



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjiw3@tebon.com.cn

相关研究

《“长疫情”如何冲击美国劳务市场？
——供应链&通胀特辑#4》

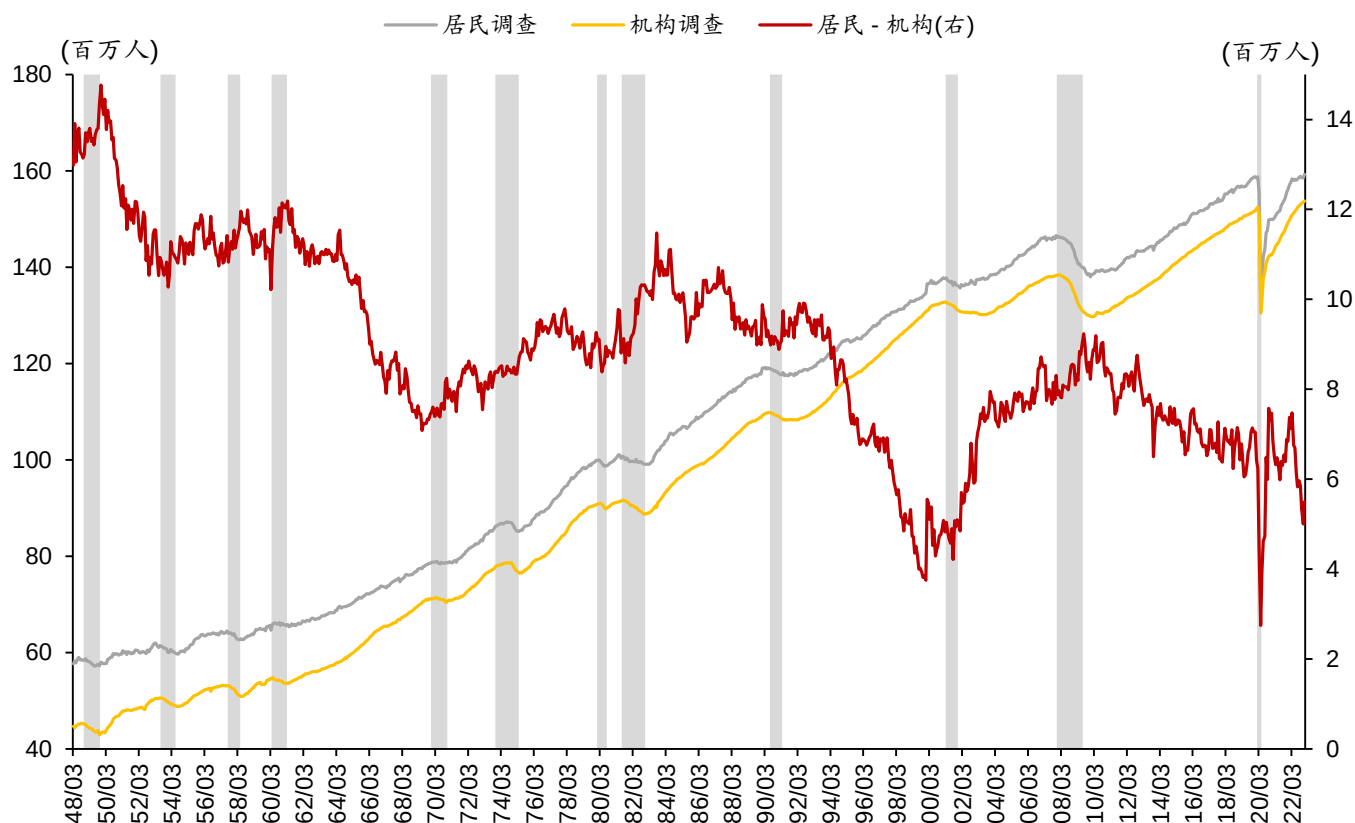
弱时薪强化 2 月 25bps 加息预期

2022 年 12 月美国非农数据点评

投资要点:

