

不作过分“鹰派”判断

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023年2月5日

投资摘要：

美国1月非农就业数据大超预期，就业市场的紧张状况并未按市场预测的路径缓解，薪资对通胀中服务价格的贡献使市场担忧美联储可能再次激进加息。但我们认为此次就业数据存在结构性差异：服务生产中与商品相关的行业，如批发零售业，对新增非农就业人数贡献不小。同时最直接的工资价格中，与商品相关的行业时薪增速提升，而服务行业时薪增速普遍下降。

综上我们判断本次就业数据会使美联储态度转鹰，但在实际行动上，对利率高点和持续时间不易作过分鹰派判断。

就业人数超预期增长

服务业支撑新增就业人数超预期增长。1月美国新增非农就业人数51.7万人，前值22.3万人，预期18.5万人，环比增长131.8%，增速结束了自2022年7月以来的下行趋势。分行业来看，商品生产新增非农就业人数4.6万人，较12月增长0.3万人；服务生产新增40万人，较12月增长17万人，是超预期增长的主要原因。

失业率和就业率指示就业市场紧张程度加剧。1月末美国失业率3.4%，前值3.5%，预期3.6%，创疫情以来的新低，就业市场的紧张状况有加强的趋势；1月末就业率60.2%，前值60.1%，低于2020年2月0.9个百分点。

商品行业就业情况显著修复

与商品相关行业新增就业人数环比回升显著。服务生产新增就业人数中，与商品生产相关的行业就业人数环比显著回升，1月合计新增6.4万人，环比多增4万人。其中零售业环比多增2.9万人，运输仓储业环比多增1万人。

公共事业和信息业就业人数减少，商业服务业和休闲酒店业新增就业人数修复幅度较大。与商品生产相关性不大的服务业就业情况也不遑多让，1月合计新增33.3万人，环比多增13.2万人。

薪资持续小幅增长

非农企业员工平均时薪增速有下行趋势。1月非农企业员工平均时薪33美元，前值32.9美元，环比上涨0.3%，增速较12月下降0.1个百分点；与去年同期相比，时薪上涨4.4%，在增速确认下行趋势的基础上斜率有抬升的迹象。

商品生产与服务生产时薪增速分化。分行业来看，1月从事商品生产员工的平均时薪为33.2美元，前值33.1美元，环比上涨0.4%，增速较12月上升0.06个百分点；从事服务生产员工的平均时薪33美元，前值32.9美元，环比上涨0.27%，增速较12月下降0.13个百分点。

时薪环比下降行业较上月减少，时薪增速趋缓行业较上月增加。从行业时薪水平来看，在全部14个行业中，1月仅有运输仓储业平均时薪较上月下降，而12月耐用品制造业和零售业平均时薪环比下降。从环比增速水平来看，1月共有8个行业时薪环比增速较上月下降，而12月则共有5个行业时薪环比增速较上月下降。通常来讲，薪资水平下降的难度较大，因此对比薪资增速的相对变化可能更有意义。

企业劳动力需求回暖

劳动参与率继续修复，劳动力人口完成修复。1月美国劳动参与率62.4%，前值62.3%，仍低于2020年2月劳动参与率0.9个百分点。从绝对规模来看，1月美国劳动力人口1.66亿人，前值1.65亿人，高于2020年2月0.1万人。劳动力规模修复，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。

企业招工需求再度回暖，职位紧张程度再次上升。12月美国非农职位空缺率6.7%，较11月上升0.3个百分点，职位空缺数1101.2万个，前值1044万个。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1.91，即一名失业者对应1.91个职位空缺，前值为1.76。

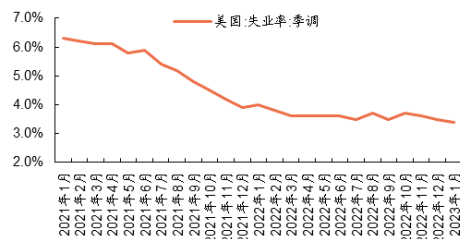
风险提示：服务价格上行超预期、美国就业市场紧张程度超预期、商品价格超预期变动。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

美国 2021-23 年 1 月失业率



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《探底途中——宏观经济研究周报》2022-12-18
- 2、《站在新一轮周期的起点——宏观经济研究周报》2022-12-25
- 3、《超季节性收缩——宏观经济研究周报》2023-1-2
- 4、《紧张状态下的弱松动信号——宏观经济研究周报》2023-1-10
- 5、《整体较弱但仍有结构亮点——宏观经济研究周报》2023-1-15
- 6、《出口继续承压——宏观经济研究周报》2023-1-29

内容目录

1. 每周一谈：美国 1 月非农就业数据点评	3
1.1 核心观点	3
1.2 就业人数超预期增长	3
1.3 商品行业就业情况显著修复	4
1.4 薪资持续小幅增长	5
1.5 企业劳动力需求回暖	6
2. 风险提示	7

图表目录

图 1： 2019-23 年 1 月美国新增非农就业人数	3
图 2： 2021-23 年 1 月美国商品和服务生产新增非农就业人数	3
图 3： 2019-23 年 1 月美国失业率与就业率	3
图 4： 2021-23 年 1 月美国商品生产各行业非农新增就业人数	4
图 5： 2021-23 年 1 月美国服务生产各行业非农新增就业人数	5
图 6： 2021-23 年 1 月非农企业平均时薪增速	5
图 7： 2021-23 年 1 月商品生产与服务生产平均时薪增速	5
图 8： 2021-23 年 1 月美国各行平均时薪及增速	5
图 9： 2020-23 年 1 月美国失业率与劳动参与率	6
图 10： 2020-23 年 1 月美国劳动力人口	6
图 11： 2020-23 年 1 月美国职位空缺数与空缺率	7
图 12： 2020-23 年 1 月美国职位空缺数与失业人口比值	7

1. 每周一谈：美国 1 月非农就业数据点评

1.1 核心观点

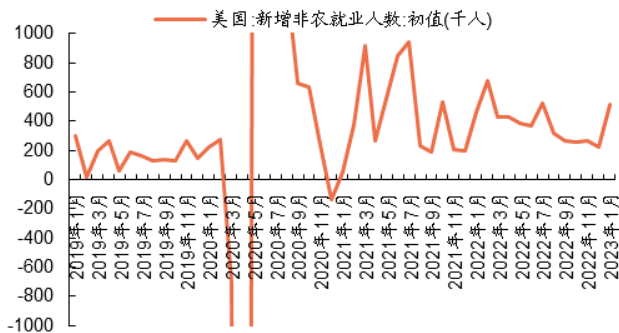
美国 1 月非农就业数据大超预期, 就业市场的紧张状况并未按市场预测的路径缓解, 反而有反弹的趋势, 薪资对通胀中服务价格的贡献使市场担忧美联储可能再次激进加息。但我们认为此次就业数据存在结构性差异: 服务生产中与商品相关的行业, 如批发零售业, 对新增非农就业人数贡献不小。同时最直接的工资价格中, 与商品相关的行业时薪增速提升, 而服务行业时薪增速普遍下降。

根据以上数据, 通胀中最具粘性的服务价格上行幅度应小于预期, 同时高位利率对房地产市场持续施加压力。与商品相关行业的薪资普遍反映在商品价格中, 但商品价格(尤其是非耐用品价格)的通胀粘性有限。综上我们判断本次就业数据会使美联储态度转鹰, 但在实际行动上, 对利率高点和持续时间不易作过分鹰派判断。

1.2 就业人数超预期增长

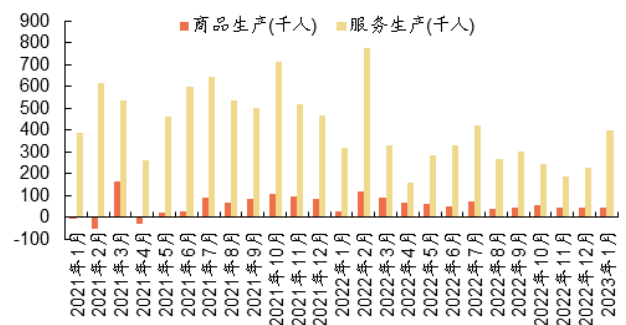
服务业支撑新增就业人数超预期增长。1 月美国新增非农就业人数 51.7 万人, 前值 22.3 万人, 预期 18.5 万人, 环比增长 131.8% (图 1)。2023 年伊始美国就业市场就传递出强劲信号, 1 月新增非农就业人数大超预期, 并结束了自 2022 年 7 月以来延续的下行趋势。分行业来看, 商品生产新增非农就业人数 4.6 万人, 较 12 月增长 0.3 万人; 服务生产新增 40 万人, 较 12 月增长 17 万人, 是超预期增长的主要原因。

图1: 2019-23 年 1 月美国新增非农就业人数



资料来源: Wind, 申港证券研究所

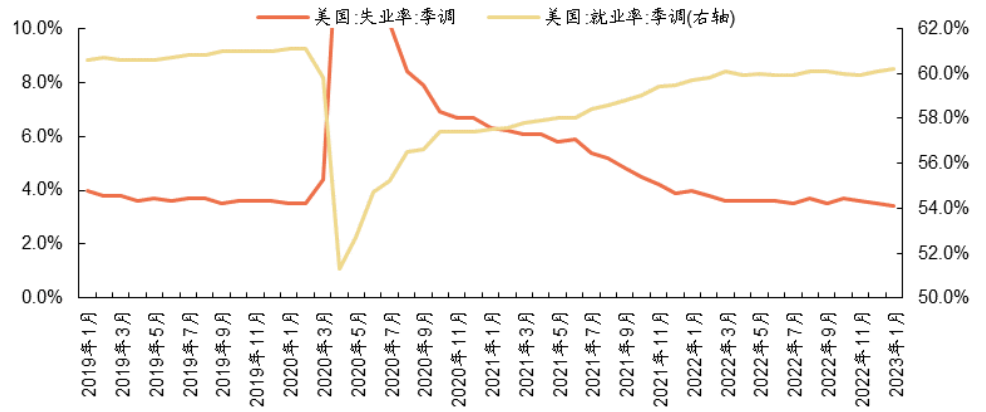
图2: 2021-23 年 1 月美国商品和服务生产新增非农就业人数



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程度加剧。1 月末美国失业率 3.4%, 前值 3.5%, 预期 3.6%, 创疫情以来的新低, 就业市场的紧张状况有加强的趋势; 1 月末就业率 60.2%, 前值 60.1%, 低于 2020 年 2 月 0.9 个百分点, 就业率仍未恢复至疫情前水平 (图 3)。

图3: 2019-23 年 1 月美国失业率与就业率

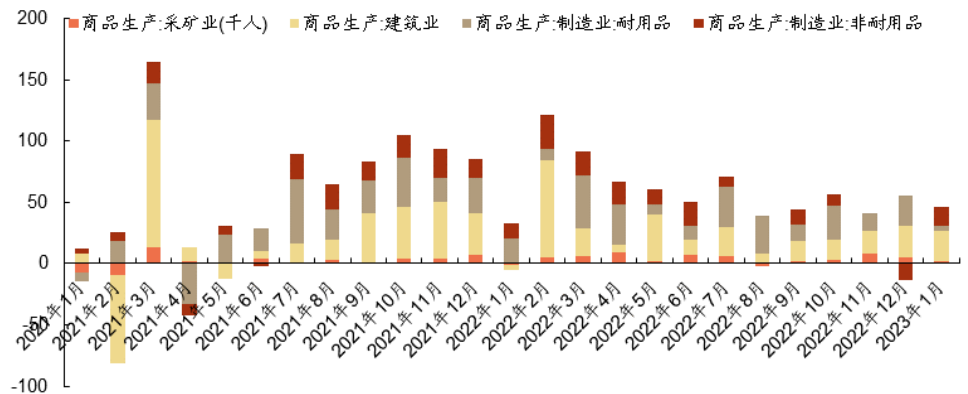


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 商品行业就业情况显著修复

采矿业、建筑业和耐用品制造业就业人数较上月下降，非耐用品制造业新增就业人数环比走高。1月采矿业新增就业人数0.2万人，环比少增0.3万人；建筑业新增2.5万人，环比少增0.1万人；耐用品制造业新增0.4万人，环比少增2.1万人；非耐用品制造业新增1.5万人，环比多增2.8万人。通常来说，耐用品消费中分期付款的比例较高，因此社会借贷成本的上升对需求的压缩或在耐用品消费上先行显现（图4）。

图4：2021-23年1月美国商品生产各行业非农新增就业人数

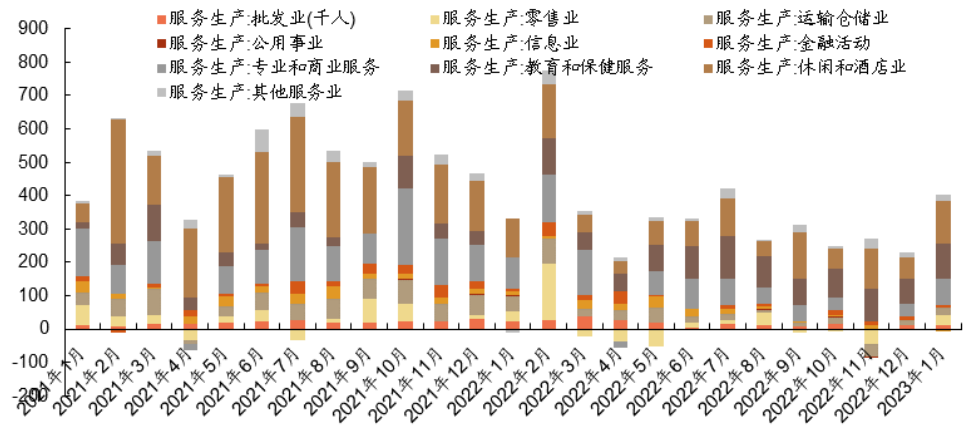


资料来源: Wind, 申港证券研究所

与商品相关行业新增就业人数环比回升显著。服务生产新增就业人数中，与商品生产相关的行业就业人数环比显著回升，1月合计新增6.4万人，环比多增4万人。其中零售业环比多增2.9万人，运输仓储业环比多增1万人（图5）。非耐用品制造业新增就业人数环比多增2.8万人，其就业市场的回温传导到了相关服务业。

公共事业和信息业就业人数减少，商业服务业和休闲酒店业新增就业人数修复幅度较大。与商品生产相关性不大的服务业就业情况也不遑多让，1月合计新增33.3万人，环比多增13.2万人，其中公共事业和信息业就业人数连续两个月下降，而商业服务业和休闲酒店业就业市场较为强劲，新增就业人数分别环比多增4.3万人、6.4万人（图5）。

图5：2021-23年1月美国服务生产各行业非农新增就业人数

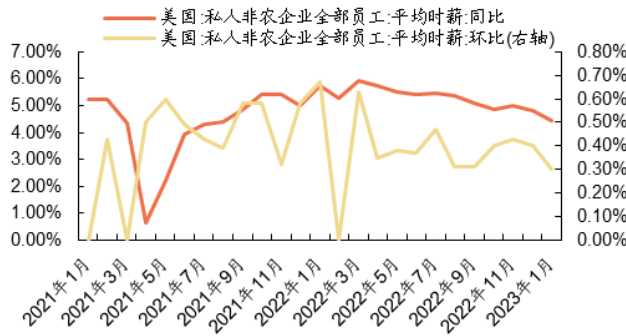


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.4 薪资持续小幅增长

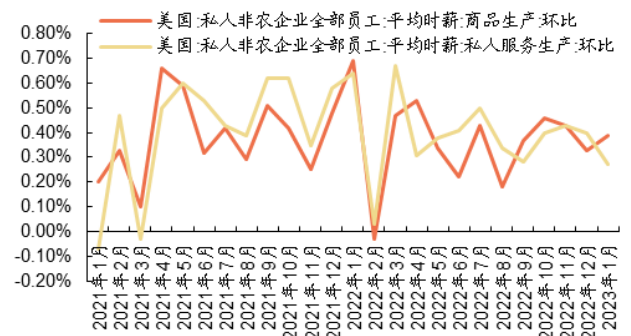
非农企业员工平均时薪增速有下行趋势。1月非农企业员工平均时薪33美元，前值32.9美元，环比上涨0.3%，增速较12月下降0.1个百分点；与去年同期相比，时薪上涨4.4%，在增速确认下行趋势的基础上斜率有抬升的迹象（图6）。时薪上涨叠加当月新增非农就业人数规模的大幅增长说明美国就业市场仍然较为紧张，但未来增速在高基数的作用下有望持续下行，从而在一定程度上缓解CPI同比增速的上行压力。

图6：2021-23年1月非农企业平均时薪增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

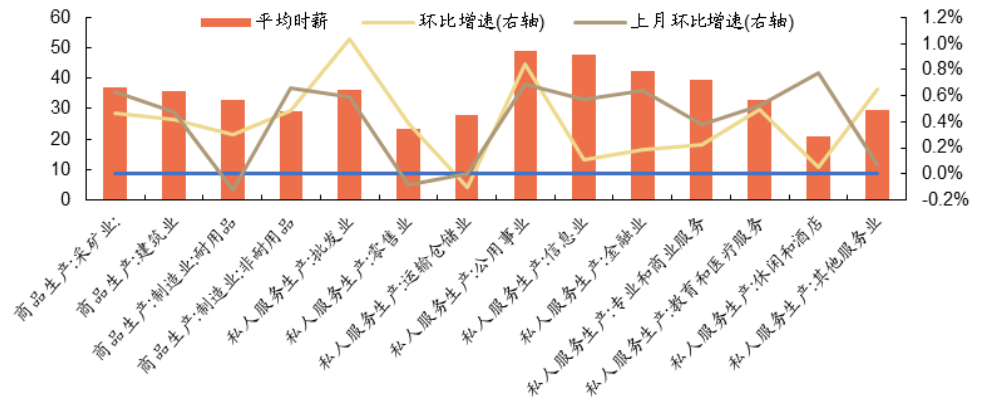
图7：2021-23年1月商品生产与服务生产平均时薪增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

商品生产与服务生产时薪增速分化。分行业来看，1月从事商品生产员工的平均时薪为33.2美元，前值33.1美元，环比上涨0.39%，增速较12月上升0.06个百分点；从事服务生产员工的平均时薪33美元，前值32.9美元，环比上涨0.27%，增速较12月下降0.13个百分点（图7）。

图8：2021-23年1月美国各行平均时薪及增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

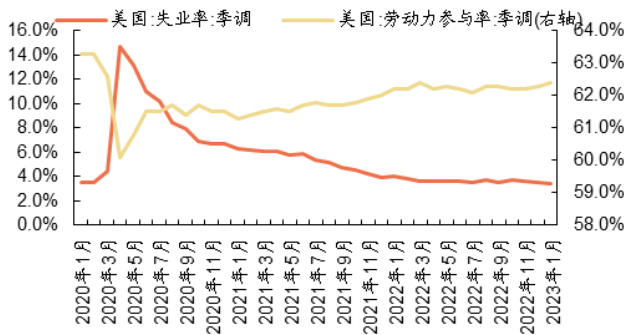
平均时薪环比下降行业较上月减少，时薪增速趋缓行业较上月增加。1月多数行业平均时薪较上月上涨，商品生产中，非耐用品制造业平均时薪环比上涨0.5%，涨幅最高；服务生产中，批发业和公共事业平均时薪分别环比上涨1%、0.8%（图8）。

- ◆ 从行业时薪水平来看，在全部14个行业中，1月仅有运输仓储业平均时薪较上月下降，而12月耐用品制造业和零售业平均时薪环比下降。时薪环比下降行业减少。
- ◆ 从环比增速水平来看，1月共有8个行业时薪环比增速较上月下降，而12月则共有5个行业时薪环比增速较上月下降。通常来讲，薪资水平下降的难度较大，因此对比薪资增速的相对变化可能更有意义。

1.5 企业劳动力需求回暖

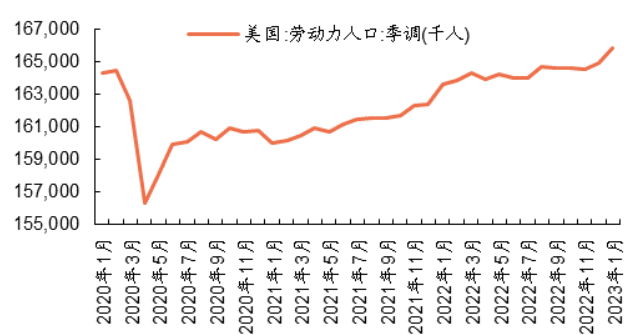
劳动参与率继续修复，劳动力人口完成修复。1月美国劳动参与率62.4%，前值62.3%，仍低于2020年2月劳动参与率0.9个百分点，仍未恢复至疫情前水平（图9）。从绝对规模来看，1月美国劳动力人口1.66亿人，前值1.65亿人，高于2020年2月0.1万人（图10）。劳动力规模修复，退出劳动力大军的人口逐步回归有望进一步缓解劳动力市场的紧张状况。

图9: 2020-23年1月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: 2020-23年1月美国劳动力人口



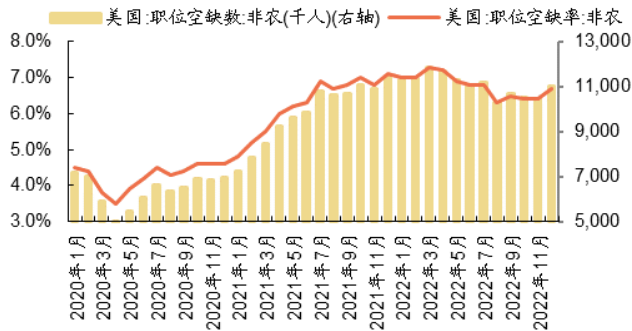
资料来源: Wind, 申港证券研究所

企业招工需求再度回暖，职位紧张程度再次上升。12月美国非农职位空缺率6.7%，较11月上升0.3个百分点，职位空缺数1101.2万个，前值1044万个，环比增加

57.2 万个（图 11）。

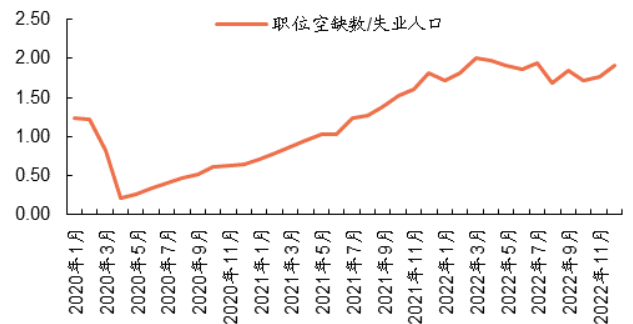
- ◆ 从职位空缺率来看，企业招工需求较上月提升，再次加剧了就业市场的紧张状态，高息环境对企业需求的制约尚未显著发力。
- ◆ 我们用职位空缺数与失业人口比值表征职位缺口与失业人口的相对强弱，12 月比值为 1.91，即一名失业者对应 1.91 个职位空缺，前值为 1.76（图 12）。从趋势来看，职位空缺数/失业人口的下降趋势于 12 月中断，劳动力市场供需再次错位说明未来薪资仍有上行动力。

图11：2020-23 年 1 月美国职位空缺数与空缺率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图12：2020-23 年 1 月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

服务价格上行超预期、美国就业市场紧张程度超预期、商品价格超预期变动。

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