

美国劳动紧张缓慢缓解，仍不宜过早期待降息

20230408

核心内容：

- **新增非农就业略低于预期，失业率显示韧性但薪资压力保持缓和** 单位调查 (establishment survey) 方面，3月新增非农就业 23.6 万人，略低于 23.9 万人的市场预期，为 2021 年以来的最低值。非农时薪同比增速 4.24%，环比增速 0.27%，同时 2 月环比增速下调至 0.21%。家庭调查 (household survey) 方面，失业率从 3.6% 降至 3.5%，保持较低水平；劳动参与率上行 0.1% 至 62.6%，55 岁及以上参与率上升 0.2 至 38.6%；累计兼职工作人数同比增长 3.24%，累计全职工作人数同比增长 1.32%。
- **休闲酒店与教育保健业支撑新增服务就业，劳动市场距离衰退还有相当距离** 新增的 23.6 万人中，商品生产降低 7000 人，与制造业 PMI 的下行相符；而服务生产多增 19.6 万人，位于较低水平，使三个与均值保持在 25.4 万人；政府部门多增 4.7 万人。商品新增就业已比较疲弱，服务也保持稳中有降，但与衰退前的状态仍存差距。因此，劳动市场紧张程度预计持续缓慢缓和，短期内难以由于内生因素出现塌方。这也支持加息即将停止，但降息还不会很快到来的判断。3 月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速 4.78%，总计 2675 万人，比上月继续降低；累计全职工作人数三月均同比下行至 1.16%，总计 1.34 亿人，比上月回升。全职工作回升、劳动参与率的增加和低失业率也体现出虽然工资压力放缓，劳动市场整体依然不弱。整体上，劳动市场短期依然处于偏紧的状态，只是程度以较低的斜率缓和，2023 年内劳动市场达到衰退的可能较大，支持降息。
- **时薪环比增速近期回到疫情前水平，核心服务通胀压力未来将减轻** 虽然 3 月时薪增速环比名义上走高至 0.27%，但需要注意到 2 月时薪环比从 0.24% 下调至 0.21%，因此两个月和三个月复合增速实际已经低至 0.24% 和 0.26%，和疫情前 0.24% 环比增速十分接近。以类似的环比增速推算，非农时薪在 2023 年末应当回落至 3.5% 以下；按照其一般高于核心 PCE 的规律，年末的核心 PCE 应当低于 3.5%，我们保持下半年核心 CPI 在 3.5%-4% 的范围运行的判断。其他方面，中小银行危机近期得到控制，市场情绪趋于稳定：小型银行的现金比例近期回升到明显高于 2019 回购危机前的水平，大银行由于存款转移上升更多，处于相对安全状态，而小银行被 FDIC 保险覆盖的比例也更高。
- **尽管衰退短期不会到来，但衰退交易还有动力** 虽然从同步指标 CEI 来看，美国经济在三季度陷入衰退并引发降息的概率较小，但近期名义通胀数据由于能源通缩将进入快速下行的阶段，2023Q1 美国 GDP 增速预期也出现了下修，这些因素均利于衰退交易在短期的持续。随着加息临近结束与美国经济持续放缓，美元指数短期和中期依然处于下行中。10 年美债收益率有进一步下探 3.2% 以下的可能。美股方面，加息停止被较为充分的定价，在盈利下滑阶段仍需保持谨慎。

