

## 非农同比下行或将呈L型

### ——美国12月非农就业数据点评

#### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：王博群

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

#### 事件：

美国12月失业率维持3.7%，超预期，12月新增非农21.6万，我们认为美联储3月就降息可能不是大概率，非农数据略强于美联储12月的预期，较好的就业数据下美联储降息的迫切性可能不大。

#### ► 非农就业同比下行或呈L型，就业冷却或降到平台期

12月非季调的非农同比增长288.4万，季调同比增长269.7万人。非季调的同比增长结束了自2022年3月开始的连续21个月的逐月下行，基本和上月持平，较上月轻微增长。目前来看，同比新增就业数据表现出的趋势性较强，但下行的动力不断减弱，热度仍然略高于疫情前的水平，疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间。就业市场的热度或已经降到一个平台，我们认为就业市场突然冷却的概率不大。

#### ► 失业率维持低位，劳动参与率下降，衰退仍远

美国12月失业率维持3.7%，持平上月，超预期。失业率维持低位再次说明美国劳动力市场韧性较高。美联储降息的迫切度不高，就业市场事实上略强于美联储12月的预期。根据Sahm法则失业率维持低位让衰退的可能又小了一些。整体就业市场仍在温和降温，职位空缺数延续回落，仍低于900万。劳动参与率12月回落，从年龄结构上来看，4个年龄组的劳动参与率都较上月下降，其中16-19岁人群的劳动参与率略下降幅度最大。

#### ► 非农就业新增超过20万，高于多数分析师预期，4个行业负增长

美国12月非农就业季调后增加了21.6万人，高于预期，11月数据下修到17.3万。2023年每月数据下修的可能性都较高，不应高估初值数据反映的就业市场热度。非季调的非农环比12月仅下降了16.7万，而2022年下降了29.8万，疫情前自2019年的前3年均值是下降23.3万人。从这个对比来看，12月的就业数据即使去除季节因素的影响，可能也是偏强的。从行业结构看，12月就业减少的部门数和11月持平，共有4个。

#### ► 时薪增长重回4%，6个行业实际工资实现增长

12月平均时薪同比增长4.1%，高于上月，上月3.9%，环比增长0.4%，高于预期。时薪增幅略微上行，美联储降息前仍需要看到工资通胀的进一步下行，通胀仍是美联储目前降息的主要阻碍。在失业率维持低位的条件下，美联储或会等通胀下行确定性更强后才会降息。每周工作时间微降至34.3小时。如果以CPI增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀共有6个行业，较上月增加一个运输仓储业，其他行业的时薪增长都没能跑赢通胀。

**风险提示：**美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

#### 相关报告

- 1、《为何我们预测2024年美国经济或超预期？——宏观周专题》2023.12.31
- 2、《为什么2024年美国经济或能软着陆？——宏观双周专题》2023.12.17

## 正文目录

1. 失业率仍为 3.7%，就业市场仍较强	4
1.1 失业率不变	4
1.2 劳动参与率回落	8
2. 非农就业增长仍然强劲	10
2.1 非农就业增长超预期	10
2.2 新增就业再次高于 20 万	13
2.3 非农存量就业总体恢复，恢复速度继续放缓	15
2.4 非农分行业存量就业仍存在差异	16
3. 时薪增长重回 4%，通胀仍有压力	17
3.1 时薪增长较上月上升，工时微降	17
3.2 分行业时薪：6 个行业跑赢通胀	19
4. 职位空缺数延续回落，保持在 900 万以下	20
4.1 职位空缺等数据延续冷却大趋势	20
4.2 失业保险和失业金等高频数据	21
5. 风险提示	22

## 图表目录

图表 1: 近 3 年美国失业率 (%)	4
图表 2: 美国历史失业率 (%)	4
图表 3: 12 月 FOMC 经济预期概要 (SEP) 中位数	5
图表 4: Sahm 法则失业率平均值 (%)	5
图表 5: Sahm 法则	5
图表 6: 美联储 1 月会议加息概率 (%)	6
图表 7: 美联储 3 月会议加息概率 (%)	7
图表 8: 美国股市收盘的反应 (%)	8
图表 9: 美国国债利率收盘变化 (基点)	8
图表 10: 疫情以来美国劳动参与率 (%)	8
图表 11: 历史美国劳动参与率 (%)	8
图表 12: 16-19 岁人群劳动参与率 (%)	9
图表 13: 20-24 岁人群的劳动参与率 (%)	9
图表 14: 25-54 岁人群劳动参与率 (%)	9
图表 15: 55 岁以上人群的劳动参与率 (%)	9
图表 16: 非农就业数据的市场预期	10
图表 17: 环比新增非农就业 (万人)	11
图表 18: 疫情后环比新增非农就业 (万人)	11
图表 19: 新增非农就业 (万人)	12
图表 20: 新增非农就业变化 (万人)	12
图表 21: 疫情前同比新增非农就业 (万人)	13
图表 22: 疫情后同比新增非农就业 (万人)	13
图表 23: 环比新增非农就业 (万人)	13
图表 24: 12 月平均环比新增非农就业 (万人)	13
图表 25: 12 月新增非农就业分行业 (单位: 万人)	14
图表 26: 12 月累积新增非农就业分行业 (单位: 万人)	15
图表 27: 非农就业总人数 (单位: 百万人)	15
图表 28: 12 月美国存量非农就业分行业 (单位: 百万人)	16
图表 29: 12 月美国存量非农就业分行业 (单位: 万人)	17

图表 30:	非农全部员工时薪同比(%)	18
图表 31:	非农全部员工时薪环比(%)	18
图表 32:	工资通胀拆解, 工资=时薪*工时 (对数化结果)	19
图表 33:	时薪分行业	20
图表 34:	职位空缺率(%)	21
图表 35:	空缺失业比	21
图表 36:	职位空缺数(万人)	21
图表 37:	当周初次申请失业金人数(万人)	22
图表 38:	持续领取失业金人数(万人)	22
图表 39:	月均值: 当周初次申请失业金人数(万人)	22

## 1. 失业率仍为 3.7%，就业市场仍较强

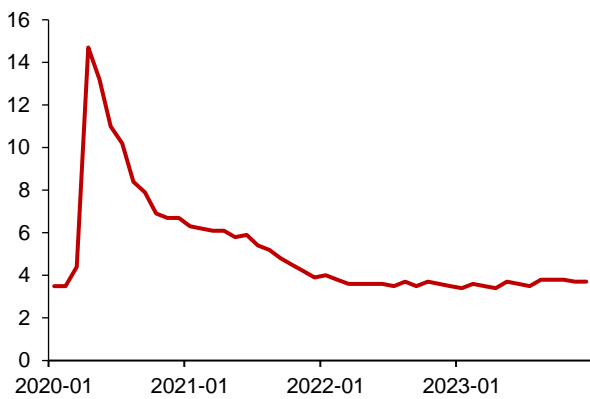
失业率维持低位，劳动参与率下降，整体就业市场仍较具有韧性，2023 年的失业率实际数据好于美联储 12 月经济预期概要的预期水平。市场的反应呈现波动，股市微涨，债券收益率先上升后回落，收盘微升。

### 1.1 失业率不变

#### 1.1.1 失业率

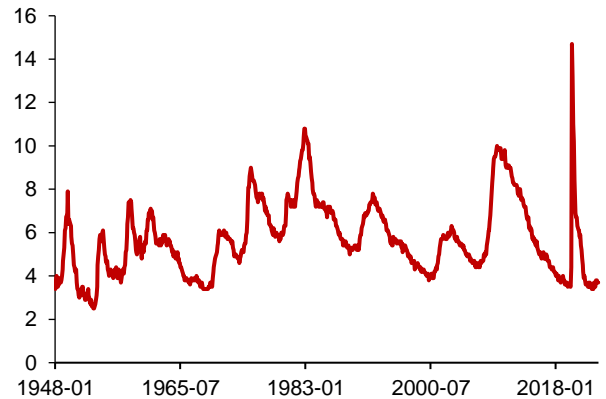
美国 12 月失业率为 3.7%，低于预期，和上月持平，预期 3.8%。失业率自 2022 年 1 月达到 4%后，已经连续 23 个月低于 4%。失业率在疫情后的 4 月上升到 14.7%的最高点，然后一路回落。

图表1：近 3 年美国失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：美国历史失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

对比美联储 12 月公布的经济预期概要，美联储当时认为到 2023 年底失业率为 3.8%，12 月实际的失业率略低于这个预期，2023 年全年平均的失业率为 3.6%。从失业率的角度来看，就业市场的表现较美联储的预期略好。

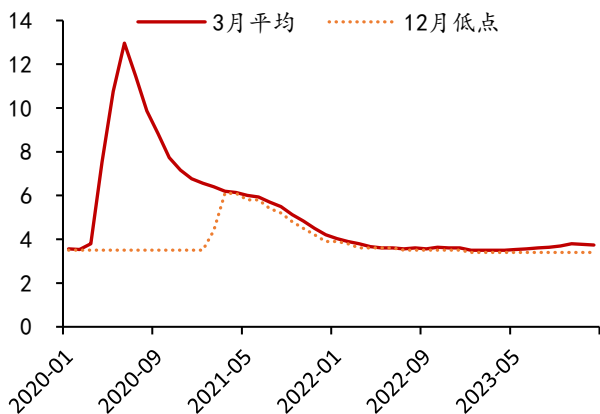
图表3：12月FOMC经济预期概要(SEP)中位数

变量	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP	2.6%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
9月会议	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
失业率	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
9月会议	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
PCE通胀	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
9月会议	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀	3.2%	2.4%	2.2%	2.0%	
9月会议	3.7%	2.6%	2.3%	2.0%	
政策利率	5.4%	4.6%	3.6%	2.9%	2.5%
9月会议	5.6%	5.1%	3.9%	2.9%	2.5%
注：数字颜色含义	变差	变好	不变		

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

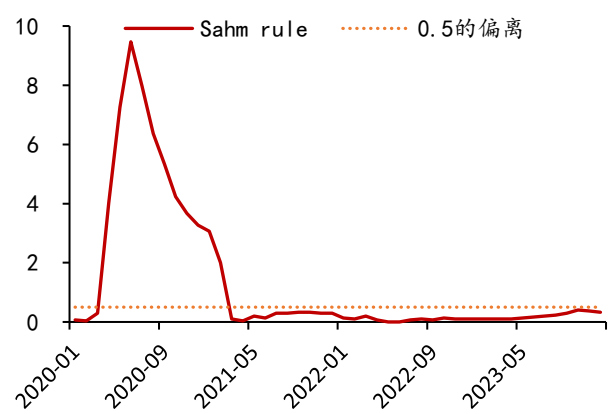
美国12月失业率的数据显示近3月的均值较近12个月的低点上升了0.33%，上月是0.37%。根据Sahm法则，如果这个数值超过了0.5%时，那么经济就即将步入衰退。根据Sahm法则失业率维持低位让衰退的可能又小了一些。

图表4：Sahm法则失业率平均值(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：Sahm法则

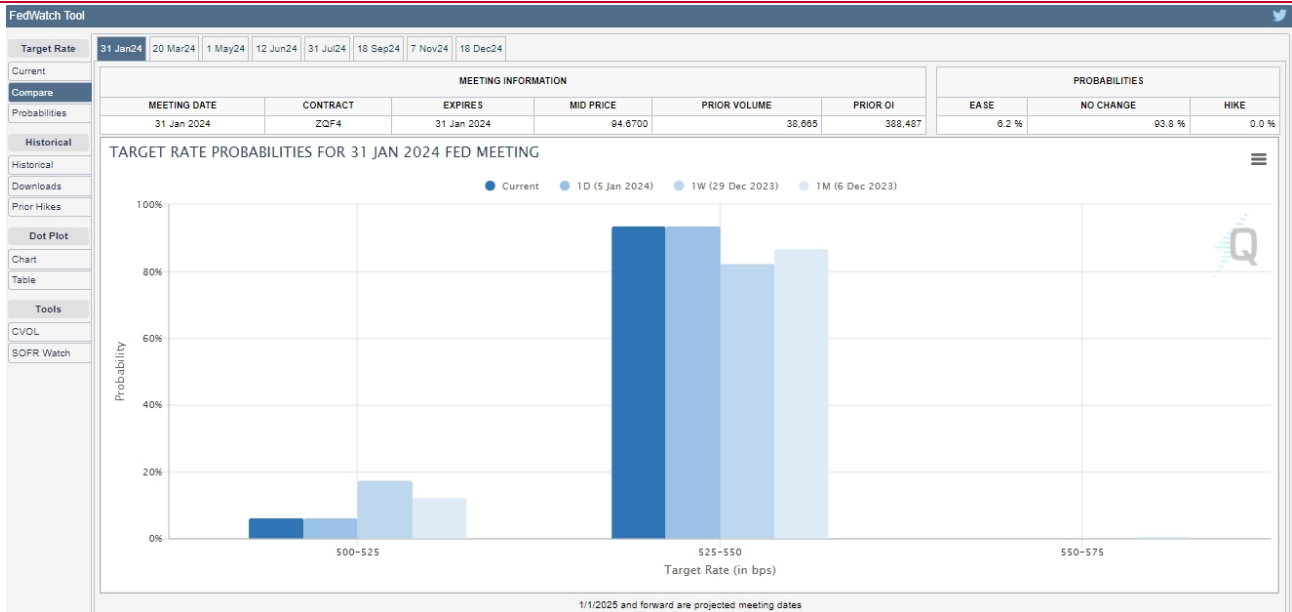


资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.1.2 美联储降息概率的影响

非农数据公布之后美联储2024年1月会议维持利率不变的概率变化不大，仍超过90%，市场目前认为不出意外的话1月份美联储大概率维持当下的利率水平。

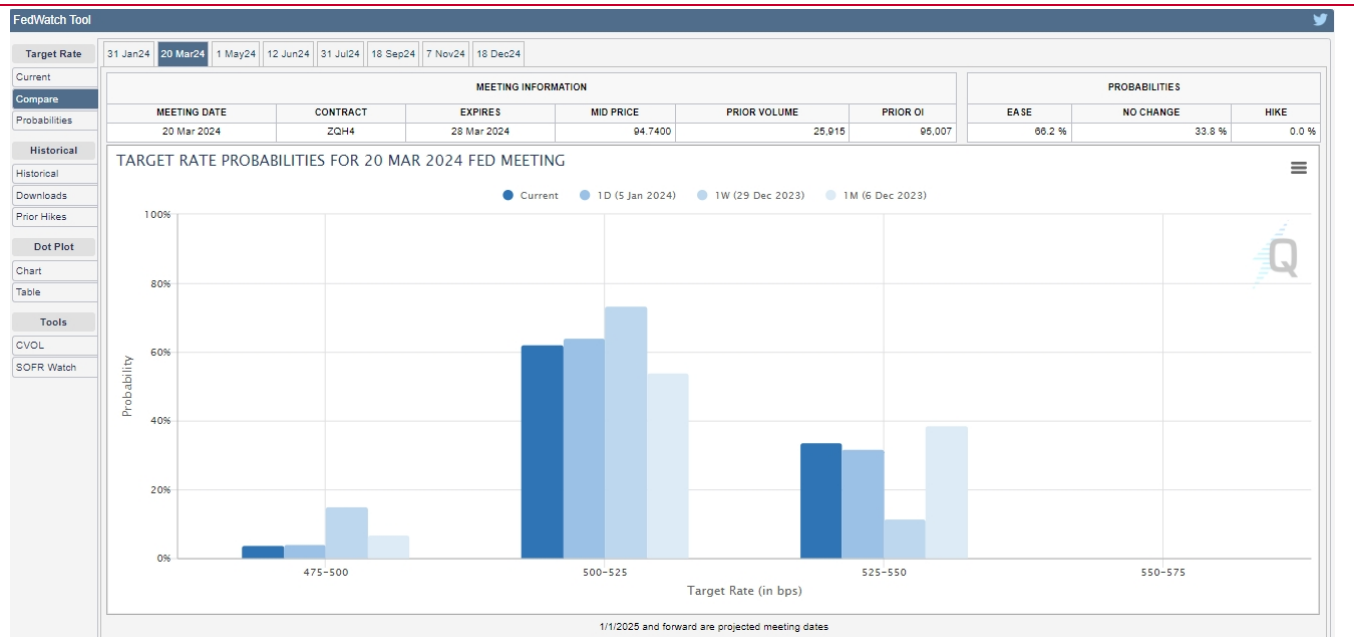
图表6: 美联储1月会议加息概率(%)



资料来源: CME, 国联证券研究所整理

失业率再次下降预示经济的韧性仍强, 虽然市场仍然押注美联储 3 月就降息的概率超过 60%, 但是在非农数据公布后略微下降。在通胀不出现反复的情况下, 美联储或可以暂时乐见较低的失业率。我们认为美联储或不用急于降息, 经济软着陆下还能控制住通胀恰是美联储最希望看到的结果, 降息的时点或在下半年。

图表7：美联储3月会议加息概率(%)



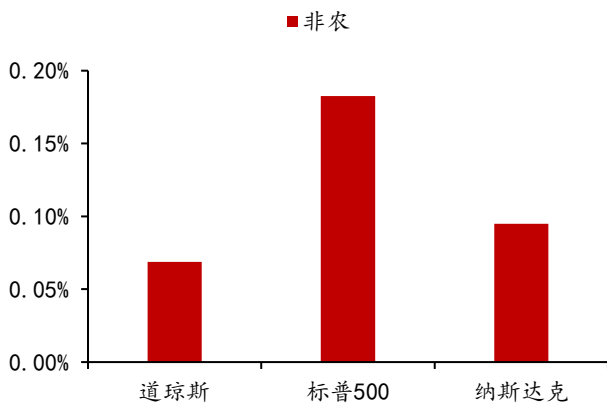
资料来源：CME，国联证券研究所整理

### 1.1.3 市场反应

周五交易日非农公布后，美国三大股指收盘轻微上涨，其中道琼斯指数收盘上涨 0.07%，标普 500 上涨 0.18%，纳斯达克上涨 0.09%。从股市的反应来看，失业率维持低位暂时没有让市场担心美联储或再度重启加息，而以 Sahm 法则来看，衰退的可能还没有到迫在眉睫。

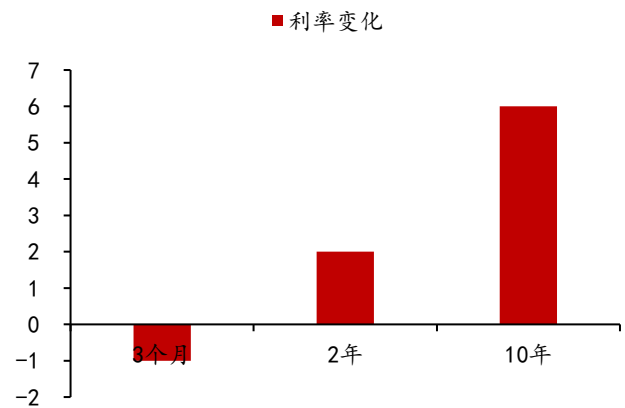
其他资产在数据公布后的变化，2 年和 10 年期国债收益率收盘上升 2 个基点和 6 个基点，3 个月的国债收益率下行 1 个基点，日内的波动显示在数据公布后收益率一度明显上升，之后又有回落。美元指数短线走高，但到收盘仅微升。现货黄金短线下跌，收盘略微上涨。

图表8：美国股市收盘的反应(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：美国国债利率收盘变化(基点)



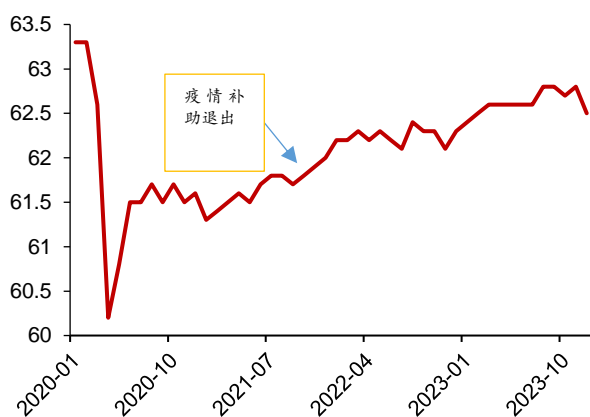
资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1.2 劳动参与率回落

### 1.2.1 劳动参与率

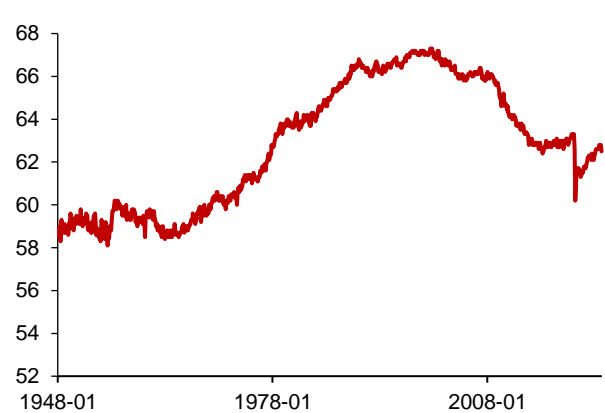
12月劳动力参与率为62.5%，较11月62.8%下降，距离疫情前的高点63.3%，还有0.8pct的差距。

图表10：疫情以来美国劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：历史美国劳动参与率(%)



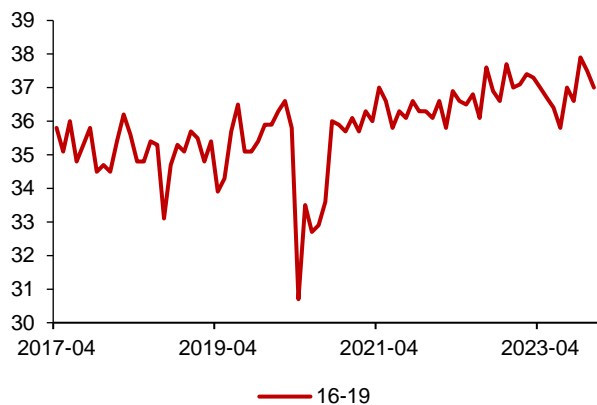
资料来源：Wind，国联证券研究所



### 1.2.2 劳动参与率结构

从劳动参与率年龄结构的分解来看，12月份4个年龄组的劳动参与率都较上月下降，其中16-19岁人群的劳动参与率略下降幅度最大，达到0.5pct。和疫情前水平差距较大的仍然是55岁以上人群，较疫情前高点有2.1%的差距。

图表12: 16-19岁人群劳动参与率(%)



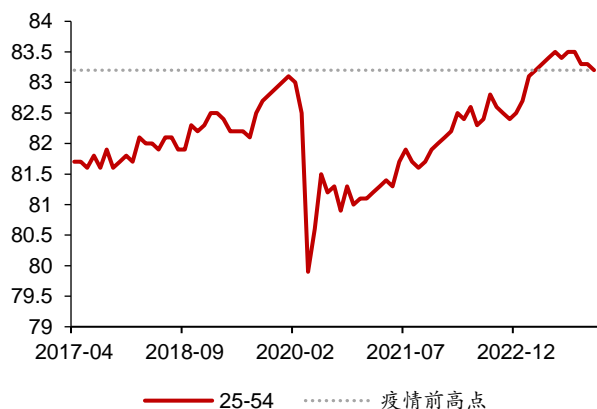
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 20-24岁人群的劳动参与率(%)



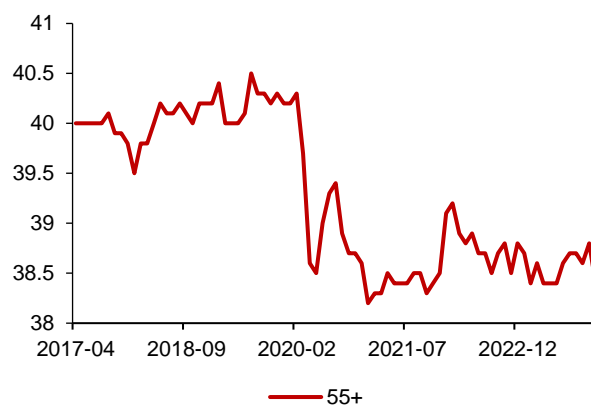
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 25-54岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 55岁以上人群的劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 非农就业增长仍然强劲

新增非农超预期强劲，高于多数分析师预测，11月和10月的数据继续下修。4个行业就业减少，其中运输仓储业虽然就业减少，其整体恢复比例为所有行业最高。休闲酒店业等仍未恢复到疫情前水平。

### 2.1 非农就业增长超预期

#### 2.1.1 新增非农就业总量

美国12月非农新增就业21.6万人，高于预期的17.1万人，几乎高于所有分析师的预期，也高于上月，上月初值19.9万人，修正后为17.3万人。

图表16：非农就业数据的市场预期

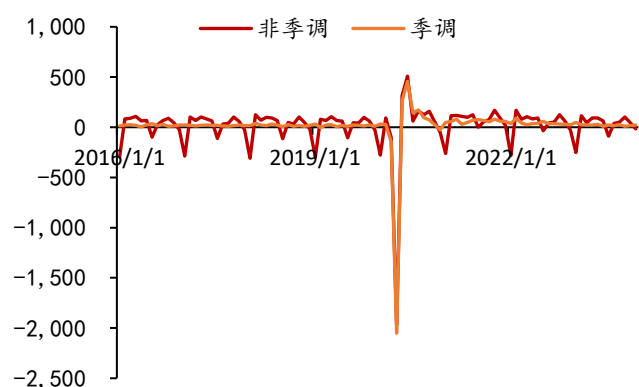
华尔街投行12月非农数据预测			
投行名称	新增就业人数	失业率	平均时薪同比
加拿大丰业银行	20万	3.80%	3.90%
摩根士丹利	18万	3.80%	3.90%
野村证券	16万	3.70%	
富国银行	17万	3.80%	/
法国兴业银行	18.5万	3.80%	/
ING	16万	3.80%	/
高盛	19万	3.70%	3.90%
杰富瑞	18.5万	3.80%	3.80%
加拿大国家银行	17.5万	3.70%	/
道明证券	18万	3.80%	3.90%
汇丰	17.5万	3.80%	3.90%
法国巴黎银行	16.5万	3.90%	3.90%
巴克莱	17.5万	3.80%	3.90%
花旗	19万	3.70%	4.00%
劳埃德银行	19万	3.70%	3.90%
美银证券	17.5万	3.70%	3.90%
桑坦德银行	19万	3.70%	/
摩根大通	14.5万	3.80%	/
德意志银行	15万	3.80%	/
瑞银	21万	3.70%	/
<b>综合预期</b>	<b>17.1万</b>	<b>3.80%</b>	<b>3.90%</b>
<b>前值</b>	<b>19.9万</b>	<b>3.70%</b>	<b>4.00%</b>

制表: 华尔街见闻

资料来源：华尔街见闻，国联证券研究所

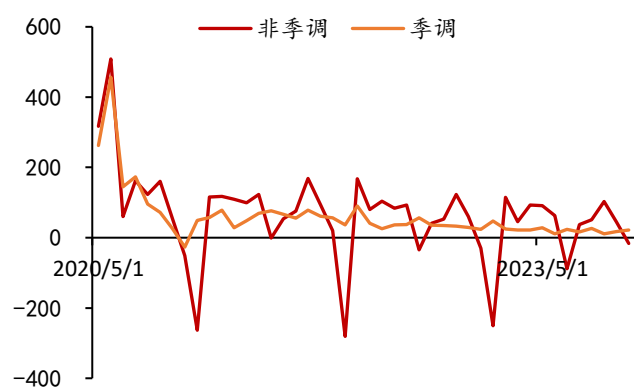
非季调的非农环比 12 月仅下降了 16.7 万，而 2022 年下降了 29.8 万，疫情前自 2019 年的前 3 年均值是下降 23.3 万人。从这几个对比来看，12 月的就业数据即使去除季节因素的影响，可能也是偏强的。

图表17：环比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表18：疫情后环比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

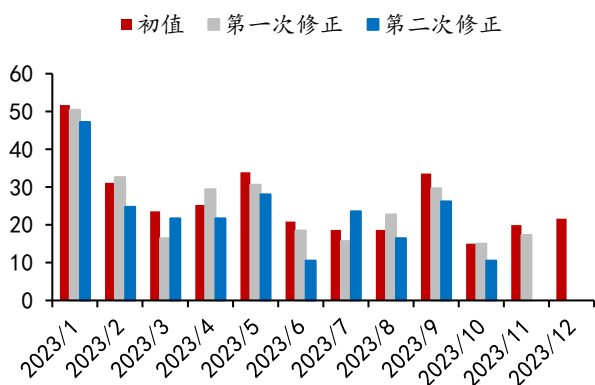
### 2.1.2 新增非农就业数据修正

2023 年以来新增非农第二次修正相对于初值的变化向下修正的居多，2023 年除了 7 月是向上修正，其他都是向下修正。其中 6 月份的修正幅度最大，初值是 20.9 万，而第二次修正后变成了 10.5 万，向下修正了 10.4 万。

11 月的新增就业第一次修正人数也被下修了，第一次修正后变成了 17.3 万人，较初次公布下降了 2.6 万人。

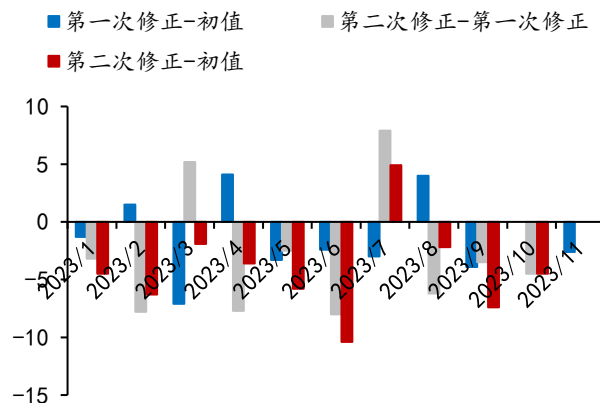
10 月第二次修正的数据也被下修，10 月新增就业人数下调到 10.5 万人，从初值 15 万人相比总共下调 4.5 万人。

图表19: 新增非农就业(万人)



资料来源: BLS, 国联证券研究所

图表20: 新增非农就业变化(万人)



资料来源: BLS, 国联证券研究所

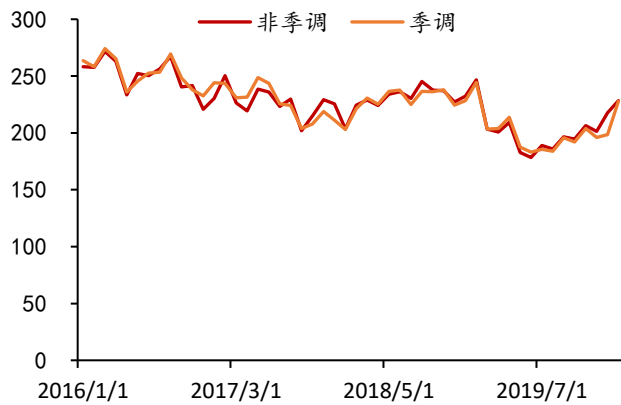
### 2.1.3 新增非农就业同比

从同比增长的数据看, 12月非季调的非农同比增长288.4万, 月均24万, 上月为275.3万; 季调同比增长269.7万人, 月均22.5万, 上月272万人<sup>1</sup>。同比就业增长12月有个明显的变化, 非季调的同比增长结束了自2022年3月开始的连续21个月的逐月下行, 转而出现在了较上月的增长。季调同比增长逐渐放缓的趋势仍然在持续, 但是回落的幅度也创了2022年3月以来的最低。

疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间, 季调同比就业增长还有约270万人。我们之前对同比新增就业数每个月的预测都在被上调反应出新增就业一直整体在超预期。目前来看, 同比新增就业可能已经触底, 这个角度数据衡量的劳动力市场的热度仍然略高于疫情前的水平。

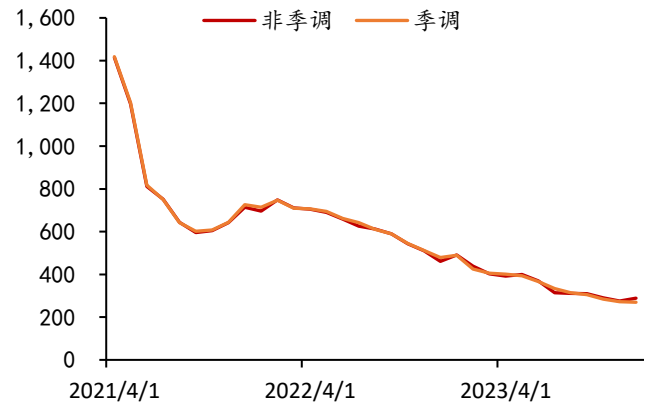
<sup>1</sup> 同比的增长不会被季节调整影响, 另外同比数据相当于考虑了12个月的变化, 也更不易受一两个月数据波动的影响。

图表21: 疫情前同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

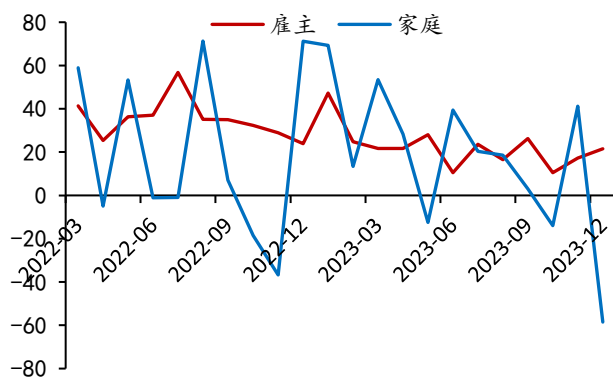
图表22: 疫情后同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

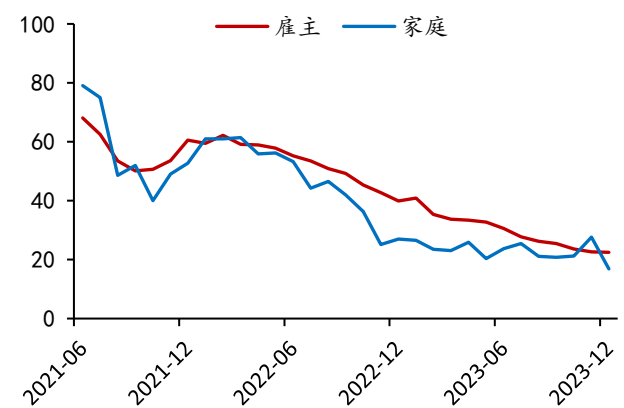
另外一个观察角度来自于对雇主调查和家庭调查的对比, 雇主调查显示12月非农就业增长21.6万人, 而家庭调查计算的非农就业增长为下降58.5万人。

图表23: 环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表24: 12月平均环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.2 新增就业再次高于20万

### 2.2.1 新增非农分行业

从新增非农就业的行业结构看,12月就业减少的部门数和11月持平,共有4个。运输仓储业减少2.26万,其他服务业减少0.1万人,采矿业减少0.1万人,公用事业减少0.9万人,其他行业就业则实现增长。

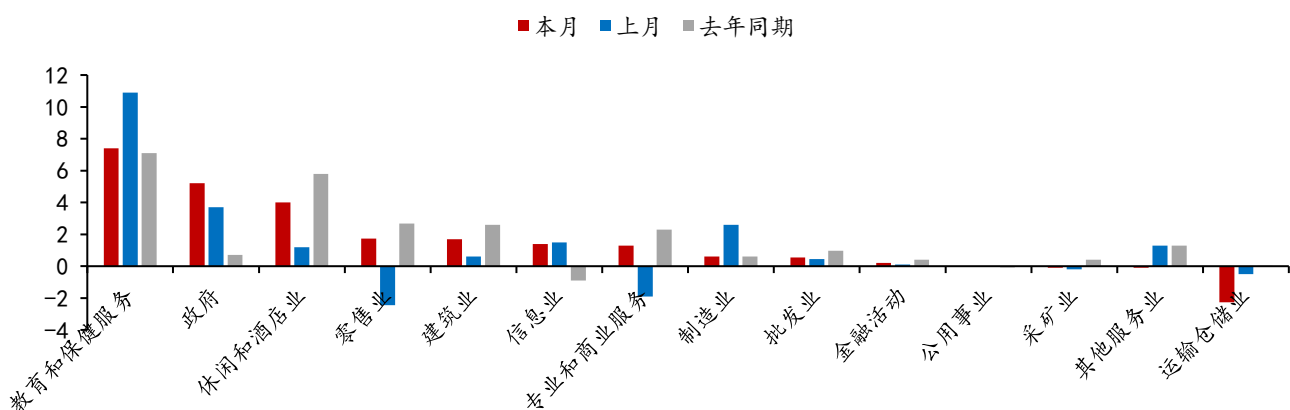
另外值得一提的是12月制造业就业增长0.6万人,回到较低增长。之前两个月,制造业的就业曾经有一些波动,11月制造业就业增长2.8万人,汽车工人的罢工结束或是主要的原因之一;10月份制造业就业人数减少3.5万人中汽车及零部件行业就业人数减少3.3万人,或主要是由于罢工活动。

在就业增长的私人部门行业中,最大增幅前三的行业为教育和保健服务、休闲和酒店业和零售业,最大增幅前三个行业加起来的新增就业占到12月全部新增就业的61%,11月前三行业占全部新增就业的84%,集中度本月下降。

具体数字上来看,教育和保健服务新增7.4万人,其次是休闲和酒店业新增5.2万人,零售业新增1.7万人。

其他行业中,建筑业增加1.7万人,信息业增加1.4万人,专业和商业服务也增加1.3万人,批发业增加0.55万人,金融活动业增加0.2万人。另外政府新增5.2万人。如果去除政府的话,私人部门的新增就业12月为16.4万人。

图表25: 12月新增非农就业分行业(单位:万人)

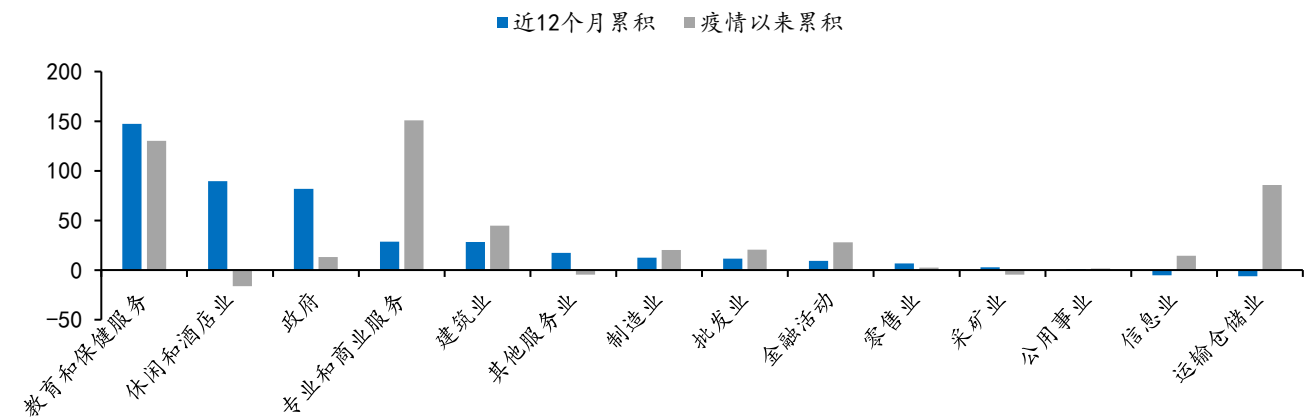


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

### 2.2.1 新增非农分行业累积增长

从分行业累积的就业增长来看,近12个月新增就业最大增幅来自教育和保健服务,近12个月新增就业147.4万,休闲和酒店业近12个月新增就业89.5万人,仅次于教育和保健服务,除了信息业和运输仓储业外所有行业都为正增长。

图表26：12月累积新增非农就业分行业（单位：万人）



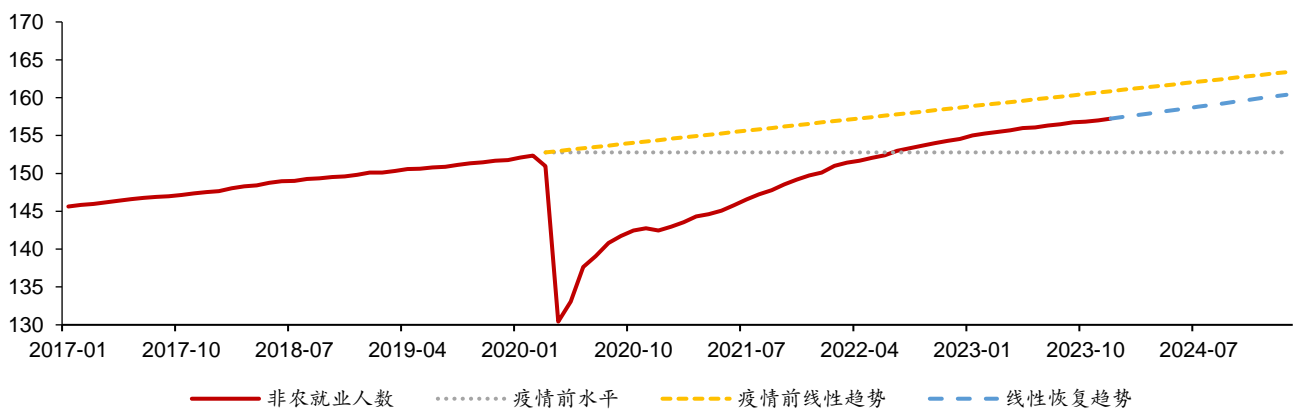
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

### 2.3 非农存量就业总体恢复，恢复速度继续放缓

12月份的美国非农就业总人数为1.572亿人，比2020年2月疫情前创下的历史新高多486万人。非农就业在2022年6月就已经超过了疫情前的历史新高。

相比疫情前的线性趋势，12月份的美国非农就业存量仍有明显的差距。最近恢复速度逐渐减慢，近12个月的就业增长速度，图中的斜率不断在下降。按照近12个月的就业增长速度线性外推的话，存量的就业在2025年初仍无法追上疫情前的趋势。

图表27：非农就业总人数（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 2.4 非农分行业存量就业仍存在差异

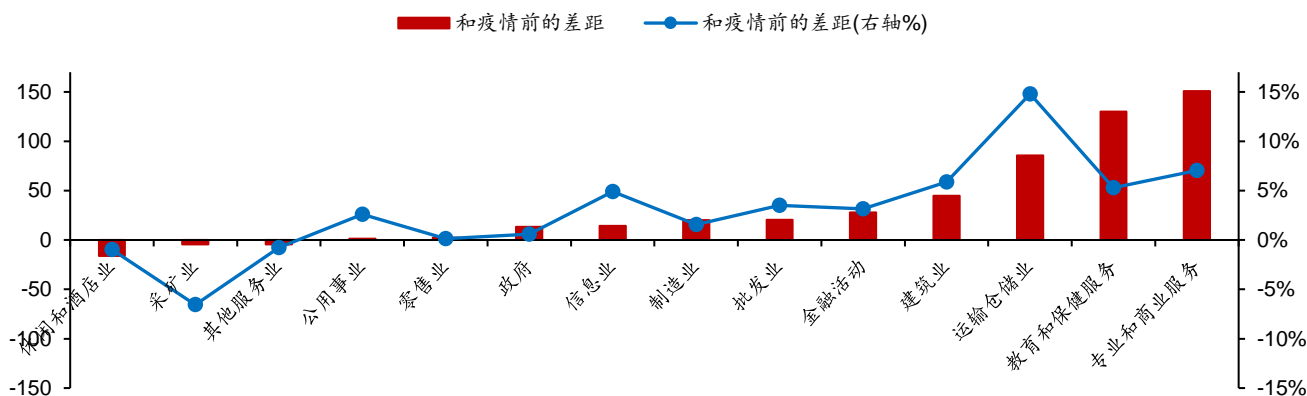
### 2.4.1 非农存量就业分行业

虽然总量上非农就业已经超过疫情前，是疫情前的 103.2%；从分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况仍有差异，到 12 月为止还有 3 个行业没有完全修复，较上月下降一个，零售业的就业也较疫情前略高了。差距最大的休闲和酒店业就业人数较疫情前仍有 16 万人左右的缺口（下图中显示为负值）。

和疫情前相比的缺口人数次之的行业为其他采矿业和服务业，其中采矿业的缺口虽然只有 5 万人，但是缺口的比例最高，达到了 6.6%。和疫情前相比有待恢复比例差距其次的行业是休闲和酒店业和其他服务业。

剩下的其他行业都已经恢复到略超过疫情前水平。恢复得最好的专业和商业服务行业已经是超过疫情前水平 151 万人；恢复比例最高的运输和仓储业已经是疫情前水平的 114.8%。

图表28：12月美国存量非农就业分行业（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

### 2.4.2 非农存量就业分行业增速

分行业存量就业的增速来看，私人部门里教育和保健服务业的同比增速最快，其



次是休闲和酒店业和建筑业，政府就业的增速也较快。从环比上看，增速最快的是信息业，其次是教育和保健服务业，接下来是休闲和酒店业。

**图表29：12月美国存量非农就业分行业（单位万人）**

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的差距(右轴%)
休闲和酒店业	1678.2	1674.2	1631.6	0.2%	2.9%	-16	-1.0%
采矿业	64.1	64.2	62.8	-0.2%	2.1%	-5	-6.6%
其他服务业	589.5	589.6	579.8	0.0%	1.7%	-5	-0.8%
公用事业	56.18	56.22	55.53	-0.1%	1.2%	1	2.6%
零售业	1554.33	1552.59	1547.78	0.1%	0.4%	2	0.2%
政府	2300.3	2295.1	2233.1	0.2%	3.0%	13	0.6%
信息业	305.1	303.7	312	0.5%	-2.2%	14	4.9%
制造业	1298.6	1298	1297.4	0.0%	0.1%	20	1.6%
批发业	609.9	609.35	602.88	0.1%	1.2%	21	3.5%
金融活动	914.8	914.6	910.1	0.0%	0.5%	28	3.1%
建筑业	805.6	803.9	785.9	0.2%	2.5%	45	5.9%
运输仓储业	664.22	666.48	670.49	-0.3%	-0.9%	86	14.8%
教育和保健服务	2587.8	2580.4	2482.7	0.3%	4.2%	130	5.3%
专业和商业服务	2294.6	2293.3	2281.4	0.1%	0.6%	151	7.0%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

### 3. 时薪增长重回4%，通胀仍有压力

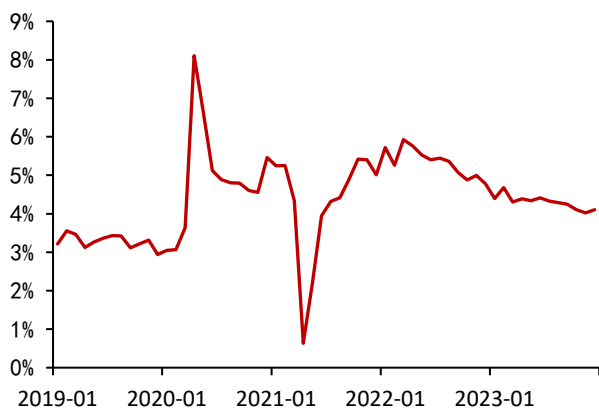
时薪增长略超预期，重新回到4%以上，上月一度回落到3.9%。分行业看仅6个行业时薪跑赢通胀，其他行业的时薪增长都低于通胀。

#### 3.1 时薪增长较上月上升，工时微降

##### 3.1.1 总体时薪

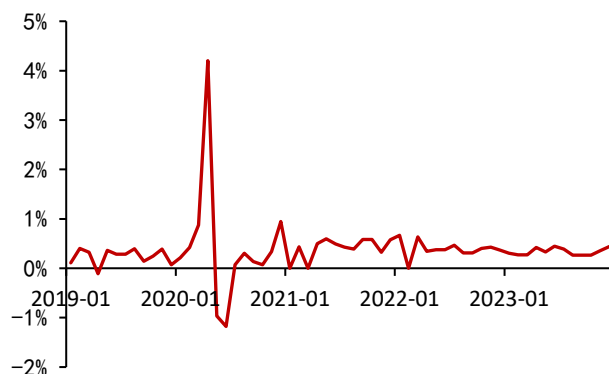
12月份平均时薪同比增长4.1%，较上月3.9%上升，高于预期；环比增长0.4%，高于预期的0.3%，也高于上月。12月时薪的增长略超预期，仍未回到实现美联储通胀目标需要的水平，美联储在3月就降息的前景被削弱。每周工作时间12月为34.3小时，较上月和预期34.4小时下降。

图表30：非农全部员工时薪同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表31：非农全部员工时薪环比(%)



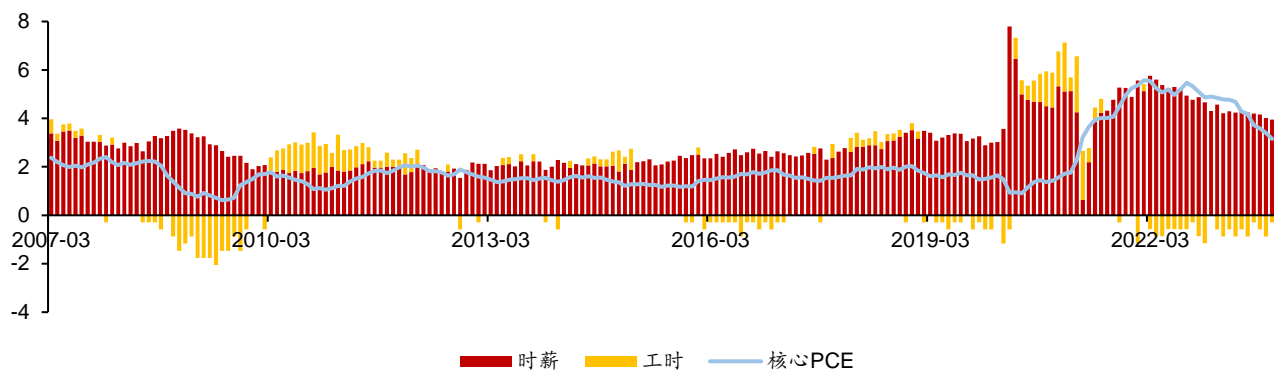
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 3.1.2 时薪和工时

工资通胀整体和核心 PCE 通胀都延续下行的迹象，但是服务通胀仍高，成为主要的通胀风险因素。周工资等于时薪乘以周工时，我们可以把工资的通货膨胀分解为时薪的贡献和工时的贡献。对数化后， $\ln(\text{工资}) = \ln(\text{时薪}) + \ln(\text{工时})$ 。近期的数据显示，工资通胀已经从高点超过 7% 回落到 4% 附近波动，12 月时薪增长又回到 4% 以上，11 月时薪增长一度回落到 4% 以下，为 2021 年 6 月以来的最低，不过距离回到疫情前的 2% 左右还有较远距离。

详细拆解显示，数据中工时的贡献已经较 2020 年的高点明显回落，近期工时的贡献都为负，自从 2021 年底开始贡献就已经转为负值，与工资通胀高峰期工时明显增长有较大差异。平均周工时 2021 年 1 月最高达到 35 小时，12 月最新为 34.3 小时，2018 年以来最低值为 34.1 小时，未来进一步大幅下行的空间或也较有限。

图表32：工资通胀拆解，工资=时薪\*工时（对数化结果）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

### 3.2 分行业时薪：6个行业跑赢通胀

分行业的时薪增长来看，休闲酒店业的增幅仍最大，较疫情前累计增长了27.7%。但是由于休闲酒店业的时薪绝对值较低，休闲酒店业的就业增长将拉低平均时薪。

CPI 和核心 CPI 相比疫情前上涨 18.8%和 16.8%，如果以 CPI 增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的有 6 个行业，较上月增加一个，它们分别是休闲和酒店业、金融业、零售业、专业和商业服务、教育和医疗服务行业以及运输仓储业。其他行业的时薪增长都没能跑赢通胀，例如制造业时薪仅累计增长了 17.6%，实际收入的下降可能也是汽车工人罢工的重要原因之一。

**图表33：时薪分行业**

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的增幅
休闲和酒店	21.6	21.52	20.78	0.4%	3.9%	4.69	27.7%
金融业	44.54	44.38	42.42	0.4%	5.0%	7.63	20.7%
零售业	24.33	24.13	23.45	0.8%	3.8%	4.1	20.3%
专业和商业服务	41.29	41.08	39.53	0.5%	4.5%	6.85	19.9%
教育和医疗服务	33.38	33.28	32.58	0.3%	2.5%	5.47	19.6%
运输仓储业	29.84	29.67	28.17	0.6%	5.9%	4.82	19.3%
建筑业	37.24	37.2	35.6	0.1%	4.6%	5.84	18.6%
其他服务业	30.51	30.33	29.37	0.6%	3.9%	4.72	18.3%
制造业	33.25	33.09	31.47	0.5%	5.7%	4.97	17.6%
公用事业	49.78	50.37	48.44	-1.2%	2.8%	7.08	16.6%
批发业	37.13	37.09	35.87	0.1%	3.5%	5.26	16.5%
信息业	49.44	49.03	47.74	0.8%	3.6%	6.38	14.8%
采矿业	38.81	38.6	36.64	0.5%	5.9%	4.29	12.4%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

 跑赢  
通胀

## 4. 职位空缺数延续回落，保持在 900 万以下

职位空缺数继续回落，维持在 900 万以下，职位空缺失业比略回升，就业市场的热度仍在缓慢向下。

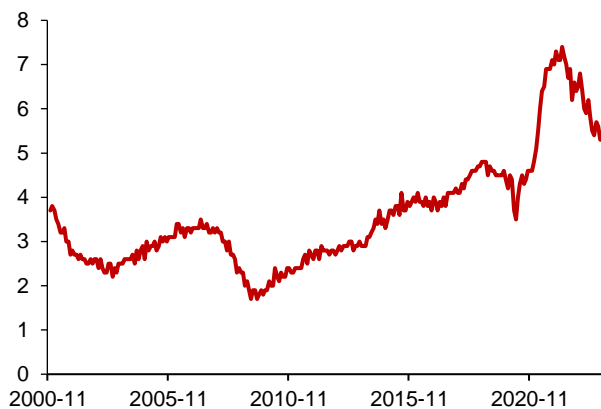
### 4.1 职位空缺等数据延续冷却大趋势

稍早之前公布的 JOLT 报告的数据，里面职位空缺相关的数据显示劳动力市场的降温大趋势或未改变，空缺职位数延续回落趋势。

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度 11 月较 10 月略有回升，每一个失业的人平均面对 1.4 个潜在的就业机会。2022 年初时的峰值超过 2，目前较高位明显回落。但还处于超过 2020 疫情前的经济扩张周期的位置，2020 年疫情开始前仅略高于 1.2。

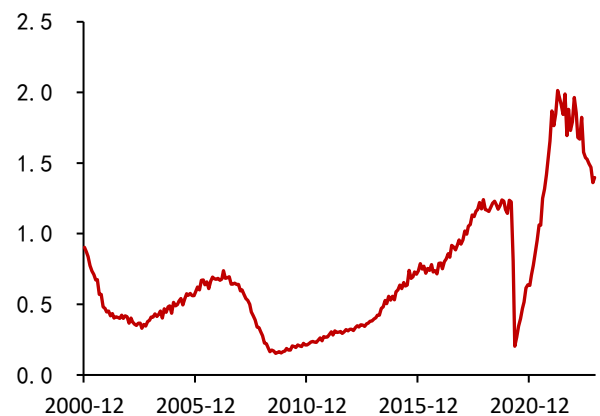
职位空缺率的数据显示就业市场的热度下降，11 月的职位空缺率仍为 5.3%，和 10 月持平，9 月的职位空缺率为 5.7%，较 2022 年 3 月的峰值 7.4% 回落了 2.1%。

图表34：职位空缺率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表35：空缺失业比



资料来源：Wind，国联证券研究所

职位空缺数 11 月为 879 万，较 10 月继续下降，低于市场的预期，仍维持在 900 万以下，在 7 月跌到 900 万以下之后，8 月和 9 月曾重新回到 900 万以上。

图表36：职位空缺数（万人）

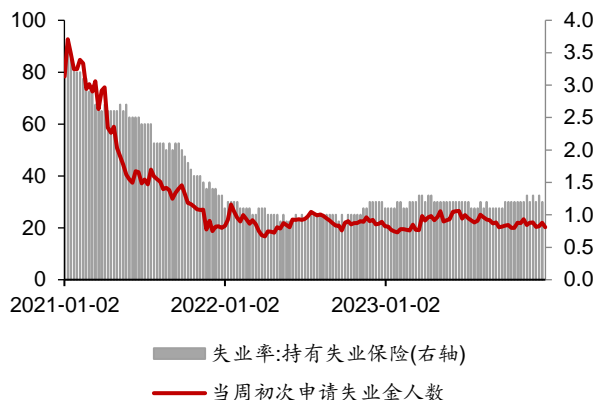


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 4.2 失业保险和失业金等高频数据

另外从一些其他更高频的衡量就业市场的数据里，我们也可以看到一些就业市场开始下行的迹象。周度数据中，持有失业保险的失业率 12 月 23 日为 1.2%，较最低点上升了 0.3pct。持续领取失业金人数 12 月 23 日为 185.5 万，较 2022 年中达到的最低值已经上升了约 55 万人。

图表37: 当周初次申请失业金人数 (万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

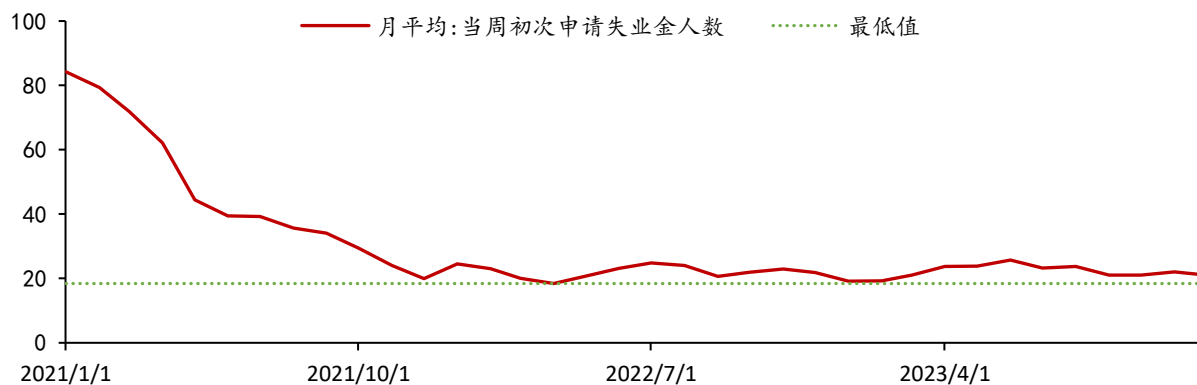
图表38: 持续领取失业金人数 (万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

当周初次申请失业金的人数仍然在大概 20 多万人波动, 8 月曾一度上升到 24 万人左右波动。从月度的均值来看, 12 月均值 21 万, 较 11 月均值 22 万略微回落。

图表39: 月均值: 当周初次申请失业金人数 (万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

## 5. 风险提示

美联储鹰派超预期, 通货膨胀超预期。



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