

劳动市场仍有韧性，不宜过度定价经济下行

—美国 11 劳动市场数据

核心要点：

新增非农就业因罢工解决和服务业韧性而强于预期，失业率略降，时薪边际加速，劳动市场下行趋势仍不改：单位调查（establishment survey）方面，11月新增非农就业19.9万人，略高于18万人的市场预期，高于2016-2019年新增就业均值18.1万人；同时，9月份的新增非农就业从29.7万人下修至26.2万人，10月的15万人维持不变。非农时薪增速整体缓但边际加速，10月同比增长3.96%，环比0.35%；同时9月时薪环比增速下修至0.27%，三月均环比为0.28%。家庭调查（household survey）方面，失业率从10月的3.9%降至3.7%，略低于预期的3.9%并保持低位；劳动参与率略升至62.8%，55岁及以上参与率上行至38.8%，25-54岁参与率维持83.3%。11月兼职和全职就业均有增加，累计兼职工作人数同比增速为3.41%，累计全职工作人数同比增速为1.92%。

罢工缓解是制造业就业反弹的主因，有劳动缺口的服务行业依然有韧性：11月的新增非农就业同上月一样受到了汽车工人罢工的干扰，BLS指出制造业新增就业2.8万人，其中3万人来自于汽车罢工，除去这一干扰后的11月新增就业基本略低于疫情前水平；劳动市场缓慢放缓的趋势并未改变，预计12月份罢工扰动退去后的新增非农数据质量会更高。失业率低于预期，这一方面由于失业人口有所降低，另一方面劳动力人口也稍有增加；10月职位空缺率降低至5.3%，这表明贝弗里奇曲线的正常化在逐步实现，但从领先的职位招聘数来看，失业率短期依旧难以大幅抬升并触发降息。

薪资增速的韧性受到罢工导致的涨薪的提振，但整体利于软着陆达成：11月私人部门非农工资同比增速略放缓至3.96%，环比增速0.35%；同时9月环比增速下调至0.27%，10月保持不变。商品业的同比和环比时薪增速分别为5.33%和0.55%，服务业为3.63%和0.30%。服务业薪资稳定放缓，但制造业有所加速。我们在上月分析中指出罢工导致的涨薪使制造业薪资未来有加速可能，这在11月制造业薪资偏高的环比增幅中有所体现。劳动市场的缓慢缓和依然依赖于需求侧职位空缺率的降低和供给侧移民的恢复，两者将继续使薪资缓慢放缓，但工会的罢工活动可能形成边际支撑，但本身不足以引发二次通胀。

市场需要边际修正对经济下行预期的“抢跑”，美联储可能借机维持偏鹰派引导：11月劳动数据将对快速下行的美债收益率和显著增强的降息预期起到限制作用，美联储预计也会在12月FOMC会上发出偏鹰派声音以防止市场过快定价经济下行和降息，进而确保通胀的放缓和维护自身信誉。市场方面，前期美国制造业、房地产市场和消费等数据的弱化在11月FOMC会议非正式确立加息暂停后导致美债收益率连续大幅回落，美元也有所下行，市场在定价美联储本次加息周期的终结后开始进一步定价2024年更早且更大幅度的降息。11月非农数据的韧性表明美国经济的弱化依然是缓慢的，不宜过早和过度定价经济下行和联邦基金利率的降调，尽管两者向下的确定性较强。数据公布后，美国三大股指依然收涨，但2年期和10年期美债收益率显著回升，美元指数也小幅上行，市场再次开始修正对降息预期的“抢跑”。

分析师

章俊

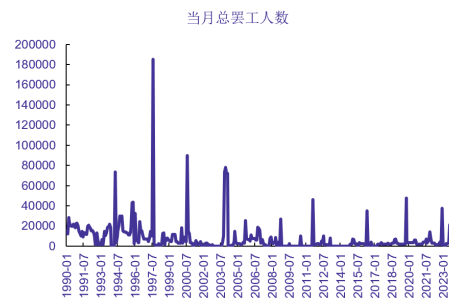
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

罢工人数降低是制造业就业反弹的主因（人）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

美国劳工数据局（BLS）12月8日公布了2023年11月劳动数据。单位调查（establishment survey）方面，11月新增非农就业19.9万人，略高于18万人的市场预期，高于2016-2019年新增就业均值18.1万人；同时，9月份的新增非农就业从29.7万人下修至26.2万人，10月的15万人维持不变。11月份的非农上行主要反映10月份因汽车工人罢工减少的3.3万人中有3万人重新开始工作，与我们上月提示的回升幅度一致。非农时薪增速整体缓和但边际加速，10月同比增长3.96%，环比0.35%；同时9月时薪环比增速下修至0.27%，三月均环比为0.28%。

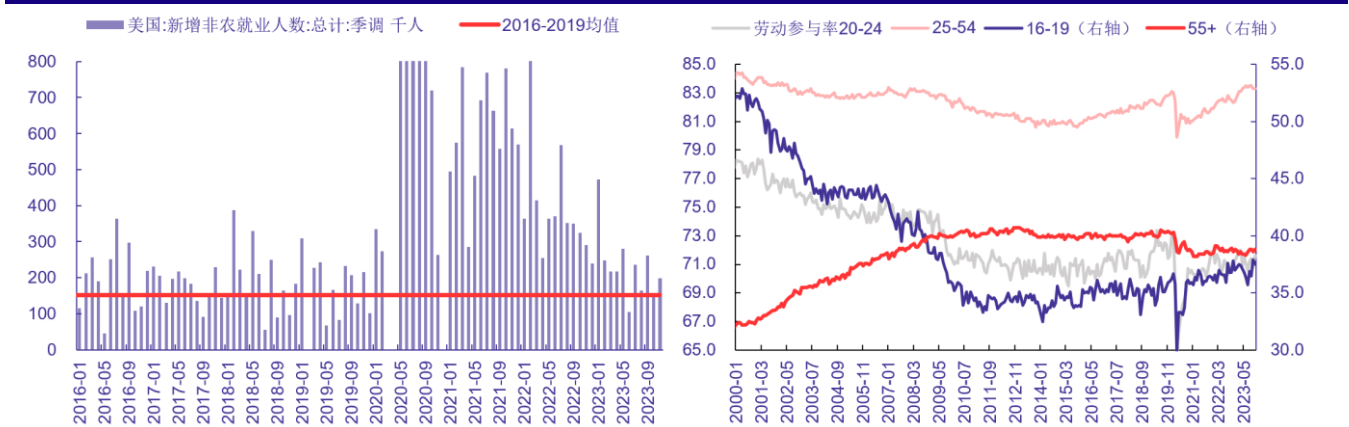
家庭调查（household survey）方面，失业率从10月的3.9%降至3.7%，略低于预期的3.9%并保持低位；劳动参与率略升至62.8%，55岁及以上参与率上行至38.8%，25-54岁参与率维持83.3%。11月兼职和全职就业均有增加，累计兼职工作人数同比增速为3.41%，累计全职工作人数同比增速为1.92%。

整体上，11月劳动数据的回升并不十分“意外”，10月由于罢工造成的异常新增就业降低在11月得到补偿，同时劳动市场整体依然处于缓慢降温的状态，薪资和服务业的韧性利于美国经济逐步达成“软着陆”的基准假设。虽然如此，不弱的就业市场意味着市场对美联储首次降息的时点和全年降息的幅度都已稍显激进，已经停止加息的美联储可能也将借11月薪资的通胀的反弹控制市场的降息预期，防止金融条件过快放松。我们认为需要注意：（1）11月的新增非农就业强于预期，但同上月一样受到了汽车工人罢工的干扰，BLS指出制造业新增就业2.8万人，其中3万人来自于汽车罢工，除去这一干扰后的11月新增就业基本略低于疫情前水平；因此劳动市场缓慢放缓的趋势并未改变，预计12月份罢工扰动退去后的新增非农数据质量会更高。（2）从工资增速和通胀压力角度考虑，非农时薪环比增速在11月略有加快，但前值下修使名义增速维持3.96%，实际工资增速继续为正并支撑消费；薪资增速的韧性有利于在超额储蓄消耗的同时对消费形成缓冲，阻止美国经济快速下行，这意味着美联储在2024年二季度前降息的概率并不高；预计时薪增速二季度初降至3.5%左右并与2%的通胀中枢更加匹配。（3）失业率低于预期，这一方面由于失业人口有所降低，另一方面劳动力人口有所增加；10月职位空缺率降低至5.3%，这表明贝弗里奇曲线的正常化在逐步实现，但从领先的职位招聘数来看，失业率短期依旧难以大幅抬升并触发降息。（4）从完全采用劳动数据的费城联储CEI看，其同比增速10月为3.02%，按目前斜率达到衰退阈值约在2024年二季度，这表明2024年劳动市场走弱后联邦基金利率仍有下调100BP或更多的可能。（5）综合来看，11月的非农就业数据依然受罢工扰动较大；尽管劳动市场下行的趋势没有改变，下行的程度也暂难以显著加快，我们倾向于劳动市场在2024年二季度临近弱衰退前的状态。

总体上，11月劳动数据将对快速下行的美债收益率和显著增强的降息预期起到限制作用，美联储预计也会在12月FOMC会上发出偏鹰派声音以防止市场过快定价经济下行和降息，进而确保通胀的放缓。劳动数据仍表明经济短期不会快速下滑，薪资的增速、失业率的韧性和美国居民的财富水平意味着“软着陆”的概率更大，当然这并不意味着美国通胀可以在不经历经济继续下行的基础上得到控制。关于我们对2024年海外经济展望的细节可以关注报告《鲸落·潮生》。

图 1：新增非农就业

图 2：劳动参与率稳定，但 55 岁以上缺口保持（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

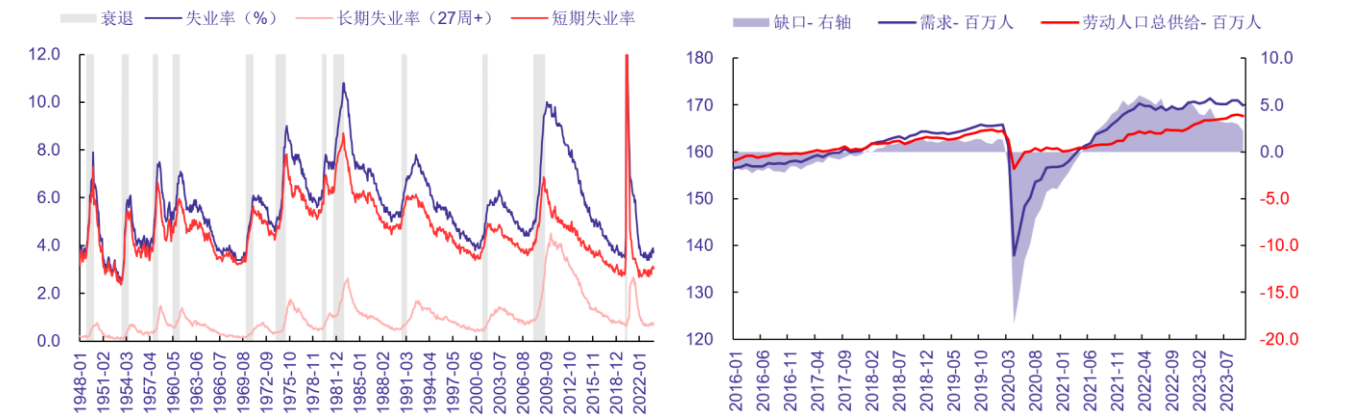
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

市场方面，前期美国制造业、房地产市场和消费等数据的弱化在11月FOMC会议非正式确立加息暂停后导致美

债收益率连续大幅回落，美元也有所下行，市场在定价美联储本次加息周期的终结后开始进一步定价 2024 年更早日更大幅度的降息。11 月非农数据的韧性表明美国经济的弱化依然是缓慢的，不宜过早和过度定价经济下行和联邦基金利率的降调，尽管两者向下的趋势确定性较强。数据公布后，美国三大股指依然收涨，但 2 年期和 10 年期美债收益率显著回升，美元指数也小幅上行，市场再次开始修正对降息预期的“抢跑”。