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

分析师助理：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

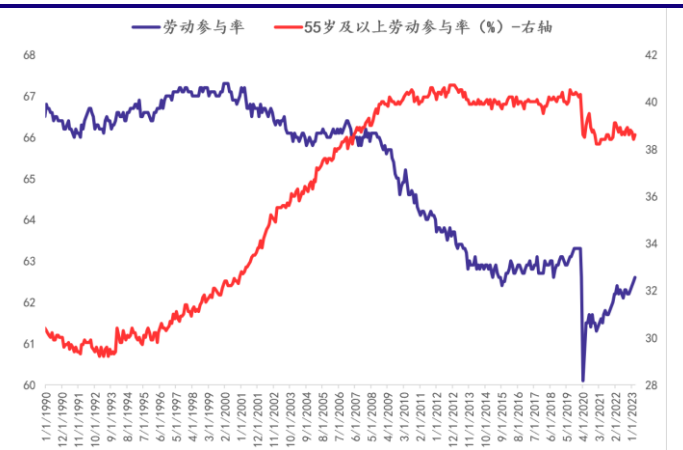
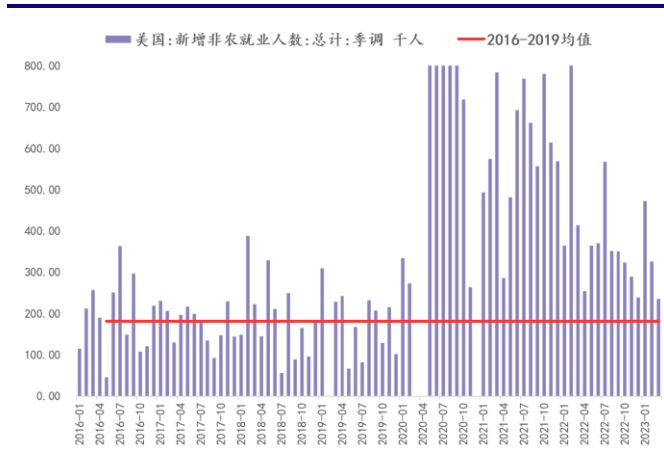
美国劳工数据局（BLS）4月7日公布了2023年3月劳动数据。单位调查（establishment survey）方面，3月新增非农就业23.6万人，略低于23.9万人的市场预期，为2021年以来的最低值。非农时薪同比增速4.24%，环比增速0.27%，同时2月时薪增速下调至0.21%，两个月平均环比增速0.24%。家庭调查（household survey）方面，失业率从3.6%降至3.5%，保持较低水平；劳动参与率上行0.1%至62.6%，55岁及以上参与率上升0.2至38.6%；累计兼职工作人数同比增长3.24%，累计全职工作人数同比增长1.32%。

短期来看，劳动市场紧张程度继续保持慢慢放缓的状态，最重要的时薪增速也已经基本回到疫情前水平；另一方面，非农2月份职位空缺率进一步降低至0.4%。以上信息对美联储的通胀控制无疑是好消息，不过劳动市场距离衰退仍有距离。从市场反应来看，美元指数小幅上升，2年与10年国债收益率同样出现回升，也即劳动市场数据反映的韧性为衰退交易轻点了刹车。我们认为（1）3月份时薪环比增速虽然小幅回升，但考虑到2月增速下修，平均水平已经回到疫情前，以这一速率推测的年末薪资同比增速应降至3.5%以下，所对应的核心PCE增速应当更低，支持2023年内出现降息。（2）3月新增全职工作回升而兼职工作下降，这可能对新增非农就业的回落做出贡献，兼职工作较高的同比增速依然利于抑制薪资增长。（3）市场对5月份加息的预期回升，我们认为5月加息25BP后美联储有相当高的概率停止加息。（4）失业率的低位以及超1万亿美元的名义超额储蓄的反映服务业需求短期难以塌方；尽管在银行业问题对信贷派生的影响下，2023年内降息的概率偏高，预期三季度初降息可能为时过早。

由于近期PMI和非农就业数据均略低于预期，叠加中小银行问题对信贷的压制，市场短期进行了衰退交易。虽然从同步指标来看，美国经济在三季度陷入衰退并引发降息的概率较小，但近期名义通胀数据由于能源通缩将进入快速下行的阶段，2023Q1美国GDP增速预期也出现了下修，这些因素均利于衰退交易在短期的持续。随着加息临近结束与美国经济持续放缓，美元指数短期和中期依然处于下行中。10年美债收益率有进一步下探3.2%以下的可能。美股方面，加息停止被较为充分的定价，在盈利下滑阶段仍需保持谨慎。

