

宏观动态跟踪报告

“强就业”是福是祸？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

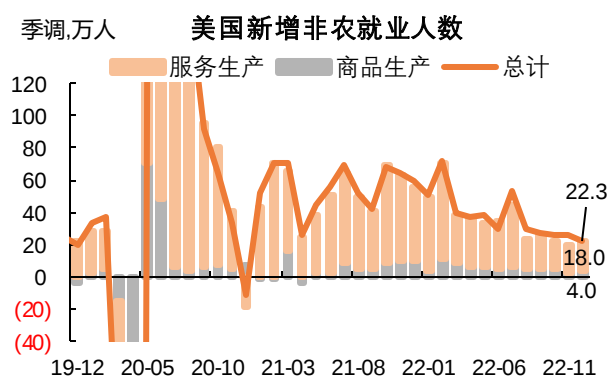
- **1、美国就业数据不弱。**美国 12 月新增非农就业 22.3 万人，为 2021 年 1 月以来新低，但仍强于预期，且除政府外的私人部门就业人数走强。美国 12 月失业率回落并处于历史低位的 3.5%，劳动参与率回升 0.1 个百分点至 62.3%。12 月非农平均时薪环比增长 0.27%，低于预期的 0.4%，为近十个月以来最低增速。假设美国 12 月 PCE 同比与非农非管理人员时薪同比一致，或在 5%左右，根据 CPI 与 PCE 的历史相关性推算，即将公布的 12 月 CPI 同比或在 6.4%左右。
- **2、市场反应暂时积极。**12 月就业数据公布后，市场加息预期降温，风险偏好回暖，美股、美债走强，美元指数走弱。据 CME FedWatch，12 月就业数据公布前后，市场对 2023 年利率终点的高度预期有所下降。我们理解，市场主要逻辑有二：一方面，新增非农数据进一步减少，且薪资增速超预期下滑，暗示通胀压力进一步改善，继而押注美联储尽早停止加息。另一方面，失业率维持低位、劳动力参与率有所回升，体现出美国经济仍有韧性，缓解了市场的“衰退恐慌”，强化了“软着陆”的希望。
- **3、警惕通胀和“硬着陆”风险。**1) 因劳动力供给不足导致的低失业率，仍在酝酿通胀风险。即便美国通胀率处于回落之中，通胀预期也随之改善，但就业市场紧俏仍可能使工资增速保持较高粘性。目前劳动报酬是居民收入的重要来源。进而，工资增长不仅抬升生产成本，也夯实居民消费能力与意愿，“工资-物价”螺旋风险仍高。2) 美国经济“软着陆”窗口很窄。一方面，如果就业市场不够软化，美联储可能需要加强紧缩，“制造”更深的经济衰退。我们认为，当美国失业率低于 4%时，美联储很难“放心地”停止加息；而当失业率低于 5%时，美联储选择“转向”（pivot）、考虑降息的底气可能不足。另一方面，我们倾向于认为，目前市场可能低估了未来就业市场的降温程度。历史数据显示，美国实际 GDP 同比增速与失业率走势保持显著的相关性。如果就业市场快速降温，居民消费和投资活动或进一步收缩，企业盈利也会受冲击，陷入某种“恶性循环”，使美国经济陷入更为典型的衰退周期。
- **总之，我们认为“强就业”对美国经济和市场而言弊大于利，因其酝酿了通胀回落不足、货币紧缩不够的风险，最终可能引致更紧的货币政策和更大的经济衰退风险。对市场而言，低估经济衰退的程度、低估美联储紧缩的力度，两大“预期差”的风险仍然存在。未来一段时间，美股仍可能震荡调整，美债利率和美元指数均存在反弹风险。**
- **风险提示：**新的供给冲击出现使通胀恶化，美联储政策变化超预期，美国经济衰退超预期等。

美国 12 月就业数据不弱，虽然新增非农创近两年最低，但失业率回落至 3.5% 的历史低位。不过，市场似乎更加关注薪资增速回落，继而押注美联储尽早停止加息。同时，由于失业率维持低位、劳动力参与率有所回升，美国经济看起来仍有韧性，缓解了市场的“衰退恐慌”。但我们认为，“强就业”对美国经济和市场而言弊大于利，因其酝酿了通胀回落不足、货币紧缩不够的风险，最终可能引致更紧的货币政策和更大的经济衰退风险。

一、美国就业数据不弱

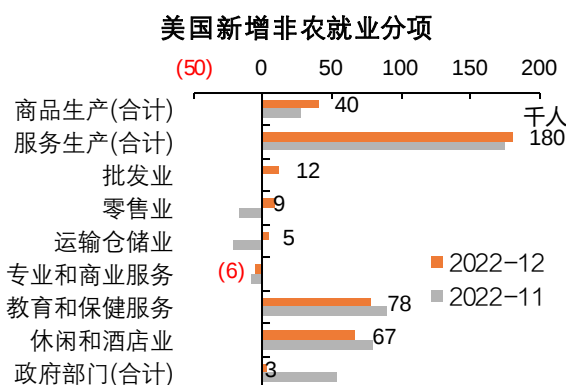
美国 12 月新增非农就业为 2021 年 1 月以来新低，但仍强于预期，且除政府外的私人部门就业人数走强。美国时间 2023 年 1 月 6 日公布的就业数据显示，美国 2022 年 12 月新增非农就业 22.3 万人，略高于预期的 20.2 万人，但是创下 2021 年 1 月以来最低水平，前值由 26.3 万人下修为 25.6 万人。结构上，12 月商品生产（4 万，前值 2.7 万）和服务生产（18 万，前值 17.5 万）就业人数实际上均高于前值，政府部门（0.3 万，前值 5.4 万）就业缩水是主要拖累。

图表1 美国新增非农就业为 2021 年 1 月以来新低



资料来源：Wind, 平安证券研究所

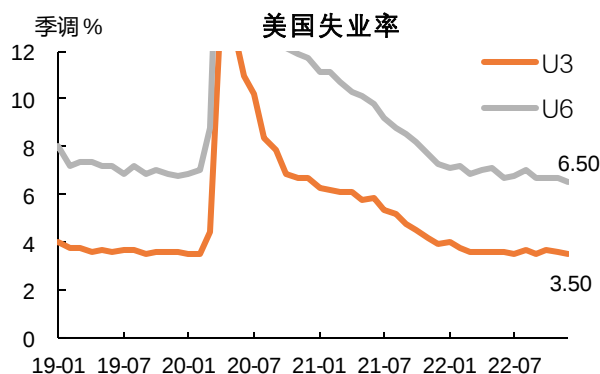
图表2 除政府外的私人部门就业人数走强



资料来源：Wind, 平安证券研究所

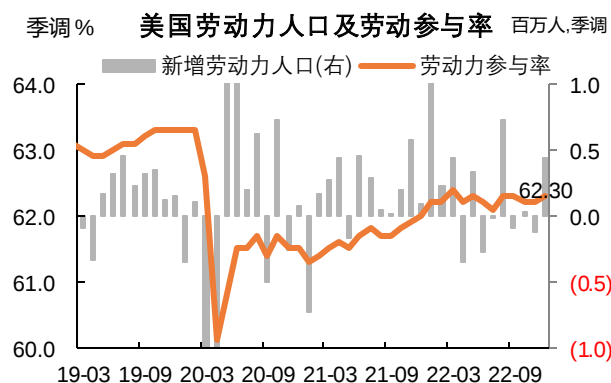
美国 12 月失业率回落并处于历史低位；劳动参与率回升。美国 12 月 U3 失业率为前值 3.7% 回落至 3.5%，持平于新冠疫情以来最低水平；U6 失业率由 6.7% 下降至 6.5%，创下历史新低。12 月劳动参与率回升 0.1 个百分点至 62.3%，对应新增劳动力 43.9 万人，使得劳动力总人口达到 1.65 亿人，创下历史新高。

图表3 美国 12 月失业率回落并处于历史低位



资料来源：Wind, 平安证券研究所

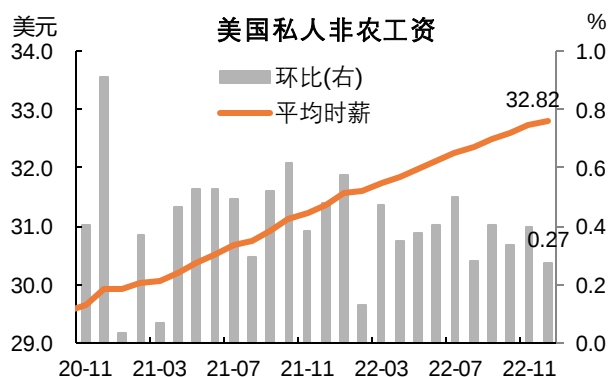
图表4 美国 12 月劳动参与率回升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

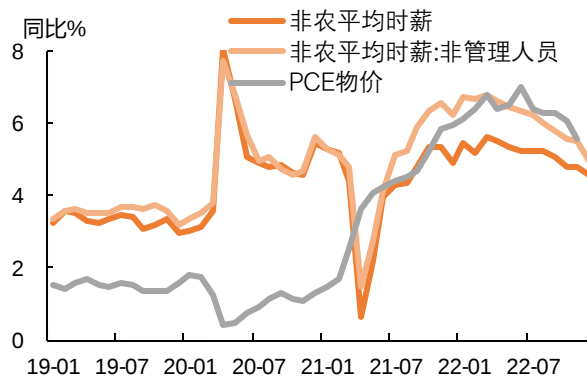
美国 12 月工资增速明显回落,工资-物价螺旋压力有望边际缓和。美国 12 月非农平均时薪为 32.82 美元,环比增长 0.27%,低于预期的 0.4%,为近十个月以来最低增速;同比增长 4.6%,低于前值的 4.8%和预期值 5.0%,为 2021 年 9 月以来最低。同时,非农非管理人员平均时薪同比为 5.0%,创 2021 年 7 月以来新低,与非农平均时薪同比增速的差距缩窄。对比来看,美国 11 月 PCE 物价同比为 5.5%,与非农非管理人员时薪增速接近。假设美国 12 月 PCE 同比与非农非管理人员时薪同比一致,或在 5%左右,根据 CPI 与 PCE 的历史相关性推算,即将公布的 12 月 CPI 同比或在 6.4%左右。

图表5 美国 12 月工资环比增速回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 工资-物价螺旋压力有望边际缓和

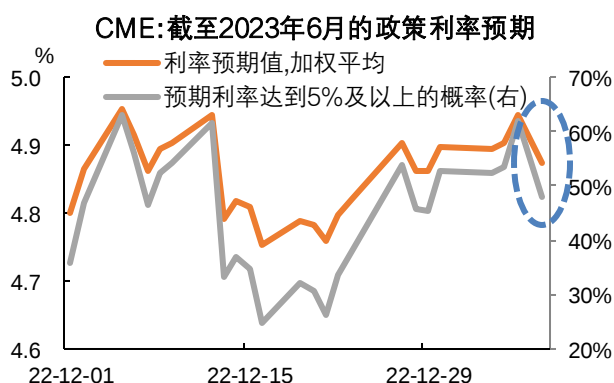


资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、市场反应暂时积极

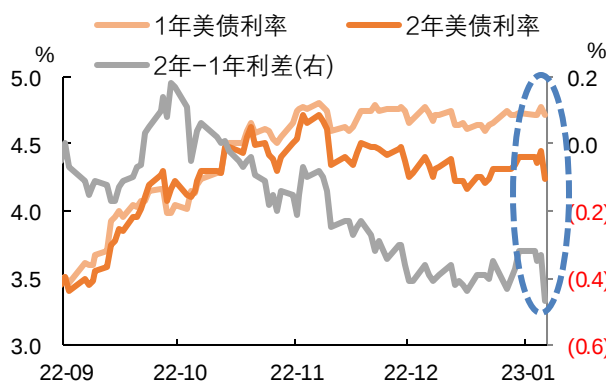
12 月就业数据公布后,市场加息预期降温,风险偏好回暖,美股、美债走强,美元指数走弱。据 CME FedWatch, 12 月就业数据公布前后,市场对 2023 年利率终点的高度预期有所下降:截至 2023 年 6 月会议的政策利率加权平均预期值由 4.94% 下降至 4.87%,届时政策利率至少达到 5%的概率由 62%下降至 48%。2023 年 1 月 6 日,2 年期和 1 年期美债收益率分别下降 21BP 和 7BP,二者利差倒挂幅度加深至 47BP,体现出市场对美联储加息的可持续性质疑加大。1 月 6 日,就业数据公布后,美股三大指数由跌转涨,均收涨超 2%;10 年美债收益率整日大跌 16BP 至 3.55%,创 12 月 16 日以来最低;美元指数整日跌 1.2%至 103.9,创 12 月 14 日以来新低。

图表7 12 月就业数据公布后,市场加息预期降温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 债券市场对美联储加息的可持续性质疑加大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

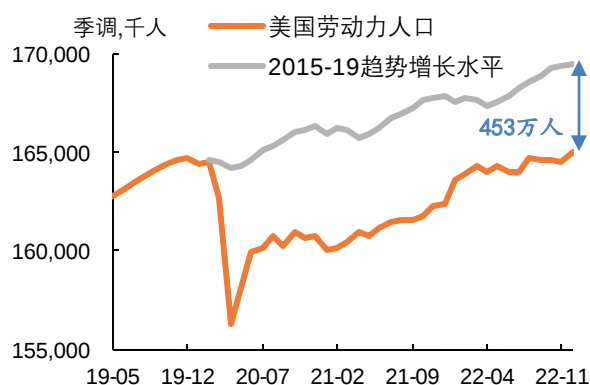
我们理解，市场对就业数据的反应较为积极，主要逻辑有二：一方面，新增非农数据进一步减少，且薪资增速超预期下滑，暗示通胀压力进一步改善，继而押注美联储尽早停止加息。从 CME 市场预期可见，目前市场认为本轮终端利率超过 5% 的概率不足 50%，而美联储 12 月会议点阵图显示，超过半数委员认为 2023 年政策利率应至少达到 5%。另一方面，失业率维持低位、劳动力参与率有所回升，体现出美国经济仍有韧性，缓解了市场的“衰退恐慌”，强化了“软着陆”的希望。

三、警惕通胀和“硬着陆”风险

然而，我们认为以上想法可能过于乐观：

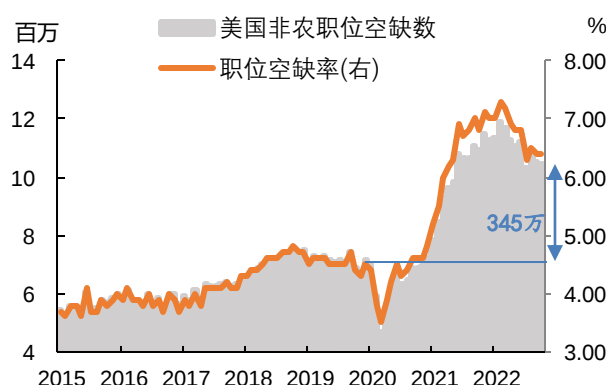
首先，因劳动力供给不足导致的低失业率，仍在酝酿通胀风险。如我们前期报告《“强非农”数据背后的风险》指出的，美国就业市场紧俏的核心原因是劳动力供给不足。截至 2022 年 12 月，美国劳动力人数较 2015-19 年趋势增长水平少了 453 万人，截至 11 月的非农职位空缺数较 2020 年 2 月多出 345 万个，而失业总人数为 572.2 万人、基本持平于 2020 年 2 月疫情前水平。这说明，更少的劳动力参与程度，使就业市场维持“卖方市场”，雇员拥有相对更高的议价权，使工资增速维持较快上升。因此，即便美国通胀率处于回落之中，通胀预期也随之改善，但就业市场紧俏仍可能使工资增速保持较高粘性。关注到，截至 2022 年 11 月，美国居民总收入中来自“雇员报酬”的比重已升至 62.4%，创 2010 年以来最高水平。这说明，目前劳动报酬是居民收入的重要来源。进而，工资增长不仅抬升生产成本，也夯实居民消费能力与意愿，“工资-物价”螺旋风险仍高。

图表9 美国劳动力人口低于趋势增长水平 453 万人



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 美国职位空缺数高出疫情前水平 345 万个



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 目前美国工资-物价螺旋风险仍高

图表12 目前劳动报酬是美国居民收入的重要来源

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_50956

