

## 时薪小幅缓和, 非农数据暂未显示3月加息50BP的必要性

20230310

### 核心内容:

- **新增非农就业高于预期, 失业率上行且工资继续放缓** 单位调查 (establishment survey) 方面, 2月新增非农就业31.1万人, 依然超出20.5万人的市场预期; 非农时薪同比增速4.62%, 环比增速0.24%, 同比上行主要由于基数问题, 环比继续小幅放缓。家庭调查 (household survey) 方面, 失业率从3.4%上升至3.6%, 依然处于较低水平; 劳动参与率上行0.1%至62.5%, 55岁及以上参与率下滑0.3至38.4%; 累计兼职工作人数同比增长4.95%, 累计全职工作人数同比增长1.06%。
- **新增就业继续集中在接触类服务业, 非农与家庭就业趋势的背离暗示就业可能没有那么强** 新增的31.1万人中, 商品生产多增2.0万人, 略低于往水平, 而服务生产多增24.5万人, 带动三月均值连续两月保持回升; 政府部门也多增4.6万人。剔除政府影响后, 私人非农就业新增26.5万人, 依旧处于偏高的水平。总体上, 服务业的新增就业仍有韧性且小幅加快, 和低失业率一起阻止衰退判定, 延后降息时点。**非农的强劲似乎与家庭就业调查的情况产生背离**, 这反映出非农就业可以重复统计同一个人多份兼职的问题。2月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增长5.17%, 总计2709万人, 累计全职工作人数三月均同比增长仅有1.23%, 总计1.33亿人。兼职人数近期更快的增速似乎意味着非农重复统计同一人多个兼职就业的比例在上升, 这暗示虽然新增非农表面十分强劲, 但存在因重复统计而被夸大的风险, 而新增兼职的上行和新增全职就业的放缓也在接近衰退前的状态。不可否认的是劳动市场依然火热, 不过非农数据可能会夸大其紧张程度。
- **时薪增速仍缓慢下降, 环比在向疫情前水平靠拢, 劳动数据没有显示3月加息50BP的必要性** 在新增非农就业与家庭调查的新增全职就业有所背离和职位空缺没有明显下降的基础上, 非农时薪环比增速的放缓也与新增非农数据矛盾, 我们仍然倾向于薪资数据质量和重要性更高。非农时薪0.24%的环比增速和0.29%三月均增速均在向疫情前0.24%的平均环比增速靠拢。在鲍威尔“利率终值可能高于此前预期(5%-5.25%)”的表述下, 5.25%-5.5%仍是合理的利率终值假设, 暂没有进一步提高必要。同时, 在硅谷银行被FDIC接管的情况下进一步大幅紧缩可能放大市场的紧张情绪, 更加不利于金融稳定, 仍需要观察3月的CPI数据以决定50BP是否合适。
- **美债的配置价值较为突出** 在通胀于上半年因能源和部分商品价格明显回落而下行的背景下, 美债展现出相当的配置价值, 且此前收益率上行幅度更大的2年美债在短期比10年期回落空间更大, 硅谷银行被接管对风险偏好的影响也利于美债。美元长期仍处于下行通道, 但短期数据超预期的可能和缩表的继续仍形成支撑, 在通胀数据进一步明朗前以震荡为主。美股方面, 随着衰退的延后, 盈利底部也将更晚到来, 目前美股的盈利预期仍在下调中。

### 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

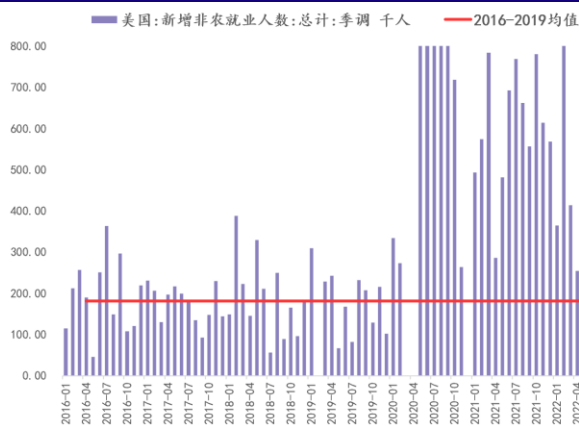
**主要风险:** 重要经济体增速超预期下行, 通胀意外上升, 市场出现严重流动性危机

