



宏观点评

超强非农强化经济韧性与紧缩风险

2023年1月美国非农数据点评

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: zhangjw3@tebon.com.cn

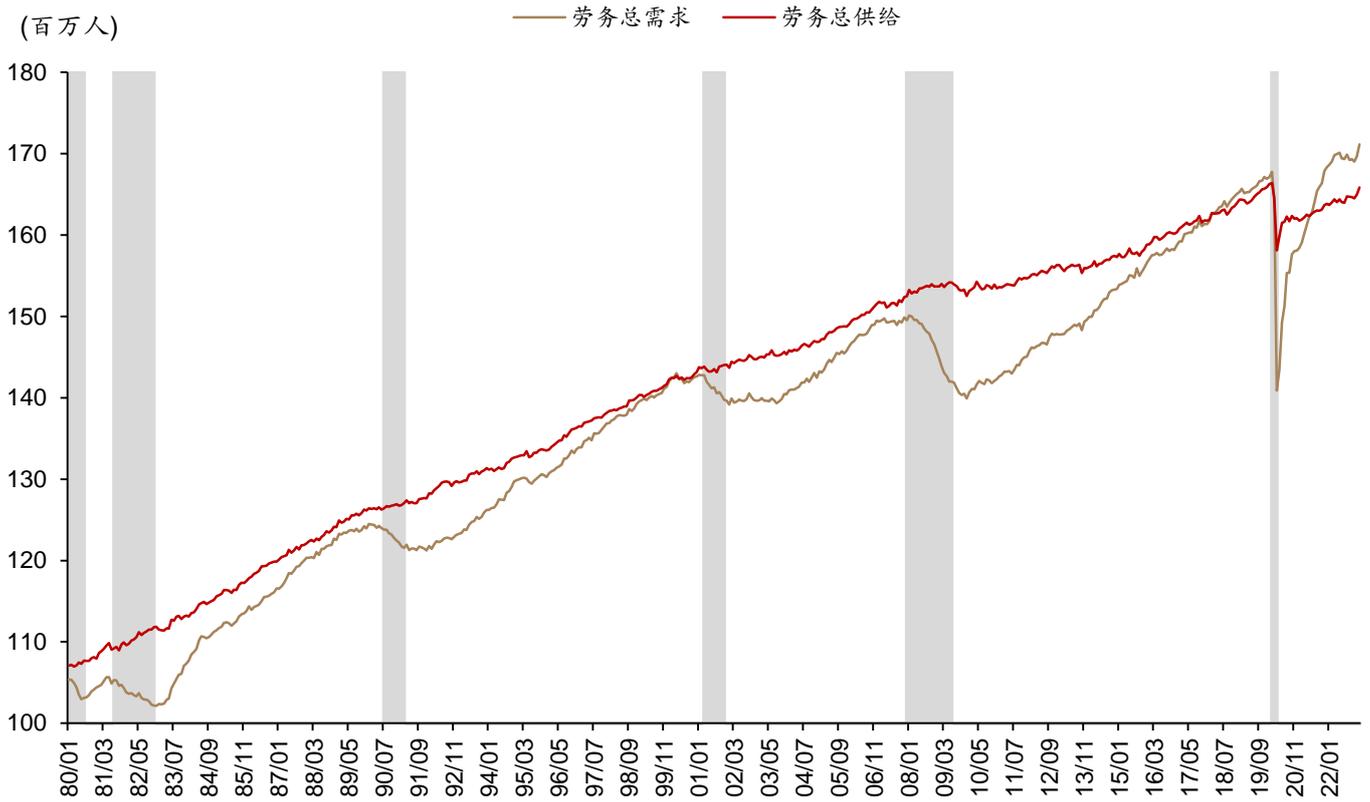
相关研究

《“长疫情”如何冲击美国劳务市场？
——供应链&通胀特辑#4》

投资要点:

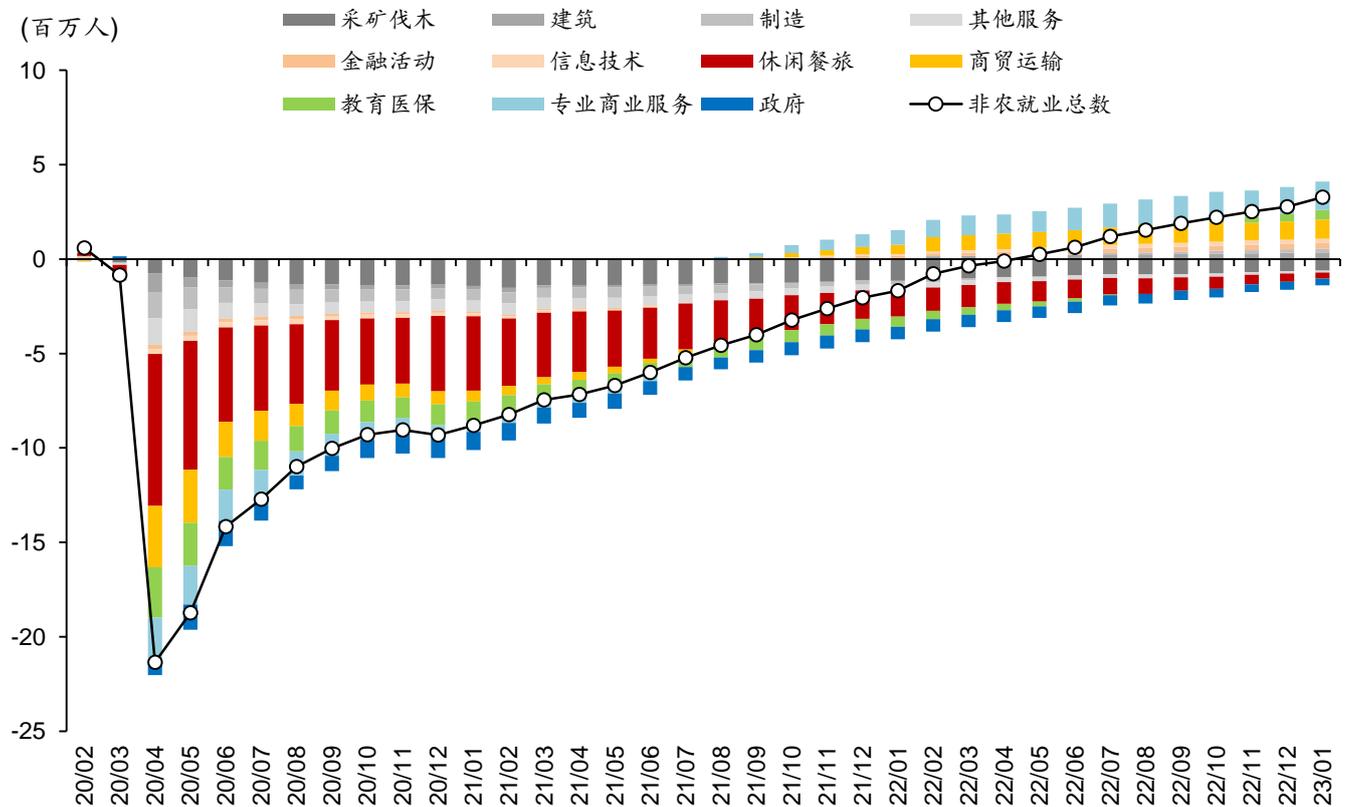
- **核心观点:** 即使剔除年度&季节调整因素, 1月就业数据仍超预期强劲, 且结构供需两旺, 但失业率降至1969年以来新低意味着供需结构仍极度紧张。前者提振经济韧性与增长预期, 后者意味着增量的美联储紧缩与流动性风险。
- **供需结构:** 供需两旺, 但需求增长远大于供给修复强化劳务市场紧俏现实, 体现为失业率的再度下行与时薪增速的超预期。1月新增非农就业+517k, 预期+188k, 前值由+223k上修至+260k; 失业率3.4%, 降至1969年以来新低; 劳动参与率62.4%, 较前值继续回升; 时薪环比+0.3%, 前值由+0.3%上修至+0.4%; 时薪同比+4.4%, 预期+4.3%, 前值由+4.6%上修至+4.8%。**需求端:** 服务业中的教育医疗(+105k)、休闲娱乐(+128k)等行业继续快速修复, 且职位空缺率缺口数据显示这些行业仍有较高潜在需求(图3)。**供给端:** 除55+年龄群体外, 其他群体的劳动参与率均有不同程度的提升, 其中18-19岁(48%→48.9%)和25-34岁(82.8%→83.3%)群体尤甚。超额储蓄的消耗和兼职工作机会的增加或是重要原因。当前职位空缺率/失业率比率的高企往往被视为劳动力供给紧张的证明(图5), 而若进一步考虑职位空缺率/雇佣率比率(图6)则会发现, 不同于职位空缺率/失业率, 职位空缺率/雇佣率相较疫情前并未出现显著的系统性抬升, 即与高职位空缺率伴随的是企业确实因需求旺盛而扩大了招工规模, 而非仅是由供给紧张导致。基于对Powell此前演讲内容的测算更新, 1月劳务市场供需缺口大幅上升至530万。
- **口径调整:** 1月非农数据的超预期也受三类年度统计调整和季节性调整的影响, 剔除上述影响后的数据仍十分强劲。**①基期调整**参考了就业和工资季度普查(QCEW)数据, 将2022年3月作为新的基准, 经修正后的2022年全年非农就业总人数上调81.3万人;**②行业标准**修正则是将目前的2017年北美行业分类系统(NAICS)更新为2022年版, 对约10%的行业进行了重新分类, 其中零售贸易和信息部门的变化较大, 但总量数据不受影响;**③人口控制**针对家庭调查数据, 纳入了人口普查的新数据, 由于不对历史数据进行修正, 因此1月数据与2022年12月数据不具备可比性。参考BLS公布的剔除人口控制后的可比数据(图8)可发现, 人口控制对失业率没有影响, 但对新增就业造成了810k的影响(人口调整后, 非可比口径下居民新增就业+894k, 剔除人口调整后仅新增+84k);**④季节调整**在每年1月最大, 主要由于节假日、天气等因素具有较大季节性特征, 由于BLS并未公布更新后的季调因子模型参数, 因此季节调整对机构调查的非农数据的影响程度无法测算。但无论口径调整给本次新增非农带来多少贡献, 1月非农数据仍然可被看做是对劳务市场韧性很强的佐证。
- **策略启示:** ①由于当前美联储的决策几乎取决于劳务市场和通胀的动态变化, 1月大超预期的强劲数据意味着通胀回落至2%目标道阻且长, 3月与5月各加息25bps的概率大幅提升, 且短期内更难言降息; ②美国衰退风险边际缓释, 相对健康的居民部门有助于延后衰退的到来, 但随着居民超储在四季度消耗殆尽, 叠加高终点利率维持较长久期, 衰退的程度或将更深。上半年可积极交易通胀的快速下行, 下半年则需警惕通胀反弹和衰退风险的卷土重来。
- **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：美国劳务市场总需求与总供给



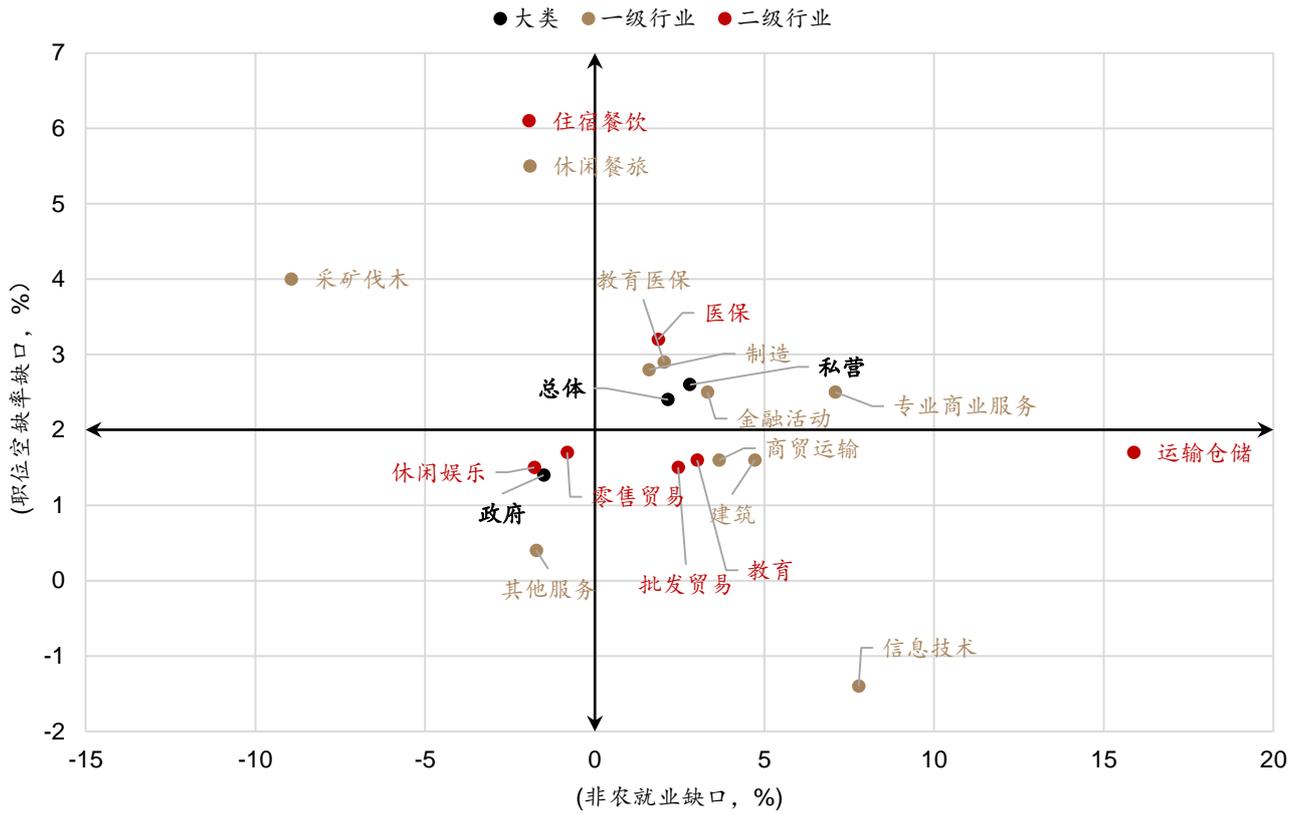
资料来源：彭博，德邦研究所；阴影部分为衰退期

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



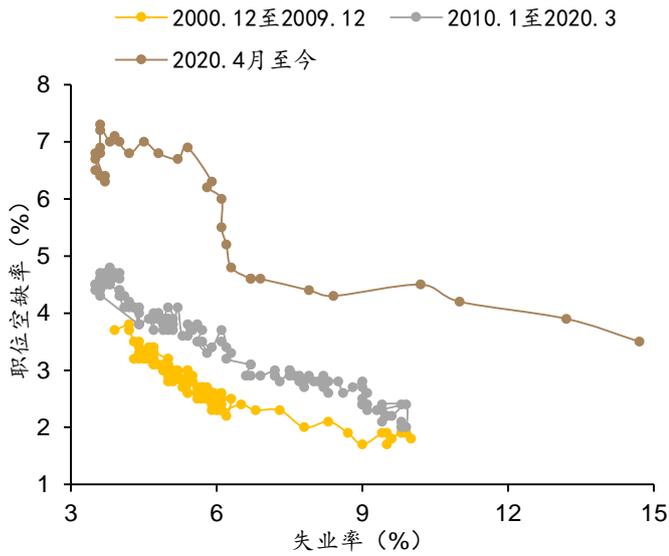
资料来源：彭博，德邦研究所

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		23/01	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
缺口%	占比															
2.2%	100.0%	3,284	2,767	2,507	2,217	1,893	1,543	1,191	623	253	-111	-365	-779	-1,683	-2,047	-2,616
2.8%	85.6%	3,626	3,183	2,914	2,686	2,387	2,043	1,737	1,244	862	519	293	-130	-1,027	-1,372	-1,923
2.4%	13.9%	497	451	408	367	310	266	229	158	108	47	-20	-111	-232	-260	-345
-8.9%	0.4%	-62	-64	-69	-77	-80	-82	-80	-86	-93	-95	-104	-110	-115	-114	-121
4.7%	5.1%	355	330	304	285	268	252	244	220	207	169	163	140	61	65	31
1.6%	8.4%	204	185	173	159	122	96	65	24	-6	-27	-79	-141	-178	-211	-255
2.9%	71.7%	3,129	2,732	2,506	2,319	2,077	1,777	1,508	1,086	754	472	313	-19	-795	-1,112	-1,578
3.7%	18.6%	1,018	955	930	1,014	983	976	916	870	833	820	799	760	488	388	284
7.8%	2.0%	225	230	235	222	219	216	208	195	173	141	124	98	91	79	61
3.3%	5.9%	293	287	276	265	247	245	236	222	219	213	176	161	120	114	91
7.1%	14.8%	1,516	1,434	1,395	1,395	1,359	1,311	1,263	1,186	1,097	1,025	1,043	910	788	673	564
2.0%	16.1%	500	395	319	224	139	59	-33	-160	-256	-332	-387	-441	-550	-545	-586
-1.9%	10.6%	-321	-449	-513	-636	-697	-836	-884	-997	-1,072	-1,145	-1,181	-1,235	-1,397	-1,513	-1,663
-1.7%	3.8%	-102	-120	-136	-165	-173	-194	-198	-230	-240	-250	-261	-272	-315	-308	-329
-1.5%	14.4%	-342	-416	-407	-469	-494	-500	-546	-621	-609	-630	-658	-649	-656	-675	-693
1.5%	1.9%	42	37	37	35	31	29	31	15	32	35	37	38	38	37	46
-2.5%	3.3%	-130	-169	-131	-143	-132	-138	-144	-157	-155	-170	-184	-159	-146	-134	-127
-1.7%	9.3%	-254	-284	-313	-361	-393	-391	-433	-479	-486	-495	-511	-528	-548	-578	-612
缺口%		23/01	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
非农就业总缺口		2.16%	1.82%	1.65%	1.46%	1.25%	1.02%	0.78%	0.41%	0.17%	-0.07%	-0.24%	-0.51%	-1.11%	-1.35%	-1.72%
私营		2.81%	2.47%	2.26%	2.08%	1.85%	1.58%	1.35%	0.96%	0.67%	0.40%	0.23%	-0.10%	-0.80%	-1.06%	-1.49%
商品		2.36%	2.15%	1.94%	1.75%	1.47%	1.27%	1.09%	0.75%	0.51%	0.22%	-0.10%	-0.53%	-1.10%	-1.24%	-1.64%
采矿伐木		-8.95%	-9.24%	-9.96%	-11.11%	-11.54%	-11.83%	-11.54%	-12.41%	-13.42%	-13.71%	-15.01%	-15.87%	-16.59%	-16.45%	-17.46%
建筑		4.72%	4.38%	4.04%	3.79%	3.56%	3.35%	3.24%	2.92%	2.75%	2.24%	2.16%	1.86%	0.81%	0.86%	0.41%
制造		1.59%	1.45%	1.35%	1.24%	0.95%	0.75%	0.51%	0.19%	-0.05%	-0.21%	-0.62%	-1.10%	-1.39%	-1.65%	-1.99%
服务		2.90%	2.53%	2.32%	2.15%	1.92%	1.64%	1.40%	1.01%	0.70%	0.44%	0.29%	-0.02%	-0.74%	-1.03%	-1.46%
商贸运输		3.66%	3.44%	3.35%	3.65%	3.54%	3.51%	3.29%	3.13%	3.00%	2.95%	2.87%	2.73%	1.76%	1.40%	1.02%
信息技术		7.77%	7.95%	8.12%	7.67%	7.57%	7.46%	7.19%	6.74%	5.98%	4.87%	4.28%	3.39%	3.14%	2.73%	2.11%
金融活动		3.32%	3.25%	3.13%	3.00%	2.80%	2.78%	2.68%	2.52%	2.48%	2.41%	2.00%	1.83%	1.36%	1.29%	1.03%
专业商业服务		7.09%	6.70%	6.52%	6.52%	6.35%	6.13%	5.90%	5.54%	5.13%	4.79%	4.87%	4.25%	3.59%	3.15%	2.64%
教育医保		2.05%	1.62%	1.31%	0.92%	0.57%	0.24%	-0.14%	-0.65%	-1.05%	-1.36%	-1.58%	-1.80%	-2.25%	-2.23%	-2.40%
休闲餐饮		-1.91%	-2.68%	-3.06%	-3.79%	-4.16%	-4.98%	-5.27%	-5.94%	-6.39%	-6.83%	-7.04%	-7.36%	-8.33%	-9.02%	-9.92%
其他服务		-1.72%	-2.03%	-2.30%	-2.79%	-2.92%	-3.28%	-3.34%	-3.88%	-4.05%	-4.22%	-4.41%	-4.59%	-5.32%	-5.20%	-5.56%
政府		-1.50%	-1.83%	-1.79%	-2.06%	-2.17%	-2.20%	-2.40%	-2.73%	-2.68%	-2.77%	-2.89%	-2.86%	-2.89%	-2.97%	-3.05%
联邦		1.48%	1.30%	1.30%	1.23%	1.09%	1.02%	1.09%	0.53%	1.13%	1.23%	1.30%	1.34%	1.34%	1.30%	1.62%
州政府		-2.48%	-3.22%	-2.50%	-2.73%	-2.52%	-2.63%	-2.74%	-2.99%	-3.24%	-3.51%	-3.03%	-2.78%	-2.55%	-2.42%	-2.42%
地方政府		-1.73%	-1.94%	-2.14%	-2.46%	-2.68%	-2.67%	-2.96%	-3.27%	-3.32%	-3.38%	-3.49%	-3.60%	-3.74%	-3.95%	-4.18%

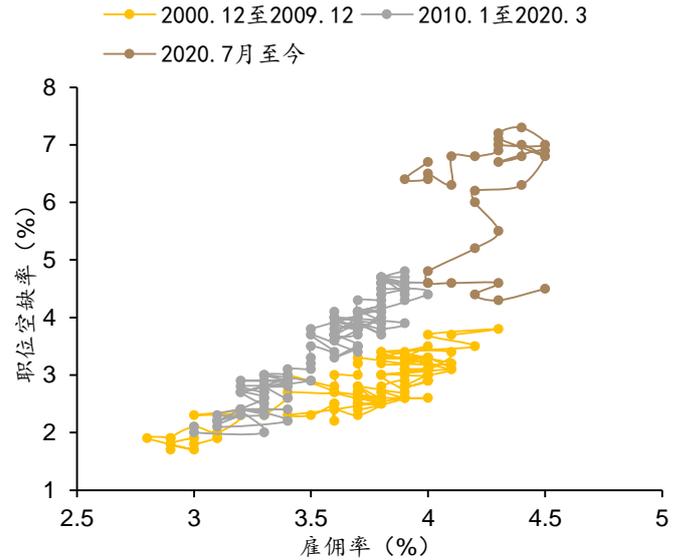
资料来源：彭博，德邦研究所

图 5: 美国职位空缺率与失业率对比 (Beveridge Curve)



资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 6: 美国职位空缺率与雇佣率对比



资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 7: 基期调整对 2022 年非农就业数据的影响效应

Table A. Revisions to total nonfarm employment, January to December 2022, seasonally adjusted
(Numbers in thousands)

Year and month	Level			Over-the-month change		
	As revised	As previously published	Difference	As revised	As previously published	Difference
2022						
January.....	150,106	149,744	362	364	504	-140
February.....	151,010	150,458	552	904	714	190
March.....	151,424	150,856	568	414	398	16
April.....	151,678	151,224	454	254	368	-114
May.....	152,042	151,610	432	364	386	-22
June.....	152,412	151,903	509	370	293	77
July.....	152,980	152,440	540	568	537	31
August.....	153,332	152,732	600	352	292	60
September.....	153,682	153,001	681	350	269	81
October.....	154,006	153,264	742	324	263	61
November.....	154,296	153,520	776	290	256	34
December (p).....	154,556	153,743	813	260	223	37

资料来源: BLS, 德邦研究所

图 8: 人口调整效应 (第二列) 及剔除人口调整效应后的 1 月相比去年 12 月的月度变化 (第三列)

Table C. December 2022-January 2023 changes in selected labor force measures, with adjustments for population control effects
(Numbers in thousands)

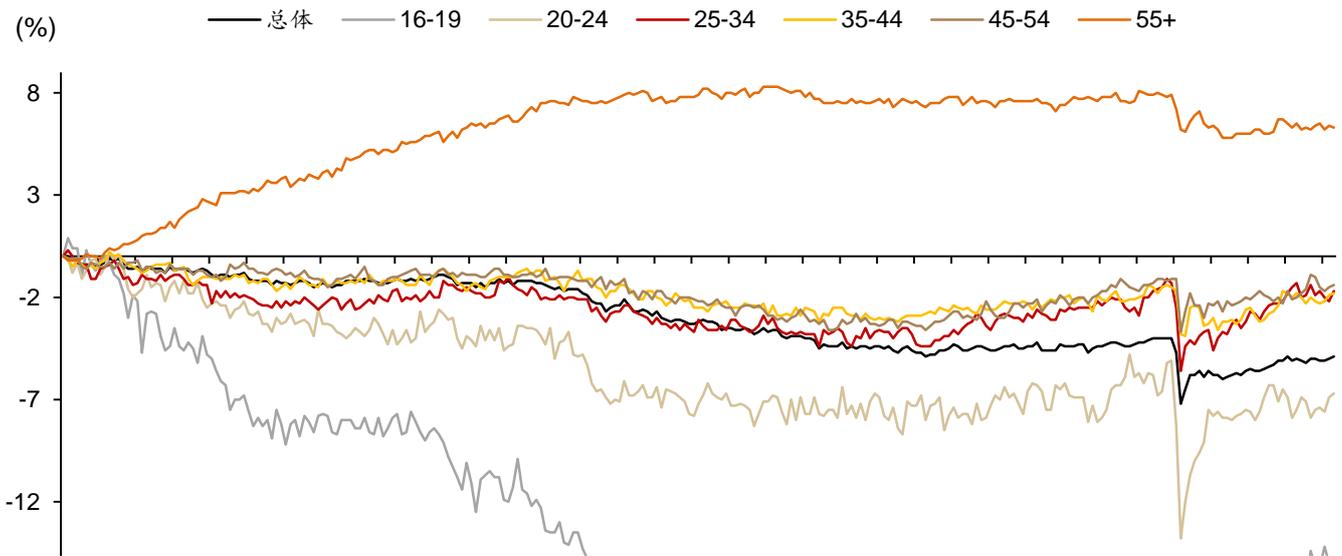
Category	Dec.-Jan. change, as published	2023 population control effect	Dec.-Jan. change, after removing the population control effect ¹
Civilian noninstitutional population.....	1,118	954	164
Civilian labor force.....	866	871	-5
Participation rate.....	0.1	0.1	0.0
Employed.....	894	810	84
Employment-population ratio.....	0.1	0.1	0.0
Unemployed.....	-28	60	-88
Unemployment rate.....	-0.1	0.0	-0.1
Not in labor force.....	252	82	170

¹ This Dec.-Jan. change is calculated by subtracting the population control effect from the over-the-month change in the published seasonally adjusted estimates.

NOTE: Detail may not sum to totals because of rounding.

资料来源: BLS, 德邦研究所

图 9: 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_51916

