

美国 12 月非农点评：就业超预期程度或被高估



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

核心观点：

美国 12 月非农新增 21.6 万人超预期，市场小幅降低降息概率。 12 月失业率持平 3.7%，主要系劳动力人口下降 67.6 万人。尽管家庭调查新增就业下降 68.3 万人，但劳动参与率大幅回落使得失业率低于预期。12 月美国劳动力供给端参与率走低至 62.5% (-0.3%)，但需求端各类企业职位空缺数均有下降，供需结构或仍在瓶颈期。数据公布后，市场小幅降低了降息概率预期，但降息路径预期基本不变。

新增就业主要集中在服务业，商品就业有所回落。 服务业中，零售 (+1.7 万)、专业商业服务 (+1.3 万)、休闲酒店业 (+4 万) 比上月明显回升，医疗社工新增就业 (+5.89 万) 比上月减少。商品新增就业整体比上月减少 0.8 万人，主要系制造业新增就业回落 (+0.6 万，前值 2.6 万)。12 月就业数据公布同时，劳工部下修 10-11 月新增就业人数，季调后合计下修 7.1 万人。

2023 年美国劳工部连续下修非农新增就业人数，每月平均下修 4.2 万。 2023 年 1-10 月非农数据中，有 9 次数据最终下修，仅 1 次被上修。原因是，美国经济水平偏弱的时期，招聘情况差的企业倾向于迟交调查问卷，造成劳工部初次公布数据偏高。因此，2023 年美国就业市场普遍不及初次公布数据所描绘的那样强劲，初次公布数据超预期的程度或被高估。

薪资方面，美国 12 月非农平均时薪同比增速 4.1%，前值 4.0%。 美国 12 月名义工资增速展现一定韧性，平均时薪 \$34.27，环比增加 0.4%，合上升 \$0.17 美元。受节假日临时性就业增多，叠加供给端表现不佳，美国 12 月薪资增速具有一定粘性。

12 月非农就业超预期，降息概率预期小幅回落。 1 月 5 日非农公布后，市场小幅下调了近月美联储降息的概率，但对加息路径的预期影响不大。CME 数据显示，市场预计美联储将在 2024 年 3 月开始降息，2024 年内降息幅度 134bps。我们认为，市场或高估了 12 月数据所反映的美国就业市场韧性，美国劳动力市场未来仍有望继续放缓。

风险提示： 美国通胀粘性超预期，美联储货币政策紧缩超预期。

相关报告

逆周期、跨周期下的中国稳平衡发展——
联储证券 2024 年度宏观报告

2024.01.08

12 月 PMI 数据解读：供需延续季节性回落

2024.01.03

11 月财政数据解读：收支持续改善，财政继续发力

2023.12.25

目 录

1. 美国 12 月新增就业再次超预期.....	4
2. 美国劳动力供需结构仍偏紧	7
3. 市场影响：降息概率预期小幅回落.....	8
4. 风险提示	9

图目录

图 1	2023 年 1-10 月美国非农新增就业数据下修 9 次，上修 1 次（千人）	4
图 2	美国近月新增非农就业分布，按行业（千人）	5
图 3	美国 12 月失业率持平 3.7%（%）	5
图 4	美国就业供需结构保持改善趋势（千人）	5
图 5	美国 12 月劳动力参与率小幅回落至 62.5%（%）	6
图 6	美国 12 月非农平均时薪同比增速 4.1%（%）	6
图 7	美国 2023 年各行业平均时薪同比增速（%）	6
图 8	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平（%）	7
图 9	美国各年龄段劳动力分布（千人，%）	7
图 10	美国企业职位空缺数，按企业大小（3MA，千个）	7
图 11	美国企业职位空缺数同比，按企业大小（3MA，%）	7
图 12	美国 11 月职位空缺率持平 5.3%，就业市场需求端保持放缓趋势（%）	8
图 13	Indeed 领先指标显示未来美国岗位空缺数有回落空间	8
图 14	非农公布后 2024 年降息概率预期小幅回落（%）	8

