

总量研究

薪资回落，预示非农将加速降温

——2022 年 12 月非农数据点评兼光大宏观周报（2023-01-07）

要点

事件：

2022 年 12 月美国非农数据公布，新增非农就业 22.3 万，小幅高于预期，但平均时薪环比和同比增速双双回落，超预期下跌。时薪增速放缓，缓解市场对于工资上涨粘性的焦虑，催化加息幅度进一步放缓预期的释放，美股全线大涨。

核心观点：

12 月新增非农规模小幅超预期，但不改就业市场整体降温趋势，时薪增速超预期下跌。 医疗保健、餐饮服务依然是新增非农的主力支撑，但规模持续回落，娱乐行业裁员潮、行政服务和就业服务需求减少，则对新增就业构成拖累。

铁路劳资谈判在 12 月被国会干预后，运输行业时薪增速大幅回落，带动整体时薪增速超预期回落。而时薪增速回落，指向整体就业市场的议价能力下滑，预示着就业市场的供需紧张格局进一步缓和，非农数据将加速降温，失业率也有望随消费旺季结束、天气转暖后劳动力重返市场，逐步进入上行区间。

新增非农超预期，但规模继续回落，医疗和餐饮依然是主力支撑。

（一）**医疗保健服务：**新增 5.47 万人（前值 4.8 万人），美国近期出现“多重疫情”，预计在整个冬季，医疗就业将是非农的主力支撑。（二）**休闲和酒店业：**新增 6.7 万人（前值 7.9 万人），短期受到卡塔尔世界杯和新年假期的支撑。但度过消费旺季后，2023 年一季度餐饮相关就业需求或将回落。

（三）**娱乐行业裁员潮、行政服务和就业服务减少，构成拖累。**一是，随就业市场和商业活动持续降温，相关服务需求加速减少；二是，近期多家美国娱乐公司开启裁员。向前看，随着裁员潮在科技、娱乐行业进一步蔓延，对非农就业的拖累也将逐步显现。

失业率基本见底，即将进入上行区间。

12 月失业率再度回落至低位。2022 年下半年以来，虽然新增就业规模持续回落，但因就业供给端受到疫情等因素的扰动，职位空缺率也处于较高位置，导致失业率在低位震荡，反复磨底。

随气温逐步回暖、假期结束，失业率即将开启上行趋势。一是，目前就业的主力支撑是医疗服务和餐饮服务，度过假期和冬季后，二者就业需求均会回落；二是，随超额储蓄逐步消耗、天气转暖，部分劳动力可能会在春季重返就业市场。

服务业时薪环比增速大幅回落，加息幅度进一步放缓预期升温。

12 月平均时薪环比和同比双双回落，超预期下跌，服务业薪资回落幅度最大。服务业中，专业和商业服务、教育和医疗服务时薪环比增速小幅回落，与相关就业持续降温有关；贸易运输和公用事业时薪环比增速大幅回落，主因 2022 年 12 月铁路劳资纠纷告一段落。

加息进入“小步慢走”阶段，美联储维持谨慎。

12 月薪资增速回落，2023 年 2 月 FOMC 会议有望进一步放缓加息幅度至 25bp。但是，考虑到当前美国私人消费有较强韧性，失业率处于历史底部，即使在加息动作结束后，美联储也将维持谨慎，难以快速进入降息周期。

风险提示：俄乌危机发酵抬升大宗商品价格，美国疫情反复扰动劳动力供给。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

相关研报

非农超预期，为何美股反应温和？

——2022 年 11 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-12-04）

就业需求降温，但供需缺口犹在——2022 年 10 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-11-05）

比鹰派更可怕的是不确定性——2022 年 11 月 FOMC 会议点评（2022-11-03）

Long Shadows：中期选举的长尾效应——《大国博弈》系列第三十六篇（2022-12-02）

就业供需依然紧张，美联储难“转向”——2022 年 9 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-10-08）

美联储短期将维持大步加息——2022 年 9 月 FOMC 会议点评（2022-09-22）

拜登学贷计划：美国新一轮财政刺激？——《大国博弈》系列第三十三篇（2022-09-12）

美国 8 月非农降温，加息节奏是否会放缓？——2022 年 8 月美国非农数据点评兼光大宏观周报（2022-09-04）

鲍威尔的坚定不移——2022 年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会点评（2022-08-27）

芯片法案、削减通胀法案，透视民主党手牌——《大国博弈》系列第二十九篇暨光大宏观周报（20220814）

目 录

一、薪资涨幅回落，就业市场继续降温	4
1.1 新增非农超预期，医疗和餐饮依然是主力支撑	5
1.2 失业率基本见底，即将进入上行区间	6
1.3 铁路劳资纠纷解决，带动时薪增速超预期回落	7
1.4 加息进入“小步慢走”阶段，美联储维持谨慎	8
二、全球观察	10
2.1 金融与流动性数据：欧美 10 年期国债收益率下行	10
2.2 全球市场：大宗商品价格与全球股市表现分化	11
2.3 央行观察：美联储 12 月议息纪要偏鹰	11
2.4 海外新闻：麦卡锡当选美国第 118 届国会众议长	12
三、国内观察	13
3.1 上游：原油价格环比下跌，铜价环比下跌，铝价环比下跌	13
3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比上涨，库存同比上涨	14
3.3 下游：商品房成交面积降幅缩窄，猪价环比下跌，菜价、水果价格环比上涨	15
3.4 流动性：货币市场利率下行，十年期国债利率下行	15
四、财经日历	16
五、风险提示	16

图目录

图 1：12 月新增非农就业绝对值相对于 11 月继续回落	5
图 2：教育保健、休闲酒店依然是新增非农的主力构成	6
图 3：职位空缺情况集中于专业服务、教育保健和休闲住宿	6
图 4：2022 年下半年以来，失业率在底部反复震荡	7
图 5：12 月就业供需缺口相对 11 月小幅扩大	7
图 6：商品生产、服务业时薪环比增速双双回落	8
图 7：贸易运输和公用事业时薪环比增速大幅回落	8
图 8：CME fed watch 对于美联储加息预期	9
图 9：美国 10 年期国债收益率下行，通胀预期有所下降	10
图 10：法德英国债收益率下行，日国债收益率上行	10
图 11：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差扩大	10
图 12：美国投资级与高收益企业债利差分化	10
图 13：美联储资产规模下降	11
图 14：日本、欧洲央行资产规模下降	11
图 15：全球大宗商品价格普遍下降	11
图 16：除俄罗斯、日本市场外，全球股市普涨	11
图 17：布伦特原油价格环比下跌	13
图 18：WTI 原油价格环比下跌	13
图 19：铜价环比下跌，库存同比下降	13
图 20：铝价环比下降，库存同比下降	13
图 21：高炉开工率环比下跌	14
图 22：水泥价格指数环比下跌	14
图 23：螺纹钢价格环比上涨，库存同比上涨	14
图 24：钢坯库存同比上涨	14
图 25：商品房成交面积降幅缩窄	15
图 26：猪价环比下跌，菜价、水果价格环比上涨	15
图 27：货币市场利率下行	16
图 28：十年期国债利率下行	16

表目录

表 1：下周重点事件及数据	16
---------------------	----

一、薪资涨幅回落，就业市场继续降温

事件：

1月6日，美国劳工部公布2022年12月美国非农数据：

- 【1】新增非农就业22.3万，预期为增20.2万，前值26.3万修正为25.6万。
- 【2】12月失业率3.5%，预期3.7%，前值3.6%。
- 【3】平均时薪环比增长0.3%，预期0.4%，前值0.4%；同比增长4.6%，预期5%，前值4.8%。

市场反应：

周五（2023年1月6日）非农数据发布后，美股全线大涨，截至收盘道指、标普500、纳斯达克分别上涨2.13%、2.28%和2.56%，表明市场对于2022年12月非农数据解读偏鸽派和积极。10年期和2年期国债收益率分别下跌16bp和21bp，美元指数收于103.91，低于周四的105.12。

核心观点：

12月新增非农规模小幅超预期，但不改就业市场整体降温趋势，时薪增速超预期下跌。医疗保健、餐饮服务依然是新增非农的主力支撑，但规模持续回落，娱乐行业裁员潮、行政服务和就业服务需求减少，则对新增就业构成拖累。

铁路劳资谈判在12月被国会干预后，运输行业时薪增速大幅回落，带动整体时薪增速超预期回落。而时薪增速回落，指向整体就业市场的议价能力下滑，预示着接下来，就业市场的供需结构进一步缓和，非农数据将加速回落。

12月薪资增速回落，2023年2月FOMC会议有望进一步放缓加息幅度至25bp。但是，考虑到美国私人消费有较强韧性，就业市场依然坚挺，即使在一季度末结束加息动作，美联储也将维持谨慎，难以快速进入降息周期。

图 1：12 月新增非农就业绝对值相对于 11 月继续回落

(单位：千人)	2022/06	2022/07	2022/08	2022/09	2022/10	2022/11	2022/12	前三个月滚动平均
新增非农总计	293	537	292	269	263	256	223	263
私人部门	346	448	233	255	219	202	220	225
商品生产	43	63	43	43	49	27	40	40
采矿业	8	5	-2	3	2	4	4	3
建筑业	10	21	9	23	13	15	28	17
制造业	25	37	36	17	34	8	8	20
耐用品	10	30	36	9	29	8	24	15
汽车及零部件	2	8	12	9	9	2	7	7
非耐用品	15	7	0	8	5	0	-16	4
服务生产	303	385	190	212	170	175	180	186
批发业	10	16	15	7	11	-1	12	5
零售业	22	16	29	-30	-2	-17	9	-16
运输和仓储业	16	18	-2	-18	-8	-22	5	-16
公用事业	0	1	2	0	1	-1	2	0
信息业	26	16	7	8	4	22	-5	11
金融活动	5	7	9	3	11	11	5	8
专业和商业服务	90	84	29	25	13	-8	-6	10
临时服务	7	13	-1	-23	-22	-30	-35	-25
教育和保健	94	122	82	82	77	90	78	83
医疗、社会救助	82	89	72	81	73	73	74	76
休闲和酒店业	43	89	13	111	50	79	67	80
其他服务	-4	17	5	25	12	22	14	20

资料来源：WIND，光大证券研究所；注：“前三个月滚动平均”指 2022 年 9-11 月平均值

备注：单月格的颜色是指，横向对比来看，红色数值代表偏热，绿色数值表示偏冷

1.1 新增非农超预期，医疗和餐饮依然是主力支撑

2022 年 12 月非农就业人口增 22.3 万人，小幅高于市场预期的增 20.2 万人。虽然单月新增非农就业人口的绝对值持续走低，但规模再次超市场预期。分行业来看，服务业中的教育和保健、休闲和酒店业是主要贡献力量，但规模相对上月继续回落。

教育和保健服务业新增 7.8 万人（前值 9 万人，前值为 11 月，下同），是 12 月新增非农的主要组成，其中医疗保健服务新增 5.47 万人（前值 4.8 万人）。据 CDC，从 2022 年的流感季开始，除了季节性的流感病毒外，美国还出现了副流感病毒、呼吸道合胞病毒(RSV)、鼻病毒、腺病毒、甲型流感、乙型流感、呼吸道肠道病毒和人偏肺病毒共同传播的状态，“多重疫情”来袭，使得全美医疗就业需求旺盛，预计在整个冬季，医疗就业将是非农的主力支撑。

休闲和酒店业新增 6.7 万人（前值 7.9 万人），其中餐饮服务新增 2.63 万人（前值 5.9 万人），赌博和娱乐新增 2.45 万人（前值 1.2 万人）。11 月随卡塔尔世界杯到来，餐饮服务新增就业一度大幅上行；12 月，随新年消费旺季到来，餐饮相关就业继续维持增长，但是规模已经出现回落。随美联储加息和财政刺激补贴退坡，美国消费下滑的趋势尚未改变，在度过消费旺季后，2023 年一季度餐饮相关就业需求或将回落。

娱乐行业裁员潮、行政服务和就业服务减少，对非农就业构成拖累。12 月专业和商业服务就业减少 0.6 万人（前值减少 0.8 万人），信息业就业减少 0.5 万人（前值新增 2.2 万人），构成对 12 月非农的拖累。细分来看，专业和商业服务

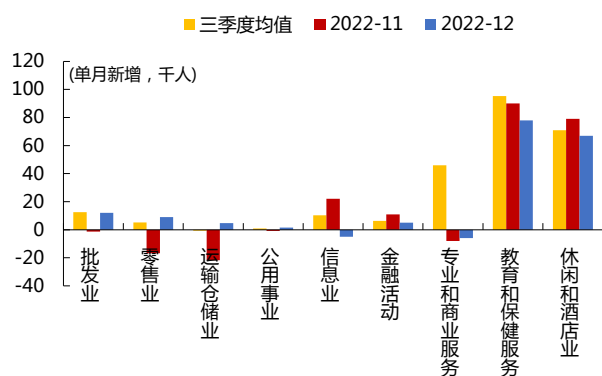
就业减少，主要受行政支持、就业服务拖累，分别在 12 月减少了 2.86 和 3.97 万人，表明随就业市场和商业活动持续降温，相关服务需求加速减少。

信息业就业的减少主要出现在电影和录音行业，主因近期多家美国娱乐公司开启裁员，如 AMC Networks、华纳兄弟、迪士尼等均在 2022 年底宣布了裁员计划。从侧面来说，这也指向在高通胀的冲击下，美国家庭对非必要的娱乐消费更为谨慎，推动经营者开始主动降产能。

美国科技企业的裁员潮对非农数据的冲击还尚未显现。12 月计算机系统及相关服务新增非农就业 0.72 万人（前值 0.6 万人），维持正增长，这说明前期几家大型的科技企业“裁员潮”虽然受到了广泛的媒体关注，但从数据层面上而言，依然占比较小。

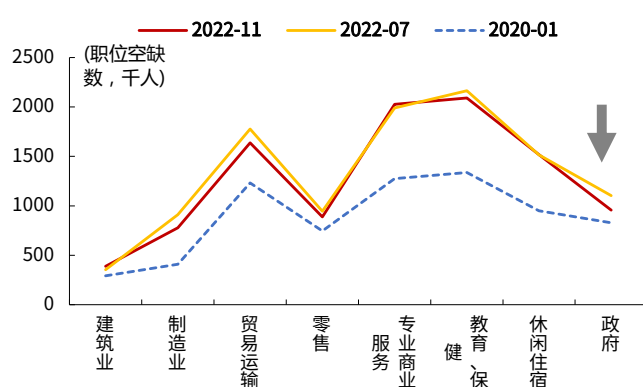
但是接下来，随着裁员潮在科技、娱乐行业进一步蔓延，对非农就业的拖累也将逐步显现。2023 年 1 月 4 日，亚马逊宣布将裁员规模扩大到超过 1.8 万个岗位，也将成迄今为止美国大型科技公司规模最大的一次裁员。软件开发公司 Salesforce 同日宣布裁员 8000 名员工，据第一财经报道，谷歌也将在 1 月宣布裁员计划。

图 2：教育保健、休闲酒店依然是新增非农的主力构成



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 3：职位空缺情况集中于专业服务、教育保健和休闲住宿



资料来源：WIND，光大证券研究所

1.2 失业率基本见底，即将进入上行区间

劳动参与率在 12 月小幅抬升，主因学生群体在寒假进入就业市场。12 月，劳动参与率自前值 62.2% 小幅抬升到 62.3%，主因学生群体在寒假期间短暂进入就业市场影响，20-24 岁群体劳动参与率提升 0.7 个百分点。55 岁以上劳动群体就业意愿依然较弱，始终维持在 39% 左右水平，低于疫情前的 40.2%，这也是拖累整体劳动参与率的核心因素。

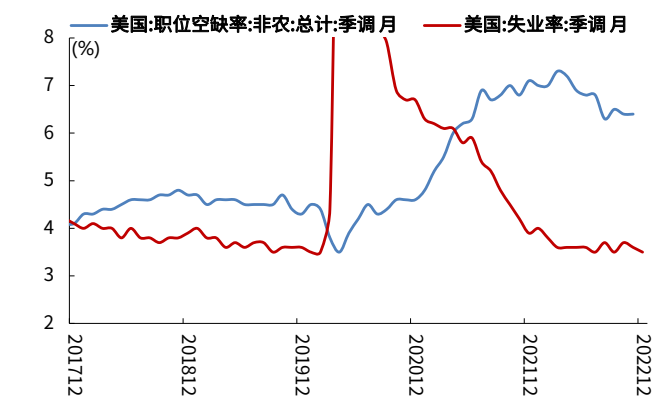
劳动力人口规模整体扩张，就业人口增加、失业人口减少。12 月劳动力人口比 11 月增加了 43.9 万，就业人口增加了 71.7 万人，失业人口减少了 27.8 万人。受失业人数减少的影响，12 月失业率自 11 月的 3.6% 回落至 3.5%，低于预期的 3.7%，达到 9 月水平。这也符合我们在此前报告中的提示，冬季失业率还存在低位波动的风险（详情请参考我们于 2022 年 12 月 4 日发布的 11 月非农数据点评报告《非农超预期，为何美股反应温和？》）。

2022 年下半年以来，失业率维持低位，反复震荡。7 月，失业率降至 3.5% 之后，8 月因为青年暑假工暂时进入市场，上行至 3.70%。9 月，青年群体劳动力退出

市场，失业率再次下滑至 3.5%。10 月，因为需求端快速下滑，导致失业率再次反弹至 3.7%，11 月供给端持续回落，失业率小幅回落至 3.6%。12 月，失业率再度回落至 3.5%。可以看出，虽然新增就业规模持续回落，但因就业供给端受到疫情等因素的扰动，职位空缺率也处于较高位置，导致失业率在低位震荡，反复磨底。

但是，进入 2023 年一季度，随气温逐步回暖、假期结束，预计失业率即将开启上行趋势。一是，目前就业的主力支撑是医疗服务和餐饮服务，度过假期和冬季后，二者就业需求均会回落；二是，随超额储蓄逐步消耗、天气转暖，部分劳动力可能会在春季重返就业市场。

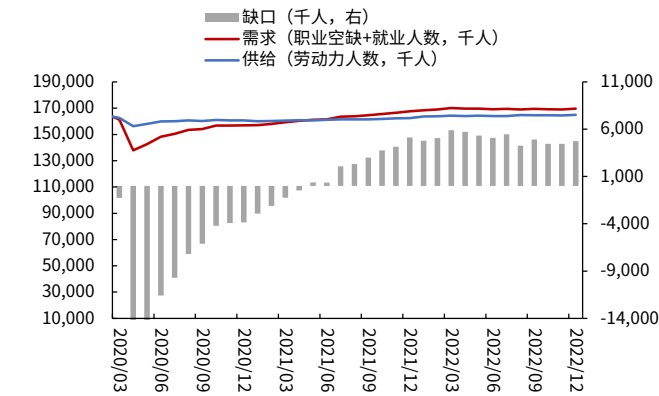
图 4：2022 年下半年以来，失业率在底部反复震荡



资料来源：WIND，光大证券研究所

备注：失业率数据幅度波动较大，为保证展示效果，高峰值未完全显示

图 5：12 月就业供需缺口相对 11 月小幅扩大



资料来源：WIND，光大证券研究所，12 月职位空缺数未公布，假设其与 11 月相同

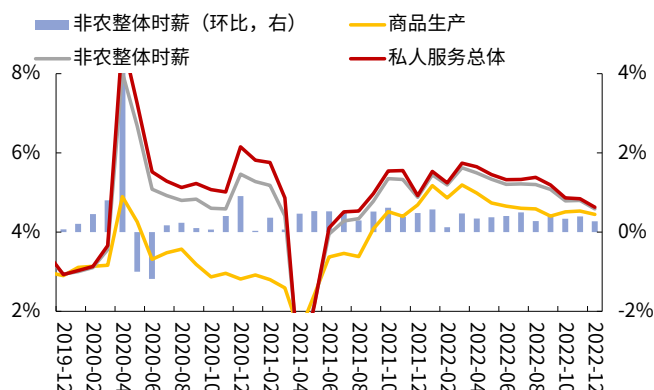
1.3 铁路劳资纠纷解决，带动时薪增速超预期回落

12 月时薪增速回落，低于市场预期，主因服务业时薪降温。12 月平均时薪环比增长 0.3%，预期 0.4%，前值 0.4%；同比增长 4.6%，为 2021 年 9 月以来最低，低于预期的 5% 和前值 4.8%。分项来看，商品生产的时薪环比增速小幅抬升，服务业时薪环比增速大幅回落。

服务业中，贸易运输和公用事业，专业和商业服务，教育和医疗服务时薪环比增速回落。专业和商业服务、教育和医疗服务时薪环比增速回落，与相关就业持续降温有关，贸易运输和公用事业时薪环比增速回落，主因 12 月铁路劳资纠纷告一段落。

铁路劳资纠纷解决后，运输行业时薪环比增速大幅回落。贸易运输和公共事务时薪环比增速在 9 月至 11 月维持高位，主因为铁路系统的劳资谈判迟迟未能解决，潜在的铁路罢工威胁下，运输行业工人议价能力较强。12 月初，国会罕见的通过立法进程来干预铁路劳资纠纷。随着法案通过，铁路劳资纠纷暂时告一段落，贸易运输和公共事务行业的时薪环比增速如期回落。整体来看，时薪回落的进程，在 11 月出现短暂扰动后，在 12 月继续回归下滑趋势。

图 6：商品生产、服务业时薪环比增速双双回落



资料来源：WIND，光大证券研究所

备注：2020 年时薪增速数据幅度波动较大，为保证展示效果，高峰和低谷值未完全显示

图 7：贸易运输和公用事业时薪环比增速大幅回落

	私人服务 总体	贸易、运 输、公用 事业	信息业	金融业	专业和商 业服务	教育和医 疗服务	休闲和酒 店
2021-12	0.5%	0.8%	0.9%	-0.1%	0.5%	0.4%	0.6%
2022-01	0.5%	0.5%	-0.4%	0.6%	0.6%	0.7%	0.2%
2022-02	0.1%	0.3%	0.9%	-0.4%	0.2%	0.2%	0.0%
2022-03	0.5%	0.7%	0.1%	0.6%	0.8%	0.0%	1.2%
2022-04	0.3%	0.1%	0.5%	0.1%	0.6%	0.4%	0.8%
2022-05	0.3%	0.4%	0.7%	0.2%	0.2%	0.5%	0.6%
2022-06	0.5%	0.1%	1.0%	0.8%	0.1%	0.6%	0.8%
2022-07	0.5%	0.5%	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%
2022-08	0.3%	0.2%	2.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%
2022-09	0.4%	0.6%	0.8%	0.6%	0.3%	0.1%	0.2%
2022-10	0.3%	0.4%	-0.4%	0.0%	0.5%	0.3%	0.4%
2022-11	0.4%	0.4%	0.2%	0.1%	0.5%	0.5%	0.4%
2022-12	0.3%	0.1%	0.4%	0.8%	0.2%	0.2%	0.7%

资料来源：WIND，光大证券研究所

1.4 加息进入“小步慢走”阶段，美联储维持谨慎

12 月数据显示就业市场持续降温，但美联储认为，就业市场依然较为坚挺。根据 1 月 4 日发布的 12 月 FOMC 会议纪要（Minutes），与会者认为当前就业市场依然非常紧张（very tight），失业率处于历史低位（near a historically low level），职位空缺高企（high level of job vacancies），工资增长强劲（robust payroll gains），名义工资增速偏高（elevated nominal wage growth）。

考虑到当前就业市场的强劲，美联储依然保持谨慎，在降息问题上“不愿松口”。据 12 月 FOMC 会议纪要（Minutes），与会者认为，仍然需要更多的数据来去验证通胀回落的趋势（take substantially more evidence of progress to be confident that inflation was on a sustained downward path），对于降息普遍保持了谨慎态度——**没有人认为 2023 年降低利率是合适的**“No participants anticipated that it would be appropriate to begin reducing the federal funds rate target in 2023”。

美联储如此强硬，是出于稳定通胀预期和稳定市场预期的两方面考虑。一是，当前通胀、消费韧性犹在，尤其是薪资环比依然保持了稳健增长，而其核心就在于美国劳动力刚性短缺，和韧性较强的消费之间，存在的供需缺口长期无法收敛。

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_50959