图 1：新增非农就业（千人）

图 2：劳动参与率持续回升，但距疫情前仍有差距（%）

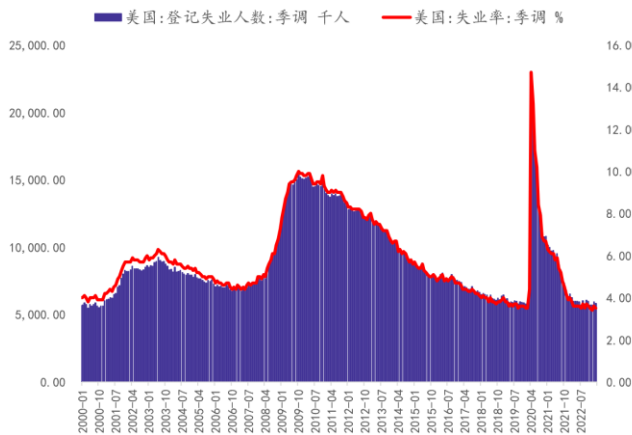


资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

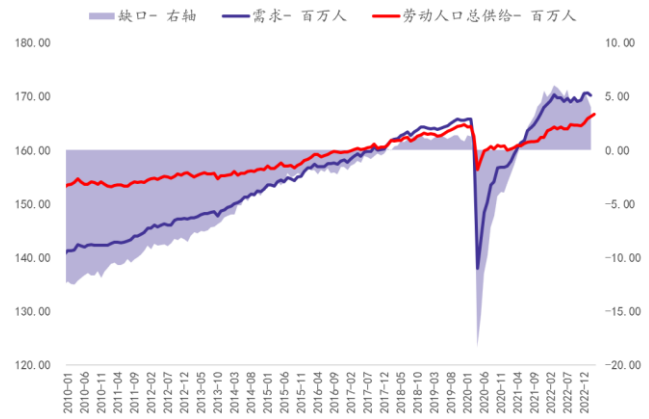
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 3：失业率继续处于历史低位，显示一定韧性（%）

