

非农仍有空间，SVB对加息影响有限

——美国2月非农数据点评及周评

2023年3月13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2月季调后非农就业增31.1万，预期20.5万；前值50.4万。

失业率3.6%，预期3.4%，前值3.4%。劳动参与率62.5%，预期62.4%，前值62.4%。时薪同比4.6%，预期升4.7%，前值4.4%。

主要观点：

- 1、错位复苏掩盖部分行业回落，美国劳动力市场紧绷集中在低收入服务业人群，大致仍需一个季度以上才可能缓解。
- 2、上半年美国陷入衰退的可能不大，下半年需警惕。
- 3、SVB事件至多影响加息速度，不影响加息终点。
- 4、美国短端货币市场脱离08年以后极其宽松的环境，回归正常。
- 5、维持加息至5.25%以上衰退风险加大的观点，美十债仍维持上限3.9~4.1%，美股维持长期中性。

非农数据已连续9个月处于预期之上，服务业继续复苏。就业增长靠前的行业为休闲娱乐（10.5万）、零售（5万）、政府（4.6万）、医疗（4.4万）和专业与商业服务（4.5万）；此外，建筑继续增2.4万，社会支持1.9万。就业下降的有信息业（-2.5万）、运输仓储（-2.2万），其他行业变化很少。从细分行业看，以酒店（1.4万）、餐饮（7万）和零售（5万）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2023年继续恢复，均显示出经济活动持续正常化。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。另一方面，前期恢复较快或受益于疫情经济的行业表现停滞或下降。2月制造业就业几乎没有变化，信息业环比就业加速下滑，信息和运输仓储自2022年年底从峰值分别下降5.4万和4.2万。

劳动力市场紧绷集中于中低收入人群，看到部分缓解迹象。虽然与大流行之前63.3%、61.1%相比仍有明显差距，劳动参与率62.5%有突破前期平台的迹象，54岁以上参与率下降对总数据的影响边际减小，24岁以下明显上升；就业人口占比60.2%也位于平台上沿。宏观上，消费的迅速恢复与就业市场固有的缓慢复苏特征是造成去年至今劳动力市场紧绷的主要原因。以岗位空缺数代表的就业缺口虽有回落但仍处于历史高位，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，人手短缺集中于制造业（200%）、住宿餐饮（183%）、医疗与社会援助（165%）、专业与商业服务（167%），除制造业以外，其余行业均为服务业，占总空缺数均高于10%，亦是2022年以来新增就业的主力行业。

但缓解迹象亦同时出现。与12月相比，这些贡献非农就业的主力行业的岗位空缺数均出现环比下降。值得注意的是，建筑业就业在经历了持续回暖达到疫情前就业104%后，1月空缺岗位数迅速下降，已低于疫情前（80%）。餐饮业与疫情前只有0.6%约7.8万的差距，考虑到总非农已超过疫情前2%，若餐饮业以2.6%的恢复空间为目标，以去年12月餐饮每月3万人的增速计算需10个月达标，以2月7万人的速度需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4.6%，需降至4%以下才可看到通胀压力下降，需至少半年才能确定不会反弹。本轮周期中薪资第1~4分位同比增速均高企，这是有别于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。十二个月平均月薪，第一分位高收入见顶，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，下半年值得警惕。鉴于以岗位空缺数为代表的劳动力市场紧绷程度，劳动力市场至少需一个季度才有可能恢复正常，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。由于受疫情影响最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服务业占优。因此宏观上，上半年美国经济陷入衰退的可能不大。另一方面，下半年值得警惕。与以往经济周期中行业复苏同步性较强不同，本轮经济复苏中行业间存在明显的周期性错位（科技、商品消费 vs 服务业）导致高利率、高通胀下的就业数据显得尤为强劲。服务业就业总量上的占优掩盖了先期行业的回落，这使得在服务业恢复完成后就业市场突然预冷的可能性较以往明显提高。

SVB 银行倒闭是这种复苏错位下的例子，影响暂时限于局部。与去年英国养老金局部爆仓相似，国债利率快速升高对长债持有者产生了巨大浮亏，另一方面，随着货币政策的收紧，初创公司的现金流萎缩，银行资金成本上升。但 SVB 银行的底层资产质量较高，加之政府机构与美联储联手实行银行存款刚兑，影响限于局部。相对家庭和金融部门低杠杆，企业部门杠杆高企，未来由于融资成本太高而对实体企业产生影响可能更值得关注。

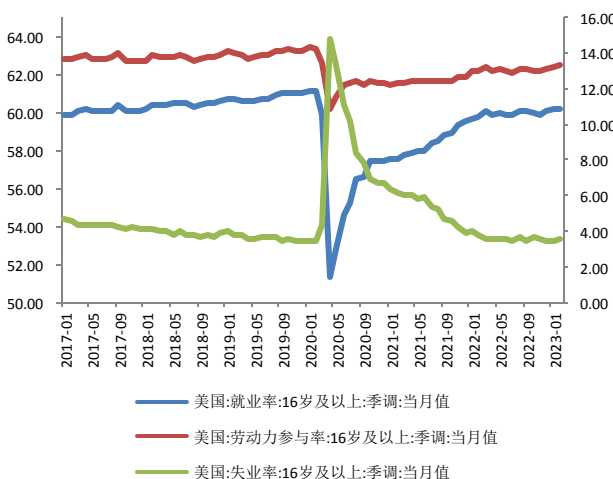
从货币端市场来看，极其宽松的货币环境终结。无论是银行隔夜拆借市场，还是 SOFR 市场，利率均出现了久违的小幅波动，这种波动在 08 年之前甚为常见，但 08 年 QE 后短端利率基本没有波动，这说明市场上的流动性已经彻底离开 08 年以后的环境，回归正常化。

SVB 事件对加息影响较小，通胀仍是加息第一决定因素。从英国央行在处理养老金爆仓时的表现来看，央行可以帮助解决流动性问题，但不会将加息的权重从通胀移开。SVB 事件至多影响加息速度，但不会影响加息终点。更进一步，根据以往经验，在失业率升高和通胀压力仍在这两者之间，美联储大概率还是会先选择后者。非农在上半年快速填补细分服务业与疫情之前的差距有助于下半年通胀压力的缓解，避免加息延续至下半年。我们仍维持加息至 5.25% 以上衰退风险加大的观点。

市场方面，美十债仍维持上限 3.9~4.1%，美股维持长期中性。

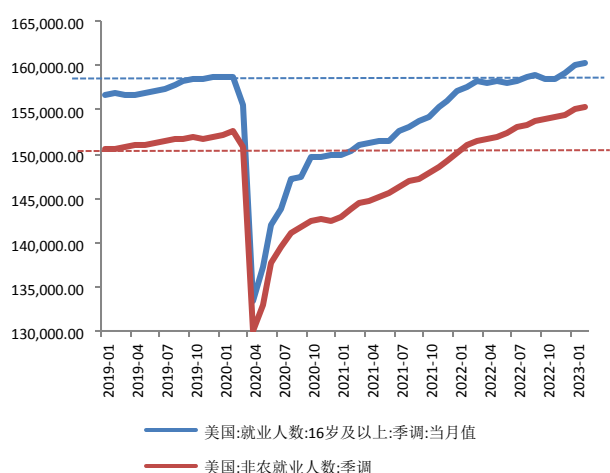
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1：失业率、劳动参与率有突破平台的迹象



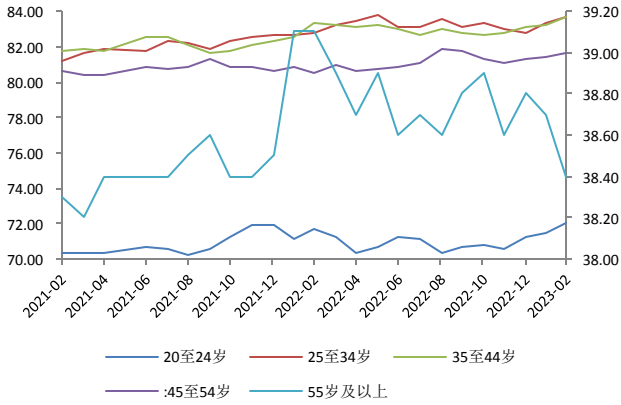
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所整理

图2：家庭调查就业与企业调查就业均超过疫情前



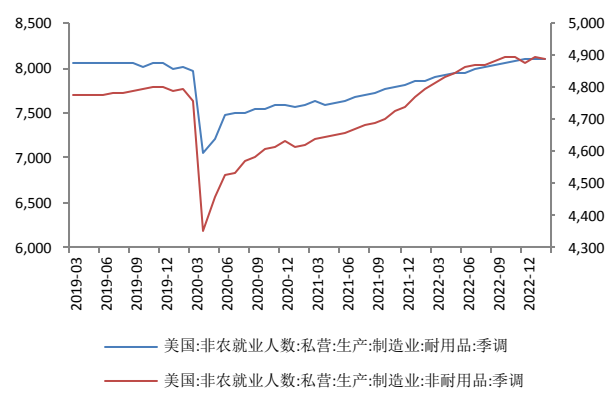
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所整理

图3：劳动参与率：分年龄



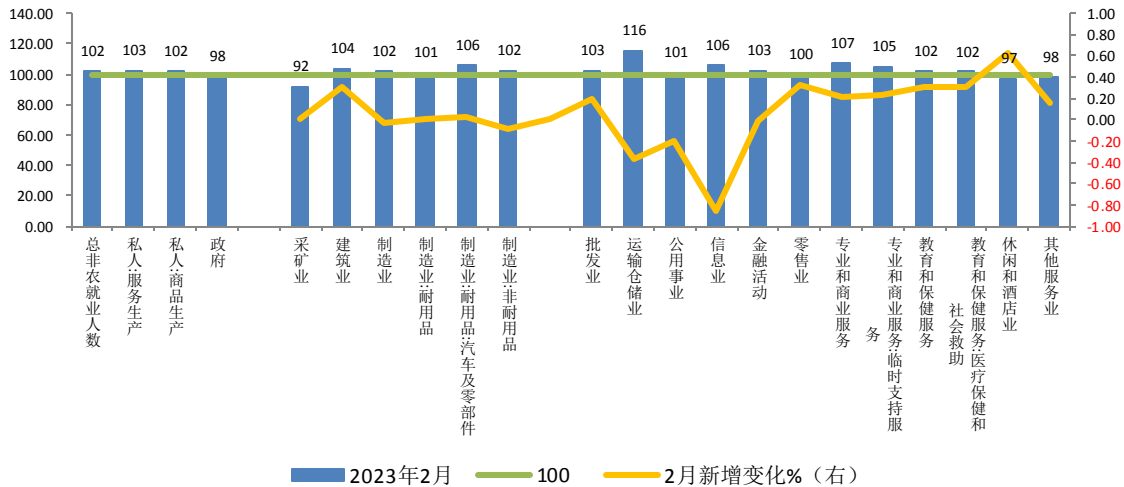
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：制造业就业进入平台期



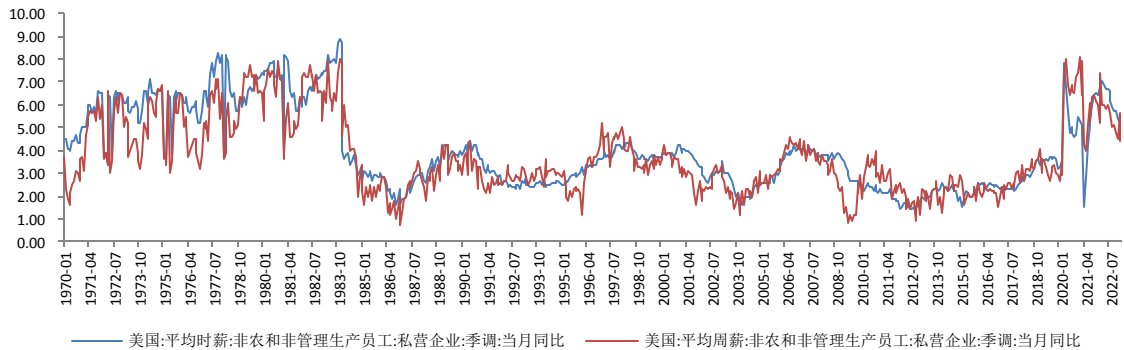
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：信息业就业下降，教育医疗餐饮酒店新增显著（2020年2月=100）



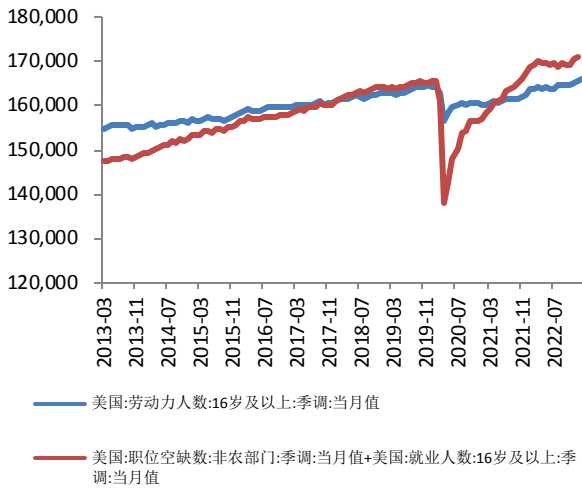
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：周薪继续回落，至少还需半年时间验证是否有效回落



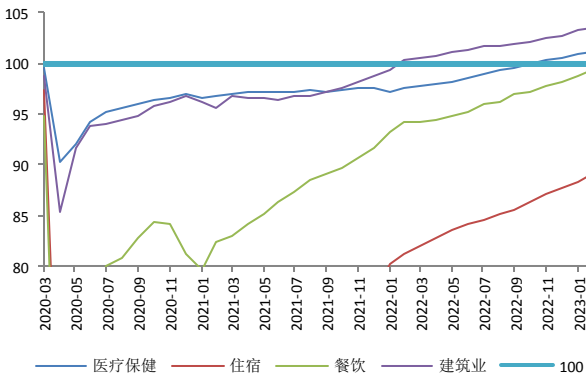
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7: 岗位空缺数略有下降, 劳动力紧绷至少需一个季度才能缓解



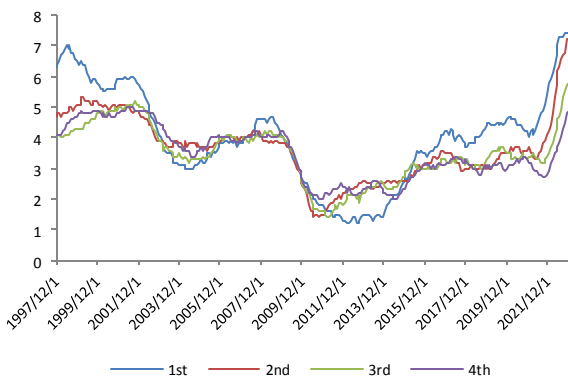
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9: 部分行业就业恢复距离 (2020年2月=100)



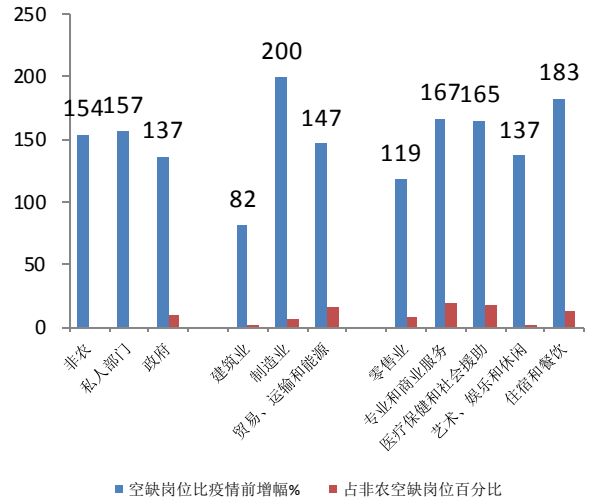
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图11: 年均月薪高收入见顶, 低收入尚未



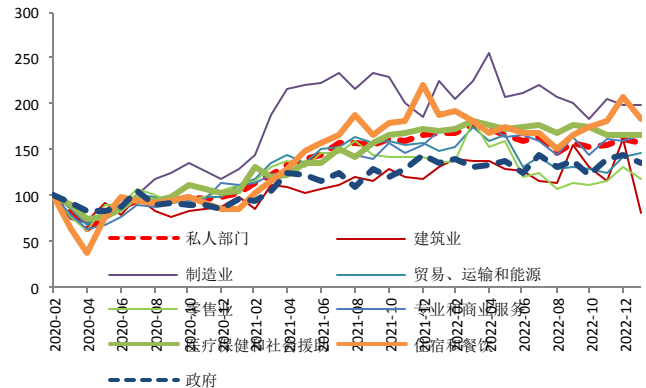
资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

图8: 制造、医疗、餐饮娱乐等就业市场需求旺盛



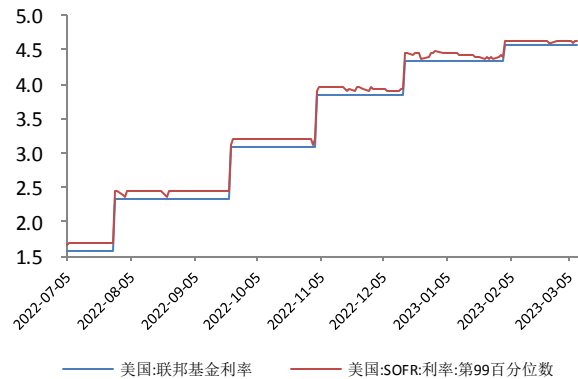
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图10: 部分行业岗位空缺率



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图12: 短端货币市场利率出现小幅波动



资料来源: iFinD, 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：美国通胀回落不及预期，市场对加息终点预期略有升温	2023-02-15
宏观普通报告	宏观普通报告：强劲非农不会影响利率终点	2023-02-06
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

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