

总量研究

1 月非农缘何大超预期？

——光大宏观 2023 年 1 月美国非农数据点评兼周报（2023-02-05）

要点

事件：2 月 3 日，美国劳工部公布 2023 年 1 月美国非农数据，新增非农就业 51.7 万人，预期 19 万人；1 月失业率 3.4%，预期 3.6%；平均时薪环比增长 0.3%，预期 0.3%。数据公布后，美股全线大跌，10 年期和 2 年期国债收益率分别上升 13bp 和 21bp，美元指数拉升。

核心观点：1 月新增非农大超预期，绝对值达 2022 年 8 月以来最高水平。刨除掉统计口径调整，以及前期罢工教职人员回归岗位的短期扰动，新增就业需求主要来自于餐饮、医疗及专业和商务服务，体现出当前美国经济和就业市场韧性十足。就业需求大幅走高，但供给依然受限，就业缺口进一步走阔，失业率降至历史低点。

强劲非农验证美国经济继续向“软着陆”方向演绎。当前美国服务业通胀压力依然存在，薪资环比保持稳健增长，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，存在的供需缺口无法收敛。当前数据将驱动美联储对降息维持谨慎，直至确认服务业通胀趋势性回落，及劳动力供需缺口大幅缓解。

新增非农大超预期，医疗、餐饮、专业服务是主力支撑。

非农大超预期，部分是受短期因素的扰动，如 1 月统计口径的调整，以及前期罢工教职人员逐步回归；但餐饮、医疗、行政服务就业需求依然强劲。

（一）**休闲酒店业：**新增 12.8 万人（前值 6.4 万人，前值为 12 月，下同），其中食品服务和饮酒场所新增 9.86 万人。从消费数据来看，加息主要对耐用品消费带来冲击，美国居民非耐用品和服务消费保持韧性。（二）**教育和保健：**新增 10.5 万人（前值 7.6 万人），其中医疗保健服务新增 5.8 万人（前值 5.3 万人），主因冬季美国“多重疫情”下就医需求旺盛。（三）**专业和商业服务：**新增就业 8.2 万人（前值 3.9 万人），行政和支持服务和兼职就业人员增多。

失业率超预期回落，薪资通胀担忧进一步缓和。

劳动参与率小幅上行，主因青年群体劳动参与率小幅回升。但考虑到需求上升的更快，导致失业率回落至历史低点，就业供需缺口走阔。值得注意的是，失业率 U3 小幅回落，但广义失业率 U6 开始上行，体现出部分劳动力开始丧失求职信心，指向劳动力市场依然存在边际降温的趋势。

时薪环比增速小幅回落，符合预期，进一步缓解了市场关于“薪资-通胀”螺旋的担忧。但是，预计在当前就业供需依然偏紧的格局下，整体薪资回落的速度粘性较强，进而对非耐用品消费和服务消费带来支撑。

加息终点不远，但当前数据将驱动美联储对降息维持谨慎。

1 月强劲的非农数据，会对当前货币政策带来两方面影响，一是进一步推升 5 月加息的概率。不过整体来看，美联储本轮加息的终点已经近在眼前。二是驱动美联储在降息时点上更为谨慎。当前数据指向美国经济不断趋向“软着陆”演绎，美联储仍然需要谨慎观察，直到确认通胀数据趋势性回落。

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

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwuh@ebsecn.com

相关研报

美国消费有韧性，为何对美出口大幅回落？——2022 年 11 月贸易数据点评（2022-12-08）

10 月数据下探，政策加力正当时——2022 年 10 月经济数据点评（2022-11-17）

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

目 录

1、 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、餐饮和政府是主力支撑	5
1.2 失业率超预期回落，薪资通胀担忧进一步缓和	6
1.3 非农超预期，强化美联储 5 月继续加息预期.....	7
2、 海外观察.....	8
2.1、 美债收益率上行，通胀预期下行	8
2.2、 全球股市涨跌分化，大宗商品价格多数下跌.....	9
2.3、 美联储 2 月议息会议再度放缓加息步伐	10
2.4、 俄罗斯禁止国内出口商遵守西方的石油价格上限	10
3、 国内观察.....	11
3.1、 上游：原油价格环比下跌，铝价环比上涨	11
3.2、 中游：水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降.....	12
3.3、 下游：商品房成交面积同比由负转正，猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	12
3.4、 流动性：货币利率下行，债券利率分化	13
4、 下周财经日历.....	14
5、 风险提示.....	14

图目录

图 1：2023 年 1 月，新增非农超预期上行	4
图 2：教育保健、休闲酒店、是新增非农的主力构成	6
图 3：美国耐用品消费持续回落，但非耐用品消费和服务消费保持韧性	6
图 4：就业供需缺口再度扩大	7
图 5：U3 小幅回落，但 U6 上行	7
图 6：商品生产、服务业时薪环比增速双双回落	7
图 7：服务业细分行业对应时薪环比增速	7
图 8：美国 10 年期国债收益率较上周上行	8
图 9：法德 10 年期国债收益率较上周下行	8
图 10：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行	9
图 11：美国投资级企业债利差收窄	9
图 12：全球股市涨跌分化	9
图 13：大宗商品价格多数下跌	9
图 14：原油价格环比下跌	11
图 15：铝价环比上涨，库存同比下降	11
图 16：水泥价格指数环比下跌	12
图 17：螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降	12
图 18：商品房成交面积同比由负转正	13
图 19：猪价、菜价、水果价格趋势分化	13
图 20：货币市场利率下行	13
图 21：债券市场利率趋势分化	13

表目录

表 1：下周全球经济数据热点	14
----------------------	----

1、薪资涨幅回落，就业市场继续降温

事件：

2023 年 2 月 3 日，美国劳工部公布 2023 年 1 月美国非农数据：

【1】新增非农就业 51.7 万人，预期 19 万人，前值 26 万人。

【2】1 月失业率 3.4%，预期 3.6%，前值 3.5%。

【3】平均时薪环比增长 0.3%，预期 0.3%，前值 0.4%；同比增长 4.4%，预期 4.3%，前值 4.8%。

市场反应：

周五（2023 年 2 月 3 日）非农数据发布后，美股全线大跌，截至收盘道指、标普 500、纳斯达克分别下跌 0.38%、1.04%和 1.59%。10 年期和 2 年期国债收益率分别上升 13bp 和 21bp，美元指数拉升至 103.00。

核心观点：

1 月新增非农大超预期，绝对值达 2022 年 8 月以来最高水平。刨除掉统计口径调整，以及前期罢工教职人员回归岗位的短期扰动，新增就业需求主要来自于餐饮、医疗及专业和商务服务，体现出当前美国经济和就业市场韧性十足。就业需求大幅走高，但供给依然受限，就业缺口进一步走阔，失业率降至历史低点。

强劲非农验证美国经济继续向“软着陆”方向演绎。当前美国服务业通胀压力依然存在，薪资环比保持稳健增长，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，存在的供需缺口无法收敛。当前数据将驱动美联储对降息维持谨慎，直至确认服务业通胀趋势性回落，及劳动力供需缺口大幅缓解。

图 1：2023 年 1 月，新增非农超预期上行

(单位：千人)	2022/07	2022/08	2022/09	2022/10	2022/11	2022/12	2023/01	前三个月滚动平均
新增非农总计	568	352	350	324	290	260	517	291
私人部门	493	306	344	299	228	269	443	265
商品生产	71	37	44	57	41	43	46	47
采矿业	6	-2	2	3	8	5	2	5
建筑业	24	8	16	17	19	26	25	21
制造业	41	31	26	37	14	12	19	21
耐用品	33	31	14	27	14	25	4	22
汽车及零部件	6	12	4	3	6	9	-7	6
非耐用品	8	0	12	10	0	-13	15	-1
服务生产	422	269	300	242	187	226	397	218
批发业	16	13	8	16	0	11	11	9
零售业	9	37	-11	-6	-46	1	30	-17
运输和仓储业	19	9	10	20	-37	13	23	-1
公用事业	1	1	0	1	-1	0	-1	0
信息业	13	8	3	3	13	-5	-5	4
金融活动	14	9	2	18	11	11	6	13
专业和商务服务	77	48	48	36	0	39	82	25
临时服务	2	0	11	10	-49	-41	26	-26
教育和保健	127	92	80	85	95	76	105	85
医疗、社会救助	102	78	72	74	83	80	79	79
休闲和酒店业	113	48	139	61	123	64	128	83
其他服务	32	4	21	8	29	16	18	18

资料来源：WIND，光大证券研究所；注：“前三个月滚动平均”指 2022 年 10-12 月平均值

备注：单月格的颜色是指，横向与历史数据对比来看，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、餐饮和政府是主力支撑

2023 年 1 月非农就业人口增 51.7 万人，大幅高于市场预期的 19 万人，也大幅高于前值 26 万人。单月新增非农的规模达到 2022 年 8 月以来的最高水平，大超预期，一是整体就业市场供需结构依然紧张，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；二是受 1 月统计口径的调整的影响，三是因为前期罢工人员逐步回到就业岗位。

第一，整体就业供需结构依然紧张，新增就业集中于餐饮和医疗行业。

分行业看，休闲和酒店业新增 12.8 万人（前值 6.4 万人，前值为 12 月，下同），是数据超预期的主要支撑因素，其中食品服务和饮酒场所新增 9.86 万人（前值 3.16 万人）。去年冬季，受卡塔尔世界杯、圣诞和感恩双节的提振，餐饮就业保持强劲；但随着假期度过，关于餐饮就业的需求依然旺盛，这也反映出市场消费的预期过度悲观，与实际情况存在偏差。从消费数据来看，加息主要对耐用品消费带来冲击，美国居民非耐用品和服务消费保持韧性。

教育和保健服务业新增 10.5 万人（前值 7.6 万人），其中医疗保健服务新增 5.8 万人（前值 5.3 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。

专业和商业服务新增就业 8.2 万人（前值 3.9 万人），其中行政和支持服务新增 3.77 万人（前值 0.4 万人），兼职就业新增 2.59 万人（前值为减少 4 万人）。据劳工部，部分本来更喜欢全职工作的人被迫兼职工作，或是因为他们无法找到全职工作，这也指向劳动力市场降温趋势没有变化。

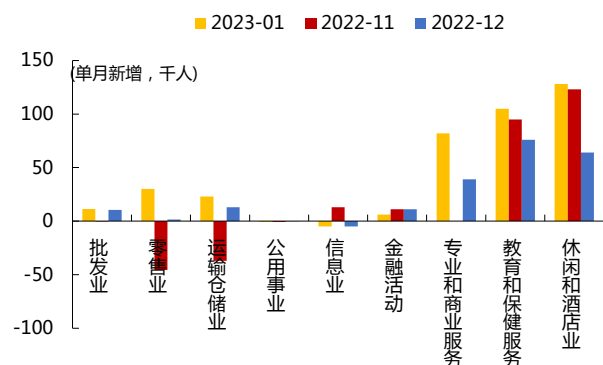
值得注意的是，愈加汹涌的美国科技企业裁员潮并未对整体非农构成拖累。根据美国再就业公司 Challenger, Gray & Christmas 2 月 2 日报告，1 月美国多家科技公司已宣布裁员 110793 人，包括贝宝控股公司、谷歌母公司字母表和亚马逊等科技公司。

美国大型科技企业裁员潮与强劲非农同时出现，一是因为大公司高调裁员容易强化市场预期，但实际上只占了较小部分的就业市场。从非农数据来看，1 月计算机系统设计及相关服务新增 600 人（前值 3 千人）。二是因为，科技企业员工普遍具有较高学历和技能，在当前整体就业供需依然失衡的背景下，容易再次找到工作。三是因为，大企业往往提前宣布裁员计划，其对非农数据的冲击相对滞后，尚未显现。

二是，政府新增就业 7.4 万人（前值为减少 9 千人），也对整体的非农就业构成支撑。据美国劳工局，政府新增就业主因前期罢工的教职人员逐步回归。

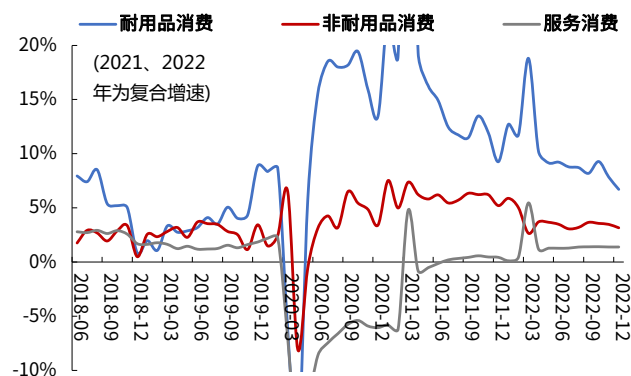
三是，1 月统计口径的调整带来影响，但影响不大。2023 年 1 月，劳工部将行业分类准则从 2017 年北美行业分类系统(NAICS)调整为 NAICS2022，大约 10% 的就业被重新分类为不同的行业。从调整结果来看，2022 年 3 月非农总就业人数上修 56.8 万人（增加 0.3%），而过去 10 年平均上修 0.1%。历史数据的调整也对当前非农数据带来小幅影响，但影响幅度不大。

图 2：教育保健、休闲酒店、是新增非农的主力构成



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 3：美国耐用品消费持续回落，但非耐用品消费和服务消费保持韧性



资料来源：WIND，光大证券研究所；注：部分读数因过高或过低未完整展示

1.2 失业率超预期回落，薪资通胀担忧进一步缓和

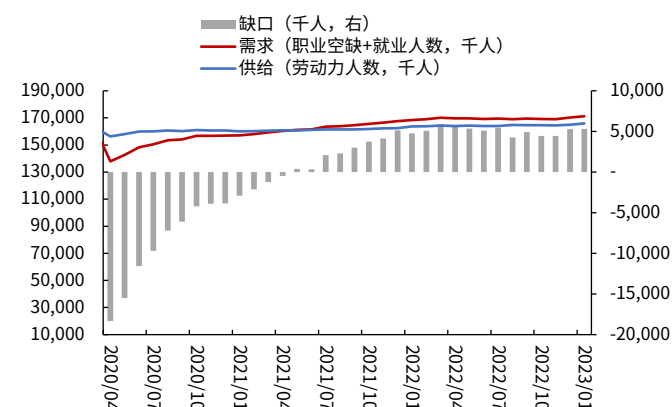
劳动参与率小幅上行，主因青年群体劳动参与率小幅回升。劳动参与率自去年 12 月的 62.30% 上行至 2023 年 1 月的 62.40%，主要因为青年群体劳动参与率上行，18 至 19 岁劳动参与率上行 0.9bp 至 48.9%，25 岁至 34 岁群体劳动参与率上升 0.5bp 至 83.3%。

就业供给上升但需求上升的更快，导致失业率继续回落。1 月劳动力人口比 2022 年 12 月增加了 86.6 万，就业人口增加了 89.4 万人，失业人口减少了 2.8 万人。受失业人数减少的影响，1 月失业率自 2022 年的 12 月的 3.5% 继续下跌至 3.40%，低于预期的 3.6%，跌至 1969 年以来最低水平。劳动力人口规模整体扩张，就业人口大幅增加、失业人口减少。

失业率 U3 小幅回落，但广义失业率 U6 开始上行，值得关注。市场主要关注失业率 U3，主要包括近期（4 周）积极寻找工作的失业者；而 U6 所包含范围更为广泛，除了积极寻找就业人员，也包括了失去求职信心以及寻找不到全职工作，进而兼职的人员。失业率 U3 虽然处于低位，但广义失业率 U6 出现上行，这也体现出部分劳动力开始丧失求职信心，劳动力市场依然存在边际降温的趋势。

我们依然认为，随气温逐步回暖、假期结束，失业率有望开启上行趋势。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。

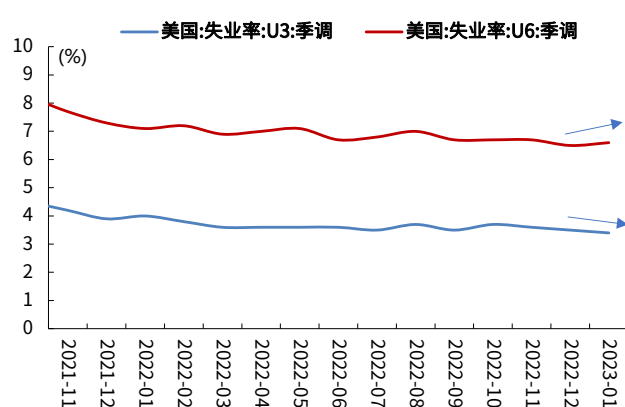
图 4：就业供需缺口再度扩大



资料来源：WIND，光大证券研究所

备注：1 月职位空缺数未公布，假设其与 12 月相同

图 5：U3 小幅回落，但 U6 上行

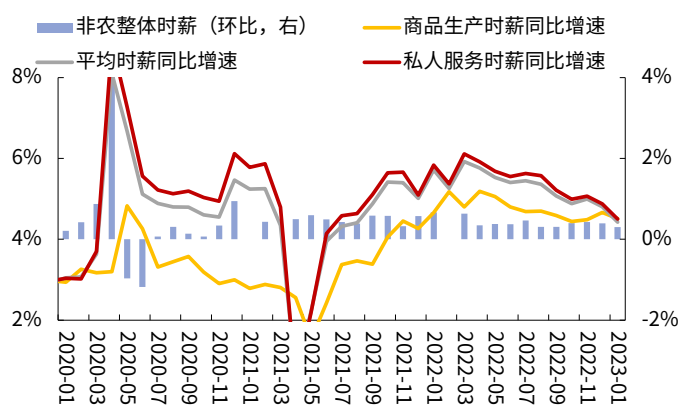


资料来源：WIND，光大证券研究所

时薪环比增速基本符合预期。平均时薪环比增长 0.3%，预期 0.3%，前值 0.4%；同比增长 4.4%，预期 4.3%，前值 4.8%。分项来看，服务业和制造业时薪同比持续回落，环比方面，服务业时薪增速自 12 月的 4% 回落至 2.7%，制造业自 12 月的 0.33% 小幅抬升至 0.39%。时薪增速符合预期，进一步缓解了市场关于“薪资-通胀”螺旋的担忧。

但是，预计在当前就业供需依然偏紧的格局下，整体薪资回落的速度粘性较强，进而对非耐用品消费和服务消费带来支撑。具体可参考我们在 2022 年 12 月 20 日外发报告《再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023 年全球宏观经济展望》。

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：服务业细分行业对应时薪环比增速

(环比)	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
2022-03	0.7%	0.7%	-0.2%	0.8%	0.8%	0.4%	1.4%
2022-04	0.3%	0.1%	0.5%	0.2%	0.7%	0.3%	0.6%
2022-05	0.4%	0.5%	0.7%	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%
2022-06	0.4%	0.1%	0.7%	0.8%	0.1%	0.6%	0.5%
2022-07	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.5%
2022-08	0.3%	0.3%	1.8%	0.3%	0.2%	0.1%	0.5%
2022-09	0.3%	0.4%	0.8%	0.7%	0.2%	-0.1%	0.1%
2022-10	0.4%	0.5%	-0.1%	-0.1%	0.5%	0.6%	0.6%
2022-11	0.4%	0.5%	-0.4%	0.2%	0.5%	0.5%	0.8%
2022-12	0.4%	0.2%	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%	0.8%
2023-01	0.3%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.5%	0.0%

资料来源：WIND，光大证券研究所

1.3 非农超预期，强化美联储 5 月继续加息预期

当前，美联储加息已经基本接近尾声。2 月 FOMC 会议上，鲍威尔在新闻发布会答记者问时回答，FOMC 正在讨论再加息几次（a couple more）至限制性水平，之后就暂停，美联储并没有探索暂停加息之后再重新开始加息的可能性。据 2022 年 12 月点阵图显示，利率终点中枢位于 5% 至 5.25%，对应 3 月

和 5 月的 FOMC 会议分别加息 25bp。对于降息，鲍威尔则持强硬态度，表示“鉴于我们预期的经济前景，我认为我们今年不会降息”（具体请参考我们在 2 月 2 日外发报告《加息即将结束，但降息仍需观察——2023 年 2 月 FOMC 会议点评》）。

1 月强劲的非农数据，预计会对当前的美国货币政策带来两方面影响，一是进一步推升 5 月加息的概率，二是使得美联储在降息时点上更为谨慎。一方面，3 月加息 25bp 基本已成定局，但强劲的 1 月非农数据提升了美联储在 5 月继续加息 25bp 的概率，这也使得数据公布后，三大股指收盘齐跌。不过整体来看，美联储本轮加息的终点已经近在眼前。

另一方面，失业率持续回落，指向美国经济不断趋向“软着陆”演绎，美联储将对降息维持谨慎。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。当下对于美联储而言，鉴于上世纪抗击通胀的经验，其仍然需要谨慎观察，直到看到通胀数据趋势性回落，才能释放降息信号。

但是，市场对降息依然有所期待。考虑到鲍威尔在 2 月 FOMC 会议上的强硬表态，如果后续通胀没有出现快速回落的趋势，市场前期关于宽松的预期可能会踩空，围绕着降息的博弈也会更为激烈。

2、海外观察

2.1、美债收益率上行，通胀预期下行

美国 10 年期国债收益率上行，通胀预期下行。2 月 3 日，美国 10 年期国债收益率收于 3.53%，较上周末上行 1 个基点；法国 10 年期国债收益率较上周末下行 7 个基点至 2.63%；德国 10 年期国债较上周末下行 12 个基点至 2.13%。美国 10 年期国债隐含的通胀预期较上周末下行 11 个基点至 2.22%，实际收益率较上周末上行。

图 8：美国 10 年期国债收益率较上周上行

— 美国:国债实际收益率:10年期 — 美国:国债收益率:10年
— BEI通胀预期 (右)

图 9：法德 10 年期国债收益率较上周下行

— 法国:国债收益率:10年 — 德国:国债收益率:10年
— 英国:国债收益率:10年 — 日本:国债利率:10年 (右)

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_51914

