

劳动市场的缓慢下行不足以支撑激进的降息预期

--美国12月劳动市场数据

核心要点:

新增非农就业强于预期，失业率稳定，时薪边际加速，但劳动市场仍在缓慢弱化中：单位调查（establishment survey）方面，12月新增非农就业21.6万人，明显高于17万人的市场预期，高于2016-2019年新增就业均值18.1万人；同时，10月份的新增非农就业从15.0万人下修至10.5万人，11月从19.9万人下修至17.3万人。非农时薪边际加速，12月同比增长4.10%，环比0.44%，三月均环比上升至0.35%。家庭调查（household survey）方面，失业率与11月的3.7%持平，略低于预期的3.8%并仍在历史低位；劳动参与率从前值62.8%降低至62.5%，55岁及以上参与率下行至38.4%，25-54岁参与率略降至83.2%。12月兼职就业增加和全职就业减少，累计兼职工作人数同比增速为4.05%，累计全职工作人数同比增速为0.58%。

劳动数据中的五个要点：（1）12月的劳动数据从高于预期的新增非农就业人数、偏强的薪资环比增长和稳定的失业率三方面展现了韧性，由于12月罢工人数仅2800人，12月数据相比前两个月更有参考性；不过，家庭调查中全职就业的下行与新增非农就业方向不一致，需要注意非农数据未来可能下修。（2）薪资增速的较高增长对经济的短期韧性是好消息，实际薪资增长在通胀整体回落的背景下仍将继续支持消费，但不能降低美联储对通胀的担忧；虽然12月FOMC纪要显示美联储对加息过多导致经济下行这一风险的关注度上升，但在经济数据不弱的情况下，3月份对美联储来说未必是理想的首次降息时点。（3）失业率的小幅回落源于失业人口的减少，分母端的劳动人口下行；虽然失业率维持低位，但需要注意供给端的移民劳动力持续增长在供给端的补充和职位空缺数下行的方向，这意味着未来失业率在2024年中后仍可能出现明显的抬升，美联储部分官员也在12月会议纪要中表达了对失业率突然上行的担忧。（4）从完全采用劳动数据的费城联储CEI看，其同比增速11月为2.97%，按目前斜率依然可以在2024年二季度达到衰退阈值；从这一角度来看，定价美联储全年75BP或以上的降息是合理的。（5）综合考虑，劳动市场弱化的方向没有改变，软着陆的概率有所提升，但也意味着美联储可能不需要偏早且大幅的降息。在诸多不确定性之下，美联储依然需要保持谨慎的态度，否则金融条件过快的放松也可能为2024年末的“二次通胀”叙事打下基础。

市场波动剧烈，当前较为激进的降息预期出现博弈和动摇：剧烈的波动是劳动数据公布后的主题。尽管对不弱的就业市场早有预期导致美债收益率和美元指数在数据发布前就出现上行，但交易者在数据公布后并没有维持对激进降息预期的调整。在12月ISM服务业数据弱于预期后，美债收益率和美元指数反而阶段性大幅下行，美股出现上涨。最终在好于预期的劳动数据和弱于预期的服务业PMI的博弈下，美元指数略微收涨至102.4395，十年期美债收益率稍上行至4.049。较有韧性的劳动市场数据和经济指标在交易中有些被市场“忽视”，CME联邦基金利率期货也显示对3月首次降息的预期并未发生改变。虽然如此，经济数据的短期韧性是不争的事实，同时红海周边的运输问题和对能源及商品价格的潜在扰动也是潜在的风险，比起较早降息，保持观察似乎对美联储来说是上策。同时，市场的巨大波动也暗示对较激进的降息预期正在进一步动摇，需要对12月CPI数据和美联储1月FOMC会议上的态度保持密切关注。

