

宏观点评 20240106

12月非农：3月降息的“拦路虎”

2024年01月06日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《如何理解年末PSL重启？》

2024-01-03

《2024年的第一份消费成绩单表现怎么样？》

2024-01-02

■ **2023年全年，美国劳动力市场的一大关键词便是强劲。**即便新增非农就业人数在初值后不断向下修正，但从全年来看，修正后的2023年平均每月的新增人数在22.5万人，这一增长势头也并不弱。那么本轮有韧性的劳动力市场究竟有何特点？我们不妨从2023年年末最后一份非农数据来一探究竟：

■ **12月非农就业缘何走高？通过细项数据来看，就业的“主力军”还是服务业，**12月新增就业14万人；除此之外还有两大“帮手”：政府及建筑业就业。政府部门12月新增5.2万人，建筑业增加了1.7万人。

究其背后的原因：在高利率的压制下，公共部门相较于私营部门预算较为充裕，许多州采取措施，加薪、加奖金等策略来应对长期供需失衡的挑战。而对于建筑业，利率对美国房地产的溢出效应较小，美国地产供给比需求更弱的格局下，促进了一定的建筑业就业。

■ **服务业就业数据为何在非农与ISM非制造业指数中有所背离？**我们认为原因有三：一是非农就业涵盖的服务业品类更多、更全；二是ISM为调查数据，且多为跨国公司，非农数据相比其更真实；三是ISM近期调查数据回复率下降，因而准确率有所降低。

■ **季节性裁员并未发生。**参考过去4年的经验（剔除因疫情波动较大的2021及2020年），12月往往会发生典型的假期裁员，这主要体现在首次申领失业金及续请失业金人数在年末的上涨。不过从当前的情况来看（截至2023年12月30日），首申人数降至20.2万人，处于今年较低水平；连续申请人数降至185.5万人，在秋季增长后趋于平稳走势。作为劳动力市场的“温度计”，两项数据的下降指向劳动力市场的强韧。

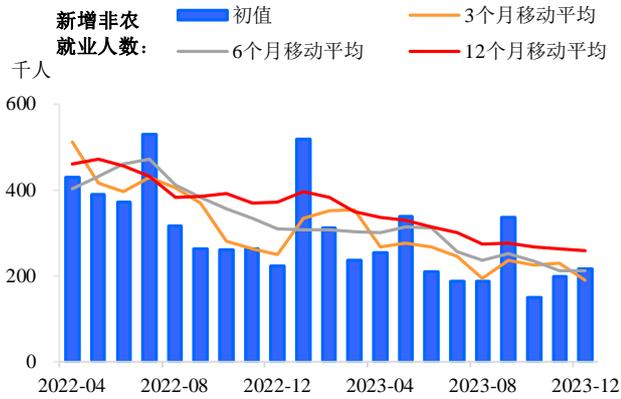
■ **薪资增速动能反弹上涨。**12月平均时薪环比及同比增速双双停止下降趋势，转为上涨：环比增加0.4%，同比增加4.1%。薪资作为影响核心通胀的关键因素，进一步上涨的压力对通胀造成威胁。

■ **供需失衡矛盾仍旧存在。**企业计划在未来3个月内提高工人报酬比例仍处于历史高位，且从跳槽者与留守者薪资差扩大这一数据来看，当前就业的供需失衡矛盾仍未大幅缓解。

■ **由此来看，无论是就业人数还是工资，超韧性就业难以达到3月就降息的条件。**2023年最后一份非农“成绩单”尤其显示出服务业需求黏性的顽固，这对于2024年的美联储来说，前路变得崎岖。正如此前公布的12月议息会议纪要中指出，“就业增长有所放缓，但仍保持强劲”，这意味着稳健的就业使得3月就降息的基础无法被满足，市场预计一季度降息的概率有所下降。

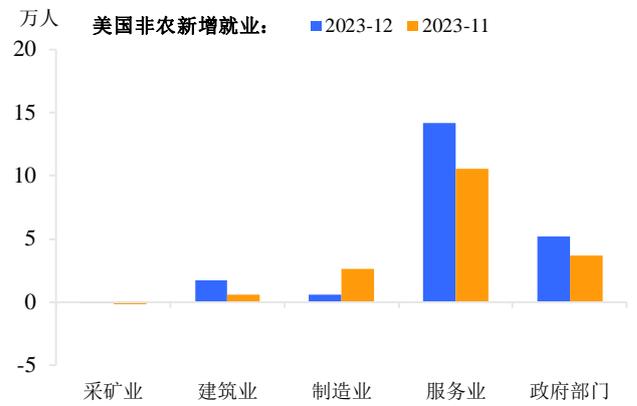
■ **风险提示：**美国经济快速陷入衰退；地缘政治紧张形势扩散，大宗商品价格大涨；金融风险显著暴露；通胀二次抬头。

图1: 12月美国新增非农就业人数再超预期



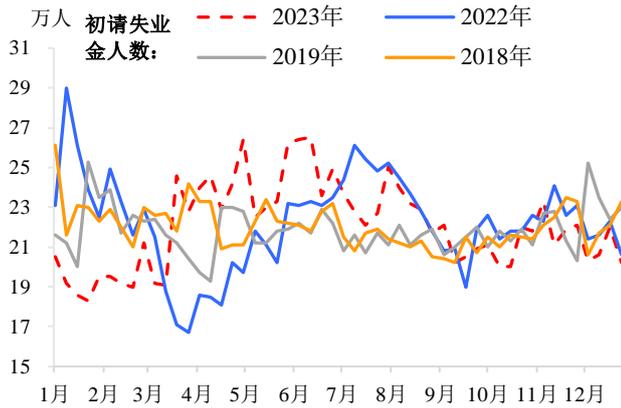
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 新增就业主要仍旧来源于服务业



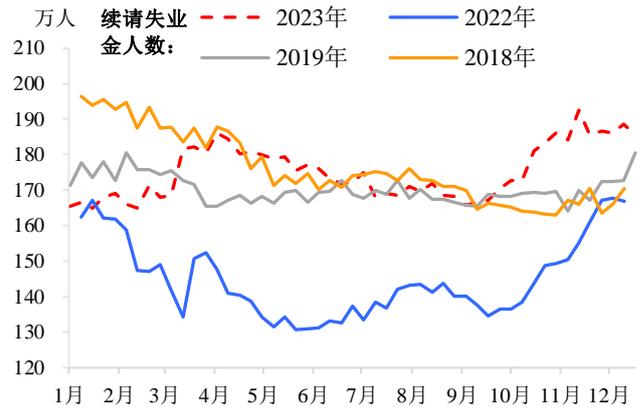
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 初请失业金人数继续下降



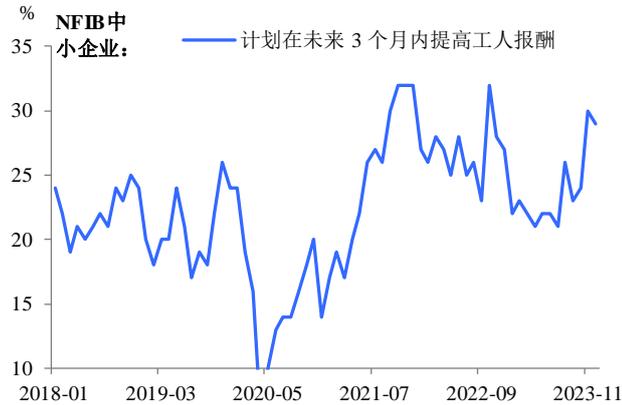
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 续请失业金人数下降



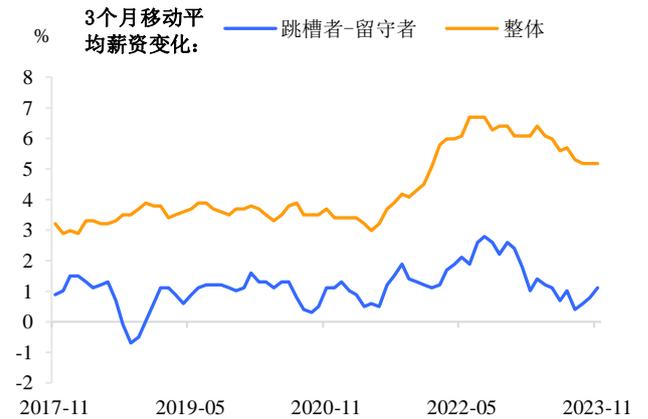
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 企业未来提高工资比例仍处于历史高位



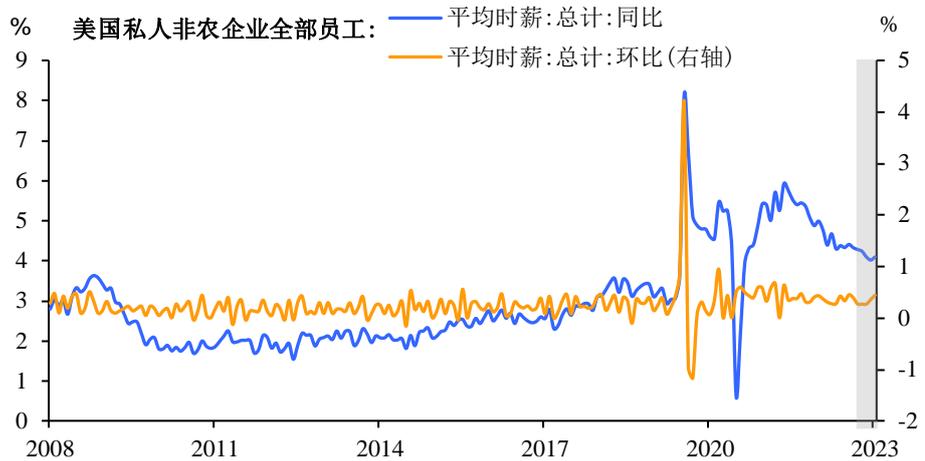
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 转岗者和留守者之间工资增长差距的扩大



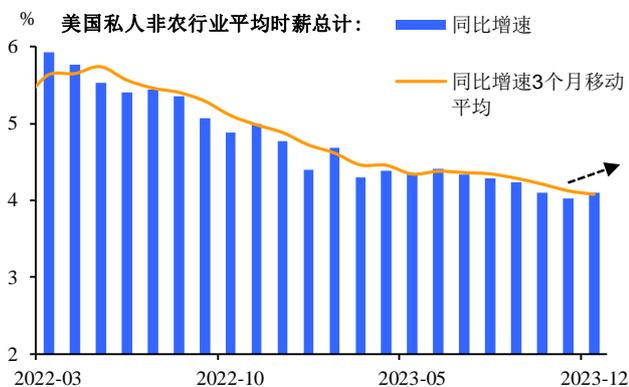
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 薪资增速环比、同比均反弹上涨



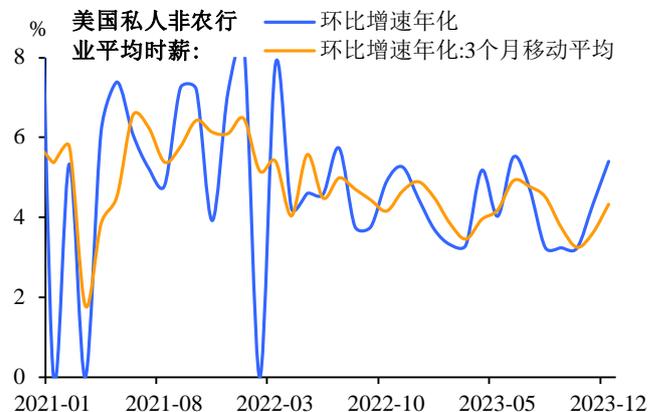
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国薪资同比增速上涨至4.1%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 美国薪资环比年化上涨至5.4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>