



2023 年 3 月 12 日

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: 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》

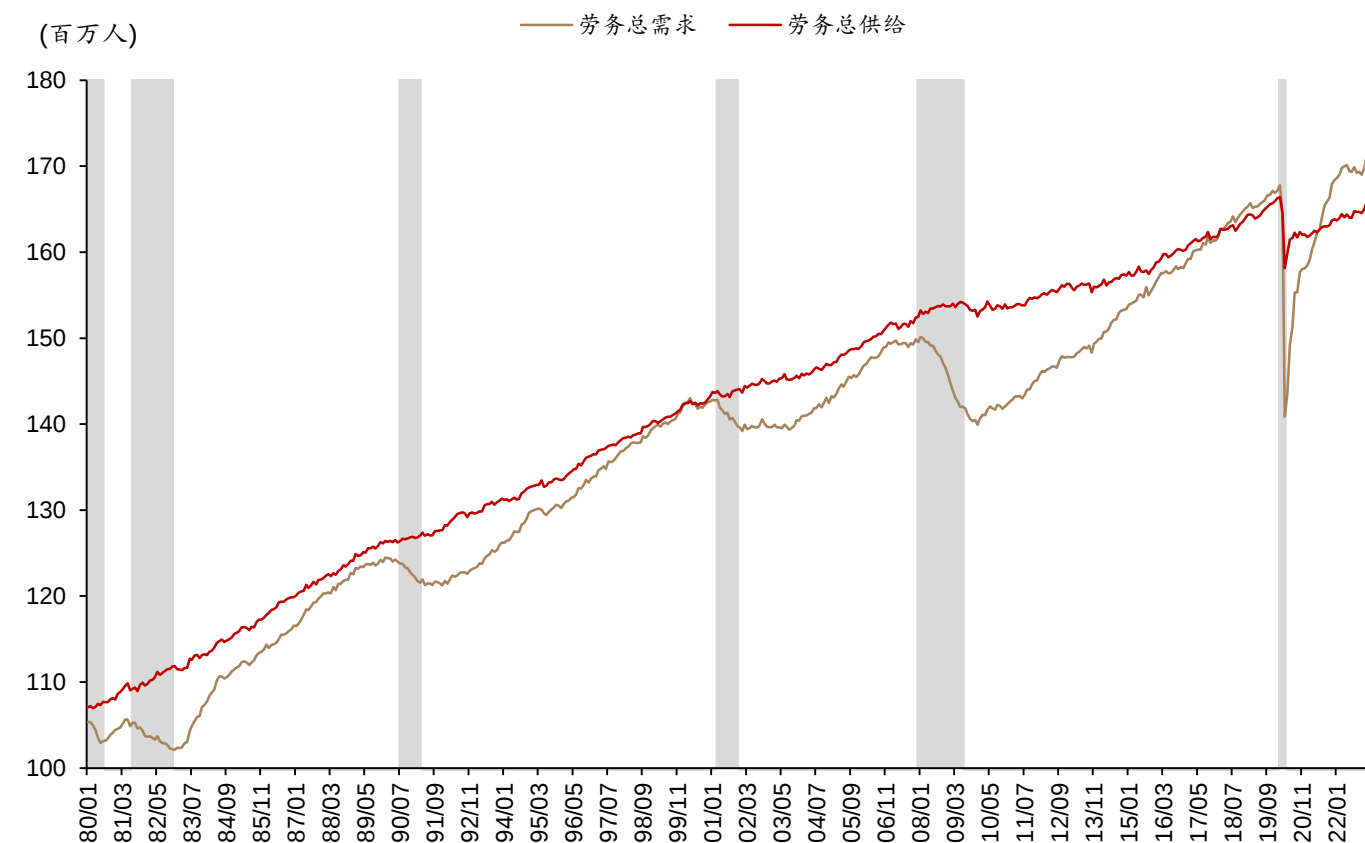
供给改善，时薪放缓，紧缩预期回落

2023 年 2 月美国非农数据点评

投资要点：

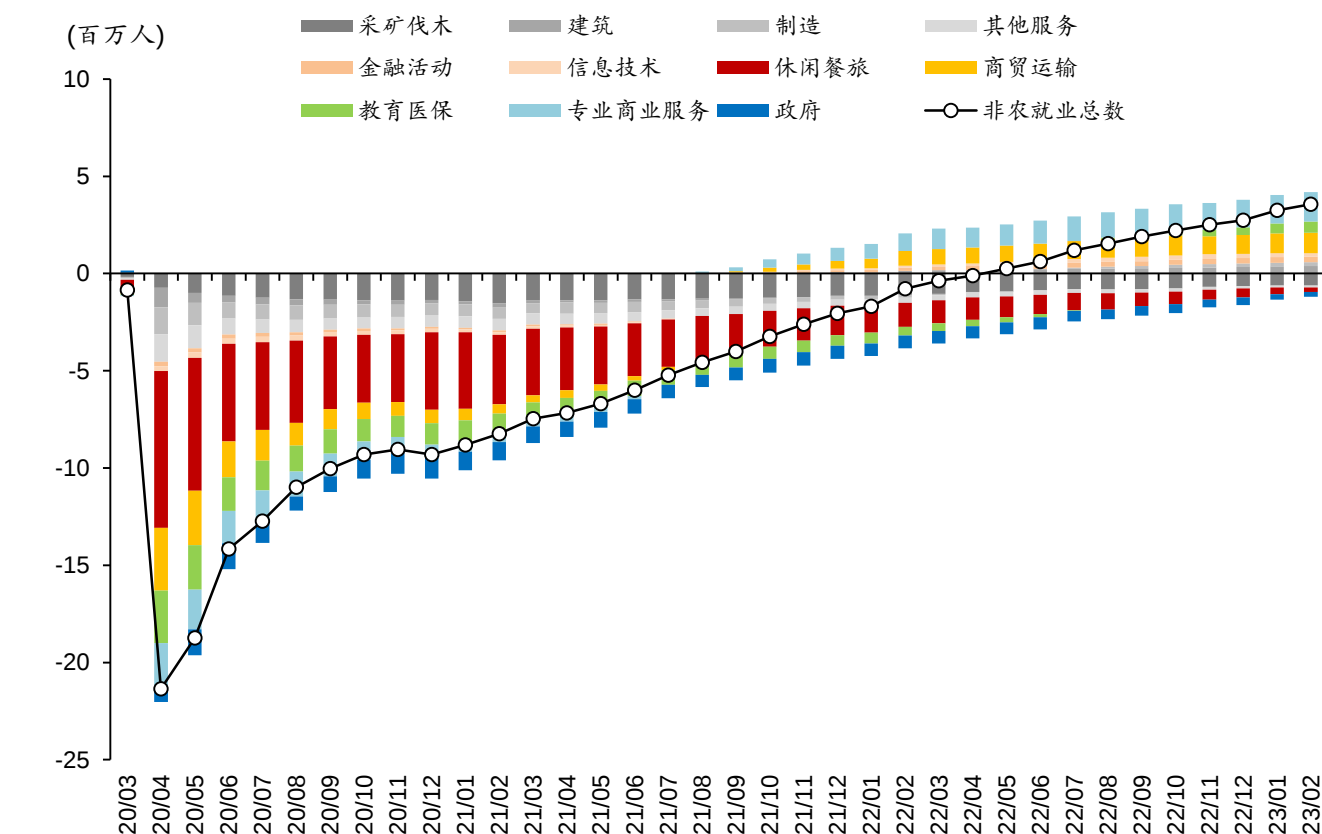
- **核心观点：**美国劳务市场仍然供需双旺，新增非农超预期反映需求旺盛，劳动参与率提升反映供给改善，但供给边际修复力度更大，供需缺口收敛，体现为失业率超预期的提升和时薪增速超预期的回落，触发市场交易紧缩预期的回落。2 月新增非农就业+311k，预期+225k；失业率 3.6%，预期 3.4%；劳动参与率回升至 62.5%，为疫情危机以来新高；时薪环比+0.2%，预期+0.3%；时薪同比+4.6%，预期+4.7%。
- **供需结构：**供需双旺且缺口收敛，体现为时薪增速超预期回落&失业率超预期提升。**需求韧性：**从机构调查数据来看，低收入高密度的批发（+11.1k）、零售（+50.1k）、医保教育（+74k）和休闲娱乐（+105k）均是+311k 新增非农的主力，而交运仓储行业的裁员（-21.5k）则意味着美国内运供应链的修复已接近尾声，卡车司机不再扩招。另外，科技行业裁员加速（-25k），行业景气度下降与硅谷银行危机互为印证，进而也会在短期中削弱科技行业在高利率环境下的抗压能力。值得注意的是，**虽然总体新增非农就业人数仍然超预期，但劳工部编制的扩散指数呈现下跌**，270 个私营行业的扩散指数从 68%回落至 56%，72 个制造业行业的扩散指数从 51.5%回落至 47.2%（50%为指数荣枯线）。**供给改善：**2 月劳动力人口+419k，其中+269k 来自非劳动人口的回归，+150k 来自人口自然增长，因此劳动参与率结束疫情危机以来[62.1%，62.4%]的低位震荡回升至 62.5%。从结构看，2 月新增的+419k 劳动力人口中，+177k 流向就业人口，+242k 流向失业人口，这导致就业率持平 60.2%，失业率升至 3.6%，即居民从非劳动力人口向失业人口的净流入促成失业率提升，反映的是供给改善而非需求弱化。这一流入在失业结构上更多体现为年轻低学历群体的回归，如青少年失业率从 10.3%提升至 11.1%，高中学历以下失业率为 4.5%提升至 5.8%。
- **时薪增速：**供需缺口的收敛意味着时薪增速超预期回落，工资通胀的放缓对于缓解美联储最关注的超级核心通胀（非居住服务通胀）具有重要意义，亦是市场对非农数据的主线交易。2 月时薪环比+0.2%，预期+0.3%，前值+0.3%；同比+4.6%，预期+4.7%，前值+4.4%。值得注意的是，如果精确到小数点后两位，时薪环比增速只是从 0.27%下调至 0.24%，且如果看边际消费倾向更高的“生产与非管理岗”时薪，可发现环比增速是从+0.28%上升至+0.46%。其中，本次被优化地比较厉害的商贸运输与信息技术行业环比均有大增，而新增就业人数最多的休闲餐旅行业也有较明显的时薪增长，后者才是工资通胀最重要的环节。
- **策略启示：**2 月数据不仅延续了 1 月的需求过热（新增非农超预期且企稳 30 万的高档位、前值未有明显下修），供给也出现了加速修复（劳动参与率与失业率的双升），供需双旺&供需缺口收敛的组合带动工资增速超预期回落。**需求维持旺盛意味着更强的增长预期，供给加速修复&供需缺口收敛导致工资超预期回落则弱化美联储紧缩预期。**在硅谷银行危机引发的避险情绪与非农的共振下，美债利率&美元指数&黄金&美股的走势更加侧重美联储紧缩预期的放缓，体现为美债利率&美元指数&美股的下行与黄金的上涨。向前看，2 月 CPI 与零售销售将最终敲定 3 月 FOMC 是否加息 50bps 以及点阵图是否将本轮加息顶点再上调 25bps 至[5.25-5.5]%。同时，金融系统风险频次的上升可能改变美联储紧缩的战术，但难以改变美联储抑制通胀的战略，例如降低加息的次数/幅度，但进一步延后降息的时间。
- **风险提示：**美联储过早开启降息周期引发通胀反弹甚至失控；美联储紧缩周期维持时间过长，引发金融系统流动性危机。

图 1：美国劳务市场总需求与总供给



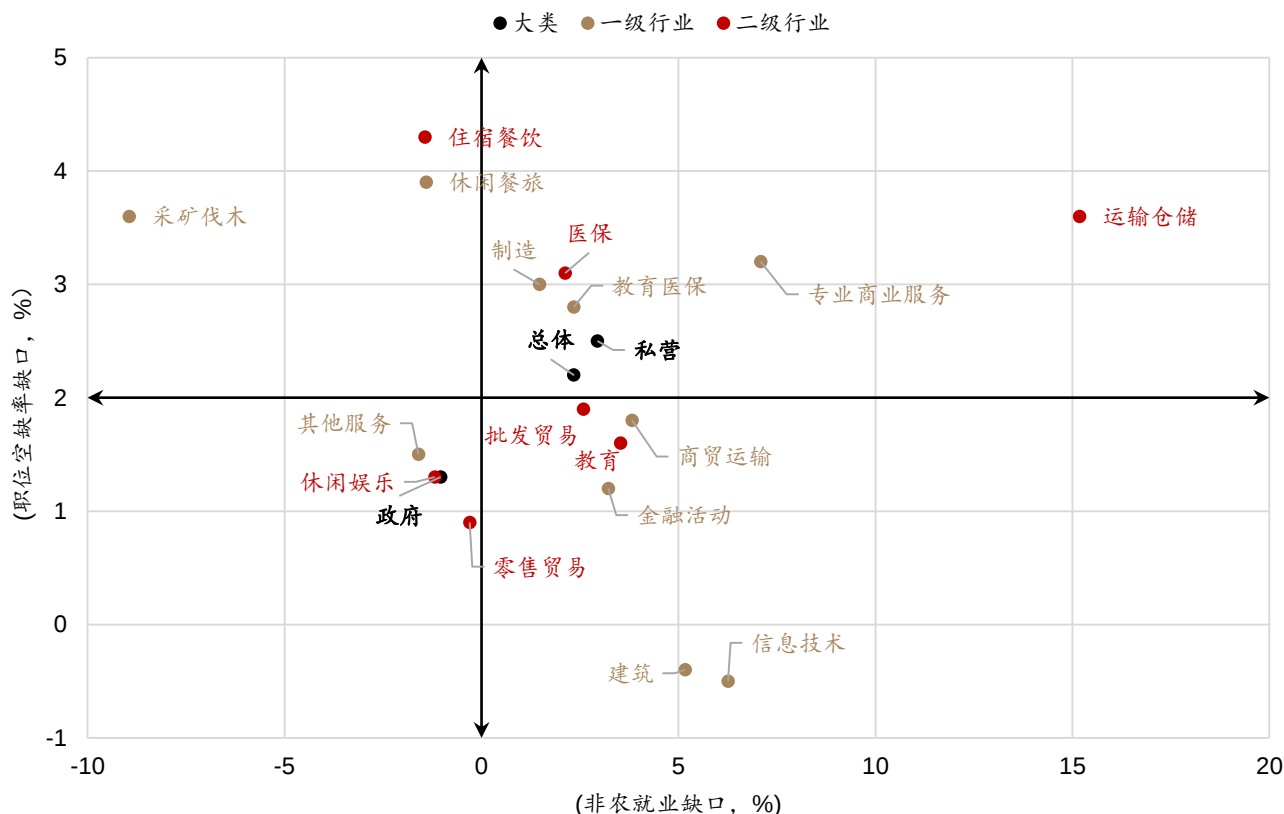
资料来源：彭博，德邦研究所；阴影部分为衰退期

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



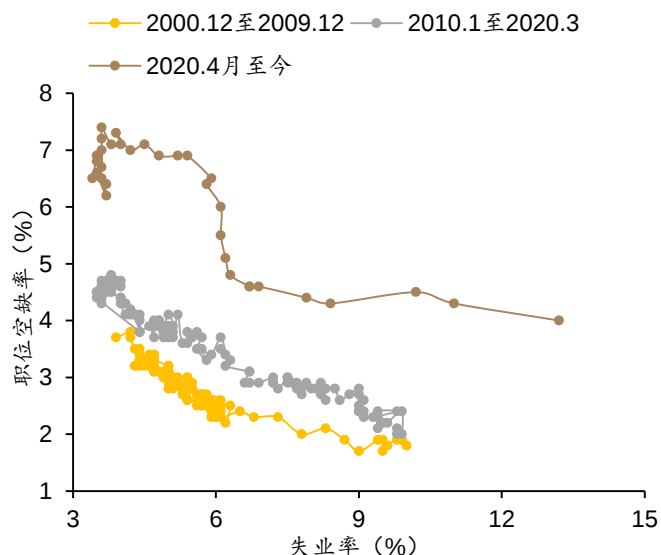
资料来源：彭博，德邦研究所

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		23/02	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
缺口%	占比															
2.3%	100.0%	3,561	3,250	2,746	2,507	2,217	1,893	1,543	1,191	623	253	-111	-365	-779	-1,683	-2,047
2.9%	85.5%	3,797	3,532	3,146	2,914	2,686	2,387	2,043	1,737	1,244	862	519	293	-130	-1,027	-1,372
2.5%	13.9%	515	495	444	408	367	310	266	229	158	108	47	-20	-111	-232	-260
-8.9%	0.4%	-62	-62	-65	-69	-77	-80	-82	-80	-86	-93	-95	-104	-110	-115	-114
5.2%	5.1%	389	365	330	304	285	268	252	244	220	207	169	163	140	61	65
1.5%	8.4%	188	192	179	173	159	122	96	65	24	-6	-27	-79	-141	-178	-211
3.0%	71.7%	3,282	3,037	2,702	2,506	2,319	2,077	1,777	1,508	1,086	754	472	313	-19	-795	-1,112
3.8%	18.6%	1,061	1,023	966	930	1,014	983	976	916	870	833	820	799	760	488	388
6.3%	2.0%	181	206	226	235	222	219	216	208	195	173	141	124	98	91	79
3.2%	5.9%	284	285	280	276	265	247	245	236	222	219	213	176	161	120	114
7.1%	14.7%	1,516	1,471	1,418	1,395	1,395	1,359	1,311	1,263	1,186	1,097	1,025	1,043	910	768	673
2.3%	16.1%	571	497	390	319	224	139	59	-33	-160	-256	-332	-387	-441	-550	-545
-1.4%	10.6%	-236	-341	-455	-513	-636	-697	-836	-884	-997	-1,072	-1,145	-1,181	-1,235	-1,397	-1,513
-1.6%	3.8%	-95	-104	-123	-136	-165	-173	-194	-198	-230	-240	-250	-261	-272	-315	-308
-1.0%	14.5%	-236	-282	-400	-407	-469	-494	-500	-546	-621	-609	-630	-658	-649	-656	-675
1.8%	1.9%	52	45	38	37	35	31	29	31	15	32	35	37	38	38	37
-1.6%	3.3%	-83	-85	-160	-131	-143	-132	-138	-144	-157	-155	-170	-184	-159	-146	-134
-1.4%	9.3%	-205	-242	-278	-313	-361	-393	-391	-433	-479	-486	-495	-511	-528	-548	-578
缺口%		23/02	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
非农就业总缺口		2.35%	2.14%	1.81%	1.65%	1.46%	1.25%	1.02%	0.78%	0.41%	0.17%	-0.07%	-0.24%	-0.51%	-1.11%	-1.35%
私营		2.94%	2.74%	2.44%	2.26%	2.08%	1.85%	1.58%	1.35%	0.96%	0.67%	0.40%	0.23%	-0.10%	-0.80%	-1.06%
商品		2.45%	2.36%	2.11%	1.94%	1.75%	1.47%	1.27%	1.09%	0.75%	0.51%	0.22%	-0.10%	-0.53%	-1.10%	-1.24%
采矿伐木		-8.95%	-8.95%	-9.38%	-9.96%	-11.11%	-11.54%	-11.83%	-11.54%	-12.41%	-13.42%	-13.71%	-15.01%	-15.87%	-16.59%	-16.45%
建筑		5.17%	4.85%	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%
制造		1.47%	1.50%	1.40%	1.35%	1.24%	0.95%	0.75%	0.51%	0.19%	-0.05%	-0.21%	-0.62%	-1.10%	-1.39%	-1.65%
服务		3.04%	2.81%	2.50%	2.32%	2.15%	1.92%	1.64%	1.40%	1.01%	0.70%	0.44%	0.29%	-0.02%	-0.74%	-1.03%
商贸运输		3.82%	3.68%	3.47%	3.35%	3.65%	3.54%	3.51%	3.29%	3.13%	3.00%	2.95%	2.87%	2.73%	1.76%	1.40%
信息技术		6.25%	7.12%	7.81%	8.12%	7.67%	7.57%	7.46%	7.19%	6.74%	5.98%	4.87%	4.28%	3.39%	3.14%	2.73%
金融活动		3.22%	3.23%	3.17%	3.13%	3.00%	2.80%	2.78%	2.68%	2.52%	2.48%	2.41%	2.00%	1.83%	1.36%	1.29%
专业商业服务		7.09%	6.88%	6.63%	6.52%	6.35%	6.35%	6.13%	5.90%	5.54%	5.13%	4.79%	4.87%	4.25%	3.59%	3.15%
教育医保		2.34%	2.03%	1.60%	1.31%	0.92%	0.57%	0.24%	-0.14%	-0.65%	-1.05%	-1.36%	-1.58%	-1.80%	-2.25%	-2.23%
休闲餐饮		-1.41%	-2.03%	-2.71%	-3.06%	-3.79%	-4.16%	-4.98%	-5.27%	-5.94%	-6.39%	-6.83%	-7.04%	-7.36%	-8.33%	-9.02%
其他服务		-1.60%	-1.76%	-2.08%	-2.30%	-2.79%	-2.92%	-3.28%	-3.34%	-3.88%	-4.05%	-4.22%	-4.41%	-4.59%	-5.32%	-5.20%
政府		-1.04%	-1.24%	-1.76%	-1.79%	-2.06%	-2.17%	-2.20%	-2.40%	-2.73%	-2.68%	-2.77%	-2.89%	-2.86%	-2.89%	-2.97%
联邦		1.83%	1.59%	1.34%	1.30%	1.23%	1.09%	1.02%	1.09%	0.53%	1.13%	1.23%	1.30%	1.34%	1.34%	1.30%
州政府		-1.58%	-1.62%	-3.05%	-2.50%	-2.73%	-2.52%	-2.63%	-2.74%	-2.99%	-2.95%	-3.24%	-3.51%	-3.03%	-2.78%	-2.55%
地方政府		-1.40%	-1.65%	-1.90%	-2.14%	-2.46%	-2.68%	-2.67%	-2.96%	-3.27%	-3.32%	-3.38%	-3.49%	-3.60%	-3.74%	-3.95%

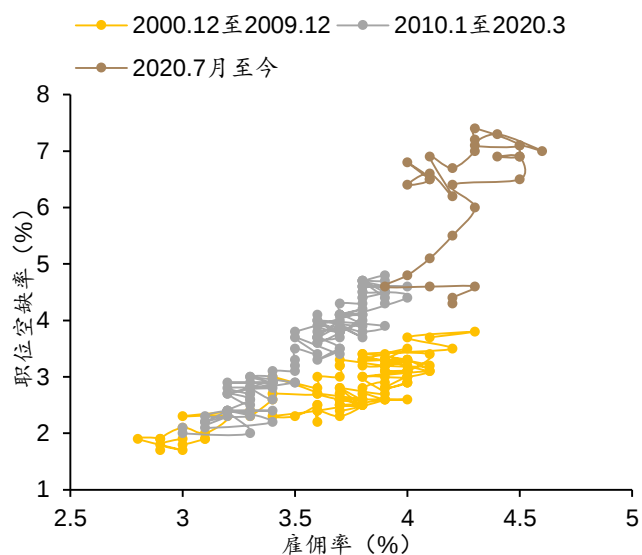
资料来源：彭博，德邦研究所

图 5：美国职位空缺率与失业率对比（Beveridge Curve）



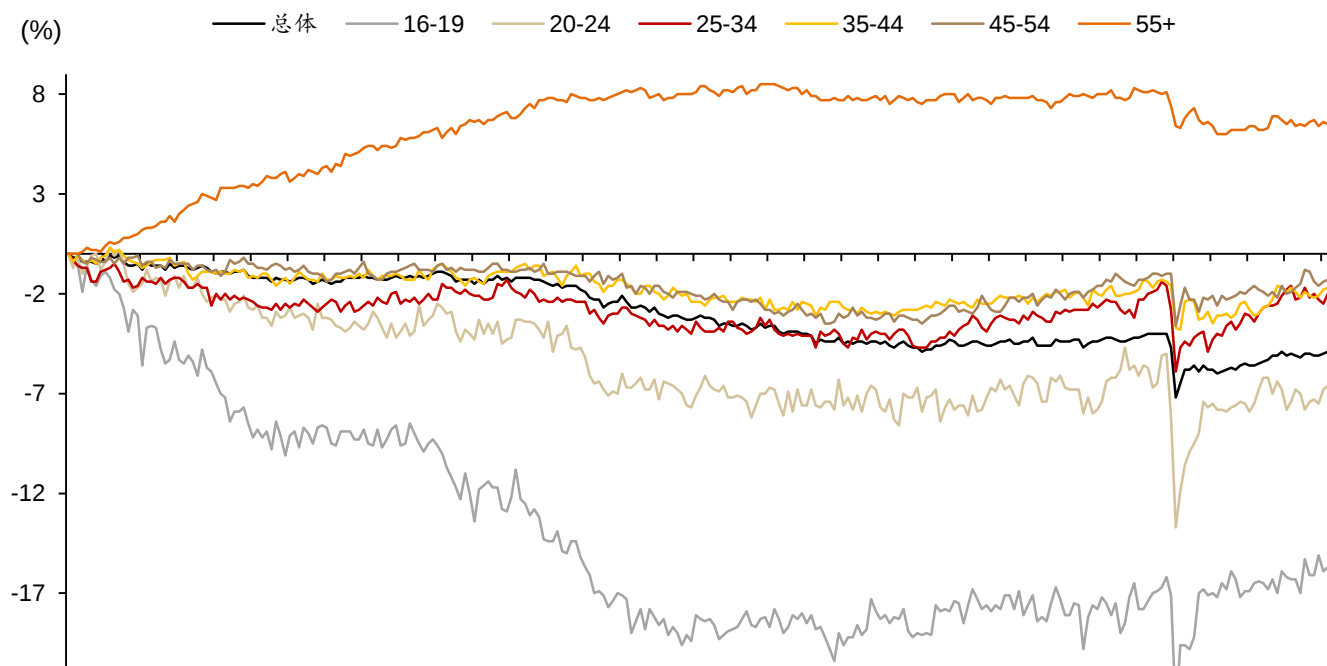
资料来源：彭博，德邦研究所

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：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_53257