图 4：粗略劳动市场缺口降低至400万人



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

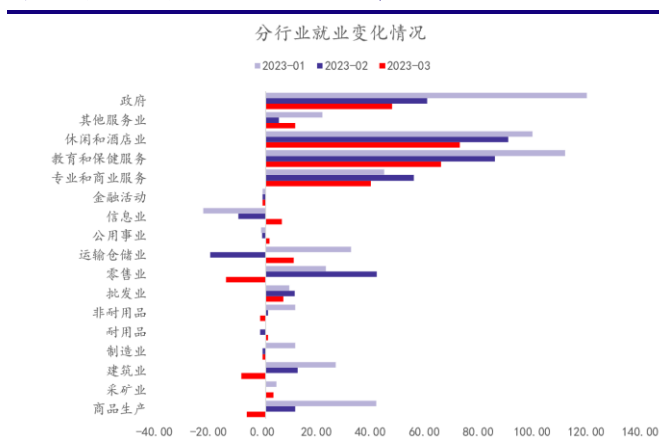


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

一、休闲酒店与教育保健业支撑新增服务就业，劳动市场距离衰退还有相当距离

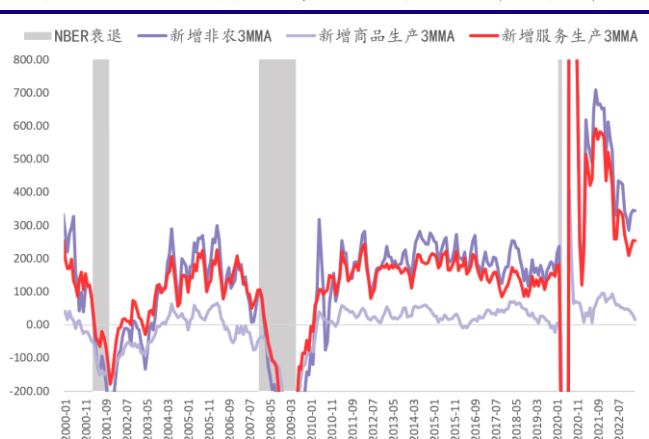
从非农就业的结构来看，接触类服务业依然是新增就业最多的区域。新增的 23.6 万人中，商品生产降低 7000 人，与制造业 PMI 的下行相符；而服务生产多增 19.6 万人，处于较低水平，使三个与均值保持在 25.4 万人；政府部门多增 4.7 万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增 18.9 万人，比前值明显回落。私人部门中新增较多的行业有休闲和酒店 7.2 万人、教育和保健服务 6.4 万人，专业与商业服务 3.9 万人以及运输业 1 万人；休闲和酒店业与教育和保健服务业较疫情前趋势仍存在较大缺口，服务业短期难以降低至衰退前的新增就业水平。同样的，尽管商品新增就业已比较疲弱，但与衰退前负增长的水平仍存差距。因此，劳动市场紧张程度预计持续缓慢缓和，短期内难以由于内生因素出现塌方。这也支持加息即将停止，但降息还不会很快到来的判断。

图 5：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

图 6：新增就业三月移动平均显示离衰退仍有距离（千人）

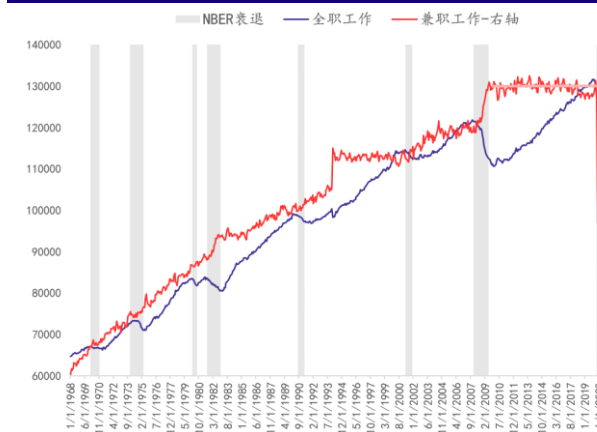


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3 月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速 4.78%，总计 2675 万人，比上月继续降低；累计全职工作人数三月均同比增长下行至 1.16%，总计 1.34 亿人，比上月回升。累计兼职工作在 2022 年迅速上升后，近期有所减少；而全职工作增长斜率则略有恢复。考虑到非农重复统计兼职就业的问题，兼职工作的连续下行可能对对新增非农就业的减少做出贡献。同

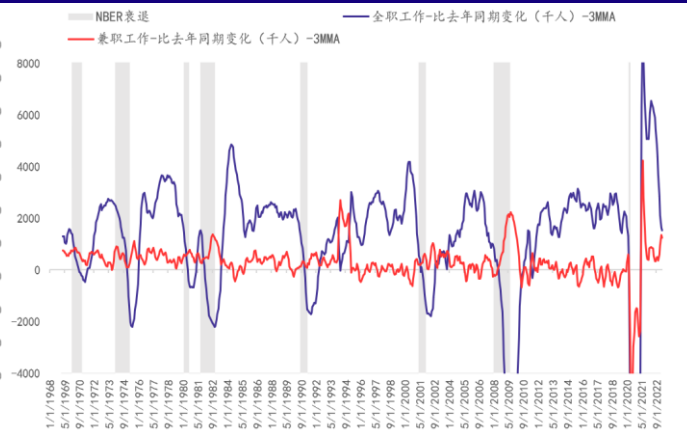
时，全职工作回升、劳动参与率的增加和低失业率也体现出虽然工资压力放缓，劳动市场整体依然不弱。所以，就业指标离衰退仍有距离，假设5月后加息暂停，那么三季度初期就进行降息似乎为时过早。整体上，劳动市场依然处于偏紧的状态，只是程度继续以较低的斜率缓和，2023年内劳动市场达到衰退的可能较大，支持降息。