图 3：短期和长期失业率均回落

图 4：粗略劳动市场缺口 10 月下行，职位空缺率降低



资料来源：BLS，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

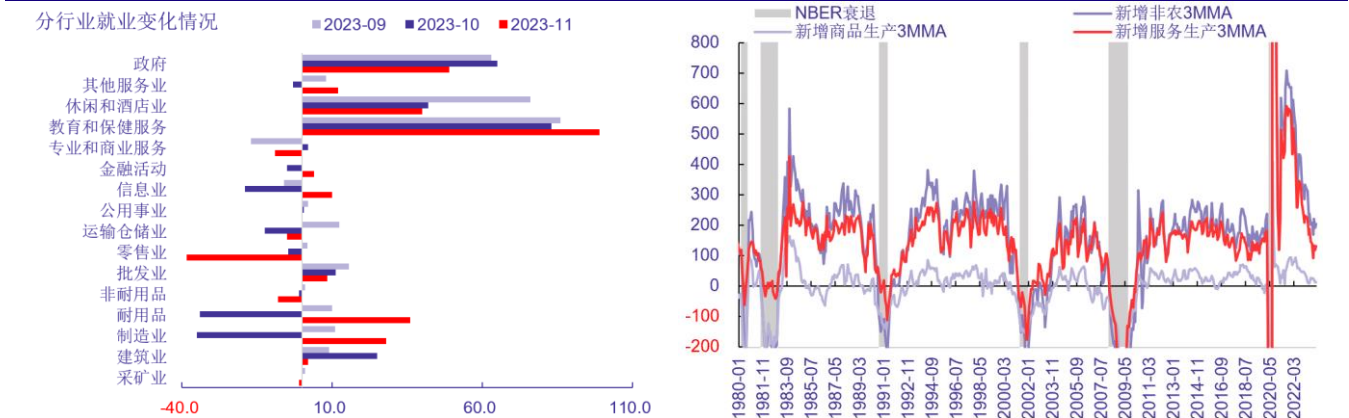
一、商品新增就业因罢工解决回升，具有劳动缺口的服务行业依然强韧

11 月新增非农就业的结构仍然受到汽车工人罢工的影响，10 月罢工 4.81 万人后 11 月的罢工人数降低至 1.05 万人，减少的罢工人数计入了制造业新增就业。新增的 19.9 万人中，商品生产增加 2.9 万人，建筑业增长 0.2 万人，制造业增长 2.8 万人，其中绝大部分来自于耐用品生产中的汽车制造，而剔除罢工影响后实际减少约 0.2 万人。11 月份制造业的多增为一次性因素，并不体现美国制造业劳动需求有边际加速。服务生产多增 12.1 万人，环比增长依然不弱；政府部门多增 4.9 万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增 15.0 万人，弱于 2016-2019 年均值 16.8 万人。全部非农就业三个月均值从上月的 19.2 人上行至 20.4 万人；9 月份的新增非农再度进行下修 3.5 万人，下修趋势延续。

如果剔除罢工形成的扰动，10 月新增非农就业约 18.5 万人，11 月新增 16.9 万人，缓慢放缓的趋势并未发生改变。私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务业 9.9 万人、休闲和酒店业 4.0 万人、其他服务业 1.2 万人。此外，零售业和运输仓储业延续负增长，其中零售业就业减少 3.8 万人，而连续负增长的信息技术业 11 月新增 1 万人。以新增非农就业作为衰退预警，商品生产新增就业三月均值降至 1.3 万人，服务业三月均值在下修后下行至 13.1 万人左右，离-5 万的衰退阈值有较大距离。

图 5：各行业新增就业人数变化（千人）

图 6：新增就业三月移动平均显示离衰退仍有距离（千人）

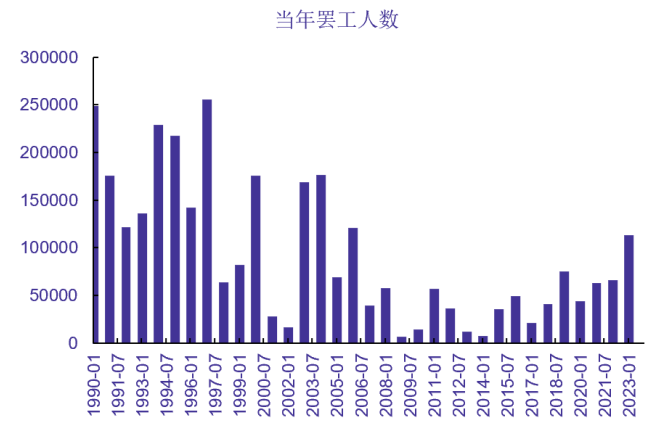
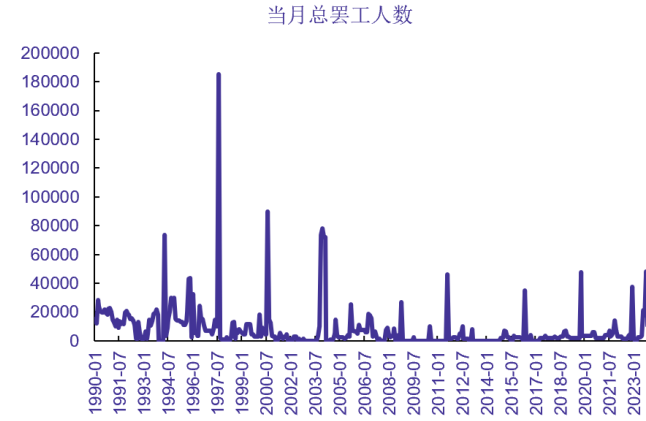


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 单月罢工人数 11 月回落

图 8: 全年罢工人数处于疫情后高位



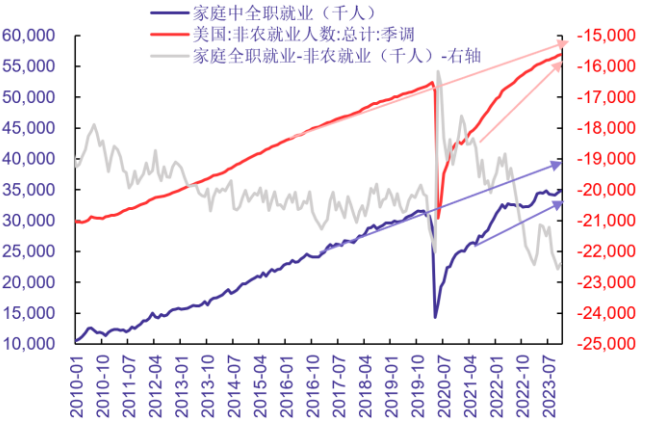
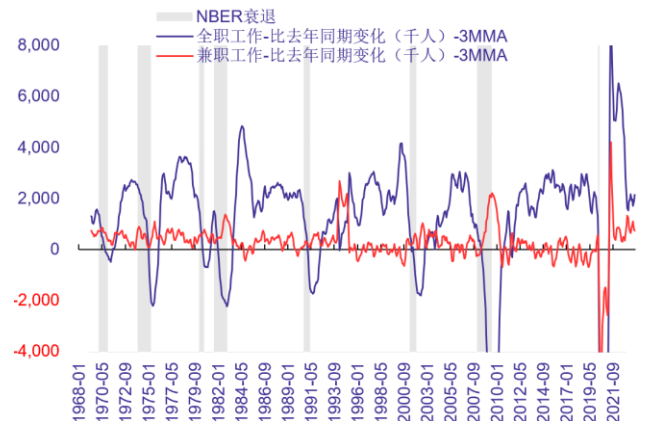
资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

11 月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速降至 2.84%，总计 2700 万人，比上月增加 33.9 万人；累计全职工作人数的三月均同比增速回升至 1.62%，总计 1.3484 亿人，比上月增加 34.7 万人。从家庭调查看，劳动市场依然具有韧性，全职和兼职就业均有回升，失业率也由于失业人数降低和劳动参与人数提升而回落。结合两类劳动数据看，劳动市场的短期韧性是较难质疑的，其降温的趋势没有发生改变，下行速度也并未显著加快。

图 9: 兼职和全职就业均有回升

图 10: 家庭调查显示的就业情况同样不弱



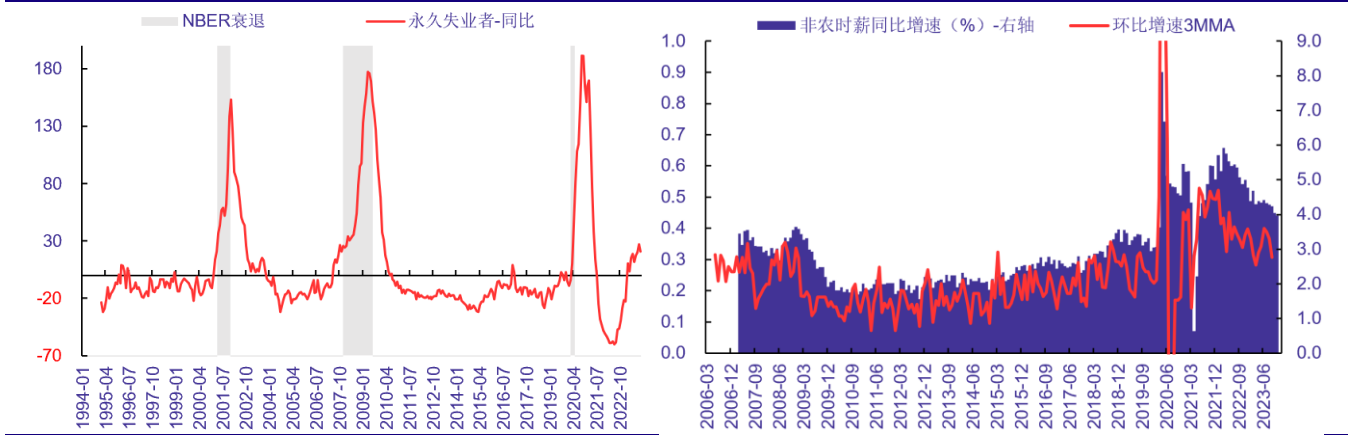
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

二、商品生产时薪增速强于服务生产，工会和罢工涨薪暂不会形成“二次通胀”

11 月对此前的新增非农时薪数据进行了小幅下调，当月非农时薪环比增长边际加快，三月均环比增长从前值 0.25% 恢复至 0.28%，对核心服务的压力变化不大，预计至少要到 2024 年二季度时薪增速才会降至与 2% 目标匹配的 3.5% 下方。目前薪资缓慢放缓的趋势已经足以使美联储不再继续加息，同时在通胀增速降幅更快的情况下，薪资的韧性利于美联储逐步达成“软着陆”，因此薪资粘性对经济反而是一个好消息。

图 11: 永久失业者增速的上行意味着劳动市场弱化方向不变 (%) 图 12: 美国非农时薪增速高于疫情前, 利于软着陆达成



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

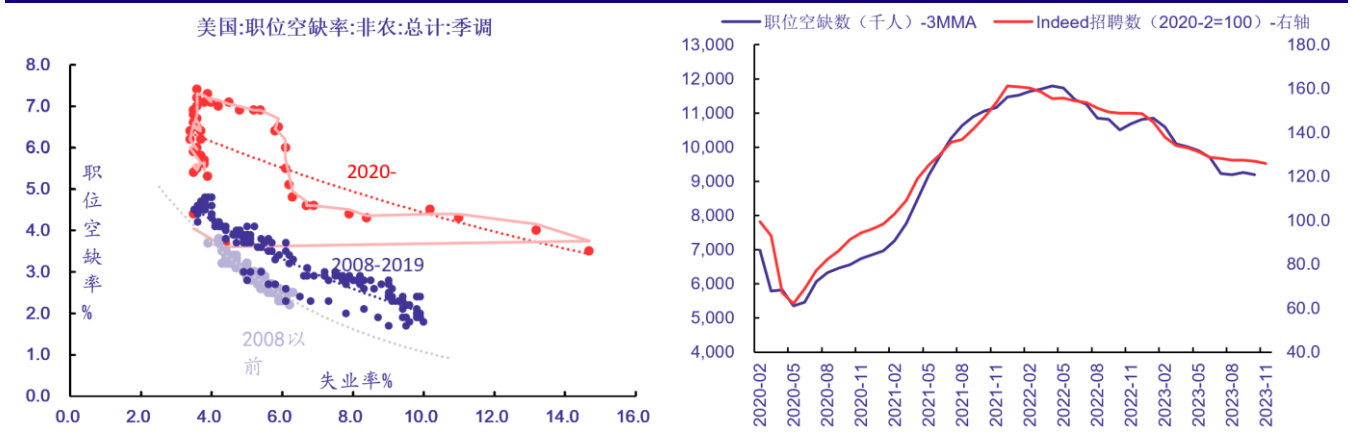
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

具体来看, 11 月私人部门非农工资同比增速略放缓至 3.96%, 环比增速 0.35%; 同时 9 月环比增速下调至 0.27%, 10 月保持不变。商品业的同比和环比时薪增速分别为 5.33% 和 0.55%, 服务业为 3.63% 和 0.30%。服务业薪资稳定放缓, 但制造业有所加速。我们在上月分析中指出罢工导致的涨薪使**制造业薪资未来有加速可能, 这在制造业薪资偏高的环比增幅中有所体现**。从细项来看, 同比增速最快的行业为采矿业 5.9%、运输仓储业 5.51%、金融活动业 5.48%、非耐用品业 5.36% 和耐用品业 5.18%。环比薪资上, 增速居前的有非耐用品业、批发业、休闲和酒店业、耐用品业以及金融活动业。劳动市场的缓慢缓和依然依赖于需求侧职位空缺率的降低和供给侧移民的恢复, 两者将继续使薪资缓慢放缓, 但工会的罢工活动可能形成边际支撑, 但本身不足以引发二次通胀。

从环比角度考虑, 一季度修正后环比增速为 0.32%, 但二季度则加快至 0.38%, 三季度为 0.31%, 四季度目前为 0.28%, 依旧高于疫情前 0.24% 的环比均值。这对应年末非农时薪增速同比增速仍在 3.9% 左右, 对应核心 PCED 同比在仅略低于该范围的水平运行。

图 13: 贝弗里奇曲线正常化继续

图 14: 劳动市场需求弱化偏慢



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

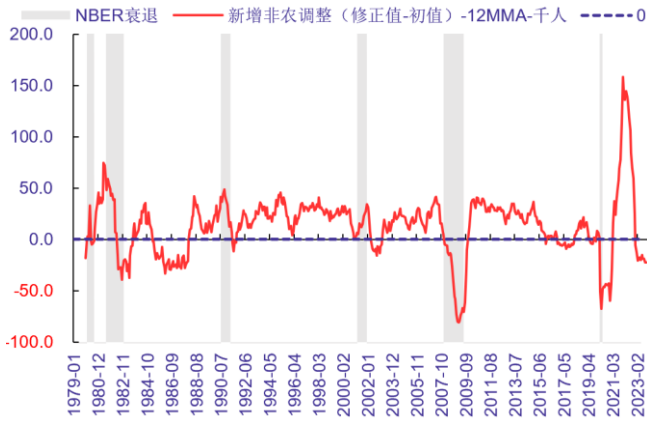
资料来源: Fred, Wind, 中国银河证券研究院整理

三、非农就业继续下修, 领先指标轻微弱化, 市场调整“抢跑”的预期

非农就业数据在 11 月份继续下修 3.5 万人, 依然呈现经济下行前期的连续下修状态。失业率的领先指标失业金初请人数近期在低位震荡, 11 月约在 22 万人左右; 而职位空缺率的领先指标 Indeed 招聘指数则进入“横盘”状态, 这意味着职位空缺率短期不易大幅降低, 贝弗里奇曲线正常化在 2024 年初依然可以弱化对失业率的冲击, 但随

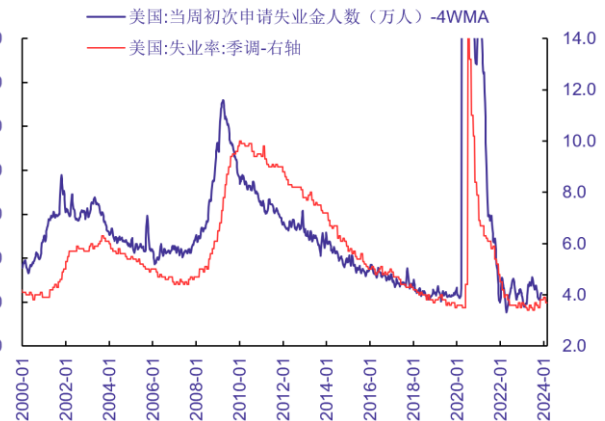
着需求弱化和供给进一步改善可能温和抬升至 4.4%的自然水平以上。其他领先指标方面，对敏感的临时帮工服务和卡车交通就业人数从高点持续回落且接近以往衰退前的状态，但卡车交通就业相对更有韧性。而从市场反应来看，**联邦基金利率期货交易**对经济下行预期的定价较为充分，**预计 2024 年降息幅度仍为 125BP**，但在短期经济和通胀数据难以更快速下行的情况下，市场可能需要对“抢跑”的预期做修正。对于美联储来说，近期长端利率的快速回落使金融条件放松，并不利于通胀预期的控制，因此官员们在 12 月 FOMC 会议中可能继续偏鹰派发言，强化美联储的信誉。

图 15: 非农就业的下修趋势仍可能延续一段时间



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 16: 失业金初请人数领先于失业率, 近期震荡



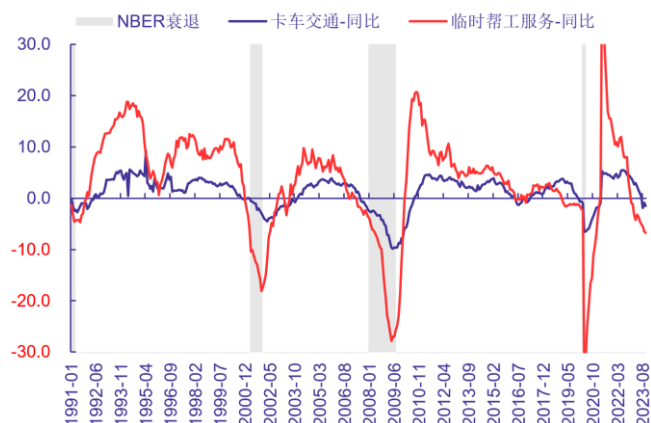
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 市场可能过早计入过多的降息预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	93.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	43.2%	53.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	26.4%	49.3%	22.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	18.9%	42.5%	30.5%	7.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.1%	35.0%	34.3%	14.6%	2.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	9.3%	28.4%	34.5%	20.5%	6.1%	0.8%
2024/11/7	0.0%	0.2%	5.5%	20.2%	31.9%	26.5%	12.3%	3.0%	0.3%
2024/12/18	0.1%	4.1%	16.2%	28.8%	28.0%	16.1%	5.5%	1.1%	0.1%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 18: 临时帮工和卡车交通就业增速提示经济下行风险 (%)



资料来源: Fred, 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-环比(%)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2023-11	2023-10	2023-08	2023-11	2023-10	2023-08	2023-10	2023-09	2023-08	
非农总计	199.0	150.0	262.0				-156.0	-703.0	426.0	
非农私人合计	150.0	85.0	199.0	0.35	0.21	0.27	-131.0	-612.0	390.0	
商品生产	29.0	-10.0	21.0	0.55	0.32	0.44	3.0	-6.0	1.0	
采矿业	-1.0	0.0	1.0	0.05	-0.26	1.23	32.0	-54.0	-31.0	
建筑业	2.0	25.0	9.0	0.49	0.43	0.24	-15.0	-58.0	8.0	
制造业	28.0	-35.0	11.0	0.61	0.21	0.52	-7.0	-8.0	5.0	
耐用品	36.0	-34.0	10.0	0.55	0.44	0.56	-8.0	-50.0	3.0	
非耐用品	-8.0	-1.0	1.0	0.77	-0.13	0.43	4.0	-41.0	40.0	
服务生产	121.0	95.0	178.0	0.30	0.21	0.21	-60.0	-52.0	41.0	
批发业	8.3	11.2	15.6	0.76	-0.57	0.22	18.0	-36.0	31.0	
零售业	-38.4	-4.7	1.7	0.37	0.00	0.25	-12.0	12.0	-27.0	
运输仓储业	-5.0	-12.4	12.4	0.20	0.48	0.61	-9.0	-59.0	65.0	
公用事业	0.1	0.6	2.0	0.48	0.38	0.26	87.0	-40.0	-18.0	
信息业	10.0	-19.0	-6.0	0.48	0.08	0.06	36.0	-132.0	61.0	
金融活动	4.0	-5.0	0.0	0.50	0.11	0.48	-165.0	-139.0	230.0	
专业和商务服务	-9.0	2.0	-17.0	0.39	0.39	0.22	-49.0	-7.0	-10.0	
教育和保健服务	99.0	83.0	86.0	0.09	0.21	0.21	-3.0	0.0	0.0	
休闲和酒店业	40.0	42.0	76.0	0.61	0.61	0.05	0.0	0.0	0.0	
其他服务业	12.0	-3.0	8.0	0.03	0.40	0.20	20.0	-118.0	-22.0	
政府	49.0	65.0	63.0							

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。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn