

2024 年 01 月 06 日

就业市场或尚不支持美联储快速降息

——美国 12 月非农就业数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘伟桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● 新增非农就业有较多上行，失业率保持低位

1. 新增非农继续上行，但前值经历较大下修，下行趋势仍未逆转

2023 年 12 月新增非农就业 21.6 万人，较 11 月份初值上升 1.7 万，且高于市场预期。但 11 月、10 月新增非农就业经历较大幅度下修，与我们在前期报告中的判断一致。往后看，其整体的下行趋势并没有发生逆转。随着加息的效果逐渐显现，我们预计新增就业会缓慢回落至美联储的合意水平。

2. 劳动参与率下行，失业率保持低位，薪资增速上行

2023 年 12 月美国劳动参与率录得 62.5%，失业率为 3.7%，较 11 月份下降 0.3 个百分点、持平，劳动力市场的参与积极性有所下降。平均时薪同比上升 4.1%，环比上升 0.44%，分别较 11 月份上升 0.1、0.09 个百分点。从劳动参与率和失业率的变化来看，后续薪资增速下行的趋势或将更加波折，低失业率对薪资增速是一个有力的支撑。不过周平均工作时长下降了 0.1 小时，或显示当前整体薪资仍略有疲软。

3. 劳动力市场供需关系并未继续收紧

从 LOJTS 数据来看，2023 年 11 月份职位空缺数为 879 万人，较 10 月下降 49.8 万人，职位空缺率维持 5.3% 较低位。目前每个求职者对应约 1.4 个工作岗位。11 月美国总劳动力缺口较 10 月微升 12 万至 252 万，当前美国劳动力市场的供需关系并未继续收紧。

● 当前就业数据或尚不构成联储快速降息的必要条件

2023 年 12 月美国的非农数据显现出一定的复杂性，我们认为这显示劳动力市场的再平衡仍是一个较为长期和波折的过程，拉长一段时间来看，劳动力市场缓慢下行的趋势并未破坏。事实上，当前劳动力市场的波折，甚至部分数据之间的矛盾，体现出当前美国经济确有较大概率实现“软着陆”。一从就业市场来看，一则当前新增非农就业虽然较多，但结合就业人数来看，有可能是兼职活动的情况增多，这也是数据会经历较多下修的重要原因，因此劳动力市场并未出现较为明显的持续反弹；二则失业率较低可以支撑薪资增速不会快速降低，从而整体经济的总需求不会快速下降，有助于引导经济实现软着陆。

对于美联储而言，我们认为从 2023 年 12 月份的就业数据来看，尚不足以对其后续的货币政策产生决定性的影响，也不构成其快速降息的必要条件。从 12 月 FOMC 的会议纪要来看，美联储官员们虽然认为当前已经达到利率水平的终点，2024 年将会迎来降息，但美联储的官员们并未就未来的降息时点达成比较明确的判断。

结合美联储的表态来看，我们认为美联储后续的货币政策目标大概率将会围绕着防止通胀反弹与引导经济软着陆同时进行，其政策操作将会更加谨慎。不过从当前的就业数据来看，通胀数据可能无法较为顺利持续下行，在此情况下，即使考虑到进行保险性降息，在失业率处于低位的背景下，美联储似乎难以快速进入到实质性降息阶段，因此基准情形下，我们倾向于认为美联储或将在 2 季度进行首次降息，且后续降息节奏的不确定性仍旧较大。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《人民币汇率：2024 年可能的“变与不变”——宏观经济专题》-2024.1.5

《增发国债加快落地，提振建筑业景气度——12 月 PMI 点评及近两周高频数据跟踪》-2023.12.31

《提升通胀的经济学逻辑与可选路径——宏观经济专题》-2023.12.30

目录

1、新增非农就业有较多上行，失业率保持低位.....	3
1.1、新增非农继续上行，但前值经历较大下修.....	3
1.2、劳动参与率下行，失业率维持低位.....	4
1.3、薪资同比增速上涨，但趋势尚待观察.....	4
1.4、劳动力供需关系仍在变得更加均衡.....	5
2、当前就业数据或尚不构成联储快速降息的必要条件.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：美国新增非农就业经历了较大幅度下修.....	3
图 2：2023 年 12 月失业率不变、劳动参与率下降.....	4
图 3：2023 年 12 月 20-24 岁等区间人口劳动参与率上升.....	4
图 4：2023 年 12 月时薪增速同比、环比均上升.....	5
图 5：2023 年 12 月教育和保健服务时薪同比增速较低.....	5
图 6：2023 年 11 月职位空缺数微降、空缺率不变.....	5
图 7：2023 年 11 月美国劳动力缺口继续下降.....	6
图 8：2023 年 12 月 ISM 美国制造业 PMI 有所下滑.....	7
表 1：2023 年 12 月非农新增就业细项及变动.....	4

美国公布 2023 年 12 月最新就业数据。其中新增非农就业 21.6 万，高于市场预期的 17.5 万；失业率为 3.7%，低于市场预期；平均时薪同比增长 4.1%，高于市场预期。

1、新增非农就业有较多上行，失业率保持低位

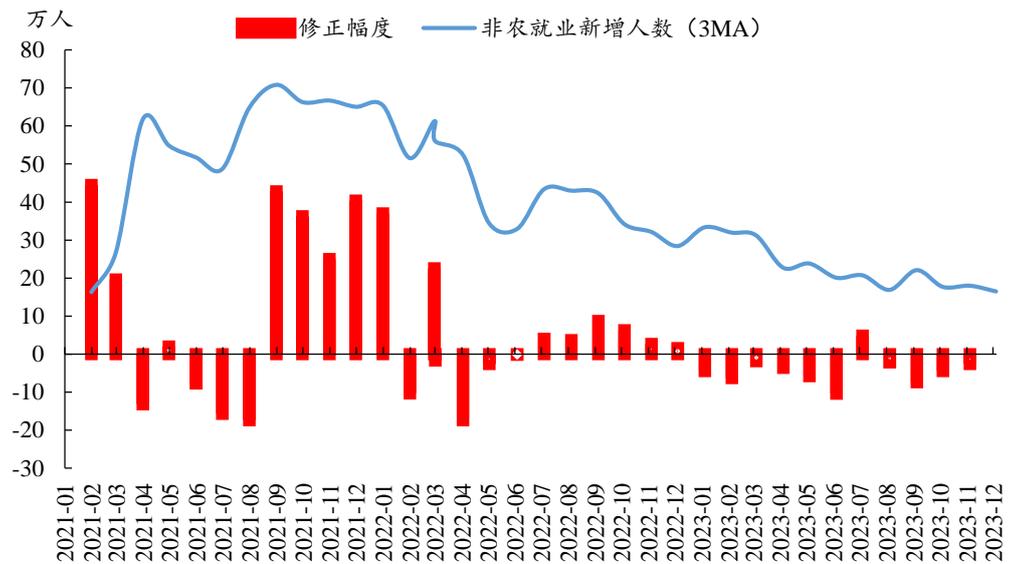
1.1、新增非农继续上行，但前值经历较大下修

2023 年 12 月新增非农就业 21.6 万人，较 11 月份初值上升 1.7 万，且高于市场预期。11 月、10 月新增非农就业分别下修 2.6 万、4.5 万至 17.3 万、10.5 万，下修幅度较大，与我们在 11 月份非农数据点评中的判断一致。往后看，11 月、12 月非农数据亦有下修压力，因此对 12 月的数据的真实信息还需时间来观察。趋势上看，10-12 月份平均新增就业 16.5 万人，较 9-11 月份有所下降，显示当前美国就业市场下行的趋势仍在持续。

结构上看，私人部门新增就业有一定幅度回升，其中零售业、专业和商业服务、休闲和酒店业新增就业上升较多，或与圣诞、新年等假期有关。12 月私人部门就业新增 16.4 万，政府就业新增 5.2 万。分行业来看，教育和保健服务、休闲和酒店业、零售业新增就业有较多改善，分别新增 7.4 万、4.0 万、1.7 万，或反映出美国节假日带动相关服务需求提升。此外，制造业 12 月新增就业较 11 月份回落较多，或显示出美国汽车行业工人罢工造成的就业波动已基本结束。教育和保健服务目前仍是新增就业的最主要行业，反映出美国服务业仍是当前经济的主要支撑。

总的看，2023 年 12 月美国新增非农数据虽然有所上行，但考虑到后续可能会经历下修，其整体的下行趋势并没有发生逆转。往后看，随着加息的效果逐渐显现，新增就业会缓慢回落至美联储的合意水平。

图1：美国新增非农就业经历了较大幅度下修



数据来源：Wind、开源证券研究所

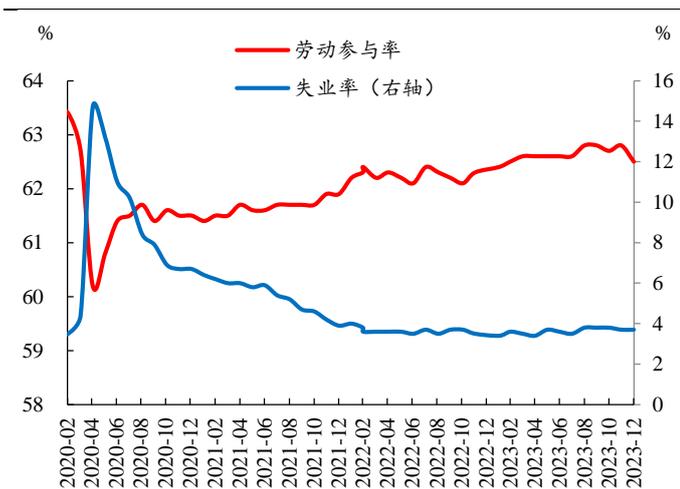
表1：2023年12月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比(%)	较11月变化	2023-12	2023-11	2023-10	10-12月平均
总体新增非农	100.0	43	216	173	105	165
私人部门	75.9	28	164	136	44	115
采矿业	-0.5	-1	-1	-2	-1	-1
建筑业	7.9	11	17	6	27	17
制造业	2.8	-20	6	26	-38	-2
批发业	2.5	1	6	5	8	6
零售业	8.1	-2	17	-24	17	3
运输仓储业	-10.5	-18	-23	-5	-28	-19
公用事业	-0.2	0	0	0	2	0
信息业	6.5	1	14	15	-12	6
金融活动	0.9	1	2	1	-8	-2
专业和商业服务	6.0	-2	13	-19	-26	-11
教育和保健服务	34.3	35	74	109	84	89
休闲和酒店业	18.5	28	40	12	25	26
其他服务业	-0.5	-14	-1	13	-5	2
政府就业	24.1	15	52	37	61	50

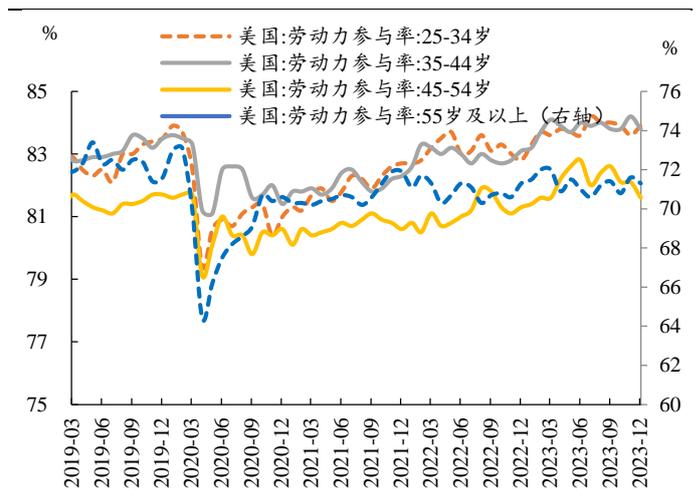
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率下行，失业率维持低位

2023年12月美国劳动参与率录得**62.5%**，失业率为**3.7%**，分别较11月份下降0.3个百分点、持平。具体来看，12月份调查城市人口增加16.9万，劳动力人口减少67.6万。总就业人口下降68.3万，失业人口上升0.6万，导致失业率维持不变。从年龄段来看，除去25-34岁区间人口外，劳动参与率均出现小幅下降，显示当前大部分劳动力参与工作意愿有所下降。失业率方面，白人、西班牙裔失业率均有所上行，黑人、亚裔失业率有所下降。12月劳动参与率下降推动失业率不变，显示当前美国劳动力市场的参与积极性有所下降，美国劳动力市场出现一定程度的恶化。但考虑到节假日等因素的扰动，其趋势还有待观察。

图2：2023年12月失业率不变、劳动参与率下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023年12月20-24岁等区间人口劳动参与率上升


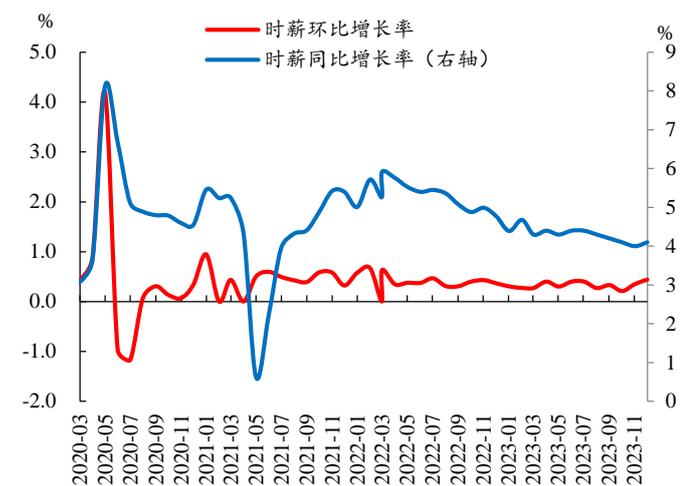
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、薪资同比增速上涨，但趋势尚待观察

2023年12月美国非农就业时薪录得**34.27美金**，同比上升**4.1%**，环比上升**0.44%**，分别较11月份上升**0.1、0.09个百分点**。具体来看，采矿业、制造业、运输仓储薪资同比增长较多，信息业、零售业薪资环比增长较多。总的来看，零售业薪资环比与同比均有较多上升，或是整体薪资同比、环比增速微升的重要支撑。

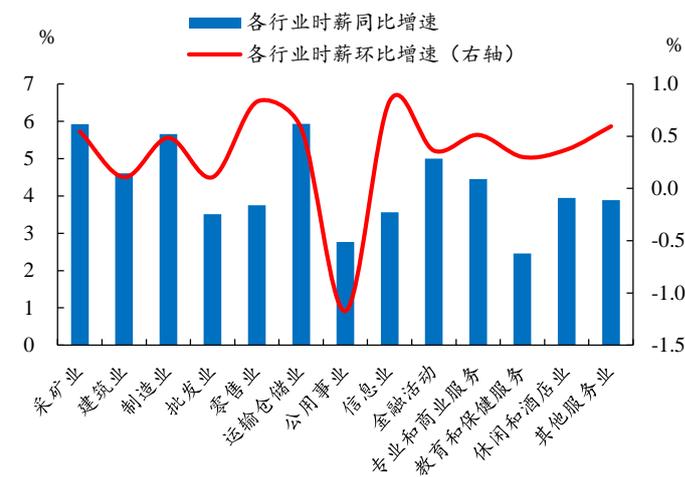
我们认为，从劳动参与率和失业率的变化来看，后续薪资增速下行的趋势或将更加波折，特别是失业率处于低位，对于薪资增速是一个有力的支撑。不过我们观察到，周平均工作时长下降了 0.1 小时，或显示当前整体薪资仍略有疲软。实际上，只有当劳动参与率与失业率均提升时，薪资或将迎来较大幅度的下行。**当前来看，整体薪资更多的是呈现波折缓慢下行的态势。**2023 年 11 月亚特兰大工资增长指数（3MA）录得 5.2%，较 9 月、10 月持平，薪资增速仍是后续需要继续关注重点。

图4：2023 年 12 月时薪增速同比、环比均上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023 年 12 月教育和保健服务时薪同比增速较低

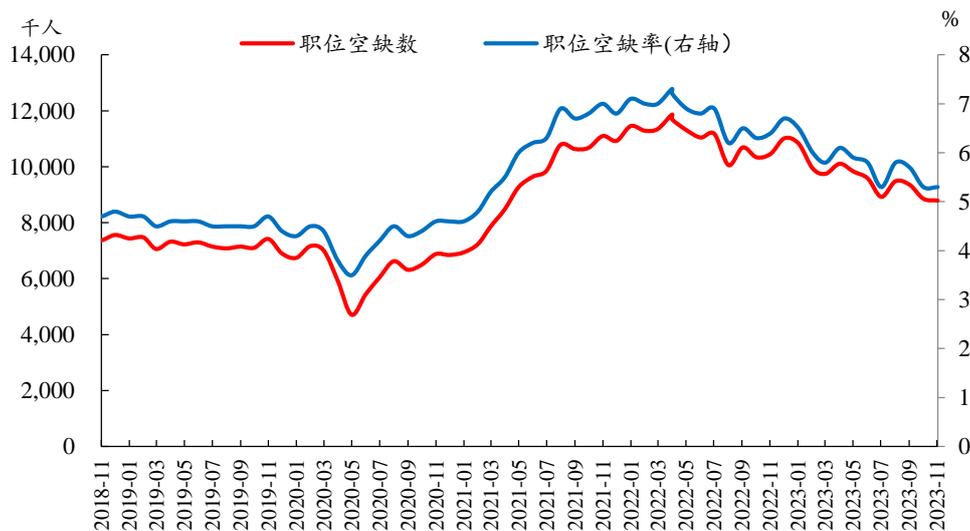


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、劳动力供需关系仍在变得更加均衡

从 LOJTS 数据来看，2023 年 11 月份职位空缺数为 879 万人，较 10 月下降 49.8 万人，职位空缺率为 5.3%，与 10 月持平。目前每个求职者对应约 1.4 个工作岗位，**当前美国劳动力市场的供需紧张程度并未有提升。**同时，职工主动离职率录得 2.2%，较 10 月份下降 0.1 个百分点，或表明当前企业与员工的招人/换工作的意愿并未有提升。

图6：2023 年 11 月职位空缺数微降、空缺率不变

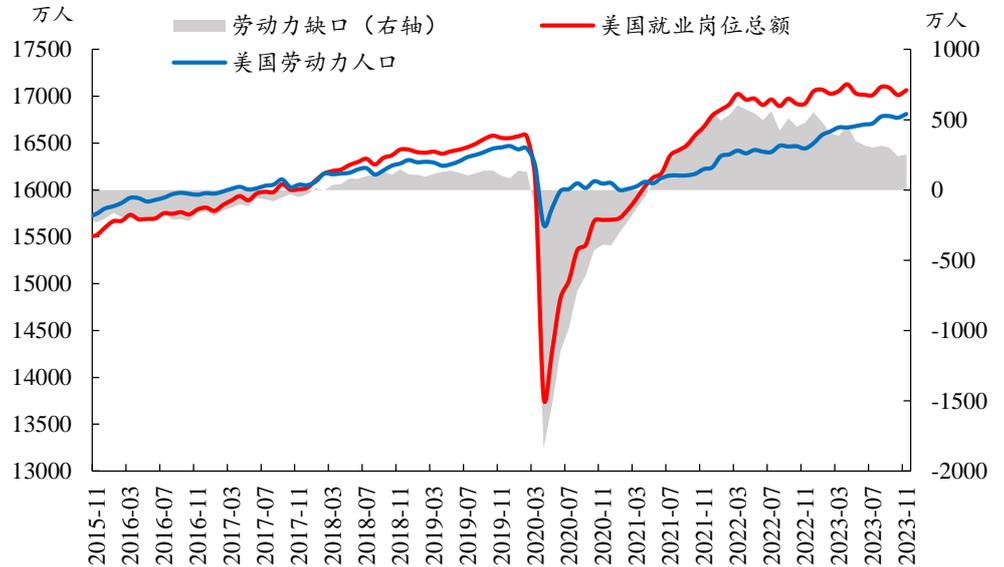


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，2023 年 11 月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺

—劳动力人口) 较 10 月上升 12 万至 252.9 万, 稍有提升, 整体劳动力市场供需关系较 2023 年初大幅缓解。不过较历史数据来看仍较高, 随着加息进程持续, 后续有望继续降低。总的来看, 劳动力市场供需更加平衡仍是较为确定的趋势。

图7: 2023 年 11 月美国劳动力缺口继续下降



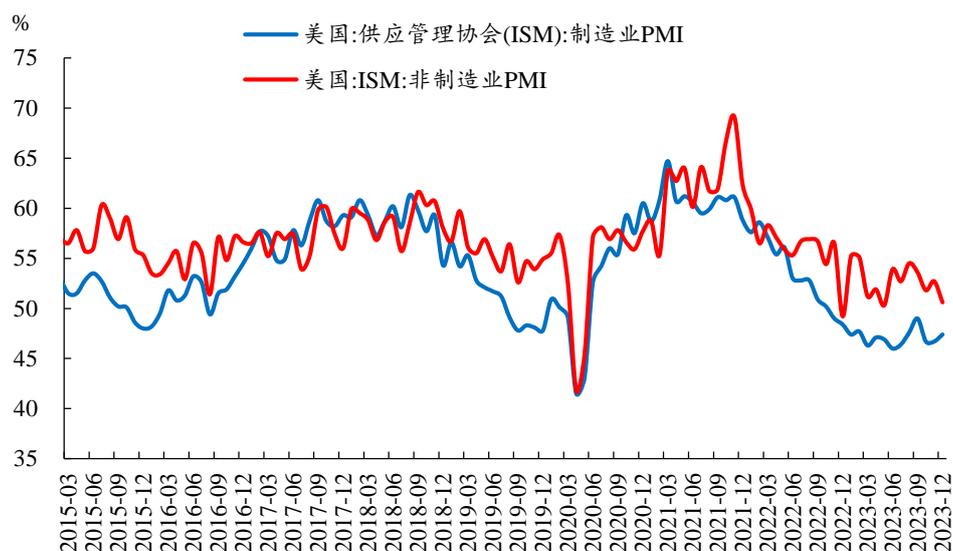
数据来源: Fred、开源证券研究所

2、当前就业数据或尚不构成联储快速降息的必要条件

如何全面评估 2023 年 12 月份的非农数据? 其是否构成美联储在 3 月份降息的必要条件?

2023 年 12 月美国的非农数据显现出一定的复杂性, 其中也有不少矛盾之处。一方面新增就业继续上升, 即使考虑到下修的压力, 整体下行的速度依然较为缓慢。此外失业率维持低位, 薪资增速同比增速反弹, 显示当前整体劳动力市场似乎韧性较足; 但另一方面, 我们也看到 12 月份失业率的维持低位主要是由于劳动参与率的走低 (主因劳动力人口减少), 家庭调查下整体就业人口的总数相较于 11 月份略有走低, 整体失业人口甚至略有上行, 且职位空缺数、离职率仍在继续下行, 显示当前美国劳动力市场并不乐观。

我们认为这显示劳动力市场的再平衡仍是一个较为长期和波折的过程, 拉长时间来看, 劳动力市场缓慢下行的趋势并未破坏。事实上, 当前劳动力市场的波折, 甚至部分数据之间的矛盾, 体现出当前美国经济确有较大概率实现“软着陆”。仅从就业市场来看, 一则当前新增非农就业虽然较多, 但结合就业人数来看, 有可能是兼职活动的情况增多, 这也是数据会经历较多下修的重要原因, 因此劳动力市场并未出现较为明显的持续反弹; 二则失业率较低可以支撑薪资增速不会快速降低, 从而整体经济的总需求不会快速下降, 有助于引导经济实现软着陆。我们从 2023 年 12 月 ISM 非制造业 PMI 数据来看, 当前美国经济确实处于缓慢下滑的过程之中

图8：2023年12月ISM美国制造业PMI有所下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

对于美联储而言，我们认为从2023年12月份的就业数据来看，尚不足以对其后续的货币政策产生决定性影响，也不构成其快速降息的必要条件。在2023年12月的FOMC会议上，美联储主席鲍威尔向市场表示已经开始讨论降息，引发市场对于美联储降息的积极交易。美股等风险资产录得一定涨幅，美债收益率亦持续下跌。但从12月FOMC的会议纪要来看，美联储官员们虽然认为当前已经达到利率水平的终点（participants viewed the policy rate as likely at or near its peak for this tightening cycle），2024年将会迎来降息（a lower target range for the federal funds rate would be appropriate by the end of 2024），但是在纪要中，美联储的官员们并未就未来的降息时点达成比较明确的一致判断，仅表示同时看到了通胀的上行风险以及限制性政策对经济带来的下行风险。

结合美联储的表态来看，我们认为美联储后续的货币政策目标大概率将会围绕着防止通胀反弹与引导经济软着陆同时进行，其政策操作将会更加的谨慎。不过从当前的就业数据来看，通胀数据可能无法较为顺利的持续下行，在此情况下，即使考虑到进行保险性降息，在失业率处于低位的背景下，美联储似乎难以快速进入到实质性降息阶段，因此基准情形下，我们倾向于认为美联储或将在2季度进行首次降息，且后续降息节奏的不确定性仍旧较大。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年12月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn