

非农就业口径调整并超预期，但时薪仍在缓和

20230204

核心内容：

- **新增就业大幅高于预期，失业率降低至 3.4%，注意统计口径造成的噪音** 1 月新增非农就业 51.7 万人，大幅超出 18.5 万人的市场预期，失业率从 3.5% 降低至 3.4% 的低位，是 1969 年以来最低水平。非农时薪同比增速 4.43%，环比增速 0.30%，均放缓；同时 12 月时薪增速上修至同比 4.80% 和环比 0.40%。劳动参与率上行 0.1% 至 62.4%，55 岁及以上参与率下滑 0.1 至 38.7%。需要注意的是，BLS 在年初对非农数据的统计口径做出调整，所以本月数据噪音较大，数据可比性会受到影响。
- **新增就业集中在服务类，时薪增速仍在缓慢下降，强就业、弱薪资的组合可能没有那么糟** 新增的 51.7 万人中，商品生产多增 4.6 万人，而服务生产多增 39.7 万人，显著高于前两个月并受到了 NAICS 调整的明显影响。剔除政府影响后，私人非农就业新增 44.3 万人，比 12 月的 26.9 万人仍明显加快。由于行业结构的调整，新增非农就业数据的噪音较大，可比性降低，但仍反映出劳动市场韧性。美联储关注劳动数据主要由于对“工资-物价”螺旋的担忧，因此工资增速才是劳动市场的核心变量，在工资增速继续小幅放缓的情况下，新增就业的强劲对美联储不一定是坏消息，也可能是未来“弱衰退”或“软着陆”的证据。
- **薪资更值得关注，美联储在上半年结束加息的概率依然较高** 就业人数大增和薪资继续放缓有所矛盾，我们倾向于薪资数据质量更高。从薪资角度看，服务业放缓慢于商品类，但仍处于下降的过程中。工资增速所对应的通胀中枢仍会在上半年继续下行，这是由于上半年 CPI 回落主要由能源和商品部份带动，不会使美联储加息更久。薪资模型显示目前 ECI、非农时薪和亚特兰大联储工资跟踪的同比增速所对应的核心通胀在 3.5%-4.1% 之间。在美联储保持高利率不变，导致工资缓慢下行的假设下，2023 下半年核心通胀可能在 3%-3.5% 的水平。而基于菲利普斯曲线斜率抬升的物价模型也在暗示中期通胀中枢可能在 3% 上方。
- **关于资产的判断** 美股整体的盈利底部还未到来，科技企业盈利数据下滑，短期仍有一跌，但是需要注意能源和材料类企业可能是利润下滑的主因，前期利润已经下降较多的可选消费和通信等板块可能存在结构性机会。美元长期仍处于震荡下行通道，但是短期市场对主要央行的鸽派预期、个别月份数据超预期的可能、缩表继续、美元指数前期的过快下跌都是支持小幅反弹的因素。美债面临和美元相似的逻辑，弱衰退和软着陆预期的提前定价可能会因数据而波动，但中长端美债的长期配置价值仍在。

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

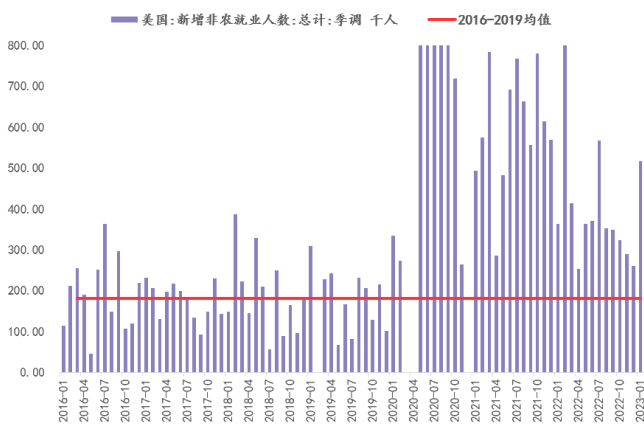
主要风险：重要经济体增速超预期下行，通胀意外上升，市场出现严重流动性危机

美国劳工数据局（BLS）2月3日公布了2023年1月非农就业相关数据。1月新增非农就业51.7万人，大幅超出18.5万人的市场预期，失业率从3.5%降低至3.4%的低位，是1969年以来最低水平。非农时薪同比增速4.43%，环比增速0.30%，均放缓；同时12月时薪增速上修至同比4.80%和环比0.40%。劳动参与率上行0.1%至62.4%，55岁及以上参与率下滑0.1至38.7%。需要注意的是，BLS在年初对非农数据的统计口径做出调整，季调因子也有变化，所以本月数据噪音较大，BLS也警告新数据与口径调整前数据的可比性会受到影响。

短期来看，非农就业数据偏强会减弱投资者对美联储加快转向的乐观情绪，这也从美元指数和美债收益率的回升以及美股的下跌中有所体现。不过，美国通胀数据在上半年较快回落的趋势未发生根本性变化。我们倾向于（1）美联储对劳动市场的关注核心在于薪资增速，如果就业保持强劲而薪资增速保持缓和，那么对美国经济是一个有利组合，也支持弱衰退的判断；（2）非农时薪的环比中枢仍在向疫情前靠拢，目前薪资对应的核心通胀水平大约在3.5%-4.1%之间，随着美联储加息效应的滞后体现，未来有较高可能继续降低；（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，但新通胀中枢仍有望控制在3%-3.5%的范围内；（4）美联储仍会坚持较长时间不降息，未来值得观察的问题是如果通胀中枢抬升到3%左右，美联储和美国经济能承受多大代价维护2%的目标。

资产方面，美股整体的盈利底部还未到来，科技企业盈利数据下滑，短期仍有一跌，但是需要注意能源和材料类企业可能是利润下滑的主因，前期利润已经下降较多的可选消费和通信等板块可能存在结构性机会。美元长期仍处于震荡下行通道，但是短期市场对主要央行的鸽派预期、个别月份数据超预期的可能、缩表继续、美元指数前期的过快下跌都是支持小幅反弹的因素。美债面临和美元相似的逻辑，弱衰退和软着陆预期的提前定价可能会因数据而波动，但中长端美债的长期配置价值仍在。

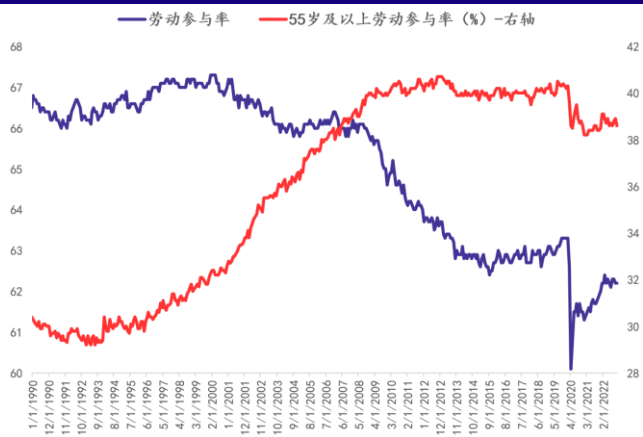
图 1：新增非农就业（千人）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

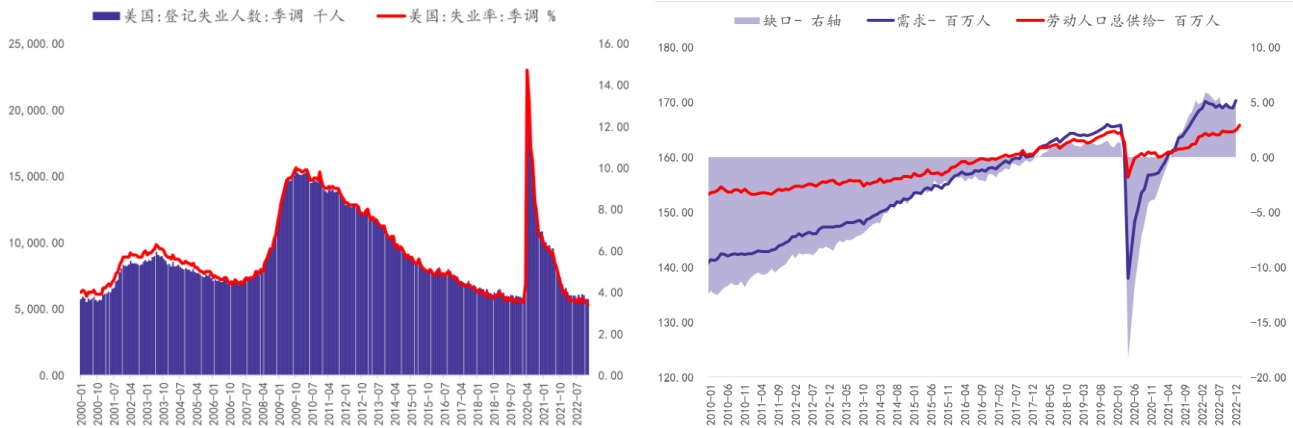
图 3：失业率继续处于历史低位（%）

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 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

一、非农数据口径调整导致一定噪音，服务类新增就业较多

由于统计惯例，BLS 在 2023 年 1 月对非农数据的统计口径做出了调整。BLS 的非农数据主要来自两份调查报告，(1) 家庭调查 (household survey): 包括劳动力状况、失业率和人口情况等; (2) 单位调查 (establishment survey): 包括非农就业、工作时间和薪资。

根据 BLS 的信息，单位调查受到了三类影响，即年度基准调整、北美行业分类 (NAICS) 调整和季调因子调整¹。首先，年度基准调整根据 2022 年 3 月季度就业和工资普查 (QWEC) 上调了 2022 的总就业人数，季调后增加 709.6 万人。其次，NAICS 从 2017 年行业分类更新至 2022 年，造成约 10% 的就业重新被分配至新的行业，零售和信息服务业受影响最大，采矿和伐木、制造业、批发业、金融和其他服务业也有小幅调整。

家庭调查方面，根据人口数据的新估算做出调整，劳动力人口上调 95.4 万人，其中就业人口增加 81 万人，失业人口增加 6 万人，而非劳动人口增加 8.2 万人²。

从非农就业的结构来看，服务业增长仍然较多。新增的 51.7 万人中，商品生产多增 4.6 万人，和过往水平类似，而服务生产多增 39.7 万人，显著高于前两个月并受到了 NAICS 调整的明显影响; 政府部门也多增 7.4 万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增 44.3 万人，比 12 月的 26.9 万人仍明显加快。私人部门中新增较多的行业有休闲和酒店 12.8 万人、教育和保健 10.5 万人、专业和商业服务 8.2 万人和零售业 3.1 万人。由于行业结构的调整，新增非农就业数据的噪音较大，可比性降低，但仍反映出劳动市场韧性。

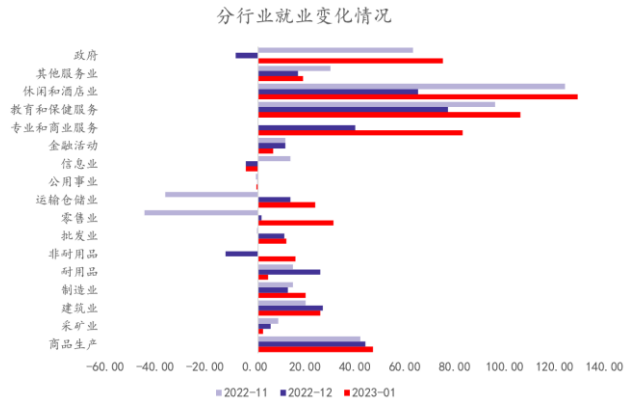
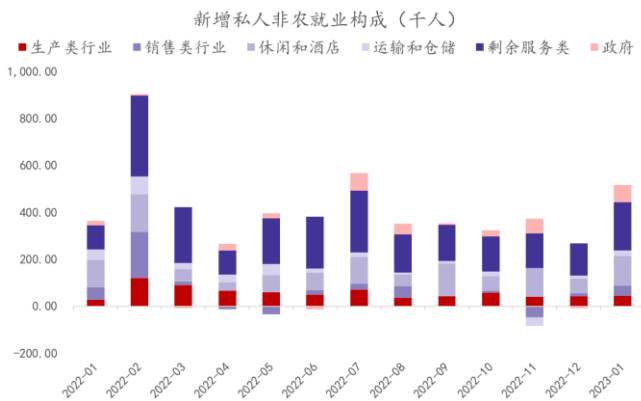
从实际个人消费支出来看，服务业仍有恢复的空间: 美国商业银行的消费信贷环比仅出现轻微负增长，同比仍在 10% 以上，超额储蓄和能源与商品支出的减少也可以继续支持服务消费。同时，尽管名义通胀在 2023 上半年预计较快放缓是好消息，但这也意味着工资增速回落更慢的情况下实际购买力增加，这也会鼓励服务消费，增加相关就业。因此，服务行业的新增就业和工资依然会展现韧性，成为通胀向 2% 回落的阻碍。

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

¹ 注: NAICS 的调整应用于所有受影响行业的历史数据

² 注: 人口数据的调整没有应用于 2023 年以前的数据



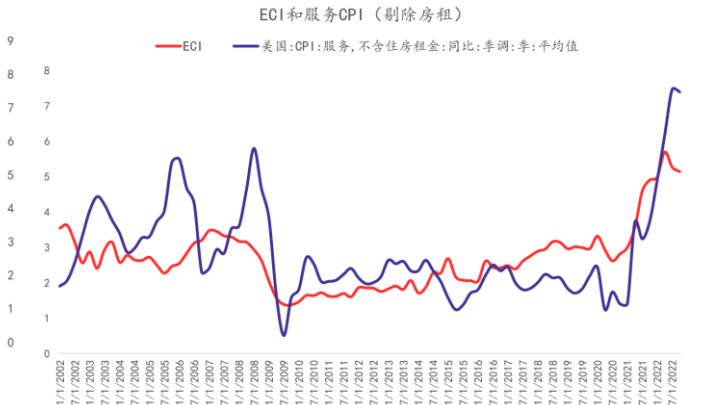
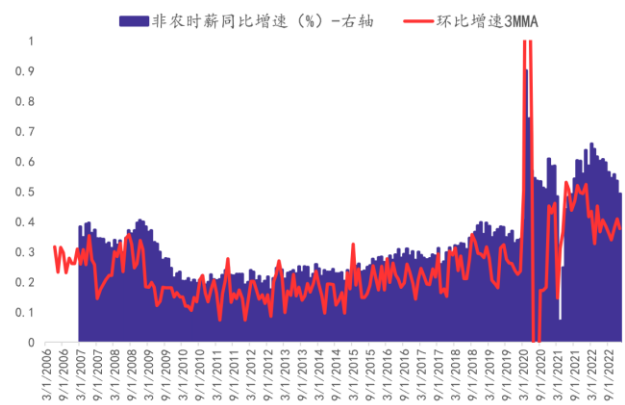
二、薪资数据更值得关注，非农时薪增速仍略有放缓

尽管新增非农就业数量大增，但非农时薪环比和同比增速仍整体保持小幅放缓，因此不需要过度担忧通胀在2023上半年大幅超预期，但要认识到通胀中枢短期不会回到2%，核心在下半年更可能在3%-3.5%的范围，这也可能会测试美联储对2%目标的“执念”程度。

就业人数大增和薪资继续放缓有所矛盾，我们倾向于薪资数据质量更高。美联储关注劳动数据主要由于对“工资-物价”螺旋的担忧，因此工资增速才是劳动市场的核心变量，在工资增速继续小幅放缓的情况下，新增就业的强劲对美联储不一定是坏消息，也可能是未来“弱衰退”或“软着陆”的证据。鲍威尔在刚刚结束2月FOMC会后表示较高的职位空缺数据波动大，似乎更加关注非农时薪和雇佣成本指数（ECI）的变化，而两者都在放缓。

图 7：非农时薪增速缓慢下降 (%)

图 8：未季调的雇佣成本指数 ECI 继续放缓 (%)



私人部门非农工资同比和环比增速均出现小幅放缓，继续缓慢降低。总体上，商品业的同比和环比时薪增速分别为4.20%和0.39%，服务业为4.5%和0.27%。从细项来看，同比增速最快的行业有休闲和酒店业7%、信息业5.85%、建筑业5.49%、公用事业5.32%和批发业5.13%；环比增速居前的有批发业1%，公用事业0.85%，其他服务业0.65%，教育和保健服务业0.49%以及非耐用品业0.48%。

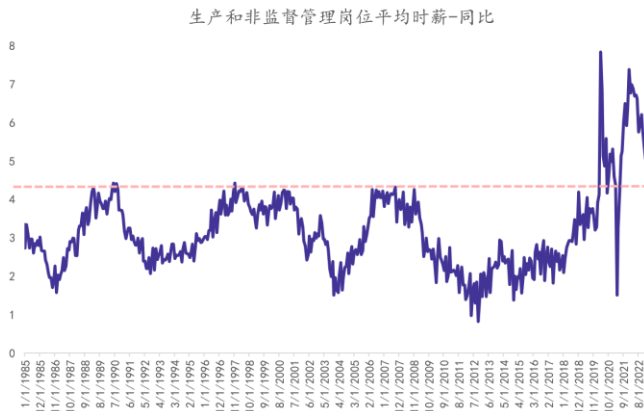
从时薪增速角度看，服务业放缓慢于商品业，但仍处于下降的过程中，从序列更长的生产和非监督管理岗位平均时薪也可以看出工资增速正在向过往经济周期中顶点的水平下滑。工资增速所对应的通胀中枢仍会在上半年继续下行(上半年 CPI 回落主要由能源和商品部份带动)，但短期难以回到 2%。

这里可以考虑薪资环比中枢的变化：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%，对应 2% 左右的通胀中枢。目前时薪的 3 月移动平均还在 0.35% 的水平波动，稳定降至 0.25% 还需时间。而薪资模型显示目前 ECI、非农时薪和亚特兰大联储工资跟踪的同比增速所对应的核心通胀在 3.5%-4.1% 之间。在美联储保持高利率不变，导致工资缓慢下行的假设下，2023 年下半年核心通胀可能在 3%-3.5% 的水平。而我们基于菲利普斯曲线斜率抬升的物价模型也在暗示中期通胀中枢可能在 3% 上方，详见《再次抬升的菲利普斯曲线》。

美联储 3 月再加息 25BP 悬念不大，但 5 月是否再加息 25BP 仍取决于通胀的走势，至少目前的数据继续支持美联储在 2023 上半年停止加息，这一预期也被市场较为充分的定价。劳动市场反映出服务价格的粘性，也支持美联储坚持一段时间不降息。不过个人消费支出和企业投资还在继续放缓，较晚的弱衰退仍是基准假设，因此美联储在 2023 年末至 2024 年初有降息希望。

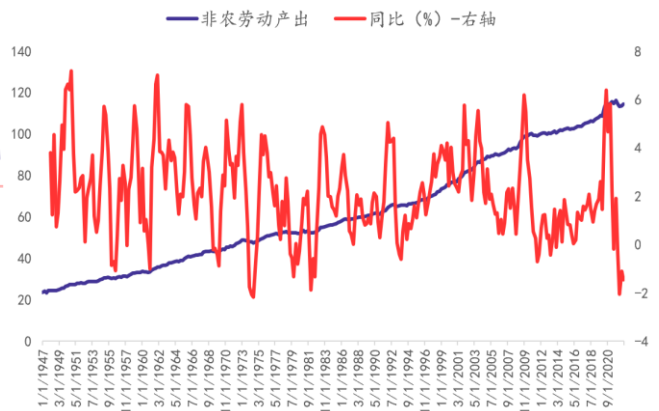
虽然美联储对于 2% 中枢的态度不是市场短期关注的焦点，但可以考虑：假如通胀中枢移至大约 3% 的水平，美联储会坚持以经济代价将其拉回 2% 的目标吗？还是 3% 左右的中枢也可以接受？这一问题的答案将对美联储 2023 下半年的货币政策产生影响。

图 9：时间序列更长的生产者时薪增速也在回落 (%)



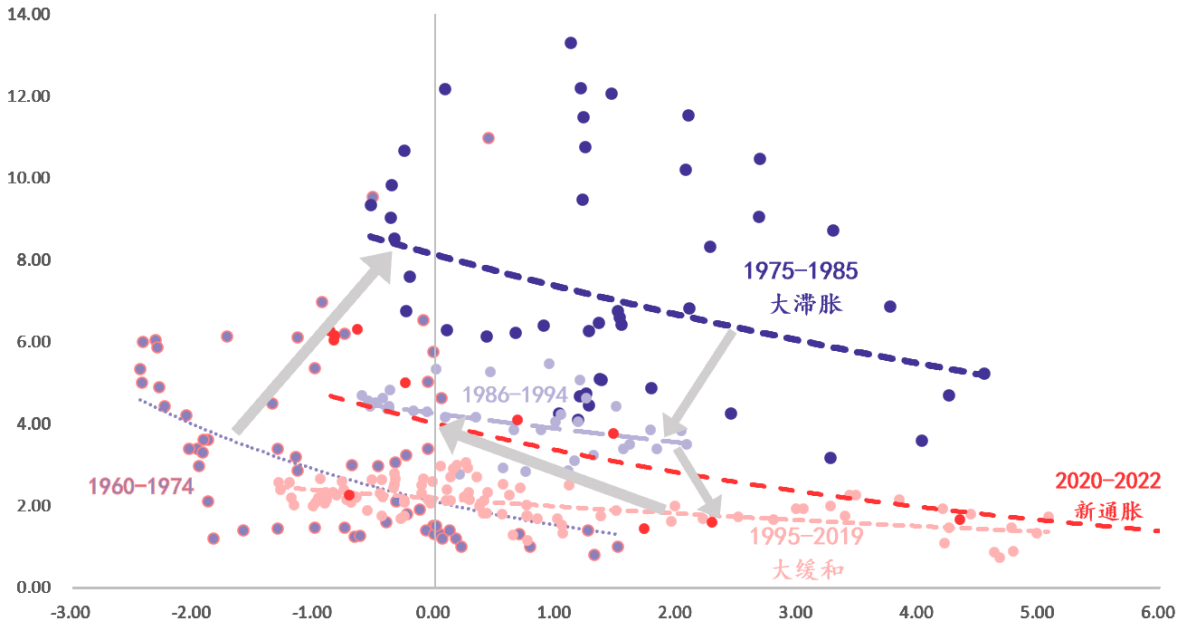
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：劳动产出增速达到底部，未来可能改善，降低工资压力



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：各时代劳动紧张视角下菲利普斯曲线斜率的变化，2021-2022 年曲线“再抬头”



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 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
	2023-01	2022-12	2022-11	2023-01	2022-12	2022-11	2022-12	2022-11	2022-10	
非农总计	517.0	260.0	290.0				29.0	-584.0	-200.0	
非农私人合计	443.0	269.0	228.0	33.03	32.93	32.80	16.0	-551.0	-141.0	
商品生产	46.0	43.0	41.0	33.24	33.11	33.00				
采矿业	2.0	5.0	8.0	36.85	36.68	36.45	0.0	-6.0	1.0	
建筑业	25.0	26.0	19.0	35.75	35.60	35.43	22.0	-66.0	-9.0	
制造业	19.0	12.0	14.0	31.57	31.46	31.40	-16.0	-63.0	6.0	
耐用品	4.0	25.0	14.0	33.04	32.94	32.98	-13.0	-29.0	-11.0	
非耐用品	15.0	-13.0	0.0	29.07	28.93	28.74	-3.0	-33.0	17.0	
服务生产	397.0	226.0	187.0	32.98	32.89	32.76				
批发业	11.3	10.5	-0.4	36.26	35.89	35.68	-12.0	-16.0	-3.0	
零售业	30.1	1.4	-45.6	23.53	23.44	23.46	-8.0	-63.0	29.0	
运输仓储业	22.9	13.0	-37.1	28.08	28.11	28.11				
公用事业	-0.7	-0.1	-0.9	48.88	48.47	48.14				
信息业	-5.0	-5.0	13.0	47.78	47.73	47.46	2.0	5.0	-29.0	
金融活动	6.0	11.0	11.0	42.48	42.40	42.13	-22.0	-18.0	-10.0	
专业和商务服务	82.0	39.0	0.0	39.64	39.55	39.40	-42.0	-78.0	-15.0	
教育和保健服务	105.0	76.0	95.0	32.80	32.64	32.47	44.0	-78.0	18.0	
休闲和酒店业	128.0	64.0	123.0	20.78	20.77	20.61	10.0	-159.0	-80.0	
其他服务业	18.0	16.0	29.0	29.62	29.43	29.41	60.0	-62.0	-31.0	
政府	74.0	-9.0	62.0							

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