图 7：家庭调查中的全职就业显示短期不会衰退（千人）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 8：全职下降和兼职增加的状态暗示 2023 年内易有衰退

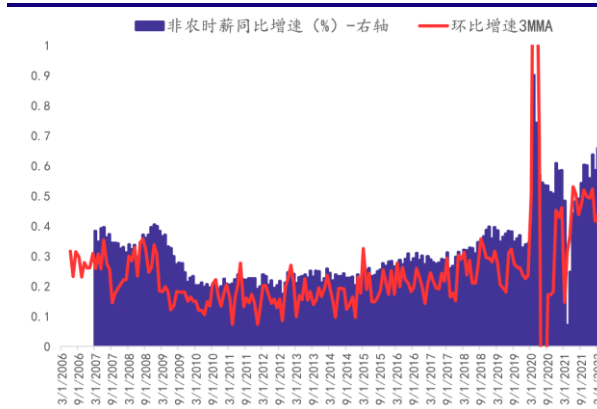


资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

二、非农时薪增速保持平缓，核心服务通胀的压力未来预计减轻

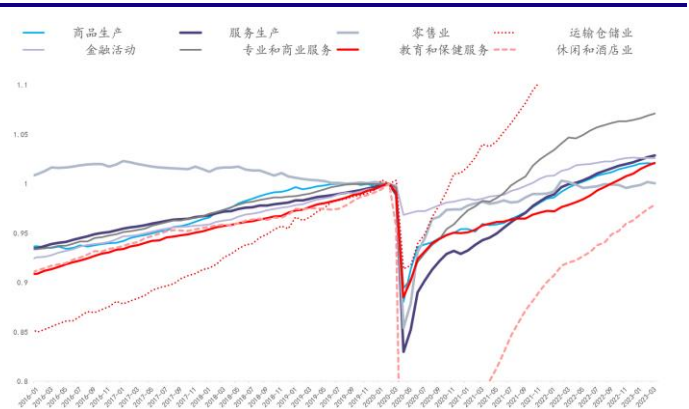
本月新增非农就业和薪资均保持了放缓的状态，也支持我们此前关于时薪增速放缓暗示就业市场已经开始降温的判断。我们预测3月美国CPI增速为5.19%，核心略高于该水平，而上半年CPI在能源价格高基数下会保持较快的下行，叠加银行业危机对工业和消费信贷的压制以及劳动市场压力缓和，预计美联储在5月加息25BP后将开始“按兵不动”的阶段。另一方面，银行问题短期得到控制，而美国服务业也保持一定韧性，这可能使美联储在加息停止后拒绝快速降息。

图 9：非农时薪增速保持放缓趋势（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：休闲和酒店与教育和保健服务仍有劳动缺口（2019 年末=1）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

