于乐观。

美国薪资增速 1 月份继续收敛, “工资-通胀”螺旋担忧有所缓解。

1 月份美国非农时薪同比增速录得 4.4%, 较 12 月的 4.8% 继续走低。结合 2022 年 4 季度美国 ECI 环比增速的放缓, 可以说美国工资增速已经脱离了 2022 年的高位, 市场对“工资-通胀”螺旋的担忧也有所缓解。

但薪资增速回落即将进入“深水区”, 未来可能展现超预期韧性。

首先, 衡量美国劳动力需求的重要指标: 职位空缺, 近期出现了一定的反弹。美国 12 月非农职位空缺数录得 1101.2 万人, 较 11 月的 1044 万人明显上升。这说明美国劳动力市场仍非常火热, 高工资的“基本面”仍存。

其次, 尽管同比增速不断下滑, 但美国非农平均时薪环比自 2022 年 4 月以来均维持在 0.3% 以上, 0.3% 的环比在年化后即代表近 3.7% 的同比增速。这意味着, 假如环比增速得以维持, 未来美国非农时薪同比可能会进入 4% 附近的平台期。

1 月非农就业的强劲主要源于季节性调整? 我们认为并非如此。

有投资者认为 1 月美国非农数据受季节性调整严重扭曲, 实际或应更疲软。

1 月份美国未季调非农新增就业为 -250.5 万人, 而经过季调后, 新增就业变为了 51.7 万人。由于美国 1 月新增非农数据在季节性调整前后存在近 308 万人的差距, 不少投资者质疑劳工部的统计方法纰漏较大, 实际就业情况应更加疲软。

我们认为, 本月看似巨大的季节性调整实质比较正常, 无需过度解读。

可以看到, 基本每年 1 月份, 美国未季调新增非农数据均为大额负值, 且季节性调整的上修幅度巨大。这一异象和两个原因有关:

第一是每年 1 月美国劳工部都会将上一年的非农就业数据根据普查失业金数据进行校准。由于多数时候校准后的非农数据都会出现较大幅度上调, 1 月份非农数据往往面临高基数, 因而新增就业较低。

第二是圣诞用人季结束后, 1 月新增就业通常偏低, 因此正常季节性调整会大幅上修就业数字。

这意味着, 1 月份未季调新增就业偏低是正常的, 并非就业疲软的表现。同时, 对比历史, 本月季节性调整上修幅度并未高于 2011 年以来的平均水平, 不存在弄虚作假之嫌。另一方面, 我们从高频数据也能看到, 近期美国初请失业金人数不断低于预期, 就业市场确实火热。

强劲就业加大美联储短期鹰派风险和美国经济远期硬着陆风险。

短期内, 我们认为美联储为了冷却劳动力市场可能不得不超预期加息 (5 月继续加息至 5.25%)。

同时, 美国劳动力市场的供给失衡意味着, 如果美联储想要把薪资增速压制至合理水平 (如疫情前水平), 需要以就业大幅恶化作为代价。而失业率的大幅上行往往和经济深度衰退挂钩。也就是说, 当期火热的就业增加了美联储压制通胀的难度, 在中长期增加了经济硬着陆的风险。当然, 随着经济深度衰退, 美国通胀增速或将在 2023 年末回到美联储的 2% 目标附近, 美联储也将降息以应对经济下行。

风险提示: 美联储加息节奏超预期; 美国地缘政治风险; 美国通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书: S0100521100008

电话: 15601683648

邮箱: zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书: S0100522100002

电话: 18221912539

邮箱: tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 美联储 2 月议息会议点评: 警惕海外宽松交易退潮-2023/02/02

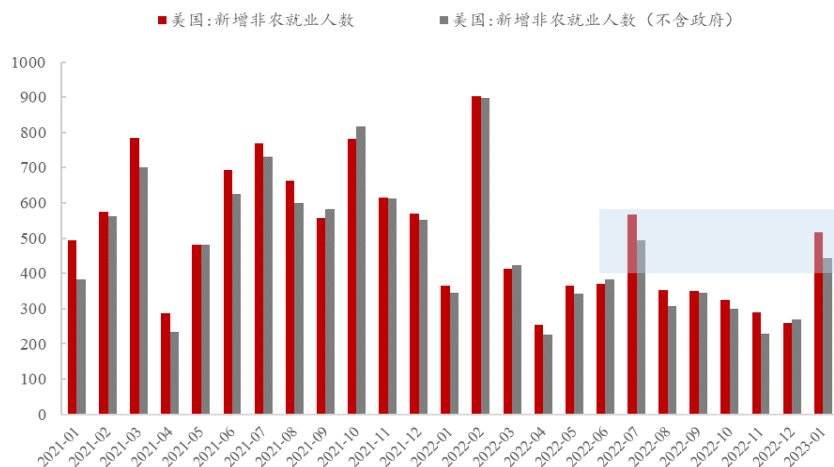
2. 2022 年 12 月财政数据点评: 年底税收大增为哪般? -2023/01/31

3. 中国式财政货币化系列研究 (一): 中国式财政货币化对资金面影响-2023/01/30

4. 高频系列研究: 消费修复成色几何-2023/01/30

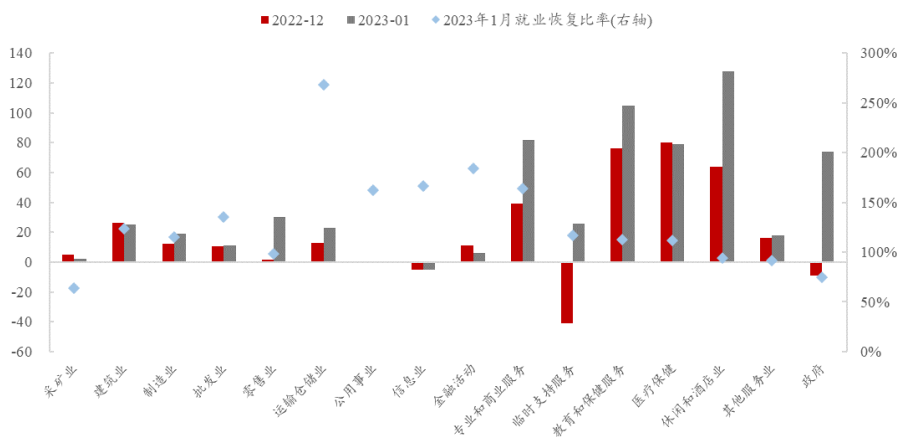
5. 全球大类资产跟踪周报: 全球风险资产情绪共振-2023/01/29

图1：美国新增非农就业（单位：千人）



资料来源：BLS，民生证券研究院

图2：美国各行业非农就业变化（单位：千人）



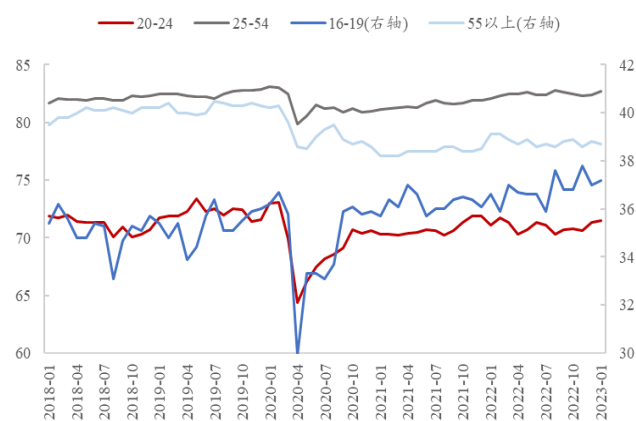
资料来源：BLS，民生证券研究院

图3：美国失业率和劳动参与率（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：不同年龄段劳动参与率（单位：%）



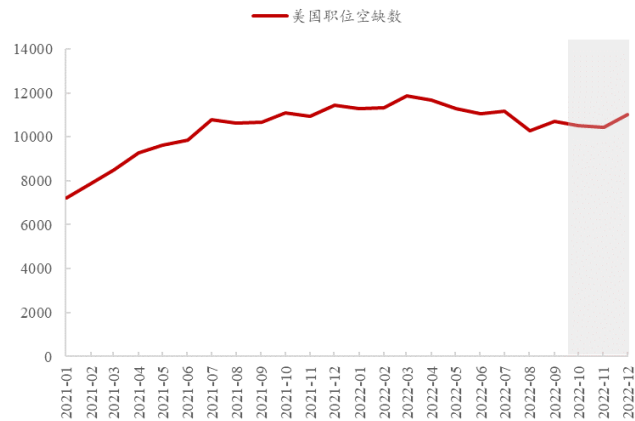
资料来源：美联储，民生证券研究院

图5：美国工资增速回落（单位：%）



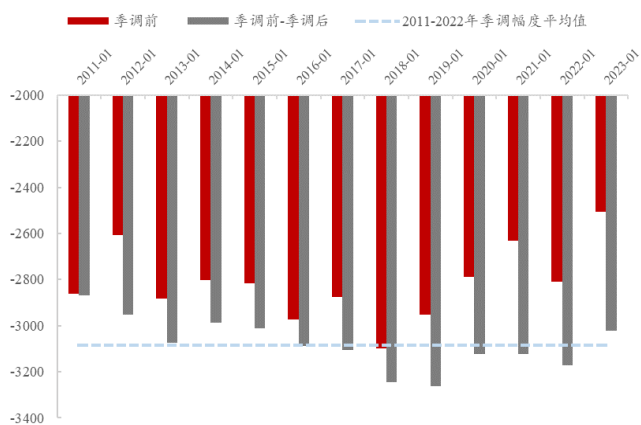
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：美国职位空缺近期反弹（单位:千人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：1月季节性调整幅度并不突出（单位：千人）



资料来源：BLS，民生证券研究院

图8：美国近期失业金数据不断下降（单位:人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026