

2022 年 12 月 04 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

经济放缓就业背离，对美联储加息有何影响？

—宏观点评报告

事件

分析师：谭倩 S1050521120005

tanqian@cfsc.com.cn

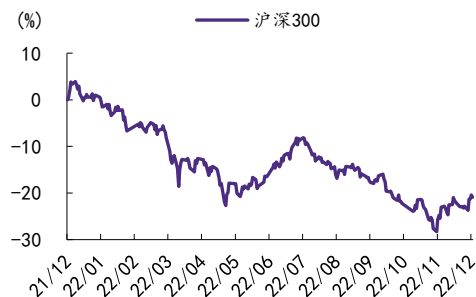
分析师：朱珠 S1050521110001

zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《10 月工业企业：盈利再度承压，中游制造景气改善》2022-11-28
- 2、《降准已落地，降息仍可期》2022-11-25
- 3、《11 月美联储 FOMC：速度边际趋缓，但终点更高更远》2022-11-03

12 月 1 日，美国 PMI 数据超预期走低，录得 49，低于预期 49.8 和前值 50.2，再次回落至荣枯线之下，显示出经济下行的压力。12 月 2 日，美国劳工部公布 11 月非农数据，新增就业 26.3 万人，高于预期 20 万人和前值 26.1 万人，远超市市场预期，但与 ADP 走势出现了明显的背离。

投资要点

PMI 回落至荣枯线之下，美国经济放缓

ISM 制造业 PMI 再次回落至荣枯线之下，是 2020 年 5 月份以来的最低值，根源是内外需下行，预示经济增速放缓。但衰退还需等待服务业 PMI 收缩之后再下定论。

非农数据再超预期，服务业是主要贡献项

非农就业超预期上行，主要是休闲酒店、教育医疗和其他服务业贡献所致，运输行业受到供应链缓解和罢工影响出现下行，零售行业则是在销售数据下行的影响下保持较弱的态势。

大小非农就业背离，根源是统计方法和样本区别

ADP 和非农数据之间的矛盾更多是样本和统计方法所致，长期来看两个数据方向基本一致。科技裁员潮并不影响整体就业市场强劲的现实，预计非农数据仍会继续强劲到 2023 年一季度。

12 月加息 50BP 几成定局，但顶点可能会或更高

通胀边际回落，12 月加息 50BP 的预期基本打满，美联储加息拐点已经确认。但超强的非农数据给了联储继续加息的信心，预计本轮加息顶点在 12 月议息会议上会有上调。要是通胀没有出现加速下行，存在连续两次加息 50BP 的可能。

风险提示

通胀加速下行，联储政策转向，地缘政治风险再起。

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、如何正视美国制造业 PMI 下行?	3
1.1、PMI 回落, 主因是内外需下行	3
1.2、经济增速虽有效缓, 但衰退尚待确认	5
2、11 月非农数据为何超预期?	6
2.1、服务业就业是强非农的主要贡献项	6
2.2、运输业就业减少受罢工及供应链影响	6
2.3、商品消费下行拖累零售就业	6
2.4、时薪和工时显示出就业结构切换	7
3、大小非农就业数据为何背离?	8
3.1、ADP 和非农短期背离但长期一致	8
3.2、科技裁员不改就业强劲态势, 关注服务就业指数	9
4、对美联储加息节奏有何影响?	11
4.1、12 月 50BP 几成定局, 但加息顶点会更高	11
4.2、就业仍有支撑, 存在连续两次加息 50BP 的可能	11
5、风险提示	12

图表目录

图表 1: 制造业 PMI 下跌至收缩区间	3
图表 2: 新订单指数和出口订单均处在收缩区间	4
图表 3: 美国主要出口国中只有墨西哥 PMI 仍在 50 之上	4
图表 4: ISM 数据公布后 GDPnow 下调了对于四季度经济增速的预测	5
图表 5: 私人就业数据一览 (千人)	6
图表 6: 商品生产时薪增速下行而服务时薪上行 (%)	7
图表 7: 商品生产工时下行, 服务工时不变 (小时/周)	8
图表 8: ADP 和非农长期方向一致 (千人)	9
图表 9: 失业救济金人数出现上行 (万人)	9
图表 10: 11 月份再次出现裁员潮	10
图表 11: 当前整体就业市场仍处在紧缺的状态	10
图表 12: 市场对于 2023 年 2 月份加息仍未形成一致预期	12

事件：

12月1日，美国PMI数据超预期走低，录得49，低于预期49.8和前值50.2，再次回落至荣枯线之下，显示出经济下行的压力。12月2日，美国劳工部公布11月非农数据，新增就业26.3万人，高于预期20万人和前值26.1万人，远超市场预期，但与ADP走势出现了明显的背离。

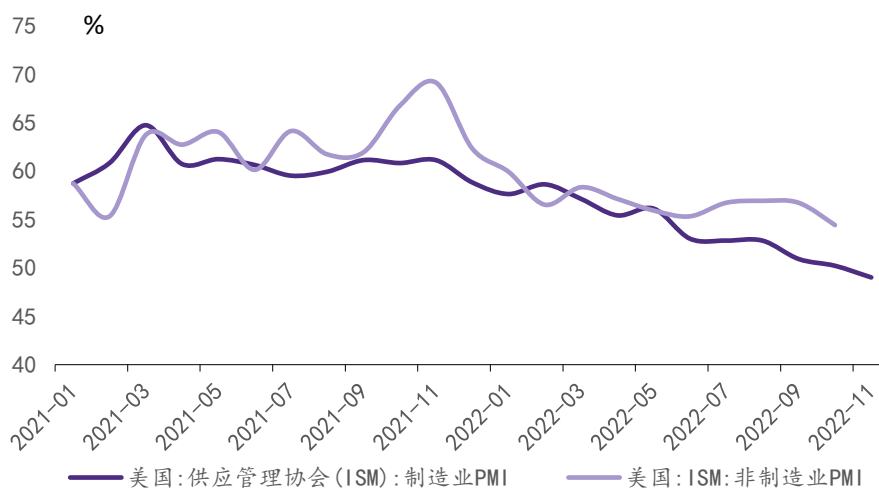
评论：

1、如何正视美国制造业PMI下行？

1.1、PMI回落，主因是内外需下行

美国制造业再度回落至收缩区间。美国11月ISM PMI指数较上月下行了1.2个百分点，来到了49%，下行幅度远超49.8%的市场预期，较前值50.2%也有明显的回落，跌至荣枯线之下，是2020年5月份以来的最低值。11月仅有6个行业处在扩张区间，12个行业处于收缩区间，橡胶塑料，机械和电子设备行业在11月份进入到了收缩区间。

图表1：制造业PMI下跌至收缩区间



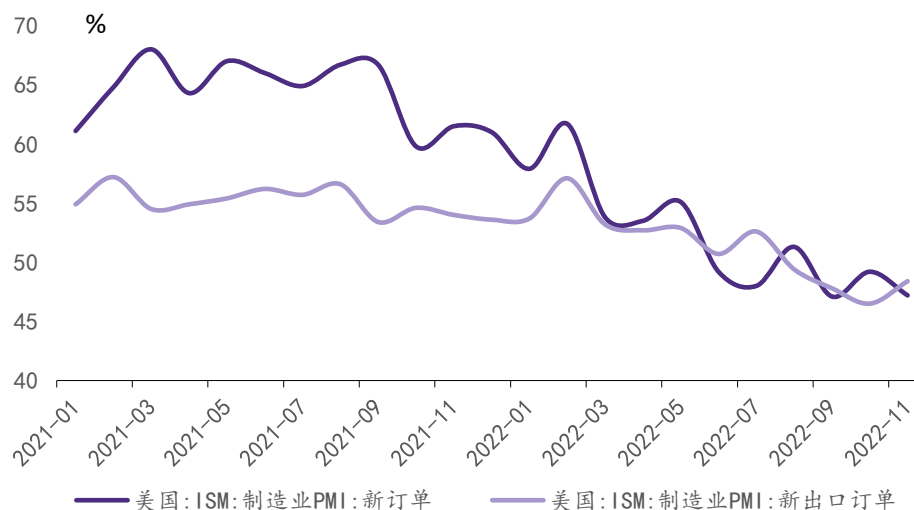
资料来源：Wind，华鑫证券研究

制造业景气度下行的主因是内外需同步回落。新订单指数较上月下行2个百分点至47.2%，已经连续三个月处于荣枯线之下。新订单指数是美国消费零售市场的先行指标，美国销售同比增速已经从2021年四季度时同比增速17%下降至今年三季度的9%，10月份更是进一步下行来到了7.85%的位置，预计在新订单指数持续下行的影响下，销售数据仍会持续走低。

从出口订单来看，11月美国出口订单虽然有所上行录得46.6%，连续四个月处在景气区间之下，海外需求的持续下行持续给美国出口造成压力。从主要的贸易伙伴来看，美国前三大贸易伙伴均出现了经济走弱的情况，墨西哥PMI当前仍然维持在50的荣枯线之上

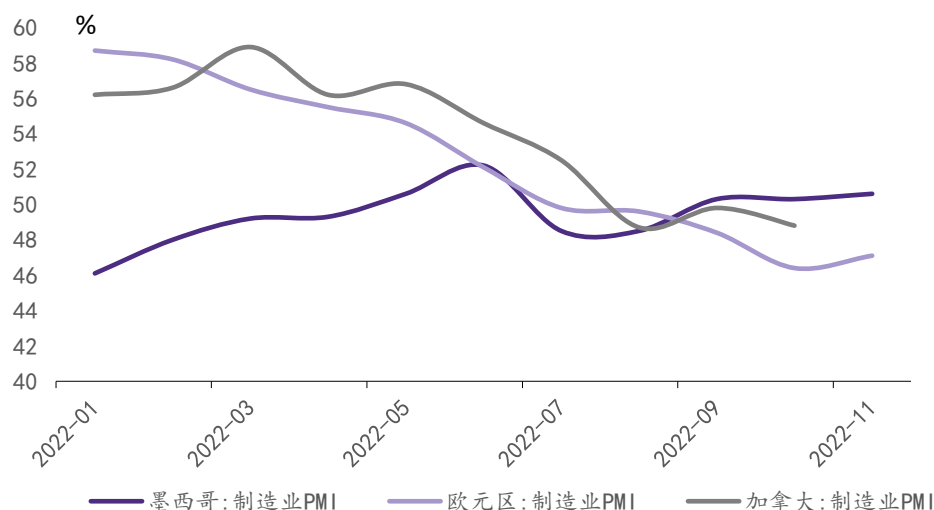
(50.6%)，但是欧盟和加拿大 PMI 已经先行进入收缩区间。虽然欧盟当前能源危机风险有所缓和，美对欧出口同比增速处在历史高位（60%左右），但环比下行也使得出口订单承压。

图表 2：新订单指数和出口订单均处在收缩区间



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 3：美国主要出口国中只有墨西哥 PMI 仍在 50 之上



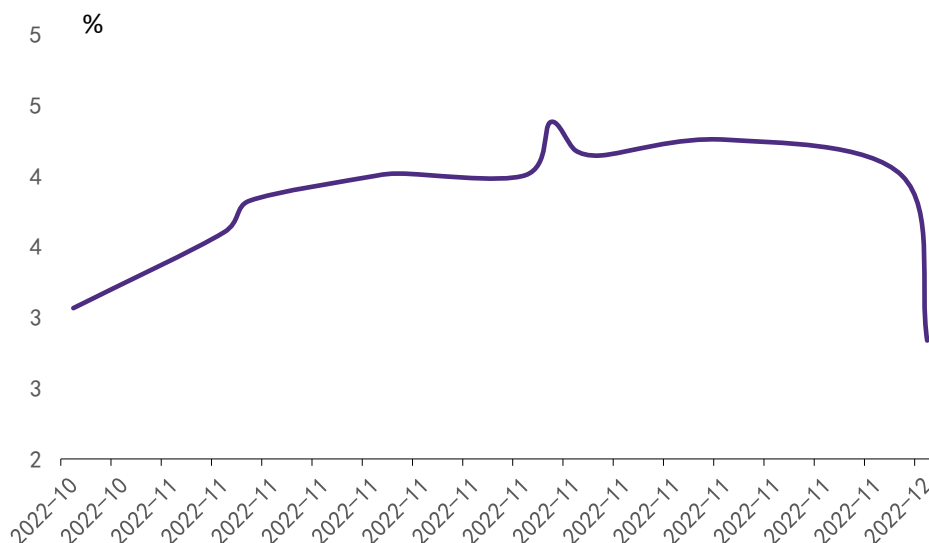
资料来源：Wind，华鑫证券研究

原材料库存下行、产成品库存回升，订单库存回落同样指向需求放缓。11 月美国原材料库存指数 50.9%，减少 1.6 个百分点；产成品库存大幅回升 7.8 个百分点至 48.7%；库存订单指数 40%，较上月下行 5.3 个百分点，同样达到了 2020 年 5 月以来的最低值，需求明显萎缩。外部需求下降，库存订单减少，产成品挤压，后续厂家倾向于放缓生产，进一步拖累生产和就业指数。

1.2、经济增速虽有放缓，但衰退尚待确认

根据我们的过去的报告，ISM 统计的 PMI 对美国衰退有较强的信号意义：从历史关系来看，每当 ISM PMI 向下突破 50% 之后，美国都有大概 50% 的概率在 3-4 个月后出现衰退，指向 2023 年一季度末二季度初美国迎来官方定义的衰退周期。11 月制造业 PMI 数据公布后亚特兰大联储的 GDP 预测工具将美国的经济预测从 4.0% 的增速下调至 2.8%，预示经济增速放缓。

图表 4：ISM 数据公布后 GDPnow 下调了对于四季度经济增速的预测



资料来源：AtlantaFed，华鑫证券研究

就业指数下行也指向美国衰退渐近。PMI 就业指数继 10 月份保持在 50% 不变后，11 月下降 1.6 个百分点录得 48.4%，重返收缩区域。内外需求同步回落的背景下，制造业企业开始暂停或者放缓招聘行为。这点也可以从 ADP 就业数据中看出，11 月美国 ADP 私营新增就业腰斩至 12.7 万人，远低于预期 20 万人和前值 23.9 万人，是 2021 年 1 月以来最低值。

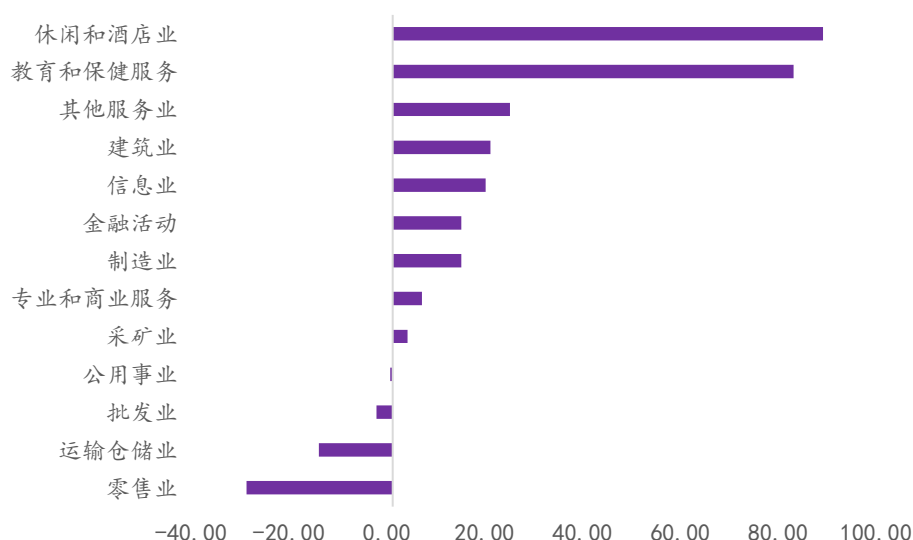
美国衰退确认还需结合服务业 PMI 再做定论。当前美国制造业 PMI 虽然下行跌破 50，商品消费在疫情初期过度上行后也有回落，但疫情后期服务消费的复苏态势还在延续，仍可为美国经济提供一定的支撑。10 月份美国服务业 PMI 虽然有所下行来到 54.4%，但整体仍处在健康的位置，因此，制造业 PMI 下行虽然预示经济增速放缓，衰退渐近，但服务消费对应的服务就业和服务 PMI 仍处在高位，制造业 PMI 单个指标还无法确认衰退，本轮美国衰退时点仍要等待服务业 PMI 收缩之后再定论。

2、11月非农数据为何超预期？

2.1、服务业就业是强非农的主要贡献项

11月新增非农就业26.3万人，远超预期的20万人和前值的26.1万人。分行业来看，服务业贡献了绝大部分的新增就业，休闲酒店、教育医疗和其他服务业分别在11月份新增就业8.8、4.5和2.4万人。服务业中国的信息业，金融业和专业服务业分别新增1.9万人、1.4万人和0.6万人，总体来说，服务行业贡献就业18.4万人，占总私人新增就业的83%。其他主要行业中，商品制造中的建筑业和制造业新增就业则是保持了小幅上行，分别新增2万人和1.4万人，采矿业则是继续少增，私人商品生产行业新增就业3.7万人。

图表5：私人就业数据一览（千人）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.2、运输业就业减少受罢工及供应链影响

零售业和物流运输行业是11月唯二出现就业减少的行业，分别较上月减少了3万人和1.5万人。物流行业就业的回落，一方面，与近期的罢工事件相关；另一方面，则是体现出了美国供应链缓解的状况：在疫情严重时期，美国港口面临了货物的堆积，各大公司纷纷开始建造自己储存仓库来保管货物，当前供应链已经基本恢复，对于仓储的需求也有所下行，仓储就业人数在11月下降了1.3万人，快递就业人数下降了1.2万人。

2.3、商品消费下行拖累零售就业

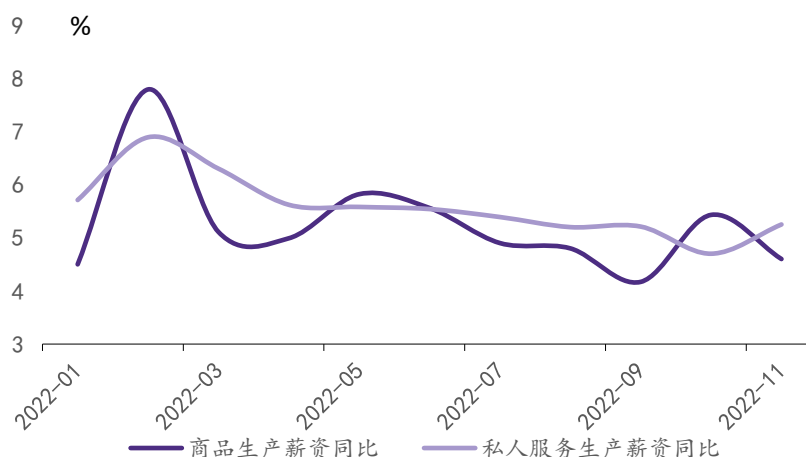
零售业就业下滑则是更多体现出商品消费下行的连锁反应，美国零售同比增速从今年2月份开始出现明显的下滑，使得零售就业也出现了放缓的迹象，零售业就业在3月份开始出现负增长的态势，从3月到现在零售行业累计失业6万人。

2.4、时薪和工时显示出就业结构切换

非农制造业每周工作时间有所下降，平均工作时间为 40.2 个小时，较上月减少 0.2 个小时，平均加班时间较上月减少 0.1 个小时来到 3.1 个小时，制造业工作时间的变化符合 ISM PMI 中订单库存急剧减少的情况，企业在面对越来越少的订单库存时生产压力减少的同时也倾向于放缓生产，使得制造业的劳动时间减少。而服务业的周工作时间则是没有出现明显的变化，每周工作时间维持在了 34.4 小时，与上月持平。

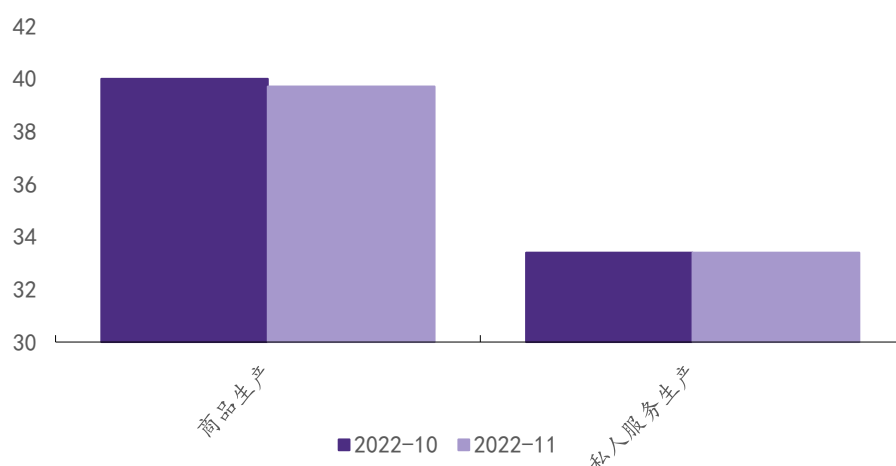
时薪走势也有同样的规律。11 月非农平均时薪同比增速上行 5.1%，环比上行 0.7%，远超预期的 0.3%，平均时薪环比增速已经连续 5 个月超过了 CPI 环比增速，工资的超预期上行预计会进一步增加通胀的粘性。从主要的行业来看，服务业和制造业的薪资走势出现了结构性的错位，制造业时薪同比水平从上月的 5.43% 下行至 4.6%，而服务业时薪同比增速则是较上月上行了 0.55 个百分点来到 5.25%。环比变化也比较明显，制造业时薪环比增速自 2022 年 6 月以来再度转负录得 -0.14%，而服务业环比则是上行至 0.76%，是 2021 年 4 月份以来的最高值。通过薪资和工作时间的变化我们可以看到当前就业市场已经出现从制造到服务的结构性转变。

图表 6：商品生产时薪增速下行而服务时薪上行（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 7：商品生产工时下行，服务工时不变（小时/周）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、大小非农就业数据为何背离？

3.1、ADP 和非农短期背离但长期一致

当前劳动市场有着两个突出矛盾：一是 ADP 数据和非农数据之间的矛盾；二是科技公司裁员潮和非农整体强劲之间的矛盾。首先来看第一个，ADP 数据在 11 月份出现了超预期的走弱，整体数据接近腰斩；而非农则是出现了超预期的强劲，实际新增就业超过预期值 6.3 万人，大小非农数据冰火两重天。之所以大小非农就业数据背离，主要还是两个统计方法差异造成的。非农主要通过机构调查和家庭调查两种方式得出就业数据，分别是 6 万个家庭样本中和 13.1 万家企业中抽查进行测算。ADP 本身是做薪酬服务的公司，其统计样本来自于 50 万客户公司，但不包含政府单位。同时 BLS 和 ADP 的统计频率也并不同，ADP 数据是通过每周生成的周度数据来得到最终的就业数据，而 BLS 则是通过前两周的数据（每个月 12 号之前）来推断出最新就业情况。因此统计方法和样本的区别是造成数据背离的根本原因。

从历史经验来看 ADP 数据虽然和非农长期方向一致 但是非农往往具有更高的可信度。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49662

