

1月美国就业数据“井喷”：噪声大，等等看

研究结论

- 美东时间 2 月 3 日周五 21:30，美国劳工局公布的数据显示，1 月新增非农就业 51.7 万，远高于前值 26 万、预期值 18.9 万；平均时薪环比增速降至 0.3%，与预期一致。失业率继续降至 3.4%，低于预期 3.6%；劳动参与率升至 62.4%，预期 62.3%。
- 分行业来看，新增非农主要由专业和商业服务、教育医疗业、休闲酒店业贡献，信息业出现就业萎缩。另政府部门贡献了 7.4 万新增就业。观察经过标准化处理后各行业职位空缺率与失业率的组合可以看到，目前大多数行业空缺率高出均值 1.5-2.5 个标准差，失业率低于均值 1 个标准差以上。高空缺+高失业的行业是未来贡献就业增量的主力：休闲住宿业。低空缺+高失业行业存在就业压力：运输仓储、信息业。
- 近期薪资增速的领先指标空缺率与失业率之比有所反弹。如果失业率继续维持在历史底部，薪资增速回归正常的过程将不乏波折。我们将总工时和时薪的变化加总作为名义劳动报酬收入的代理指标，计算显示，1 月工时总量大幅超预期上升，劳动报酬增长幅度由 12 月的 7.34% 回升至 8.56%，已经显著高于当前通胀水平（12 月 @6.5%），意味着消费信心最近可能出现修复。
- 这期数据印证了美国就业市场仍然强势，但除此之外，统计方法上的技术性因素也导致 1 月份非农数据噪声较大。造成 1 月数据巨大预期差的具体统计参数调整包括：1）基期调整：BLS 每年公布 1 月非农数据时会依据就业和工资季度普查（QCEW）数据调整上一年 3 月（2022.3）的就业数据，并以此为新的基准相应调节前后共 21 个月（2021.4-2022.12）的数据，2022 年 3 月基准非农就业人数的上修幅度为 0.4%。2）季调因子：除了基数调整导致的季节性以外，真正的季节性因素如气候、假日等也导致了 1 月就业人数较低，对应较大的季调幅度，历年来 1 月份季调幅度惯常都是出现约 300 万的大幅度上修，数据本身及预期差的量级往往也较其他月份更大。而今年总体来看气温较往年更为温和，根据家庭调查数据显示，1 月因天气原因不工作的人数为 28.4 万人，对比近 5 年同期平均 38 万人明显减少。季节性因素影响减弱导致整体就业人数较 12 月仅下降约 250 万人，低于历史均值，季调后，数据相对地就被上修到了远超预期的程度。
- 当然，本期大幅超预期的数据增长无法完全归因于统计因素，就业市场的强劲韧性不容忽视，结合我们在报告《加息终点、财报季、裁员潮》中分析的，短期科技企业的裁员潮在就业数据上具有滞后性，我们倾向于认为，在降息发生之前、补偿薪酬覆盖结束之后，大规模裁员对于劳动力市场整体读数和经济的冲击最终将会显现出来，因此可以等到 3-4 月再对就业数据趋势作判断的更新。
- 数据对当下海外的宽松交易产生一定的冲击，市场多计价了一次 5 月份的加息，短端美债利率上升约 20bp。这次非农和 FOMC 时间上间隔一天，市场上对于该数据的解读包括：1）Fed 给出偏鸽派的政策指引，其实容许短期就业强劲这个情况存在。2）也可能是 Fed 希望市场自行基于数据去修正政策预期，而不是通过议息会议创造市场的波动。这一期非农数据的预期差还不足以颠覆当前的宽松交易逻辑，接下来宽松交易能否延续，关键还是在于通胀这一核心逻辑。在就业强劲的情形下，需要关注核心通胀回落的节奏，从近期中高频数据来看，房租和二手车领先指数环比均出现一定程度的反弹，提示 CPI 重要分项房租和二手车的涨价风险，这些潜在趋势变化有待 2 月 14 日公布 1 月通胀数据时检验。

风险提示

疫情冲击对就业数据的扰动持续性难以预测。
后续就业数据非线性变化的可能性。

报告发布日期

2023 年 02 月 08 日

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

联系人

吴泽青 wuzeqing@orientsec.com.cn

相关报告

加息终点、财报季、裁员潮：——海外宏 2023-02-01
观礼记 0130（春节海外复盘）
软着陆和控通胀的兼容性——22Q4 美国 2023-01-28
GDP 点评
12 月美国 CPI 点评：宽松交易，百尺竿头 2023-01-14
12 月美国就业数据：软着陆叙事模板什么样？：——报告副标题 2023-01-09

美东时间 2 月 3 日周五 21:30，美国劳工局公布的数据显示，1 月新增非农就业 51.7 万，远高于前值 26 万、预期值 18.9 万；平均时薪环比增速降至 0.3%，与预期一致。失业率继续降至 3.4%，低于预期 3.6%；劳动参与率升至 62.4%，预期 62.3%。

分行业来看，新增非农主要由专业和商业服务、教育医疗业、休闲酒店业贡献，分别新增 8.2 万人、10.5 万人和 12.8 万人。信息业出现就业萎缩，小幅减少 0.5 万人。另政府部门贡献了 7.4 万新增就业。观察经过标准化处理后各行业职位空缺率与失业率的组合可以看到，目前大多数行业空缺率高出均值 1.5-2.5 个标准差，失业率低于均值 1 个标准差以上。高空缺+高失业的行业是未来贡献就业增量的主力：休闲住宿业。低空缺+高失业行业存在就业压力：运输仓储、信息业。

空缺率与失业率之比同薪资增速具有较强正相关，且领先薪资增速约 12 个月，近期劳动力市场的强劲韧性反应在高空缺+低失业的数据组合上，导致该指标有所反弹。如果失业率继续维持在历史底部，薪资增速回归正常的过程将不乏波折。

就业市场的名义劳动报酬收入增长如果超出通胀，则提振消费能力和预期，反之亦然。我们将总工时和时薪的变化加总作为名义劳动报酬收入的代理指标，计算显示，1 月工时总量大幅超预期上升，劳动报酬增长幅度由 12 月的 7.34%回升至 8.56%，已经显著高于当前通胀水平（12 月 @6.5%），意味着消费信心最近可能出现修复。

这期数据印证了美国就业市场仍然强势，但除此之外，统计方法上的技术性因素也导致 1 月份非农数据噪声较大。造成 1 月数据巨大预期差的具体统计参数调整包括：

1) 基期调整：BLS 每年公布 1 月非农数据时会依据就业和工资季度普查（QCEW）数据调整上一年 3 月（2022.3）的就业数据，并以此为新的基准相应调节前后共 21 个月（2021.4-2022.12）的数据，2022 年 3 月基准非农就业人数的上修幅度为 0.4%。

2) 季调因子：除了基数调整导致的季节性以外，真正的季节性因素如气候、假日等也导致了 1 月就业人数较低，对应较大的季调幅度，历年来 1 月份季调幅度惯常都是出现约 300 万的大幅度上修，数据本身及预期差的量级往往也较其他月份更大。而今年总体来看气温较往年更为温和，根据家庭调查数据显示，1 月因天气原因不工作的人数为 28.4 万人，对比近 5 年同期平均 38 万人明显减少。季节性因素影响减弱导致整体就业人数较 12 月仅下降约 250 万人，低于历史均值，导致季调后，数据相对地就被上修到了远超预期的程度。

当然，本期大幅超预期的数据增长无法完全归因于统计因素，就业市场的强劲韧性不容忽视，结合我们在报告《加息终点、财报季、裁员潮》中分析的，短期科技企业的裁员潮在就业数据上具有滞后性，我们倾向于认为，在降息发生之前、补偿薪酬覆盖结束之后，大规模裁员对于劳动力市场整体读数和经济的冲击最终将会显现出来，因此可以等到 3-4 月再对就业数据趋势作判断的更新。

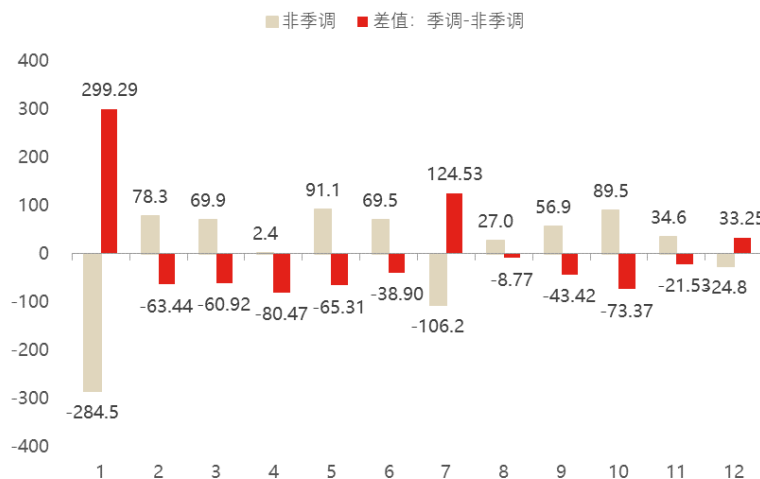
数据对当下海外的宽松交易产生一定的冲击，市场多计价了一次 5 月份的加息，短端美债利率上升约 20bp。这次非农和 FOMC 时间上间隔一天，市场上对于该数据的解读包括：1) Fed 给出偏鸽派的政策指引，其实容许短期就业强劲这个情况存在。2) 也可能是 Fed 希望市场自行基于数据去修正政策预期，而不是通过议息会议创造市场的波动。这一期非农数据的预期差还不足以颠覆当前的宽松交易逻辑，接下来宽松交易能否延续，关键还是在于通胀这一核心逻辑。在就业强劲的情形下，需要关注核心通胀回落的节奏，从近期中高频数据来看，房租和二手车领先指数环比均出现一定程度的反弹，提示 CPI 重要分项房租和二手车的涨价风险，这些潜在趋势变化有待 2 月 14 日公布 1 月通胀数据时检验。

图 1：1 月主要就业指标

	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08
雇主调查						
新增非农就业人数（千人）	517	260	290	324	350	352
私人	443	269	228	299	344	306
政府	74	-9	62	25	6	46
平均每周工时	34.7	34.4	34.5	34.6	34.6	34.5
平均时薪（环比，%）	0.30	0.40	0.43	0.40	0.31	0.31
家庭调查						
失业率（%）	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7
劳动力参与率（%）	62.4	62.3	62.2	62.2	62.3	62.3

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 2：2001-2022 各月份非农数据的非季调数据和季节性调整均值（万人）



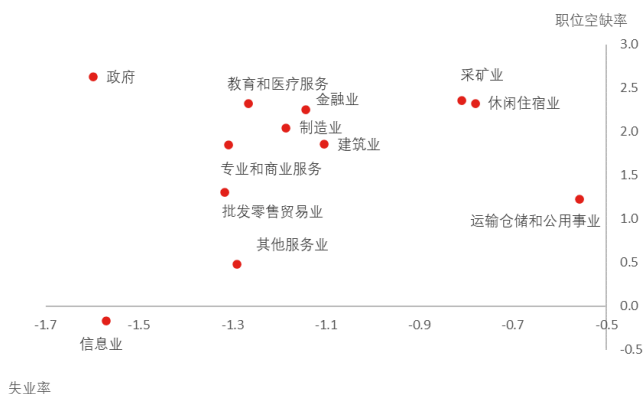
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 3：各行业新增非农就业人数（近 12 个月，千人）

NFP 规模占比		2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
100.0%	总计	517	260	290	324	350	352	568	370	364	254	414	904
85.6%	私人	443	269	228	299	344	306	493	382	343	226	423	897
13.9%	商品	46	43	41	57	44	37	71	50	61	67	91	121
0.4%	采矿业	2	5	8	3	2	-2	6	7	2	9	6	5
5.1%	建筑业	25	26	19	17	16	8	24	13	38	6	23	79
8.4%	制造业	19	12	14	37	26	31	41	30	21	52	62	37
71.7%	服务	397	226	187	242	300	269	422	332	282	159	332	776
3.9%	批发业	11	11	0	16	8	13	16	5	18	25	36	27
10.0%	零售业	30	1	-46	-6	-11	37	9	14	-51	-37	-22	169
4.3%	运输仓储业	23	13	-37	20	10	9	19	17	45	33	25	74
0.4%	公用事业	-1	0	-1	1	0	1	1	0	1	0	1	1
2.0%	信息业	-5	-5	13	3	3	8	13	22	32	17	26	7
5.9%	金融活动	6	11	11	18	2	9	14	3	6	37	15	41
14.8%	专业和商业服务	82	39	0	36	48	48	77	89	72	-18	133	142
16.1%	教育和医疗服务	105	76	95	85	80	92	127	96	76	55	54	109
10.6%	休闲和酒店业	128	64	123	61	139	48	113	75	73	36	54	162
3.8%	其他服务业	18	16	29	8	21	4	32	10	10	11	11	43
0.0%	政府	74	-9	62	25	6	46	75	-12	21	28	-9	7

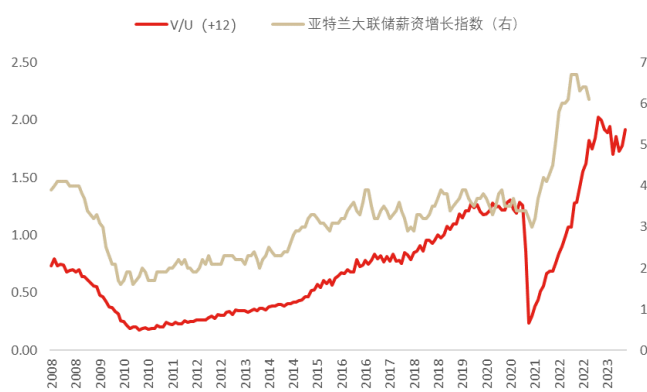
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：各行业职位空缺率与失业率（11 月，经标准化处理）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 5：职位空缺率(V)/失业率(U)（领先 12 个月）和薪资增长指数同比（截至 11 月，%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 6：劳动报酬同比增长（%）：总工时×时薪（同比，%）



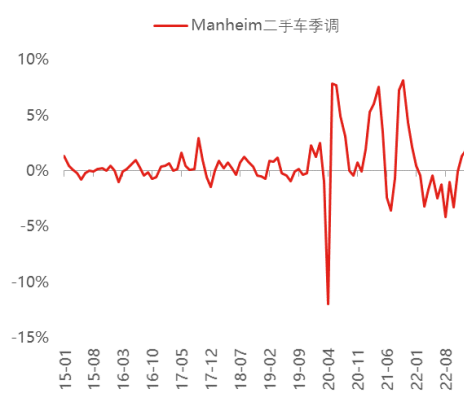
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：Zillow 房租指数季调环比



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 8：Manheim 二手车指数季调环比



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 9：基期调整对 2022 非农就业人数的影响

Table 1. Differences in seasonally adjusted levels and over-the-month changes, total nonfarm employment, January to December 2022 (in thousands)

2022	Levels			Over-the-month changes		
	As Revised	As Previously Published	Difference	As Revised	As Previously Published	Difference
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
Footnotes						
(P) Preliminary.						

数据来源：BLS，东方证券研究所

风险提示

疫情冲击对就业数据的扰动持续性难以预测。

后续就业数据非线性变化的可能性。

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_52044