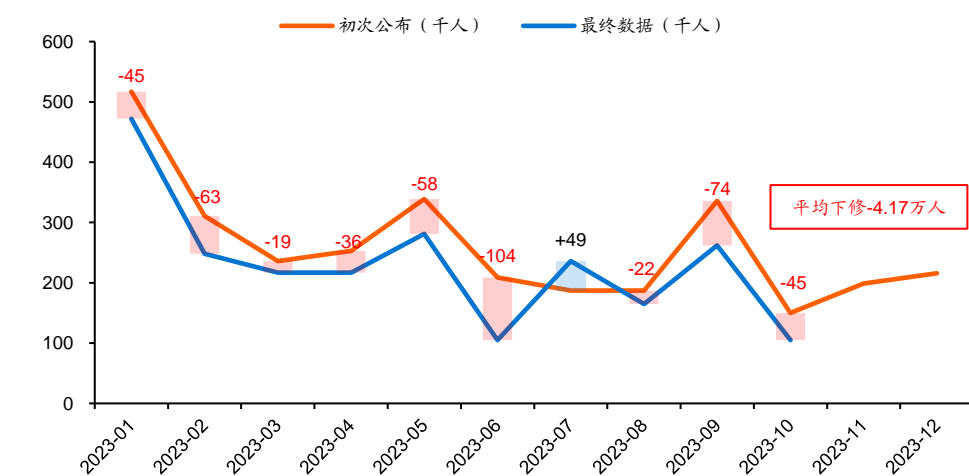
1. 美国 12 月新增就业再次超预期

美国 12 月非农新增 21.6 万人超过预期 (17.5 万)，市场小幅降低降息概率。家庭调查 (CPS) 结果显示，尽管家庭调查新增就业下降 68.3 万人，但劳动力人数下降 67.6 万人，劳动参与率大幅回落至 62.5%，因此 12 月失业率持平 3.7%，就业市场表现超预期。数据公布后，市场小幅降低了 2024 年降息概率预期，但降息路径预期基本不变。

新增就业主要集中在服务业，商品就业有所回落。服务业中，零售 (+1.7 万，前值 -2.4 万)、专业商业服务 (+1.3 万，前值 -1.9 万)、休闲酒店业 (+4 万，前值 1.2 万) 等比上月明显回升，信息业 (电影业) 就业维持高位 (+1.4 万人)。医疗社工就业新增 5.89 万人，比上月减少 3.7 万人，有所放缓。商品新增就业整体比上月减少 0.8 万人，主要系制造业新增就业回落 (+0.6 万，前值 2.6 万)。采矿伐木 (-0.1 万) 和建筑业 (+1.7 万) 就业比上月略有回温。12 月就业数据公布同时，劳工部下修 10-11 月新增就业人数，季调后合计下修 7.1 万人。

2023 年美国劳工部连续下修非农新增就业人数，1-10 月每月平均下修 4.2 万人。美国劳工部 (BLS) 会在非农就业数据初次公布后，根据“迟交的”企业调查问卷情况对数据进行两次修订，分别在下月和下下月随当月数据一道更新。2023 年 1-10 月非农数据中，有 9 次数据最终被下修，仅 7 月 1 次被上修，终值和初值平均差 -4.2 万人。原因是，美国经济水平偏弱的时期，招聘情况差的企业倾向于迟交调查问卷，造成劳工部初次公布数据偏高，后续大概率下修。因此，2023 年美国就业市场普遍不及初次公布数据所描绘的那样强劲，初次公布数据超预期的程度或被高估。

图1 2023 年 1-10 月美国非农新增就业数据下修 9 次，上修 1 次 (千人)



*数据标签为最终数据和初次公布的差值 (千人)

资料来源: BLS, 联储证券研究院

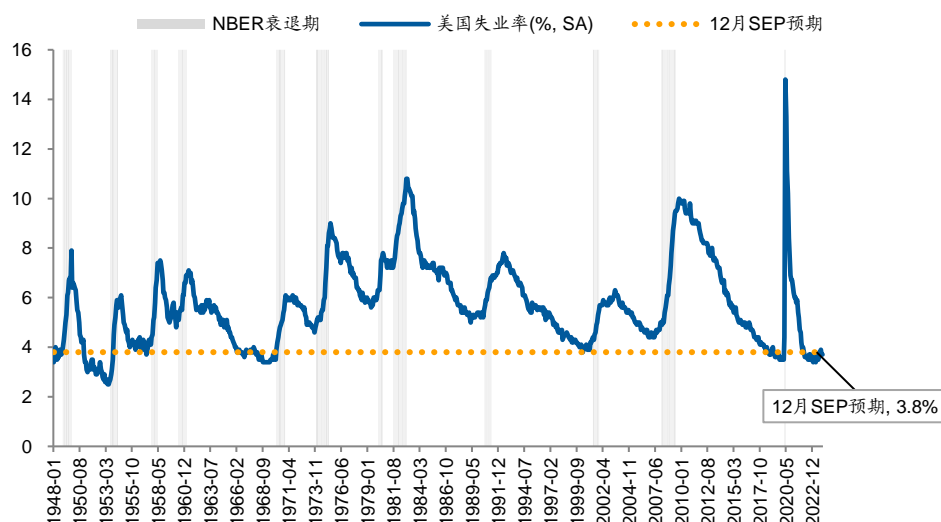
薪资方面，美国 12 月非农平均时薪同比增速 4.1%，前值 4.0%。美国 12 月名义工资增速展现一定韧性，平均时薪 \$34.27，环比增加 0.4%，合上升 \$0.17 美元。按行业划分，商品业时薪增速较高，整体同比增速 5.41%，其中采矿伐木业同比 5.92%，制造业 5.66%，建筑业 4.61%。服务业整体薪资增速持续放缓至 3.8% (前值 3.63%)，其中零售 (3.75%)、专业商业服务 (4.45%) 增速回升，休闲酒店业薪资持续回落至 3.95%。受节假日临时性就业增多，叠加供给端表现不佳，美国 12 月薪资增速具有一定粘性。

图2 美国近月新增非农就业分布, 按行业(千人)

项目	趋势	当月增加(千人)									
		2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12		
总量	非农总量	281	105	236	165	262	105	173	216		
私人	商品	24	32	12	28	21	-12	30	22		
	采矿伐木	3	-1	2	0	1	-1	-2	-1		
	建筑业	25	29	12	30	9	27	6	17		
	制造业	-4	4	-2	-2	11	-38	26	6		
	服务	231	54	133	86	178	56	106	142		
	批发	8	-7	15	3	16	8	5	6		
	零售	21	-23	13	-6	2	17	-24	17		
	运输和仓储	19	-19	-7	-27	12	-28	-5	-23		
	公用事业	1	1	-2	2	2	2	0	0		
	信息	-4	-10	-19	-22	-6	-12	15	14		
	金融活动	13	2	15	1	0	-8	1	2		
	专业和商业服务	45	-1	-29	8	-17	-26	-19	13		
	私立教育和医疗保健	88	79	104	105	86	84	109	74		
	休闲和接待	28	26	38	8	76	25	12	40		
	其他服务	13	6	4	14	8	-5	13	-1		
政府	政府	26	19	91	51	63	61	37	52		

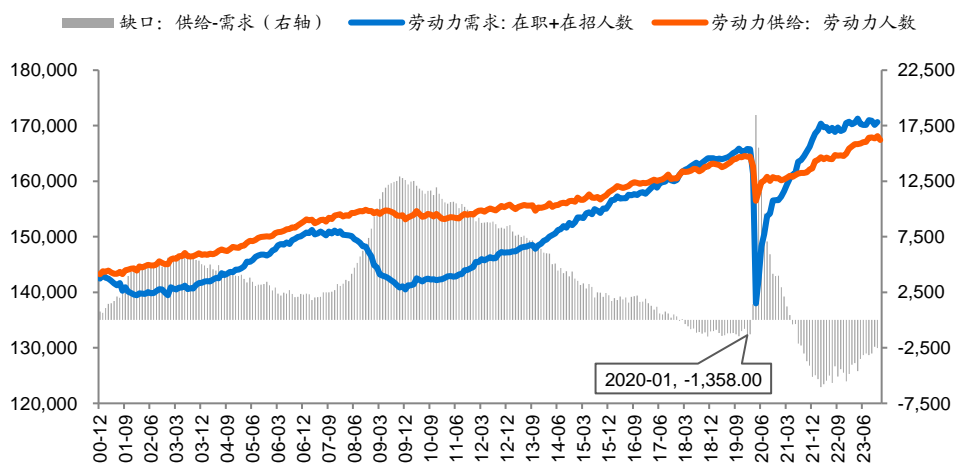
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图3 美国12月失业率持平3.7%(%)



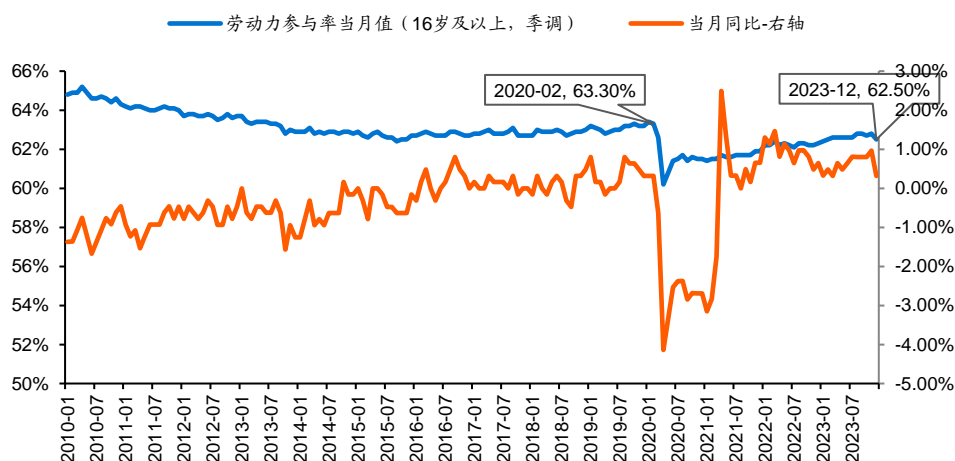
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图4 美国就业供需结构保持改善趋势(千人)



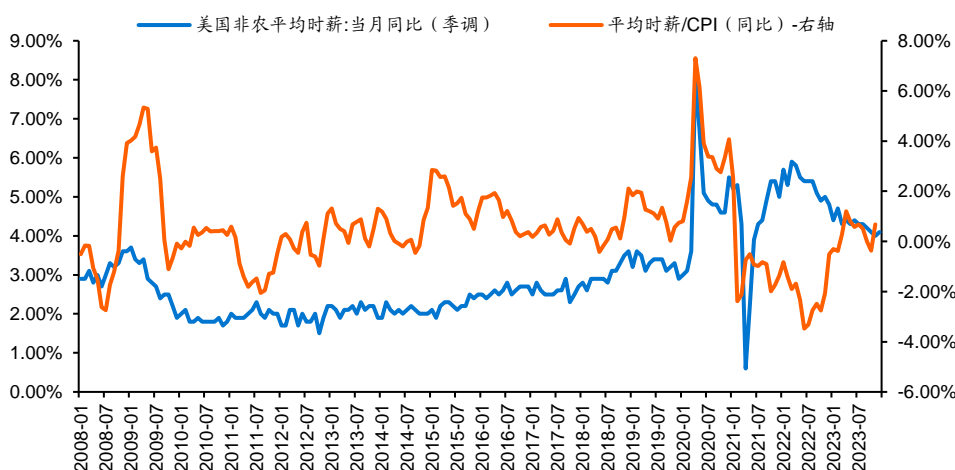
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图5 美国 12 月劳动力参与率小幅回落至 62.5% (%)



资料来源：BLS，联储证券研究院

图6 美国 12 月非农平均时薪同比增速 4.1% (%)



资料来源：BLS，联储证券研究院

图7 美国 2023 年各行业平均时薪同比增速 (%)

部门	平均时薪同比增速 (%，SA)											
	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12
非农平均	4.39%	4.68%	4.30%	4.38%	4.34%	4.41%	4.36%	4.29%	4.15%	4.10%	3.96%	4.10%
商品生产	4.33%	4.58%	4.65%	4.59%	4.70%	5.09%	5.32%	5.15%	5.32%	5.02%	5.33%	5.41%
采矿和伐木业	4.67%	4.39%	4.78%	7.12%	6.91%	5.62%	4.79%	4.50%	5.62%	6.02%	5.90%	5.92%
建筑业	5.31%	5.50%	5.42%	5.18%	5.01%	4.87%	5.43%	5.16%	5.14%	4.96%	4.94%	4.61%
制造业	3.56%	3.94%	4.05%	3.92%	4.24%	5.05%	5.13%	4.99%	5.23%	4.79%	5.32%	5.66%
服务提供	4.44%	4.69%	4.25%	4.33%	4.28%	4.26%	4.12%	4.07%	3.88%	3.86%	3.63%	3.80%
贸易、运输和能源	4.49%	4.95%	4.45%	4.99%	4.57%	4.85%	4.69%	4.89%	4.87%	4.35%	4.15%	4.46%
零售	4.26%	4.85%	3.98%	4.66%	4.43%	4.28%	4.04%	4.16%	4.24%	3.62%	2.90%	3.75%
批发	5.07%	4.93%	4.75%	5.11%	5.27%	5.20%	4.69%	5.14%	5.67%	4.30%	4.34%	3.51%
信息	5.78%	5.18%	5.67%	4.25%	4.56%	3.60%	3.76%	1.82%	0.86%	1.38%	2.32%	3.56%
金融活动	3.99%	4.42%	4.02%	3.77%	4.42%	4.41%	4.39%	5.55%	4.92%	5.11%	5.48%	5.00%
专业和商务服务	4.64%	4.80%	4.44%	4.23%	4.30%	4.63%	4.58%	4.16%	4.28%	4.47%	4.14%	4.45%
教育和健康服务	4.14%	4.28%	3.88%	3.90%	3.60%	3.33%	2.87%	3.08%	3.24%	3.00%	2.49%	2.46%
休闲接待	7.00%	6.67%	5.92%	5.89%	5.81%	5.78%	5.60%	4.98%	4.68%	4.50%	4.56%	3.95%
其他服务	3.73%	4.27%	3.35%	4.30%	4.54%	3.70%	2.88%	3.63%	3.30%	3.98%	2.92%	3.88%

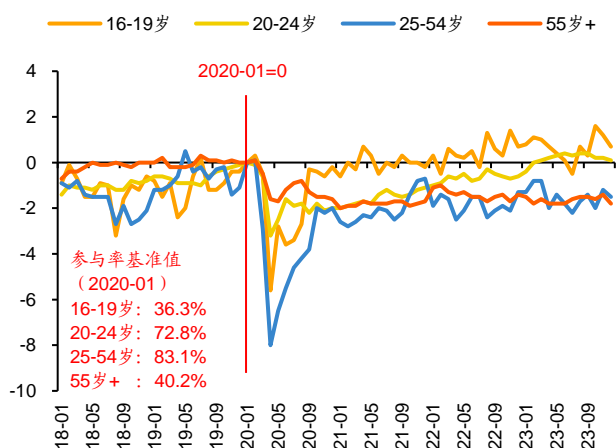
资料来源：BLS，联储证券研究院

*颜色以当月非农平均时薪为基准（白色）

2. 美国劳动力供需结构仍偏紧

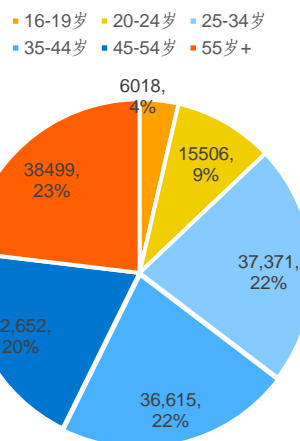
12月就业供给端修复有一定阻力，整体劳动力参与率**62.5%**。近月劳动参与率主要在62.7-62.8%左右波动，12月劳动参与率略低于该水平，劳动力人数减少68.3万，显示供给端修复仍有阻力。12月各年龄段劳动参与率均回落：青少年劳动力参与率比上月回落0.5%，20-24岁人群参与率回落0.1%，黄金年龄人群(25-54岁)参与率回落0.3%，退休年龄段人群劳动力参与率回落0.4%。整体来看，美国就业市场供给端仍然偏紧，就业市场接近饱和。

图8 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



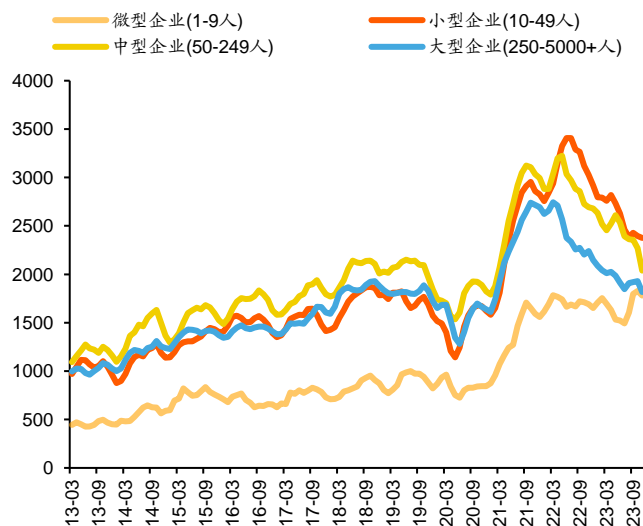
资料来源: FRED, 联储证券研究院

图9 美国各年龄段劳动力分布 (千人, %)



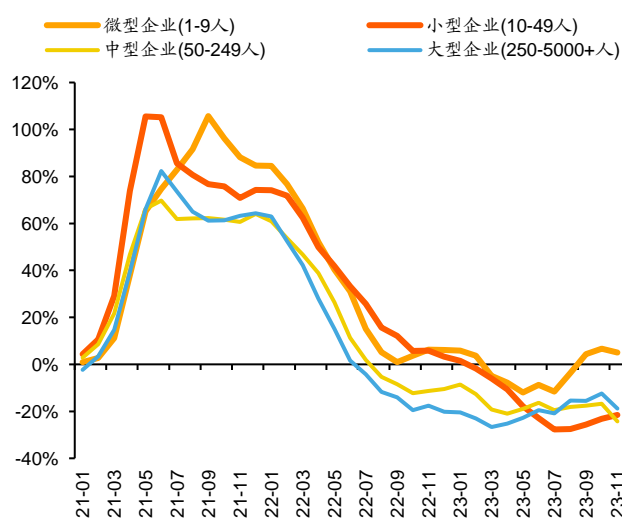
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图10 美国企业职位空缺数, 按企业大小 (3MA, 千个)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

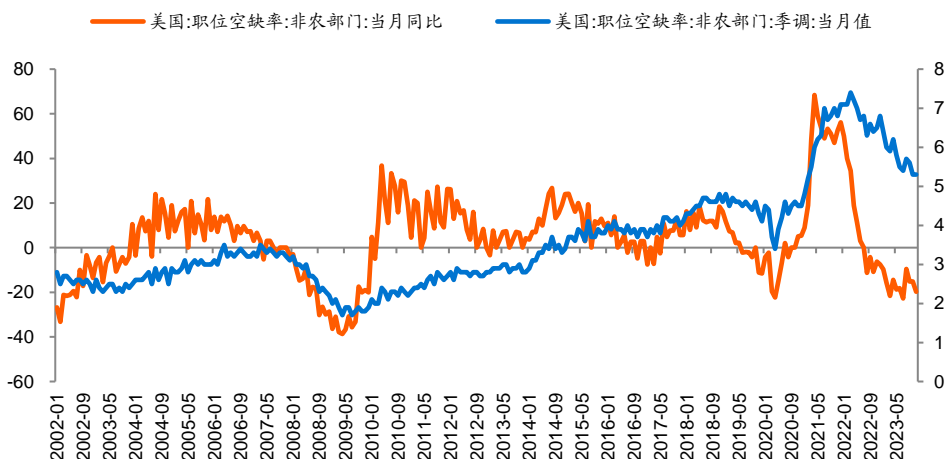
图11 美国企业职位空缺数同比, 按企业大小 (3MA, %)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

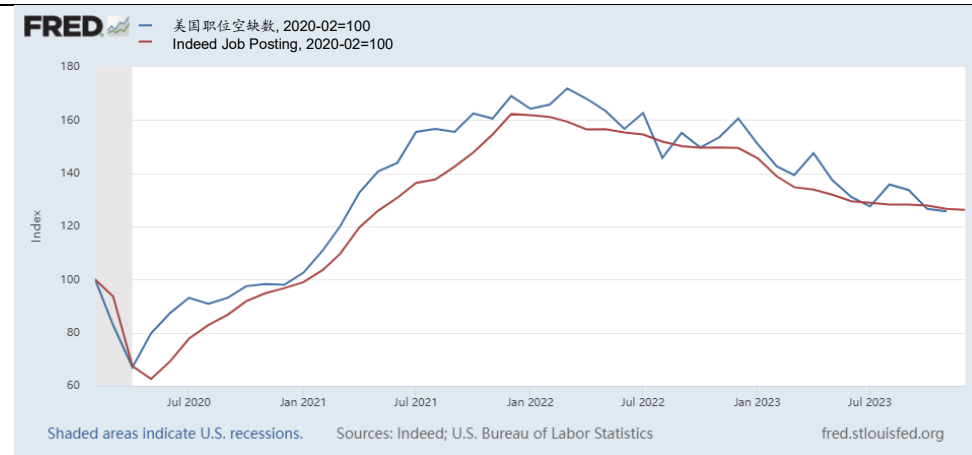
美国各类企业招聘需求回落，11月职位空缺率持平**5.3%**。最新JOLTS数据显示，美国就业市场需求端持续放缓。美国各类企业职位空缺数均有回落，符合领先指标Indeed job posting index数据趋势。从领先指标来看，未来美国职位空缺仍有回落空间，但短期内可能有小幅波动，就业市场需求端将持续降温的总体趋势不变。

图12 美国 11 月职位空缺率持平 5.3%，就业市场需求端保持放缓趋势（%）



资料来源：BLS，联储证券研究院

图13 Indeed 领先指标显示未来美国岗位空缺数有回落空间



资料来源：圣路易斯联储，联储证券研究院

3. 市场影响：降息概率预期小幅回落

12 月非农新增读数超预期，降息概率预期小幅回落。1 月 5 日非农公布后，市场小幅下调了近月美联储降息的概率，但对加息路径的预期影响不大。CME 数据显示，市场预计美联储将在 2024 年 3 月开始降息，2024 年内降息幅度 134bps。12 月美国非农数据再次走强，原因主要是劳动供给端参与率回缩，然而家庭调查（CPS）显示新增就业数量有所回落，且企业调查（CES）未来有概率下修，市场或高估了 12 月数据所反映的美国就业市场韧性。美国劳动力市场未来仍有望继续放缓。

图14 非农公布后 2024 年降息概率预期小幅回落（%）

截至 1.5	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
525-550	93.30%	33.60%	5.20%	0.50%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%
500-525	6.70%	62.10%	38.00%	8.20%	1.70%	0.30%	0.10%	0.00%
475-500	0.00%	4.30%	53.20%	39.40%	13.00%	3.40%	1.50%	0.40%
450-475	0.00%	0.00%	3.60%	48.60%	40.80%	17.20%	8.70%	3.00%
425-450	0.00%	0.00%	0.00%	3.30%	41.70%	40.90%	26.30%	12.50%
400-425	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.80%	35.80%	39.00%	29.00%
375-400	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.40%	23.00%	35.50%
350-375	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.50%	18.30%
325-350	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.10%

资料来源：CME，联储证券研究院

4. 风险提示

美国通胀粘性超预期；美联储货币政策紧缩超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000