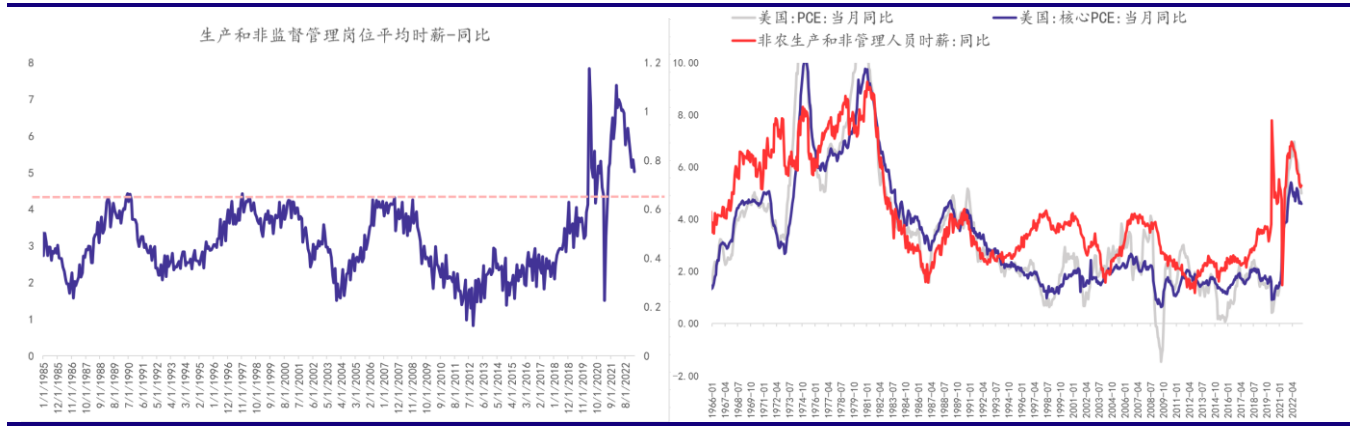
具体来看，3月私人部门非农工资同比增速放缓至4.24%，环比增速小幅反弹至0.27%。商品业的同比和环比时薪增速分别为4.56%和0.48%，略有加快，服务业为4.15%和0.21%，进一步下降。从细项来看，同比增速最快的行业有休闲和酒店业6.07%、公用事业5.55%、信息业5.45%、建筑业5.39%和采矿业4.67%；环比增速居前的有公用事业0.94%、休闲和酒店业0.77%、

制造业 0.51%、专业和商业服务 0.48%以及建筑业 0.42%。本月商品部门时薪增速出现反弹，而服务业进一步下降，暗示服务价格压力可能有所缓解。

虽然 3 月时薪增速环比名义上上升至 0.27%，但需要注意到 2 月时薪环比从 0.24%下调至 0.21%，因此两个月和三个月复合增速实际已经低至 0.24%和 0.26%，和疫情前 0.24%环比增速十分接近。以类似的环比增速推算，非农时薪在 2023 年末应当回落至 3.5%以下；按照其一般高于核心 PCE 的规律，年末的核心 PCE 应当低于 3.5%，不过这仍取决于滞后的居住成本下降的幅度。所以，我们仍预计核心 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，短期不会向 2%靠拢，降息也不会迅速到来。不过，随着服务业薪资的环比增速降低至偏正常的水平，CPI 和 PCE 核心服务面临的压力下降，这也利于四季度出现降息。

图 11: 时间序列更长的生产者时薪增速保持回落 (%)

图 12: 工资缓和减轻核心 PCE 面临的压力 (%)



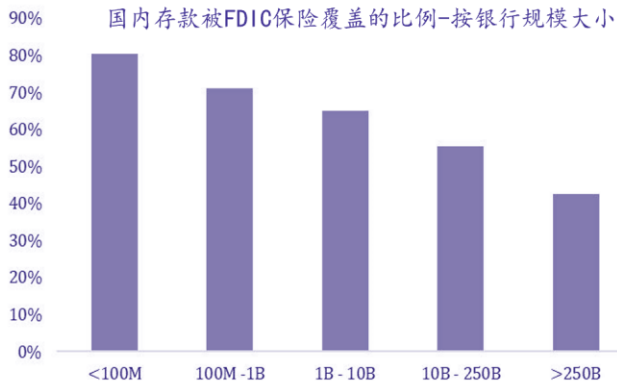
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

除了劳动市场依然偏紧之外，美国居民仍有 1 万亿美元的名义超额储蓄，消耗殆尽至少需要 3 个季度，这也将为消费和服务业需求提供一定支撑。同时，中小银行危机近期得到控制，市场情绪趋于稳定：小型银行的现金比例近期回升到明显高于 2019 回购危机前的水平，大银行由于存款转移上升更多，处于相对安全状态，而小银行被 FDIC 保险覆盖的比例也更高。商业银行信贷增速在 3 月下旬下行的斜率小幅加快，是否持续恶化仍需观察。从美联储的资产负债表来看，其资产规模从 3 月 29 日以来下降超 1000 亿美元，主要来自国债持有量的下降和 15 日以内短贷的偿还。因此，银行业向相对平稳状态的回归不支持三季度初立刻降息。不过，年内降息可能性的上升是由于美国存款利率依然极低，大量资金留出银行后栖息在 ONRRP 获得无风险利率；长此以往，在缩表和存款流出的影响下银行准备金水平难以维持在安全线上方。

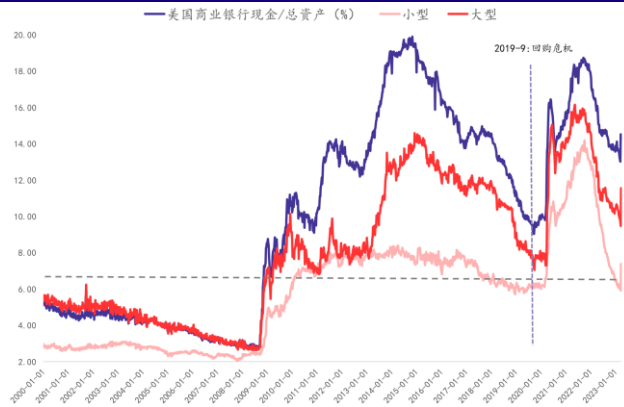
总体上，3 月劳动市场数据使 5 月的 25BP 成为本轮加息周期的最后一次相对确定，也支持美国经济不会迅速进入衰退的判断。但是，包括一季度 GDP、通胀数据和工业数据等指标在短期仍然延续弱势，容易支持衰退交易的情绪。尽管我们判断衰退难以在三季度初发生导致降息，短期美元和美债收益率走弱仍可能继续。

图 13: 美国小银行存款被 FDIC 覆盖比例更高



资料来源: FDIC, 中国银河证券研究院整理

图 14: 商业银行现金比例显著回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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
	2023-03	2023-02	2023-01	2023-03	2023-02	2023-01	2023-02	2023-01	2022-12	
非农总计	236.0	326.0	472.0				-551.0	218.0	-49.0	
非农私人合计	189.0	266.0	353.0	33.18	33.09	33.02	-534.0	242.0	-72.0	
商品生产	-7.0	11.0	41.0	33.50	33.34	33.28				
采矿业	3.0	0.0	4.0	37.24	37.17	36.97	2.0	4.0	3.0	
建筑业	-9.0	12.0	26.0	35.98	35.83	35.69	-50.0	47.0	23.0	
制造业	-1.0	-1.0	11.0	31.83	31.67	31.67	12.0	45.0	-11.0	
耐用品	1.0	-2.0	0.0	33.39	33.19	33.18	3.0	31.0	-5.0	
非耐用品	-2.0	1.0	11.0	29.17	29.06	29.09	8.0	14.0	-6.0	
服务生产	196.0	255.0	312.0	33.10	33.03	32.96				
批发业	6.7	10.9	8.9	36.23	36.15	36.24	26.0	20.0	-14.0	
零售业	-14.6	41.3	22.3	23.79	23.78	23.52	-175.0	52.0	-3.0	
运输仓储业	10.4	-20.5	31.7	28.47	28.45	28.27				
公用事业	1.5	-1.2	-1.6	49.48	49.02	48.82				
信息业	6.0	-10.0	-23.0	47.96	47.94	47.75	-6.0	2.0	5.0	
金融活动	-1.0	-1.0	-1.0	42.67	42.54	42.51	-67.0	55.0	-11.0	
专业和商业服务	39.0	55.0	44.0	39.95	39.76	39.68	-27.0	-74.0	-39.0	
教育和保健服务	65.0	85.0	111.0	32.67	32.66	32.70	-113.0	83.0	40.0	
休闲和酒店业	72.0	90.0	99.0	20.96	20.80	20.78	-44.0	65.0	-96.0	
其他服务业	11.0	5.0	21.0	29.24	29.51	29.50	-49.0	-21.0	65.0	
政府	47.0	60.0	119.0							

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