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

市场依然在押注3月份的首次降息

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
2024/11/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	93.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	63.9%	31.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	51.0%	38.7%	6.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	50.5%	38.8%	7.2%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	43.3%	40.6%	12.0%	1.2%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	40.5%	40.8%	14.0%	1.9%	0.1%
2024/11/7	0.0%	1.4%	21.9%	40.6%	27.2%	7.9%	1.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.1%	17.8%	36.9%	29.9%	11.7%	2.4%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

风险提示：

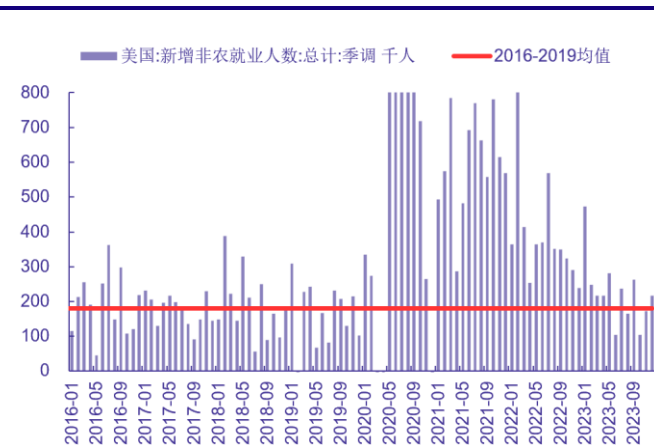
1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

美国劳工数据局（BLS）1月5日公布了2023年12月劳动数据。单位调查（establishment survey）方面，12月新增非农就业21.6万人，明显高于17万人的市场预期，高于2016-2019年新增就业均值18.1万人；同时，10月份的新增非农就业从15.0万人下修至10.5万人，11月从19.9万人下修至17.3万人。尽管10月和11月的新增就业出现了显著的下修，12月没有显著罢工干扰之下的非农数据依然强于预期，虽然诸多迹象持续指向劳动市场的缓慢弱化，但当前的下行斜率难以支持市场更激进的定价降息。非农时薪边际加速，12月同比增长4.10%，环比0.44%，三月均环比上升至0.35%。

家庭调查（household survey）方面，失业率与11月的3.7%持平，略低于预期的3.8%并仍在历史低位；劳动参与率从前值62.8%降低至62.5%，55岁及以上参与率下行至38.4%，25-54岁参与率略降至83.2%。12月兼职就业增加和全职就业减少，累计兼职工作人数同比增速为4.05%，累计全职工作人数同比增速为0.58%。

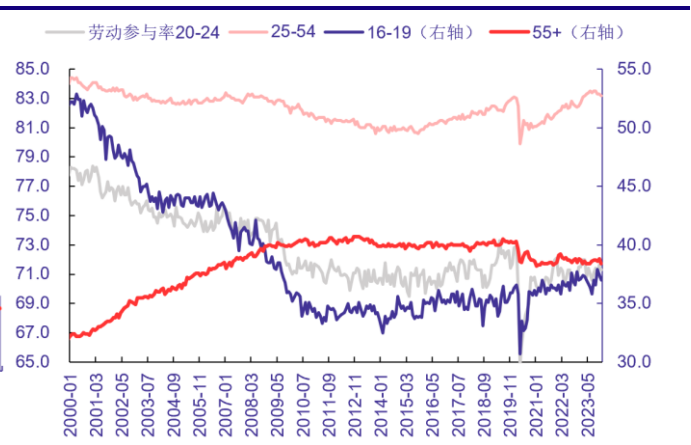
虽然12月新增非农就业强于预期，但前两个月数据的下修也表明劳动市场依然处于缓慢降温的道路。不过，劳动市场和经济数据的下行依然缓慢，通胀在地缘政治冲突之下也面临不确定性，这些因素都意味着当前过早期待美联储大幅降息有些操之过急。我们认为需要注意：（1）12月的劳动数据从高于预期的新增非农就业人数、偏强的薪资环比增长和稳定的失业率三方面展现了韧性，由于12月罢工人数仅2800人，12月数据相比前两个月更有参考性；不过，家庭调查中全职就业的下行与新增非农就业方向不一致，需要注意非农数据未来可能下修。（2）薪资增速的较高增长对经济的短期韧性是好消息，实际薪资增长在通胀整体回落的背景下仍将继续支持消费，但不能降低美联储对通胀的担忧；虽然12月FOMC纪要显示美联储对加息过多导致经济下行这一风险的关注度上升，但在经济数据不弱的情况下，3月份对美联储来说未必是理想的首次降息时点。（3）失业率的小幅回落源于失业人口的减少，分母端的劳动人口下行；虽然失业率维持低位，但需要注意供给端的移民劳动力持续增长在供给端的补充和职位空缺数下行的方向，这意味着未来失业率在2024年中后仍可能出现明显的抬升，美联储部分官员也在12月会议纪要中表达了对失业率突然上行的担忧。（4）从完全采用劳动数据的费城联储CEI看，其同比增速11月为2.97%，按目前斜率依然可以在2024年二季度达到衰退阈值；从这一角度来看，定价美联储75BP或以上的降息是合理的。（5）综合考虑，劳动市场弱化的方向没有改变，软着陆的概率有所提升，但这也意味着美联储可能不需要偏早且大幅的降息。在诸多不确定性之下，美联储依然需要保持谨慎的态度，否则金融条件过快的放松也可能为2024年末的“二次通胀”叙事打下基础。

