

强劲非农不会影响利率终点

——美国1月非农数据点评

2023年2月6日

宏观经济 | 事件点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国1月季调后非农就业增51.7万，预期18.5万；前值22.3万，前两个月非农合计上修7万。

失业率3.4%，预期3.6%，前值3.5%。劳动参与率62.4%，预期62.3%，前值62.3%。时薪同比4.4%，预期升4.3%，前值4.6%。

主要观点：

- 1、 就业复苏连续超预期是经济自然复苏与疫情管控放开后的非自然复苏双重刺激的结果，后者难以预期准确。
- 2、 美国劳动力市场紧绷集中在低收入服务业人群，至少需要半年时间才可缓解。
- 3、 时薪同比持续回落，周薪有所反复，服务业通胀压力仍在。
- 4、 上半年美国陷入衰退的可能不大。
- 5、 强劲非农不会影响利率终点，但会影响利率保持高位的时间。

非农数据已连续8个月处于预期之上，新增就业行业广泛，服务业复苏突出。家庭调查就业人口首次显著突破平台。环比增89.4万。非农就业新增51.7万，前三为休闲娱乐（12.8万）、专业与商业服务（8.2万）、医疗（5.8万）。此外，因大学职工罢工结束州政府就业增加，政府部门新增（7.4万）。部分前期增长停滞的行业结束数月低迷，如零售和运输仓储，分别新增3万和2.3万。从细分行业看，以酒店（1.5万）、餐饮（9.9万）和博彩休闲（1.1万）为代表的可选服务类消费表现突出；医疗行业及家庭服务在2022年恢复加速，均显示出疫情后期经济活动正常化持续。制造业1.9万，其中非耐用品（1.5万）止跌，主要集中在食品与饮料生产；耐用品受汽车（-0.8万，前值2.4）影响几乎没有变化。信息业环比就业继续小幅下滑。其余行业基本没有变化或涨幅微弱，如采矿、油气、批发零售、信息、金融以及其他服务。就业复苏连续超预期是经济自然复苏与疫情管控放开后的非自然复苏双重刺激的结果，后者依赖于人群活动正常化程度，比较难以以经济指标预期准确。

劳动力市场紧绷集中于中低收入人群，至少需半年才可缓解。从宏观看，以岗位空缺数代表的就业缺口仍处于历史高位，12月再次小幅反弹，短期难以下降至合理范围。从岗位空缺行业看，与疫情前相比，12月增速最快的为住宿餐饮（216%）、建筑业（190%）、医疗与社会援助（169%）、专业与商业服务（150%），除建筑业以外，其余行业均为服务业，占总空缺数均高于10%，亦是2022年新增就业的主力行业。从行业就业看，餐饮业与疫情前仍有1.3%约16.6万的差距，此外，还需考虑总非农已超过疫情前2%。因此，餐饮行业以3.3%的恢复空间为目标，若以12月餐饮每月3万人的增速计算需12个月才能达到疫情前的就业水平，以1月的9.9万人的速度也需4个月。

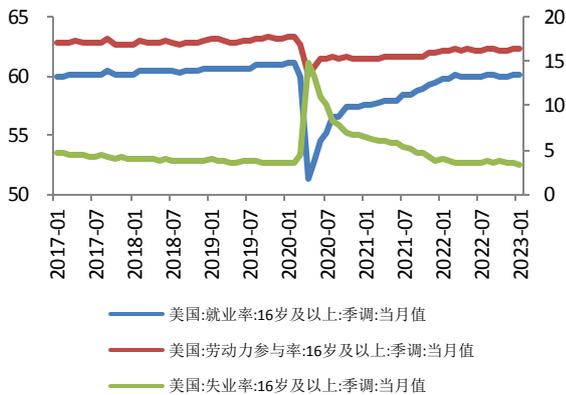
低收入人群薪资仍在上涨，服务业人手短缺现象较为普遍，服务业通胀压力仍存。薪资同比4.4%持续回落，需降至4%以下才可看到通胀压力下降，也需至少半年才能确定不会反弹。时薪回落，但周薪反弹。薪资增速持续下降减轻了市场通胀预期。总体时薪回落有基数效应的部分作用，从历史经验看，需要半年以上的时间维度来考察是否是实质性的下降。本轮周期中薪资第1~4分位同比增速均高企，这有别于1980年代以来的薪资增速分化的特点，与1970年代的通胀周期更为相似。目前，低收入人群薪资仍在上涨。十二月平均收入，第一分位高收入出现见顶迹象，其他分位继续新高。这与科技公司裁员，但餐饮等服务行业人手紧缺吻合。

上半年陷入衰退的可能不大。鉴于以岗位空缺数为代表的劳动力市场紧绷程度，劳动力市场至少需半年才有可能恢复正常，劳动力市场恢复仍有一定空间。虽部分科技公司出现裁员，但受疫情管控解除对服务业的持续影响，低收入人群就业持续复苏。由于受疫情影响大的低收入服务业就业占比远高于高技能服务业就业人数，这种一方面裁员，一方面人手紧缺的现象在总量上以后者占优。因此，宏观上，上半年美国经济陷入衰退的可能不大。

非农强劲不影响利率终点，但对高利率持续时间有延长作用。上半年，在通胀趋势回落明确的情况下，非农数据不会影响利率节奏。从收入来看，高收入人群收入见顶，但低收入仍在增加。从行业来看，强劲的非农背后是低技能服务业人手短缺问题，因此，就业的大幅恢复有助于缓解用工荒，进而有助于薪资的有效下降，降低服务业的通胀压力，避免通胀螺旋。只有在下半年出现通胀明显反弹的情景下，才有利率终点再次抬高的可能。即，只有非农影响到通胀，才会影响利率终点。但另一方面，强劲的非农可支撑美联储在保持高利率这一问题上的立场。这一点我们在历次点评中亦有提及，即不要对降息时间点太过乐观。

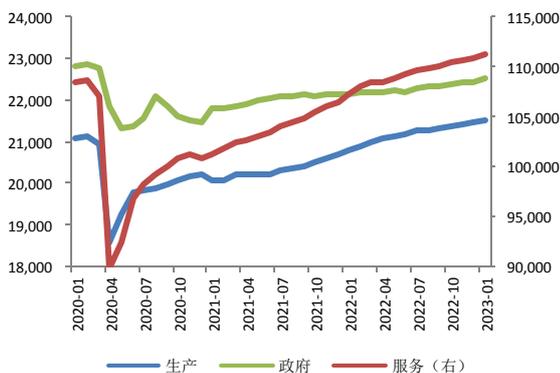
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1：失业率、劳动参与率均处于平台期



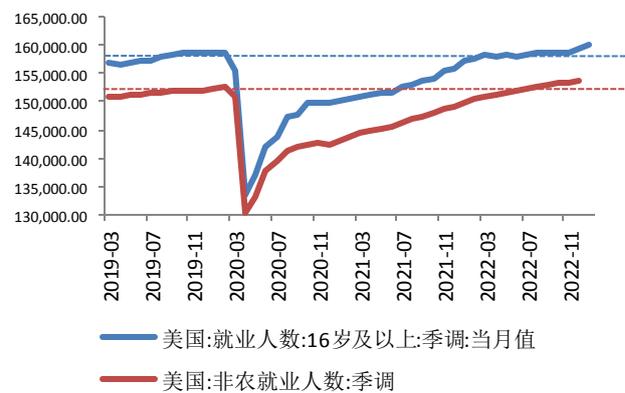
资料来源：wind，东兴证券研究所整理

图3：就业新增广泛



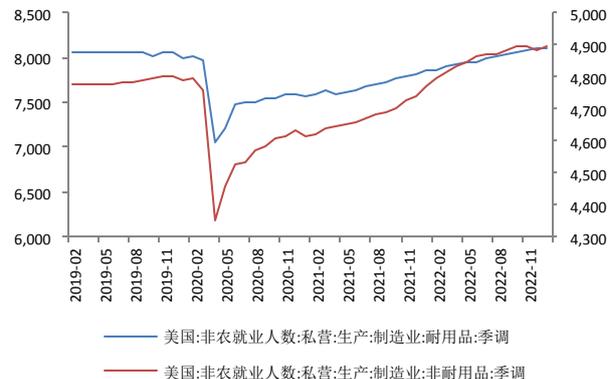
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：家庭调查就业与企业调查就业均超过疫情前



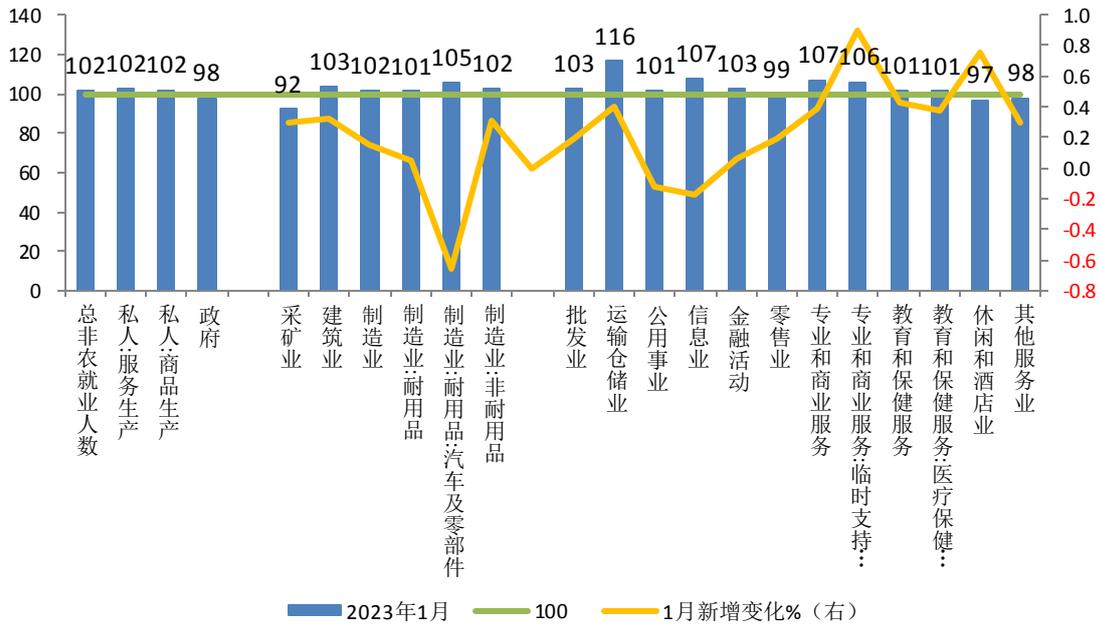
资料来源：iFinD，东兴证券研究所整理

图4：非耐用品就业回升



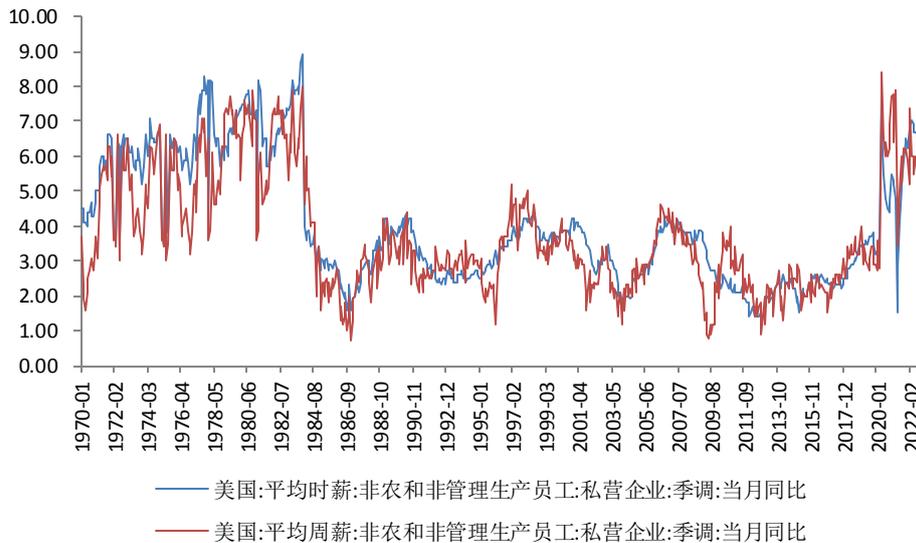
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：汽车、信息业就业下降，教育医疗餐饮酒店新增显著（2020年2月=100）



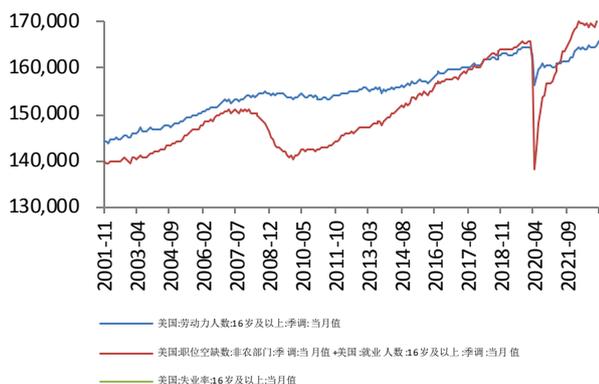
资料来源：wind，东兴证券研究所整理

图6：周薪略有反弹，时薪继续回落，至少还需半年时间验证是否有效回落



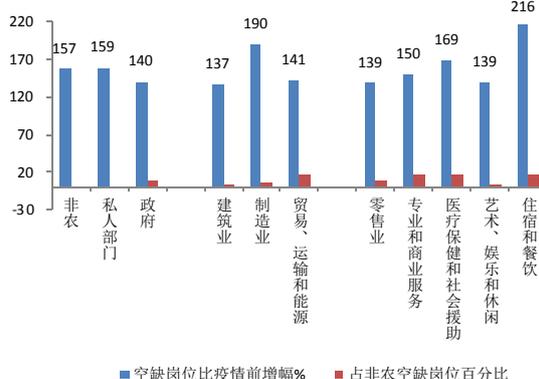
资料来源：wind，东兴证券研究所

图7: 岗位空缺数再次上扬, 劳动力紧绷至少需半年才能缓解



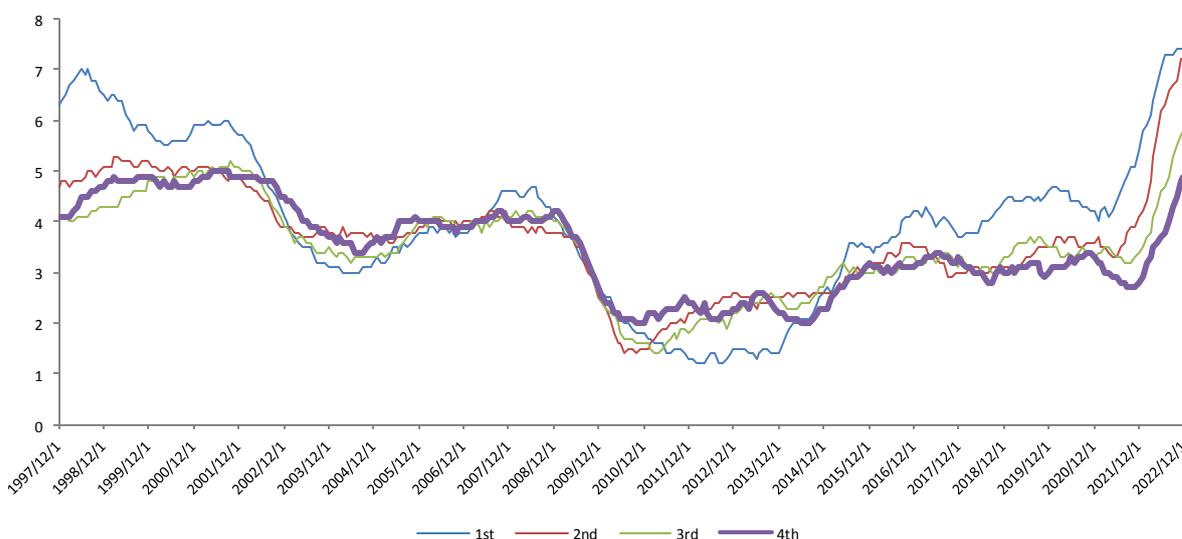
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图8: 制造、医疗、餐饮娱乐等就业市场需求旺盛



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9: 本轮薪资第1-4分位同比增速均高企, 其中第一分位高收入出现见顶迹象, 但低收入人群尚未见顶



资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|--------------------------------------|------------|
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告: 美联储如期加息 25bp, 美十债中枢下移 | 2023-02-03 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告: 美国四季度 GDP 略超预期, 美联储或加息 25bp | 2023-01-30 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告: 美国非农再超预期, 劳动力市场紧绷或持续半年 | 2023-01-13 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告: 美国非农再超预期, 劳动力市场紧绷或持续半年 | 2023-01-09 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告: 美欧数据整体转暖, 美联储纪要显示 2023 年不会降息 | 2023-01-09 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告: 美欧央行态度偏鹰, 美国经济数据不及预期 | 2022-12-16 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告: 美国通胀超预期回落, 加息节奏缓和提振市场 | 2022-12-15 |
| 宏观深度报告 | 宏观深度报告: 2023 年海外宏观展望 | 2022-12-09 |

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|----------------------------------|------------|
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：明年美国经济谨防衰退，谨慎乐观。 | 2022-12-09 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美联储大概率 12 月加息 50bp,关注美债波动 | 2022-12-02 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

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研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。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，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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526