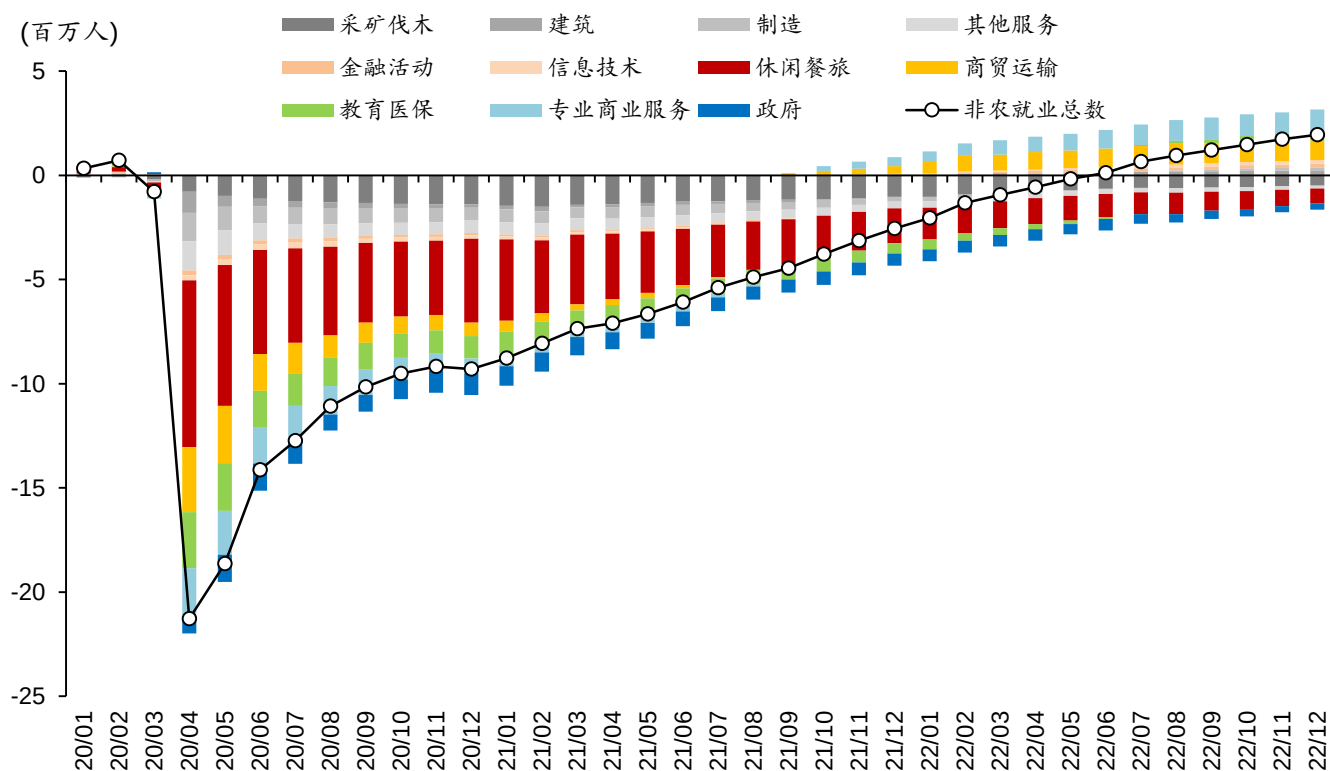
- **核心观点:** 需求韧性和供给修复共同带来时薪增速的放缓，且失业率超预期回落，使得 12 月非农数据几乎是一份“完美”答卷。但长期总供给收缩和时薪的结构性过热是不容忽视的隐忧。虽然上半年有充足理由交易通胀增速下行，但仍需警惕下半年在长期劳务市场总供给收缩下通胀中枢的抬升。12 月美国新增非农就业 +223k，预期 +205k，前值由 +263k 下修至 +256k；失业率 +3.5%，预期 +3.7%，前值由 +3.7% 下修至 +3.6%。劳动参与率的提升与时薪增速的超预期回落暗示劳务供给出现了明显修复，叠加当日公布的跌破荣枯线的 ISM 服务业 PMI，当周收盘后市场预计美联储有 82% 概率在 2 月 FOMC 加息 25bps。短线来看，时薪增速放缓给通胀下行带来更多助力，有望在上半年看见美国通胀环比中枢的加速改善，但进入下半年后，劳务市场新的均衡将推高通胀中枢，通胀或难回到 2% 的目标。
- **供需结构:** 需求的结构冲击仍然显著，商贸运输、教育医保、商业专业服务是超量修复的领头羊，科技裁员效应凸显；供给边际修复，但劳动参与率仍未脱离震荡中枢。服务行业中的商贸运输 (+27k)、教育医保 (+78k)、休闲餐旅 (+67k) 等持续修复，但与疫情前相比，密接行业的休闲餐旅仍有较高的当前需求缺口（就业人数缺口 -4.3%）和潜在需求缺口（职位空缺率缺口 3.4%）。近期美国 Brookings 学会的研究认为职位空缺数/雇佣人数是比职位空缺率/失业率更好的衡量劳务市场状况的指标，这一指标显示当前美国劳务市场更多是存在结构性的企业真实需求过热（反映在图 3 的第一象限）而非招工困难/供给紧张。从供给端看，12 月劳动参与率回升至 62.3%，除 18-19 年龄段 (50.7%→48%) 和 25-34 年龄段 (83%→82.8%) 外，其他年龄群体劳动参与率均有回升。然而，55+ 群体因为提前退休潮带来的劳动参与率下降（由 2019 年 12 月的 40.3%→2022 年 12 月的 38.8%），是总体劳动参与率仍在 [62.1%, 62.4%] 区间震荡的主要原因。值得注意的是，BLS 将在每年 2 月公布的 1 月就业数据中，根据过去一年的 Quarterly Census of Employment and Wages（就业与工资季度普查）对非农就业数据做出调整，2 月发布的经年度调整后的非农数据可能会有较大幅下修。
- **供需均衡与时薪:** 时薪增速在劳动力供给修复的背景下显著放缓，且前值均有较大幅度下修，是本月非农数据的最大亮点。12 月时薪环比 +0.3%，预期 +0.4%，前值由 +0.6% 修正为 +0.4%；同比 +4.6%，预期 +5.0%，前值由 +5.1% 修正至 +4.8%，这是市场在数据发布后积极交易紧缩放缓预期的主要原因。但一方面，从时薪结构来看，休闲餐旅 (+0.68%) 这类潜在需求较高的行业仍然面临较大的供给缺口；另一方面，当前时薪增速仍存在普遍过热，服务行业时薪同比增速在 5%-6% 左右，距 2% 的通胀目标仍有较大距离。
- **策略启示:** 劳务市场的降温有助于加速改善上半年美国通胀的环比中枢，弱时薪强化了 2 月 25bps 的加息预期，但劳动总供给的长期收缩意味着下半年通胀难以快速回落至 2% 的政策目标，这将推高美联储维持限制性利率久期的概率，而当前市场尚未充分计入这一风险。由于劳务供需均衡下的时薪增速是影响工资通胀的直接变量，时薪压力的显著放缓给了市场交易紧缩放缓的信心。但考虑到劳务市场需求仍表现出韧性，这样一份存在“分歧”的非农数据短期中应不会大幅改变美联储当前偏鹰的政策立场。2023 年 2→3→5 月的加息路径是 25→25→25 或 50→25→0bps，将更大程度上取决于即将发布的 12 月 CPI 数据。
- **风险提示:** 美国非农就业数据修正后与初值的偏差过大；美联储过早开启降息周期引发通胀反弹；全球供应链修复延后。

图 1：美国机构调查与居民调查就业数据及轧差



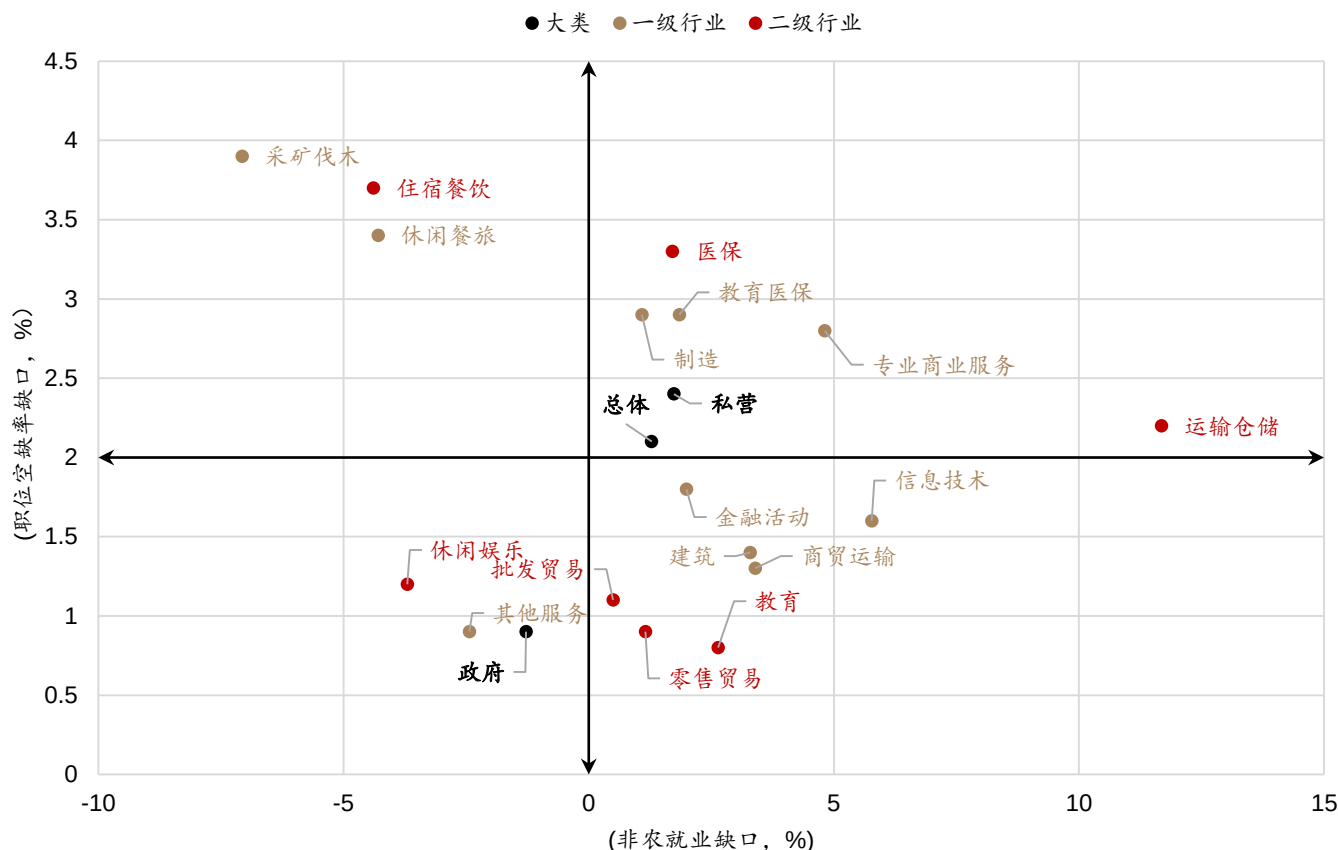
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：美国各行业非农就业总人数与 2019 年 12 月水平比较



资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美国各行业最新当前需求与潜在需求缺口一览



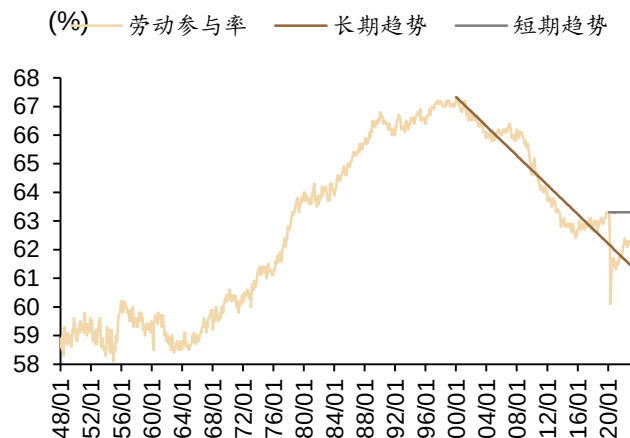
资料来源：彭博，德邦研究所

图 4：美国各行业就业总人数与 2019 年 12 月水平相比净变化

与2019年12月比, 千人		22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	22/01	21/12	21/11	21/10
缺口%	占比															
1.3%	100.0%	1,954	1,731	1,475	1,212	943	651	114	-179	-565	-933	-1,331	-2,045	-2,549	-3,137	-3,784
1.7%	85.4%	2,244	2,024	1,822	1,603	1,348	1,115	667	321	-10	-378	-763	-1,467	-1,959	-2,520	-3,147
1.6%	13.9%	338	298	271	222	179	136	73	30	-31	-95	-180	-294	-326	-419	-518
-7.1%	0.4%	-49	-53	-57	-59	-62	-60	-65	-73	-80	-88	-93	-103	-103	-111	-115
3.3%	5.1%	248	220	205	192	169	160	139	129	94	99	77	23	17	-27	-74
1.1%	8.4%	139	131	123	89	72	36	-1	-26	-45	-106	-164	-214	-240	-281	-329
1.8%	71.5%	1,906	1,726	1,551	1,381	1,169	979	594	291	21	-283	-583	-1,173	-1,633	-2,101	-2,629
3.4%	18.7%	945	918	959	956	998	953	903	854	846	768	761	550	362	283	212
5.8%	2.0%	167	172	150	146	138	131	115	89	63	42	24	24	19	10	-8
2.0%	5.9%	176	171	160	149	146	137	130	125	115	84	73	44	42	28	-4
4.8%	14.6%	1,030	1,036	1,044	1,031	1,006	977	893	803	734	694	600	513	425	334	223
1.8%	16.2%	452	374	284	207	125	43	-79	-173	-251	-313	-364	-465	-498	-563	-632
-4.3%	10.4%	-720	-787	-866	-916	-1,027	-1,040	-1,129	-1,172	-1,241	-1,300	-1,404	-1,528	-1,666	-1,852	-2,043
-2.4%	3.8%	-144	-158	-180	-192	-217	-222	-239	-235	-245	-258	-273	-311	-317	-341	-377
-1.3%	14.6%	-290	-293	-347	-391	-405	-464	-553	-500	-555	-555	-568	-578	-590	-617	-637
1.4%	1.9%	39	38	36	31	28	28	20	32	31	40	42	43	40	48	44
0.4%	3.4%	22	41	27	26	14	-1	-9	11	-29	-34	-35	-28	-10	-27	-23
-2.4%	9.3%	-351	-372	-410	-448	-447	-491	-564	-543	-557	-561	-575	-593	-620	-638	-658
缺口%	占比															
非农业总缺口		1.29%	1.14%	0.97%	0.80%	0.62%	0.43%	0.08%	-0.12%	-0.37%	-0.61%	-0.88%	-1.35%	-1.68%	-2.07%	-2.49%
私营		1.74%	1.57%	1.41%	1.24%	1.04%	0.86%	0.52%	0.25%	-0.01%	-0.29%	-0.59%	-1.14%	-1.52%	-1.95%	-2.44%
商品		1.61%	1.42%	1.29%	1.06%	0.85%	0.65%	0.35%	0.14%	-0.15%	-0.45%	-0.86%	-1.40%	-1.55%	-1.99%	-2.46%
采矿伐木		-7.07%	-7.65%	-8.23%	-8.51%	-8.95%	-8.66%	-9.38%	-10.53%	-11.54%	-12.70%	-13.42%	-14.86%	-14.86%	-16.02%	-16.59%
建筑		3.29%	2.92%	2.72%	2.55%	2.24%	2.13%	1.85%	1.71%	1.25%	1.31%	1.02%	0.31%	0.23%	-0.36%	-0.98%
制造		1.09%	1.02%	0.96%	0.70%	0.56%	0.28%	-0.01%	-0.20%	-0.35%	-0.83%	-1.28%	-1.67%	-1.88%	-2.20%	-2.57%
服务		1.76%	1.60%	1.44%	1.28%	1.08%	0.91%	0.55%	0.27%	0.02%	-0.26%	-0.54%	-1.09%	-1.51%	-1.94%	-2.43%
商贸运输		3.40%	3.30%	3.45%	3.44%	3.59%	3.43%	3.25%	3.07%	3.04%	2.76%	2.74%	1.98%	1.30%	1.02%	0.76%
信息技术		5.77%	5.94%	5.18%	5.04%	4.77%	4.53%	3.97%	3.08%	2.18%	1.45%	0.83%	0.83%	0.66%	0.35%	-0.28%
金融活动		2.00%	1.94%	1.81%	1.69%	1.66%	1.55%	1.47%	1.42%	1.30%	0.95%	0.83%	0.50%	0.48%	0.32%	-0.05%
专业商业服务		4.81%	4.84%	4.88%	4.82%	4.70%	4.57%	4.17%	3.75%	3.43%	3.24%	2.80%	2.40%	1.99%	1.56%	1.04%
教育医保		1.85%	1.53%	1.16%	0.85%	0.51%	0.18%	-0.32%	-0.71%	-1.03%	-1.28%	-1.49%	-1.90%	-2.04%	-2.30%	-2.59%
休闲餐饮		-4.29%	-4.69%	-5.16%	-5.46%	-6.12%	-6.20%	-6.73%	-6.99%	-7.40%	-7.75%	-8.37%	-9.11%	-9.93%	-11.04%	-12.18%
其他服务		-2.43%	-2.67%	-3.04%	-3.24%	-3.66%	-3.75%	-4.04%	-3.97%	-4.14%	-4.36%	-4.61%	-5.25%	-5.35%	-5.76%	-6.37%
政府		-1.28%	-1.29%	-1.53%	-1.72%	-1.78%	-2.04%	-2.43%	-2.20%	-2.44%	-2.44%	-2.50%	-2.54%	-2.60%	-2.71%	-2.80%
联邦		1.38%	1.34%	1.27%	1.09%	0.99%	0.99%	0.71%	1.13%	1.09%	1.41%	1.48%	1.52%	1.41%	1.69%	1.55%
州政府		0.42%	0.78%	0.51%	0.50%	0.27%	-0.02%	-0.17%	0.21%	-0.55%	-0.65%	-0.67%	-0.53%	-0.19%	-0.51%	-0.44%
地方政府		-2.40%	-2.54%	-2.80%	-3.06%	-3.05%	-3.35%	-3.85%	-3.71%	-3.80%	-3.83%	-3.93%	-4.05%	-4.23%	-4.36%	-4.49%

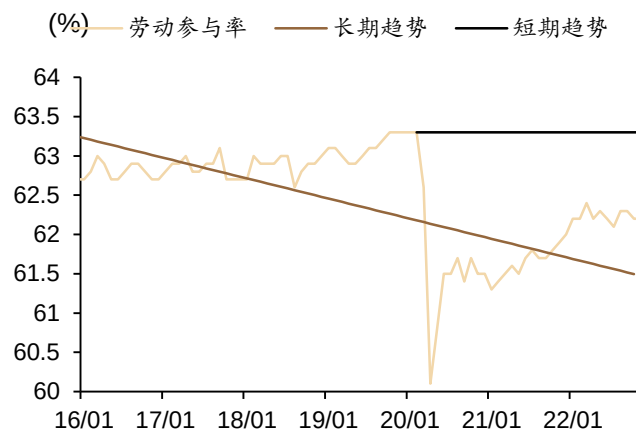
资料来源：彭博，德邦研究所

图 5：美国劳动参与率 1949 年以来走势



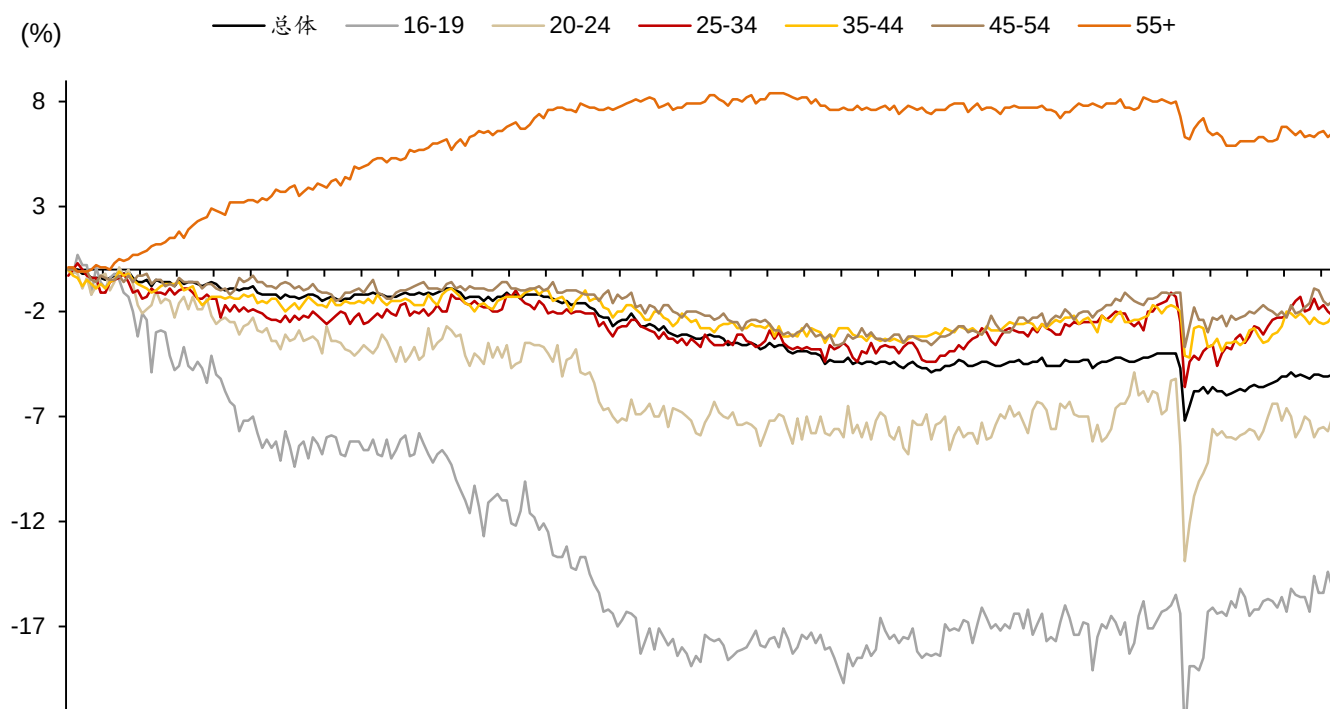
资料来源：彭博，德邦研究所

图 6：美国劳动参与率 2016 年以来走势



资料来源：彭博，德邦研究所

图 7：各年龄段美国劳动参与率与 2000 年 1 月相比的变化情况



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_50946