图 1：新增非农就业



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 2：劳动参与率略降，55 岁以上缺口保持（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

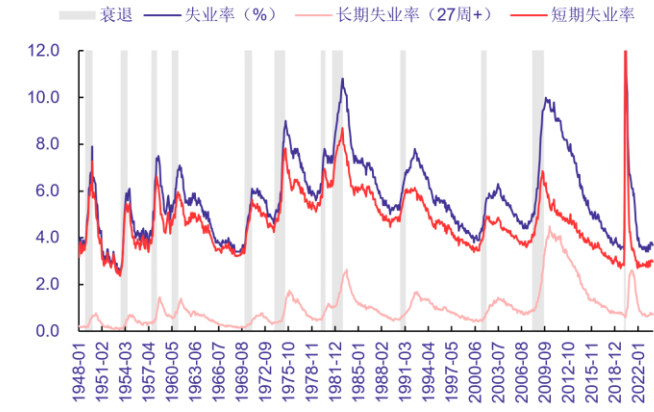
市场方面，剧烈的波动是劳动数据公布后的主题。尽管对不弱的就业市场早有预期导致美债收益率和美元指数在数据发布前就出现上行，但交易者在数据公布后并没有维持对激进降息预期的调整，在12月ISM服务业数据弱于预期后美债收益率和美元指数反而阶段性大幅下行，美股出现上涨。最终在好于预期的劳动数据和弱于预期的服务业PMI的博弈下，美元指数略微收涨至102.4395，十年期美债收益率稍上行至4.049。较有韧性的劳动市场数据和经济指标在交易中有些被市场“忽视”，CME联邦基金利率期货也显示对3月首次降息的预期并未发生改变。虽然如此，经济数据的短期韧性是不争的事实，同时红海周边的运输问题和对能源及商品价格的潜在扰动也是潜在的风

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

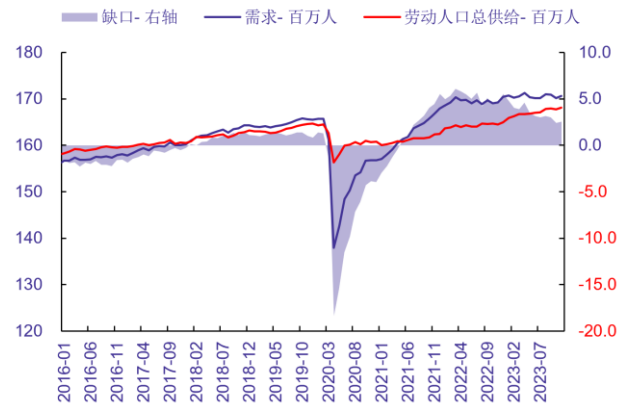
险，比起较早降息，保持观察似乎对美联储来说是上策。同时，市场的巨大波动也暗示对较激进的降息预期正在进一步动摇，需要对12月CPI数据和美联储1月FOMC会议上的态度保持密切关注。

图 3：失业率整体稳定，长期失业率稍有提升

图 4：粗略劳动市场缺口11月下行，职位空缺数降低



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理

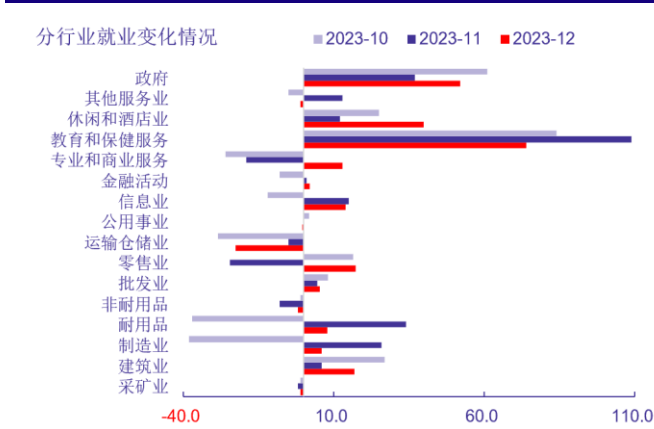
一、商品新增就业回归平稳，全职就业和非农就业差距扩大

12月新增非农就业的结构不再反映罢工影响，商品生产相关的就业回归平稳，服务业依然保有韧性。新增的21.6万人中，商品生产增加2.2万人，建筑业增长1.7万人，制造业增长0.6万人。12月份制造业恢复弱势，与制造业PMI中新订单的相对疲弱匹配。服务生产多增14.2万人，环比增长不弱但前两个月数据下修；政府部门多增5.2万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增16.2万人，接近于2016-2019年均值16.8万人。全部非农就业三个月均值从上月的18.0人下行至16.5万人；10到11月份的新增非农累计下修7.1万人，下修趋势延续。

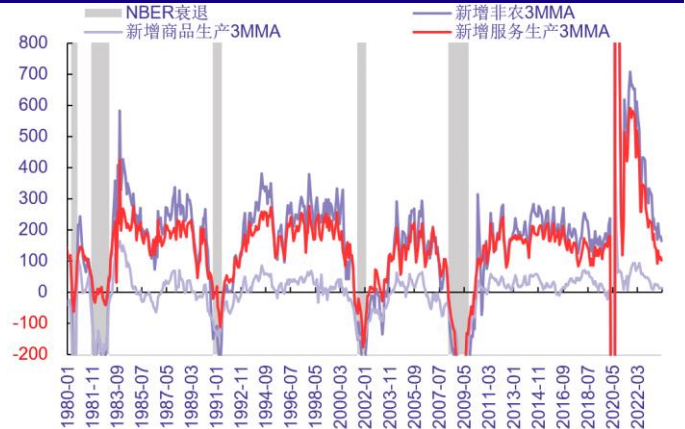
考虑到下修因素，新增非农就业在2023年四季度继续放缓，这表明劳动市场的缓慢下行整体没有改变；同时12月罢工恢复至将为正常的2800人，全年罢工11.2万人为全球金融危机以来最高，但从更长视角来看也并不异常。私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务业7.4万人、休闲和酒店业4.0万人、零售业1.7万人、信息业1.4万人。此外，运输仓储业延续三个月负增长并减少2.3万人。以新增非农就业作为衰退预警，商品生产新增就业三月均值保持1.3万人，服务业三月均值在下修后降至10.1万人左右，离-5万的衰退阈值有较大距离。

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）

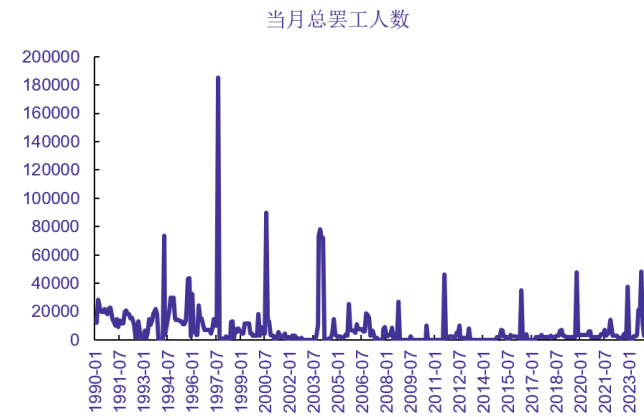


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理



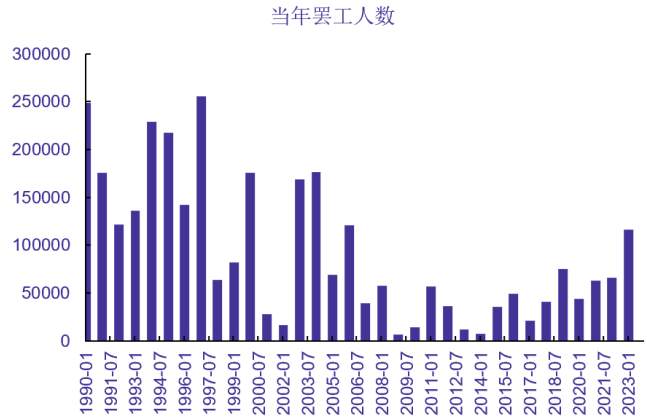
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7：单月罢工人数 11 月回落



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

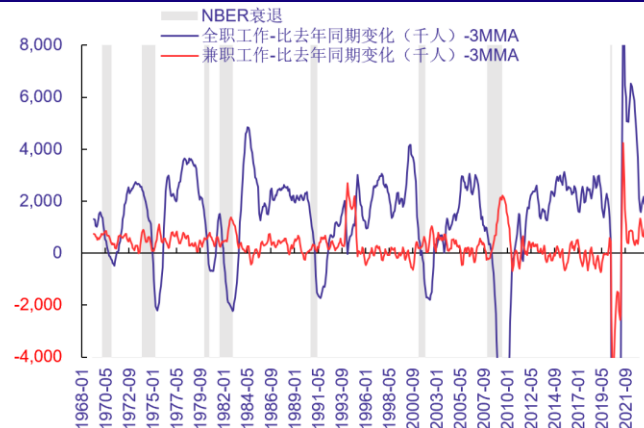
图 8：全年罢工人数处于疫情后高位



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

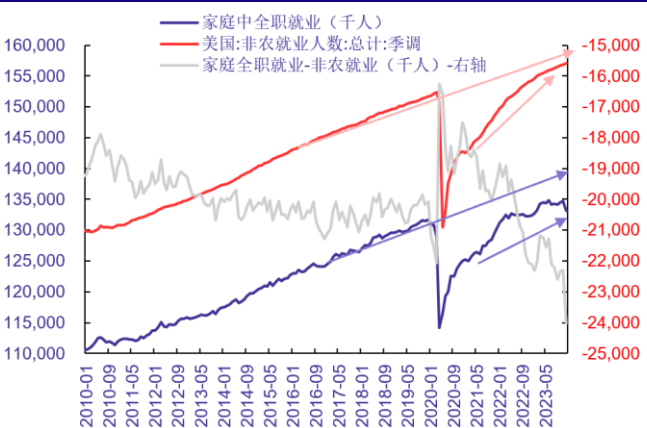
12 月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速降至 2.82%，总计 2779 万人，比上月增加 76.2 万人；累计全职工作人数的三月均同比增速下行至 1.39%，总计 1.3320 亿人，比上月减少 153.1 万人。12 月家庭调查和非农就业再度出现明显分歧，减少的全职工作意味着新增非农就业的超预期中可能包含重复统计兼职的因素，这暗示未来非农就业存在下修的可能。不过整体上，就业市场依然充满韧性，虽然移民的供给增加和空缺职位的减少正使供需缺口进一步闭合，但我们的测算显示 2024 年二季度末劳动市场可能才会更接近平衡状态。因此，虽然劳动市场降温的趋势没有改变，但当前的缓慢下行意味着美联储在降息问题上仍可以保持谨慎。

图 9：兼职就业回升，全职就业下降



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 10：家庭调查和企业调查的差距有所扩大



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

二、时薪增速边际加速，不过 2024 年实际薪资回升的幅度可能收窄

12 月时薪环比增速边际加快，同比小幅反弹，对此前的薪资增长也未有明显下修，三月均环比增长从前值 0.30% 上升至 0.35%，不过薪资对核心服务通胀短期的压力并无大的变化，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。对于美联储来说，确认薪资的持续回落更利于其实现通胀回归 2% 的目标，因此在降息前谨慎观察薪资走势仍有必要。另一方面，虽然薪资增速不弱，但实际薪资回升幅度的收窄降边际遏制消费：从实际薪资增速考虑，美国的 CPI 增速从 2023 年一季度均值的 5.8% 下降至四季度的 3.2% 左右，而名义非农薪资增速则从一季度的 4.5% 降至四季度的 4.0% 附近，这使得实际薪资增速回升超过 2%。不过在 2024 年，美国 CPI 中枢预计降

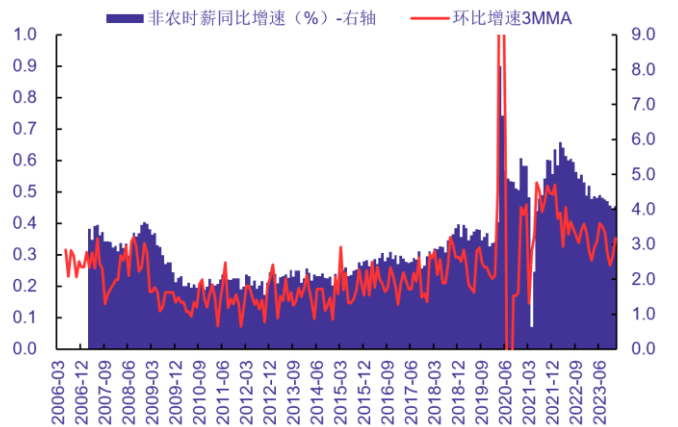
至 2.4%左右，而薪资增速可能降至 3.5%下方，这意味着实际薪资增速的上行幅度将明显弱于 2023 年，在收入端形成一定限制。

图 11：薪资增长依然在支撑名义消费



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

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

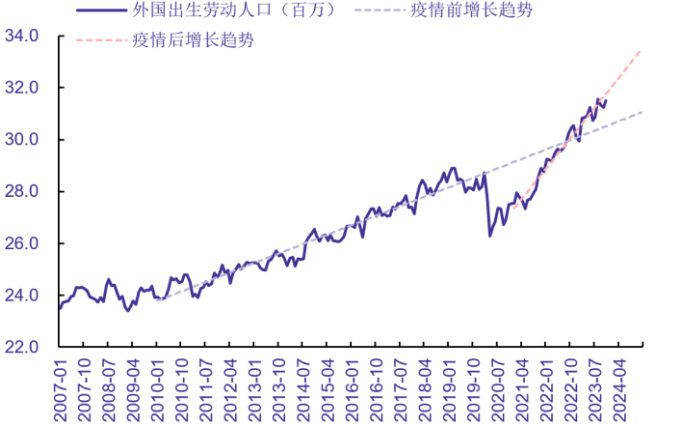
具体来看，12 月私人部门非农工资同比增速加快至 4.10%，环比增速 0.44%。商品业的同比和环比时薪增速分别为 5.41%和 0.35%，服务业为 3.80%和 0.47%。服务业和制造业薪资增长均不弱。从细项来看，同比增速最快的行业为耐用品业 6.10%、运输仓储业 5.93%、采矿业 5.92%、金融活动业 5.00%和建筑业 4.61%。环比薪资上，增速居前的有信息业、零售业、耐用品制造业、其他服务业和运输仓储业。从环比角度考虑，一季度修正后环比增速为 0.28%，但二季度则加快至 0.40%，三季度为 0.31%，四季度为 0.35%，整体上薪资的放缓尚不明显。虽然短期薪资增幅并不影响核心服务通胀的下降，但如果薪资偏强的环比增速保持，则可能为未来的二次通胀埋下风险。

图 13：贝弗里奇曲线正常化缓慢进行



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 14：劳动市场需求弱化偏慢



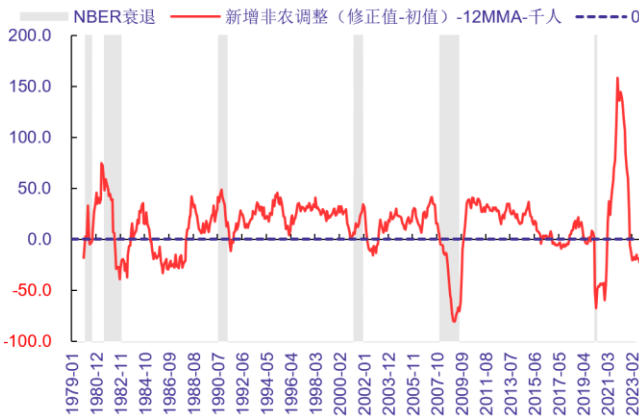
资料来源：Fred、Wind，中国银河证券研究院整理

三、非农就业继续下修，领先指标弱化不明显，市场维持激进的降息预期

非农就业数据在 12 月份继续下修 7.1 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略有走低，12 月约在 21 万人左右；而职位空缺率的领先指标 Indeed 招聘指数依然保持“横盘”状态，这意味着职位空缺数的下降会比较缓慢，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虽然延续负增长但略微企稳，反映劳动市场在供需缺口下的韧性。而从市场反应来看，**联邦基金利率**请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

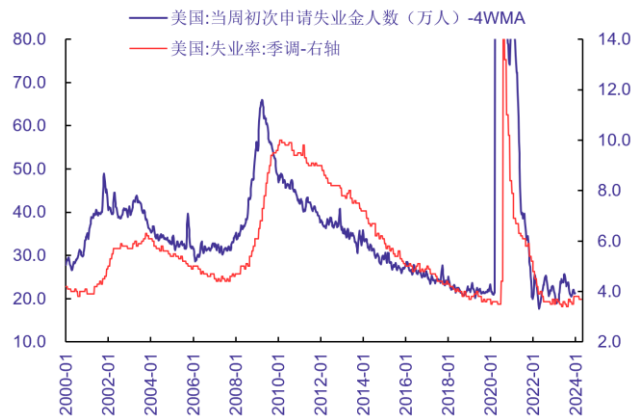
期货交易者依然减持“更早更多”的降息，预计 2024 年降息 6 次，幅度为 150BP。虽然交易者暂时并未根据不弱的经济数据对激进的降息预期做出修正，但不弱的劳动市场数据和不久将公布的美国 2023 年四季度增长数据可能持续动摇市场的降息预期，此时美联储比起顺应市场预期早早开始降息反而应该保持谨慎，防止金融条件过早大幅放松并为 2024 年底的通胀回升埋下隐患。

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



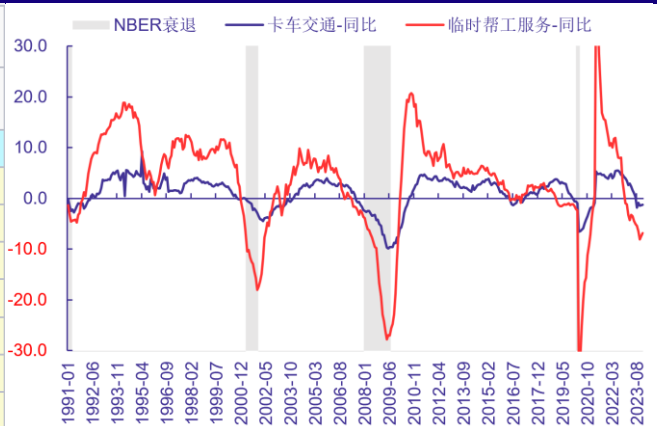
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 市场依然在押注 3 月份的首次降息

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
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	93.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	63.9%	31.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	51.0%	38.7%	6.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	50.5%	38.8%	7.2%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	43.3%	40.6%	12.0%	1.2%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	40.5%	40.8%	14.0%	1.9%	0.1%
2024/11/7	0.0%	1.4%	21.9%	40.6%	27.2%	7.9%	1.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.1%	17.8%	36.9%	29.9%	11.7%	2.4%	0.2%	0.0%	0.0%

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延续负增长 (%)



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
	2023-12	2023-11	2023-10	2023-12	2023-11	2023-10	2023-11	2023-10	2023-09	
非农总计	216.0	173.0	105.0				-792.0	-136.0	-703.0	
非农私人合计	164.0	136.0	44.0	0.44	0.35	0.27	-769.0	-104.0	-612.0	
商品生产	22.0	30.0	-12.0	0.35	0.58	0.35	-4.0	3.0	-6.0	
采矿业	-1.0	-2.0	-1.0	0.54	0.00	-0.21	-40.0	31.0	-54.0	
建筑业	17.0	6.0	27.0	0.11	0.54	0.43	-49.0	-6.0	-58.0	
制造业	6.0	26.0	-38.0	0.48	0.61	0.27	-15.0	-8.0	-8.0	
耐用品	8.0	34.0	-37.0	0.66	0.61	0.52	-34.0	2.0	-50.0	
非耐用品	-2.0	-8.0	-1.0	0.03	0.60	-0.10	-29.0	-4.0	-41.0	
服务生产	142.0	106.0	56.0	0.47	0.32	0.24	-73.0	-58.0	-52.0	
批发业	5.5	4.5	8.1	0.11	0.38	-0.57	-16.0	25.0	-36.0	
零售业	17.4	-24.4	16.5	0.83	0.33	0.00	-7.0	-5.0	12.0	
运输仓储业	-22.6	-5.0	-28.4	0.57	0.24	0.48	-12.0	-9.0	-59.0	
公用事业	-0.4	0.0	1.8	-1.17	0.48	0.24	-169.0	73.0	-40.0	
信息业	14.0	15.0	-12.0	0.84	0.84	0.68	-135.0	44.0	-132.0	
金融活动	2.0	1.0	-8.0	0.36	0.41	0.07	-196.0	-173.0	-139.0	
专业和商业服务	13.0	-19.0	-26.0	0.51	0.46	0.44	-37.0	-27.0	-7.0	
教育和保健服务	74.0	109.0	84.0	0.30	0.06	0.24	-2.0	-2.0	0.0	
休闲和酒店业	40.0	12.0	25.0	0.37	0.51	0.56	0.0	0.0	0.0	
其他服务业	-1.0	13.0	-5.0	0.59	0.13	0.50	-93.0	28.0	-118.0	
政府	52.0	37.0	61.0							

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

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn