宏观点评报告 2023 年 1 月 7 日

非农薪资边际放缓，劳动市场压力还需观察

20230107

核心内容：

- **新增就业略高于预期，失业率降低至 3.5%，劳动参与率小幅回升** 12 月新增非农就业 22.3 万人，继续超出 20 万人的市场预期，失业率从 3.6%降低至 3.5%的低位。非农时薪同比增速 4.59%，环比 0.27%，均放缓；同时 11 月时薪增速下修至同比 4.80%和环比 0.40%。劳动参与率上行 0.1%至 62.3%，55 岁及以上参与率上行 0.2 至 38.8%。总体上，12 月非农数据依然反映出劳动市场的韧性，供需不平衡的问题仍然存在，但好消息是时薪增速正在边际放缓。不过，薪资类似的边际放缓在 8 月和 10 月也出现过，仅凭 12 月份数据不能判断工资-物价螺旋的压力将会明显减轻，对非农数据保持观察。

- **薪资放缓支持加息终值不再提升，但劳动市场韧性意味着降息可能要等到年末** 从近期的就业数据来看，我们认为（1）薪资增速低于 5%意味着联邦基金利率的预计终值高于工资增速，这支持美联储不再提高加息终值并在一季度末停止加息。（2）劳动市场的韧性意味着美国难以在 2023 上半年陷入衰退，因此不宜过早期待美联储降息。（3）虽然通胀将在上半年出现较快回落，但美国劳动人口的短期和中长期特征均指向服务价格中枢的小幅抬升，这会增加美联储将通胀预期锚定在 2%的难度，但新的通胀中枢仍有望控制在 3%以内。

- **服务业就业和薪资均边际放缓，但制造业略有回升** 从结构上来看，服务业仍是新增就业的集中区，但有所放缓，就业环比减少较多的还有非耐用品制造、信息业和政府雇员。上月下滑较多的批发业、零售业和运输仓储业出现了反弹；商品生产中，建筑业和耐用品制造业同样出现了较明显的环比改善。工资方面，制造业时薪的环比增速略有加快，服务放缓至年内低位，但环比仍接近 0.3%。在失业率低位的情况下，薪资的环比放缓需要未来数据的进一步确认。

- **时薪增速难以快速下降，菲利普斯曲线的陡峭化支持核心通胀中枢抬升** 从私人非农时薪的环比增速来看，即使在 2008 年金融危机的深度衰退后，时薪环比增速季度移动平均也维持在 0.1%以上，2016-19 年均值为 0.25%。在美国面临浅衰退的假设下，以环比推算的薪资同比增速在 2023Q4 仍可能保持在 3.2%左右。其次，2023 年部分月份通胀可能低于名义工资增速，这也会扩大实际收入和居民消费的能力。因此，通胀稳定回落至 2%在 2023 年难度较大。另外，近期菲利普斯曲线的斜率更加陡峭，比“大缓和”时代的平滑曲线有显著的抬升，这也表示在相同的劳动供给紧张程度下，核心通胀的水平可能会更高，这也是阻止美联储过早降息的理由。

主要风险：重要经济体增速超预期下行，通胀意外上升，市场出现严重流动性危机

分析师

高明
☎：18510969619
✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522120001

许冬石
☎：（8610）8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515030003

詹璐
☎：（86755）8345 3719
✉：zhanlu@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522110001

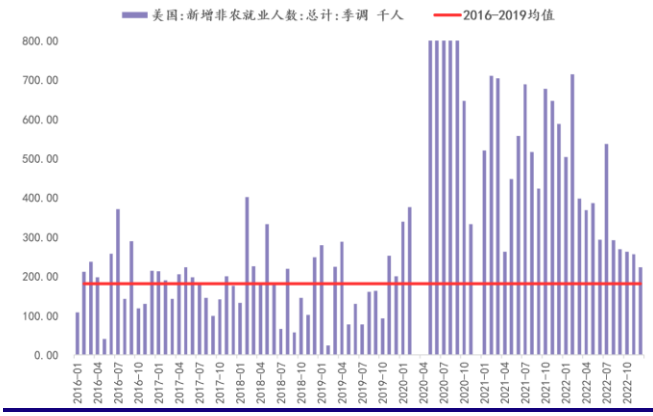
特别感谢：于金潼

美国劳工数据局（BLS）1 月 6 日公布了 12 月非农就业相关数据。12 月新增非农就业 22.3 万人，继续超出 20 万人的市场预期，失业率从 3.6%降低至 3.5%的低位。非农时薪同比增速 4.59%，环比增速 0.27%，均放缓；同时 11 月时薪增速下修至同比 4.80%和环比 0.40%。劳动参与率上行 0.1%至 62.3%，55 岁及以上参与率上行 0.2 至 38.8%。总体上，12 月非农数据依然反映出劳动市场在节日期间的韧性，供需不平衡的问题仍然存在，但好消息是时薪增速正在边际放缓。不过，薪资类似的边际放缓在 8 月和 10 月也出现过，仅凭 12 月份数据不能判断工资-物价螺旋的压力将会明显减轻，对非农数据保持观察。

美股在非农数据公布后的上涨和美债收益率的回落反映出市场在 12 月 FOMC 会议偏鹰派的展望后再次寻找支持紧缩缓和的信号，下周 CPI 数据的公布有望给予这一信号更多的确认。单从近期的就业数据来看，我们认为（1）薪资增速低于 5%意味着联邦基金利率的预计终值高于工资增速，这支持美联储不再提高加息终值并在一季度末停止加息。(2) 劳动市场的韧性意味着美国难以在 2023 上半年陷入衰退，因此不宜过早期待美联储降息。(3) 虽然通胀将在上半年出现较快回落，但美国劳动人口的短期和中长期特征均指向服务价格中枢的小幅抬升，这增加美联储将通胀预期锚定在 2%的难度，但新的通胀中枢仍有望控制在 3%以内。

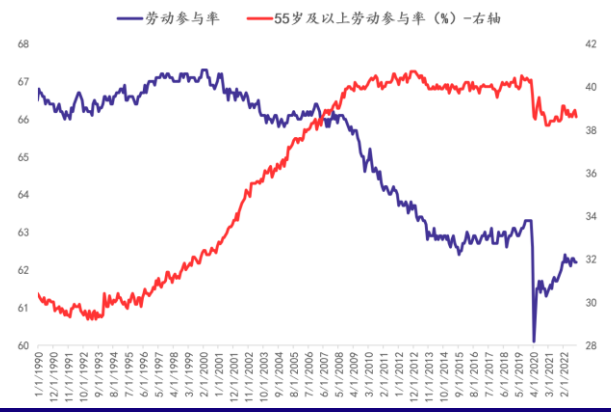
虽然新增就业超出预期，但薪资放缓做了平衡，12 月非农数据不影响美联储将利率终值控制在 5.00%-5.25%并在一季度末停止加息的判断，提振了近期偏谨慎的市场情绪。美元和美债的顶部基本确定，美债的配置价值在高衰退概率下增加；美元仍受到美国经济的相对韧性和缩表等因素的支撑，不易快速下行。美股短期可能受益于利率风险降低的情绪，但业绩底部还没有到来，暂时不会反转。

图 1：新增非农就业（千人）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 2：劳动参与率保持低位（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 3：失业率继续处于历史低位（%）

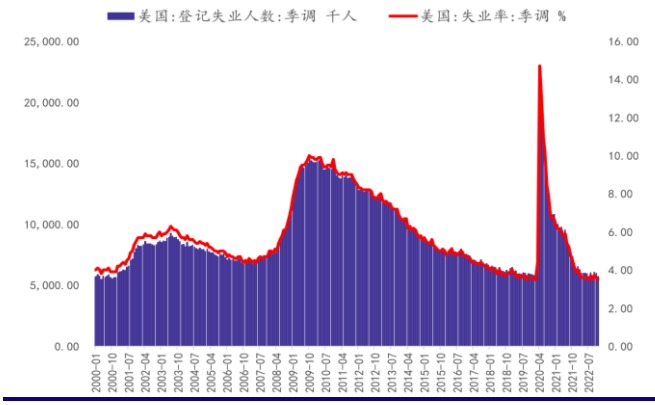
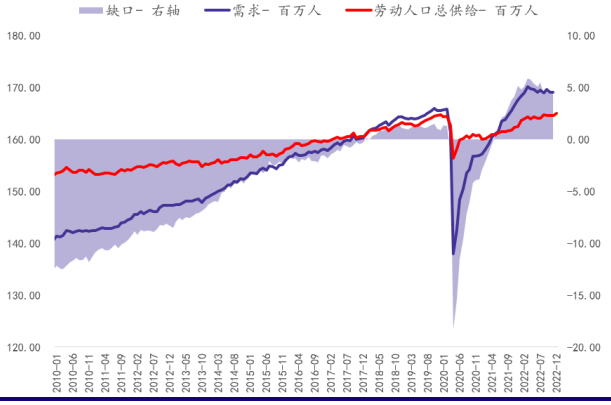


图 4：劳动市场缺口较大（百万人）



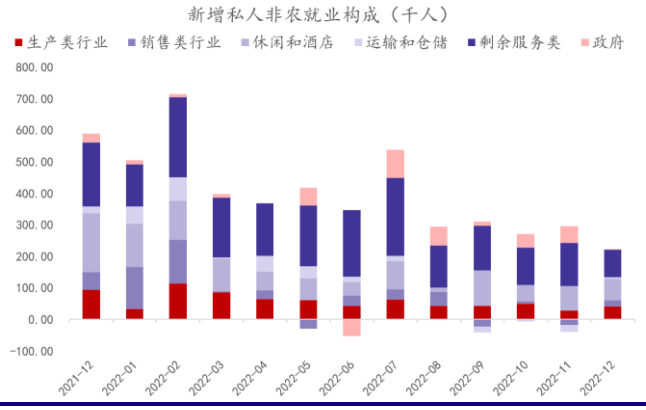
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理　　资料来源：Wind，中国银河证券研究院整

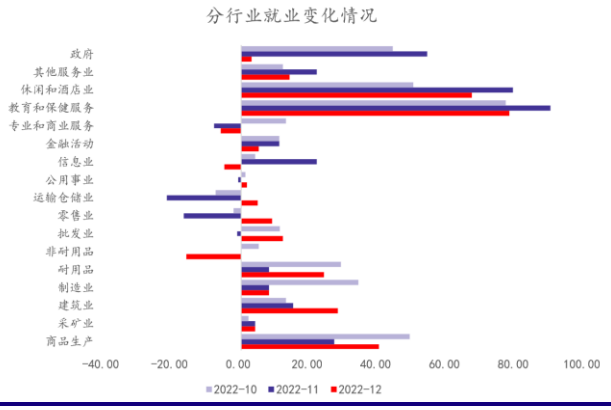
从结构上来看，服务业仍是新增就业的集中区，教育和保健服务多雇佣了 7.8 万人，休闲和酒店业雇佣了 6.7 万人，其他服务业雇佣了 1.4 万人，但都出现了边际减少。其他就业环比减少较多的还有非耐用品制造、信息业和政府雇员。上月下滑较多的批发业、零售业和运输仓储业出现了反弹，商品生产中建筑业和耐用品制造业同样出现了较明显的环比改善。

整体来看，制造业的新增就业虽然边际改善，但维持了较低的中枢，而接触性服务业仍然是非农就业超预期的主要因素，这和通胀中商品与服务的压力变化是一致的。12 月政府雇员环比少增 5.1 万人形成了干扰，剔除政府人员的私人非农就业实际增加 22 万人，反而略强于 11 月。其中比较值得关注的是商品生产相关的就业没有进一步下行，这体现出美国商品消费虽然回落，但也存在韧性。

从抛除通胀的实际个人消费支出来看，服务业仍有恢复的空间，美国商业银行的消费信贷环比仅出现轻微负增长，同比仍在 10%以上，超额储蓄和能源与商品支出的减少也可以继续支持服务消费。同时，尽管名义通胀在 2023 上半年预计较快放缓是好消息，但这也意味着工资增速回落更慢的情况下实际收入可能转正，这也会鼓励服务消费，增加相关就业。因此，服务行业的新增就业和工资依然会展现韧性，成为通胀向 2%回落的阻碍。

图 5：新增私人非农就业构成（千人）　　**图 6：各行业新增就业人数变化**

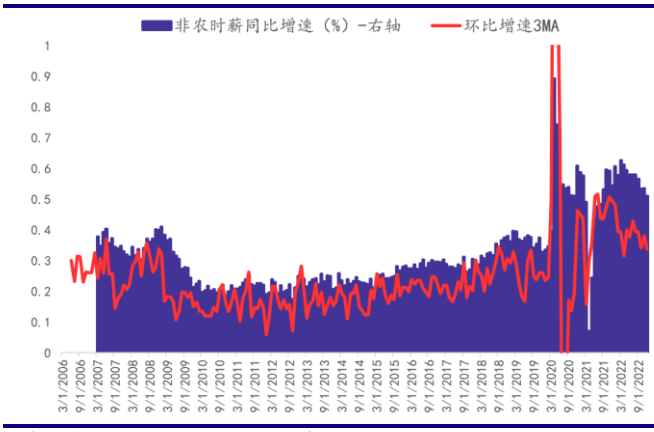




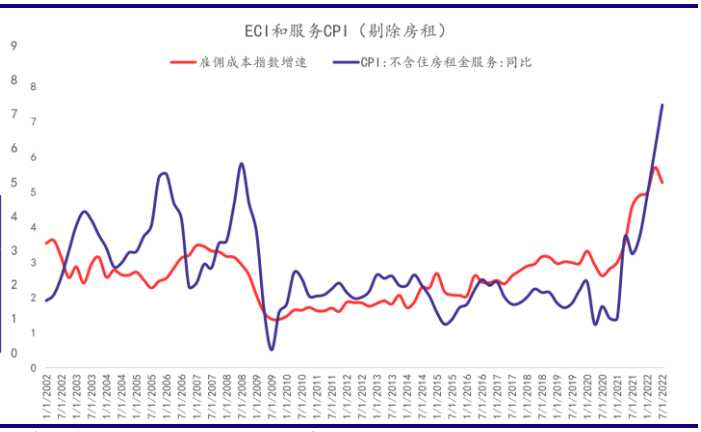
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理　　资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

私人部门非农工资同比和环比增速均出现小幅放缓，环比增长处于年内低位。从细项来看，除了运输仓储业和公用事业以外的行业时薪均继续增长。12 月环比增速居前的分别是采矿业、金融活动、非耐用品、休闲酒店业和批发业；其他服务业、仓储运输业、耐用品和零售业出现了环比负增长，而新增就业较多的教育和保健服务薪资增速也出现了放缓。经过调整后的运出和仓储业薪资环比连续两个月下滑，其新增岗位同样偏少，这暗示美国运输行业的短缺正在缓解，但需要警惕铁路和相关工会罢工的威胁。总体上，制造业时薪的环比增速略有加快，服务放缓至年内低位但环比仍接近 0.3%，在失业率低位的情况下，薪资的环比放缓需要未来数据的进一步确认。美联储官员们已经多次表示开始注意紧缩的滞后效果，工资增速的放缓支持加息如期停止，但劳动市场韧性会使美联储降息的时点延后，用以防止通胀反复。

图 7：非农时薪增速（%）　　**图 8：工资向物价传导压力尚存（%）**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

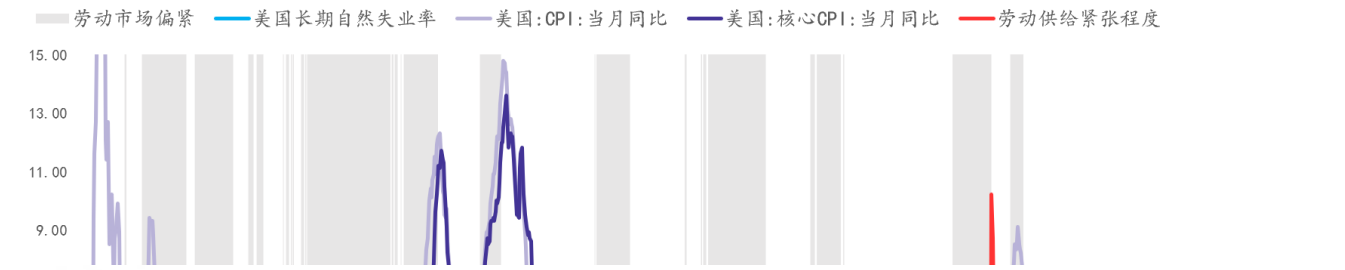


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整

通胀依然是决定美国金融政策与市场走势的决定性变量，虽然其 2023 上半年快速回落的概率较高，但劳动市场对服务价格影响仍是最大的不确定性。目前来看，劳动市场数据的缓慢降温既支持加息的放缓与停止，也支持美联储坚持半年以上不降息。同时，通胀中枢也不易向 2%快速靠拢：首先，从私人非农时薪的环比增速来看，除了疫情个别月份其 3 月移动平均值降至负值以外，即使在 2008 年金融危机的深度衰退后，时薪环比增速也维持在 0.1%以上，而其 2016-19 年均值为 0.25%。在美国面临浅衰退的假设下，以环比推算的薪资同比增速在 2023Q4 仍可能保持在 3.2%左右。其次，2023 年部分月份通胀可能低于名义工资增速，这也会扩大实际收入和居民消费的能力。因此，通胀稳定回落至 2%在 2023 年难度较大。

另外，近期菲利普斯曲线的斜率更加陡峭，比“大缓和”时代的平滑曲线有显著的抬升，这也表示在相同的劳动供给紧张程度下，核心通胀的水平可能会更高，这也是阻止美联储过早降息的理由。

图 9：“大缓和”时代（1995-疫情前），劳动市场偏紧伴随着核心通胀的提升，这一趋势最近再次显现



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_50929