美国劳工数据局 (BLS) 3 月 10 日公布了 2023 年 2 月劳动数据。单位调查 (establishment survey) 方面, 2 月新增非农就业 31.1 万人, 依然超出 20.5 万人的市场预期。非农时薪同比增速 4.62%, 环比增速 0.24%, 同比上行主要由于基数问题, 环比继续小幅放缓。家庭调查 (household survey) 方面, 失业率为 3.4% 上升至 3.6%, 处于较低水平; 劳动参与率上行 0.1% 至 62.5%, 55 岁及以上参与率下滑 0.3 至 38.4%; 累计兼职工作人数同比增长 4.95%, 累计全职工作人数同比增长 1.06%。

短期来看, 此前较强的非农和 CPI 数据以及本周听证会上鲍威尔偏鹰派的发言使得市场对加息终值的预期一度提高至 5.5%-5.75%。在 2 月劳动数据公布后, 加息预期回落至 5.25%-5.5%, 美元指数下行, 美债收益率同样显著回落, 这反映出市场此前已经充分定价劳动和价格数据的反弹, 非农数据整体也并没有超出预期。我们认为 (1) 作为对服务通胀影响最大的变量, 时薪的环比增速仍在继续放缓, 目前接近 2016-19 年的平均水平; 就业偏强而工资放缓并不是糟糕的组合, 也符合美国经济弱衰退的观察; (2) 新增非农就业的异常强劲或许也与可以重复统计的兼职工作增加有关, 而兼职工作的增加也利于降低工资增速; (3) 2 月的劳动数据似乎并未显示美联储在 3 月加息 50BP 的必要性; (4) 在通胀粘性略强于预期的情况下, 2023 下半年与工资增速对应的核心通胀应在 3.5% 上方, 且通胀中枢不会快速向 2% 考虑, 这仍不利于年内降息。

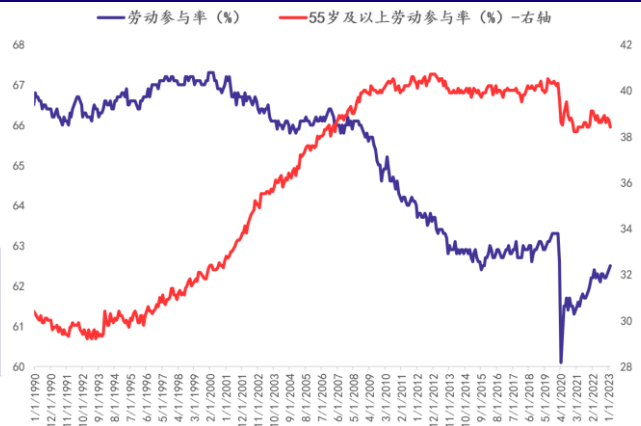
在通胀于上半年因能源和部分商品价格明显回落而下行的背景下, 美债展现出相当的配置价值, 且此前收益率上行幅度更大的 2 年美债在短期比 10 年期回落空间更大, 硅谷银行被接管对风险偏好的影响也利于美债。美元长期仍处于下行通道, 但短期数据超预期的可能和缩表的继续仍形成支撑, 在通胀数据进一步明朗前以震荡为主。美股方面, 随着衰退的延后, 盈利底部也将更晚到来, 目前美股的盈利预期仍在下调中。

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

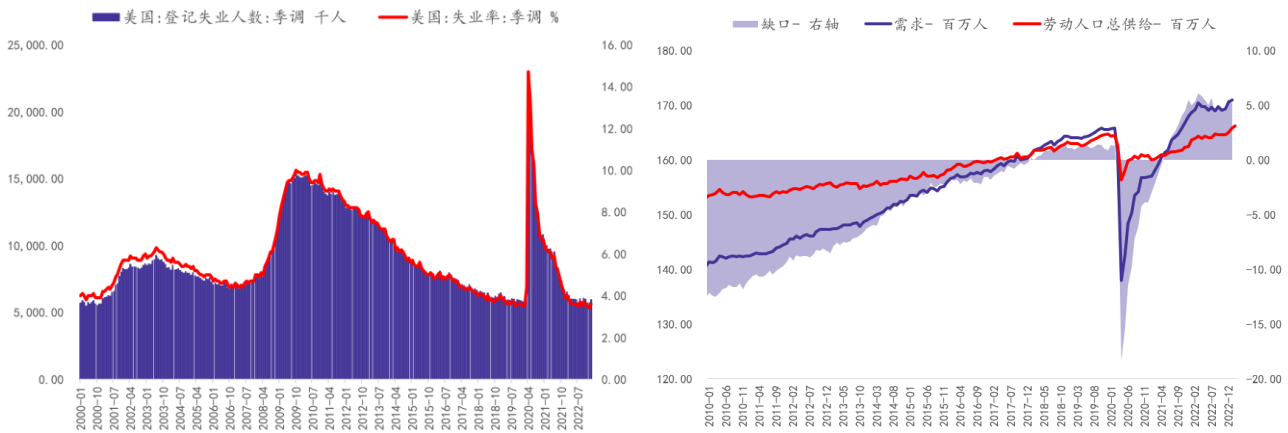
图 2: 劳动参与率小幅回升 (%)



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, 但略高于预期 (%)

图 4: 粗略劳动市场缺口仍高于 500 万人



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

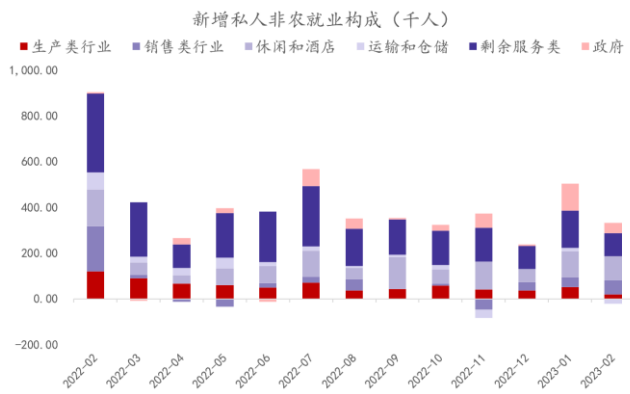
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 一、新增就业继续集中在接触类服务业，非农与家庭就业趋势的背离暗示就业可能没有那么强

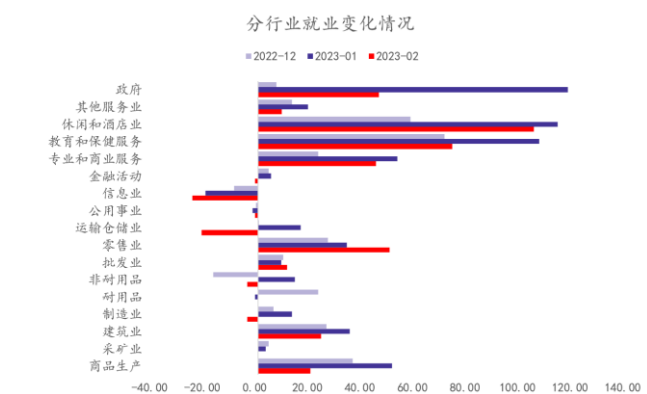
1 月份的新增非农就业由于北美行业分类 (NAICS) 调整造成与 2022 年数据的可比性下降, 2 月的新增就业可能更具有参考性。从非农就业的结构来看, 接触类服务业依然是新增就业最多的区域。新增的 31.1 万人中, 商品生产多增 2.0 万人, 略低于往水平, 而服务生产多增 24.5 万人, 带动三月均值连续两月保持回升; 政府部门也多增 4.6 万人。剔除政府影响后, 私人非农就业新增 26.5 万人, 依旧处于偏高的水平。私人部门中新增较多的行业有休闲和酒店业 10.5 万人、教育和保健 7.4 万人、零售业 5 万人和专业与商业服务 4.5 万人; 其中休闲和酒店业比疫情前依然存在较大缺口, 是未来就业增长的重要动力, 而服务生产整体几乎回到疫情前的增长趋势, 因此劳动市场压力未来有望小幅缓和。总体上, 服务业的新增就业仍有韧性且小幅加快, 商品生产相关就业继续下行, 和低失业率一起阻止衰退判定, 延后降息时点。

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 (千人)



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

不过, 非农的强劲似乎与家庭就业调查的情况产生背离, 这反映出非农就业可以重复统计同一个人多份兼职的问题。非农数据来自于企业调查, 对同一个人的多份兼职可以重复计算为新增就业, 而家庭调查的分类只有就业与失业, 而就业又分成全职就业和兼职就业两个相互排除选项, 因此观察家庭调查对理解劳动市场的火热程度也有重要意义。具体来说, 2 月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速 5.17%, 总计 2709 万人, 累计全职工作人数同比增

长仅有 1.23%，总计 1.33 亿人。因此，兼职人数近期更快的增速似乎意味着非农重复统计同一人兼职就业的比例在上升，这意味着虽然新增非农表面十分强劲，但存在因重复统计而被夸大的风险，而新增兼职的上行和新增全职就业的放缓也在接近衰退前的状态。不可否认的是劳动市场依然火热，不过非农数据可能会夸大其紧张程度。

图 7：家庭调查中全职就业趋势和非农就业背离（千人）

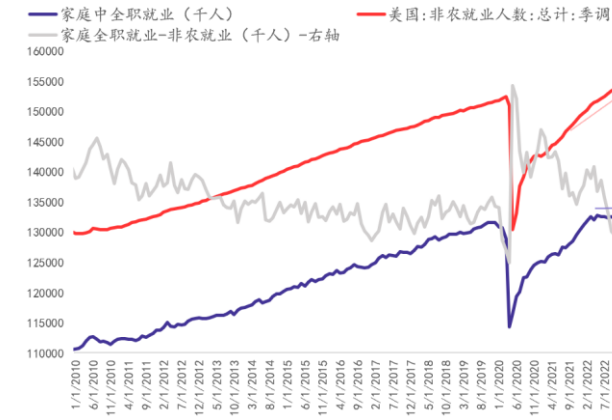
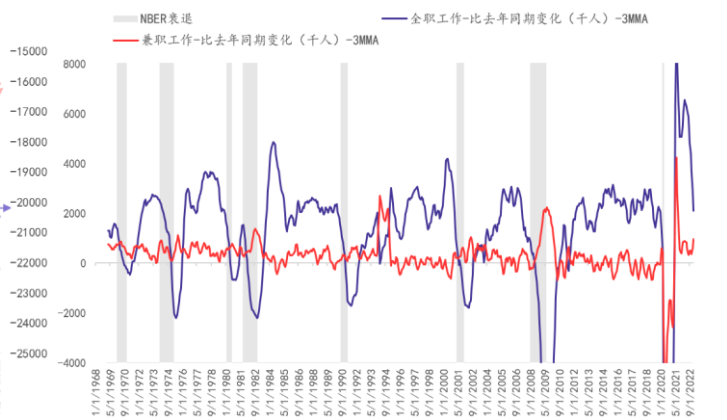


图 8：全职就业减少而兼职增加，易被非农就业重复计算



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

## 二、非农时薪增速仍在放缓，数据整体尚不支持 3 月加息 50BP

在新增非农就业与家庭调查的新增全职就业有所背离和职位空缺没有明显下降的基础上，非农时薪环比增速的放缓也与新增非农数据矛盾，我们仍然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，无需过度担忧通胀在上半年的粘性，3 月 FOMC 会议加息 50BP 也暂无必要；同时，在硅谷银行被 FDIC 接管的情况下进一步大幅紧缩可能放大市场的紧张情绪，更加不利于金融稳定，仍需要观察 3 月的 CPI 数据以决定 50BP 是否合适。

具体来看，私人部门非农工资同比增速由于去年同期的低基数略有加快，环比增速进一步放缓至 0.24%。商品业的同比和环比时薪增速分别为 4.36% 和 0.09%，服务业为 4.66% 和 0.24%。从细项来看，同比增速最快的行业有休闲和酒店业 6.88%、公用事业 5.60%、信息业 5.49%、建筑业 5.27% 和零售业 5.03%；环比增速居前的有零售业 1.15%、信息业 0.59%、运输仓储业 0.57%、金融活动业 0.42% 和采矿业 0.3%；制造业、批发业与教育和保健业出现了环比负增长。

图 9：非农时薪增速缓慢下降（%）

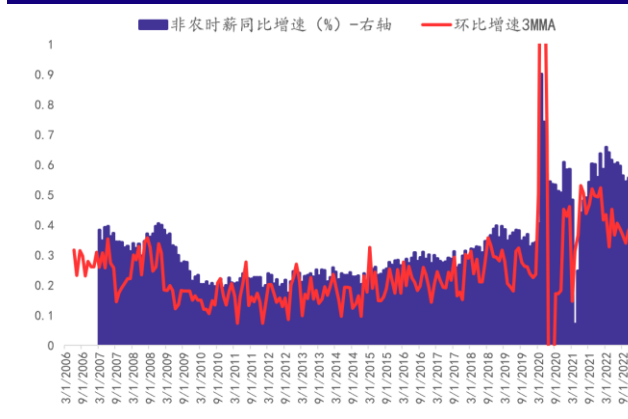
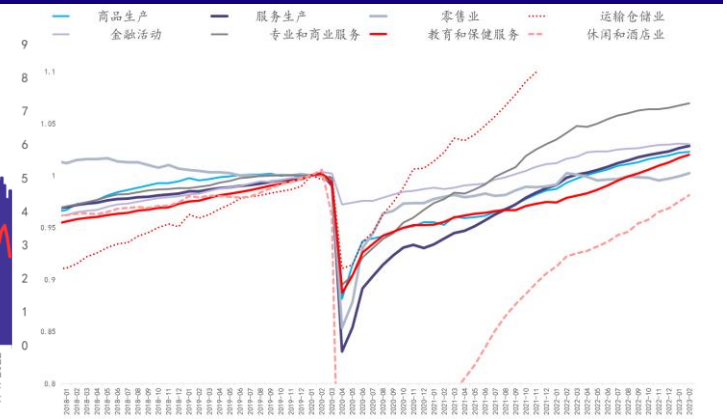


图 10：除休闲和酒店业外的大多行业都已恢复到疫情前的趋势



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

从时薪增速角度看, 服务业放缓慢于商品业, 但处于缓慢回落中; 整体 0.24% 的环比增速和 0.29% 三月均增速均在向疫情前 (2016-2019) 约 0.24% 的平均环比增速靠拢。序列更长的生产和非监督管理岗位平均时薪在 2 月环比负增长 0.24%, 三月均值也降低至 0.49%。因此工资整体缓慢回落的态势意味着下半年的通胀粘性会阻碍降息, 但并不支持加息终值的进一步提高。在鲍威尔“利率终值可能高于此前预期 (5%-5.25%)” 的表述下, 5.25%-5.5% 仍是合理的利率终值假设, 暂没有进一步提高必要, 当然这也要取决于 CPI 的增速。

目前工资增速所对应的下半年核心通胀增速大约在 3.5% 左右, 考虑到美国经济韧性超过预期, 核心 CPI 下半年应在 3.5%-4% 的范围内运行, 而名义通胀增速将会低于核心通胀。菲利普斯曲线也支持短期和中期更高的通胀中枢, 因此在没有突发危机的情况下, 年内的降息概率比较低。近期美联储杰弗逊 (Jefferson) 在哈佛大学表示, 他认为美联储仍然需要坚持 2% 的通胀目标, 因为如果修改, 那么人们可能怀疑美联储今后会相机调整通胀目标, 增加通胀预期脱锚的风险, 降低美联储货币政策信用, 整体上弊大于利<sup>1</sup>。在近期通胀压力仍较大的背景下, 2023 年内美联储对 2% 目标的坚持不会动摇, 因此出现降息概率的确不高。不过在弱衰退的假设下, 2024 年初依然存在降息的希望。

图 11: 时间序列更长的生产者时薪增速回落 (%)

图 12: 劳动数据未超预期, 硅谷银行影响下加息预期回落



MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES											
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/3/22		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.5%	42.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	56.1%	42.8%	1.1%	0.0%	
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.8%	48.8%	19.9%	0.5%	
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.1%	48.4%	20.6%	1.0%	
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	33.4%	43.4%	17.1%	0.8%	
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	16.0%	37.2%	33.4%	10.9%	0.5%	
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	11.0%	29.5%	34.8%	19.0%	4.2%	0.2%	
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	8.1%	24.0%	33.2%	23.7%	8.6%	1.4%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.7%	21.0%	31.5%	25.5%	11.5%	2.8%	0.3%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.1%	1.6%	8.8%	22.5%	30.6%	23.5%	10.2%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.1%	1.0%	5.8%	16.8%	27.2%	26.4%	15.7%	5.7%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.9%	5.4%	15.9%	26.4%	26.5%	16.6%	6.5%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

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

<sup>1</sup> “Recent Inflation and the Dual Mandate”, Remarks by Philip N. Jefferson at the Ec10, Principles of Economics, Lecture, February 27, 2023

**13: 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
	2023-02	2023-01	2022-12	2023-02	2023-01	2022-12	2023-01	2022-12	2022-11	
非农总计	311.0	504.0	239.0				245.0	-49.0	-522.0	
非农私人合计	265.0	386.0	232.0	33.09	33.01	32.92	245.0	-72.0	-490.0	
商品生产	20.0	51.0	36.0	33.28	33.25	33.11				
采矿业	0.0	3.0	4.0	36.87	36.76	36.64	5.0	3.0	-6.0	
建筑业	24.0	35.0	26.0	35.76	35.67	35.60	46.0	23.0	-58.0	
制造业	-4.0	13.0	6.0	31.62	31.63	31.47	39.0	-11.0	-66.0	
耐用品	0.0	-1.0	23.0	33.16	33.14	32.96	31.0	-5.0	-34.0	
非耐用品	-4.0	14.0	-17.0	28.98	29.06	28.92	8.0	-6.0	-31.0	
服务生产	245.0	335.0	196.0	33.04	32.96	32.88				
批发业	11.1	8.9	9.6	36.16	36.29	35.87	27.0	-14.0	-13.0	
零售业	50.1	33.9	26.7	23.81	23.54	23.45	100.0	-3.0	-65.0	
运输仓储业	-21.5	16.3	0.3	28.40	28.24	28.17				
公用事业	-1.1	-2.1	-0.7	48.84	48.74	48.44				
信息业	-25.0	-20.0	-9.0	48.05	47.77	47.74	1.0	5.0	3.0	
金融活动	-1.0	5.0	4.0	42.65	42.47	42.42	49.0	-11.0	-25.0	
专业和商务服务	45.0	53.0	23.0	39.76	39.70	39.53	-118.0	-39.0	-67.0	
教育和保健服务	74.0	107.0	71.0	32.63	32.68	32.58	68.0	40.0	-94.0	
休闲和酒店业	105.0	114.0	58.0	20.83	20.77	20.78	80.0	-96.0	-105.0	
其他服务业	9.0	19.0	13.0	29.51	29.50	29.37	-22.0	65.0	-61.0	
政府	46.0	118.0	7.0							

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部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第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。主要从事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

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@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 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn