

强劲就业敲打降息预期，但也勿忽视年度调整的干扰

—美国1月劳动市场数据

核心要点：

新增非农就业强于预期，失业率稳定，时薪加速：单位调查（establishment survey）方面，1月新增非农就业35.3万人，远超18万人的市场预期，大幅高于2016-2019年新增就业均值18.1万人；同时，12月份新增非农就业从21.6万人上修至33.3万人，11月从17.3万人上修至18.2万人。非农时薪也意外加速，1月同比增长4.48%，环比0.55%，三月均环比上升至0.44%。家庭调查（household survey）方面，失业率与12月的3.7%持平，略低于预期的3.8%并仍在历史低位；劳动参与率维持62.5%，和前值持平，55岁及以上参与率略升至38.5%，25-54岁参与率略升至83.3%。1月兼职就业增加和全职就业减少，累计兼职工作人数同比增速降至2.05%，累计全职工作人数同比增速降至0.33%。

年度调整存在干扰，2023全年新增非农就业下修，单月数据不足以成为劳动市场加速的证据：1月新增非农就业经历了惯例性的修正，根据BLS的信息，作为基准的2023年3月的季节性调整后的非农业就业总量下调了26.6万（非季调数据下调了18.7万），或者下降了0.1%。过去10年中，非季节性调整的平均基准修订率为0.1%，这表明修正处于正常范畴。虽然如此，2023全年的非农数据整体经历了下调，目前合计约20.1万人，即2023年劳动市场尽管整体强劲，但也存在一定水分。从2023年1月的经验来看，2024年初在基准变动等因素干扰下的数据仍存在偏强的可能，后期易向下修正。因此，劳动市场虽然偏强，但单一月份的数据不能作为劳动市场和通胀可能再加速的充分证据。

劳动数据中的五个要点：（1）从2023年1月的经验来看，年初的数据修正容易导致劳动数据偏高，而2023年全年不论是家庭还是单位调查的就业总人数都有一定程度的下修，这干扰了1月数据环比的可比性。（2）薪资增速意外的加快将对消费和经济韧性形成支撑，但也为2024年末及更晚的通胀回升埋下隐患，使美联储对降息更谨慎；虽然更准确的2023年四季度雇佣成本指数ECI显示薪资降至4%且趋势向下，也需要保持警惕。

（3）失业率保持低位，1月失业人口的减少应降低失业率，但被分母端劳动人口的下行所抵消；短期来看失业率较难突然上行，对劳动缺口闭合的情况保持观察。（4）从完全采用劳动数据的费城联储CEI看，其同比增速2023年12月为2.97%（也出现上修），按近期斜率达到衰退阈值时间可能推迟至三季度；从这一角度来看，美联储也无必要在一季度就考虑降息。（5）综合来看，在年初修正的干扰下，劳动市场的弱化趋势受到了1月数据的挑战；尽管劳动市场方向仍有更大概率向下，但薪资和就业的回升足以引起美联储的警惕，进一步强化了1月FOMC传达的“3月难降息，taper还要等”的信号。同时，虽然类似“大滞胀”时期的通胀反弹概率仍然较低，但“二次通胀”叙事可能再度出现在交易中。

市场定价经济和劳动市场韧性：市场再度定价了美国经济和劳动市场的强韧。美国中长期国债收益率全线大幅回升，2年期增14.9BP至4.366，10年期增13.7BP至4.024；美元指数涨0.88%至103.9655；三大股指在经济偏强，公司业绩不弱的情况下均出现上行。我们在1月FOMC会议分析中认为，市场加强了对5月FOMC进行降息的预期，美元指数在高利率和经济不弱的环境下继续受到支撑，长端美债由于利率维持更久和供给边际加强等因素可能导致收益率出现回升（10年美债短期存在从3.9%回升的风险），以上观点也得到了劳动数据的支持。美国短期的“金发女孩经济”将给予美联储相对充足的时间观察通胀走势。

分析师

章俊

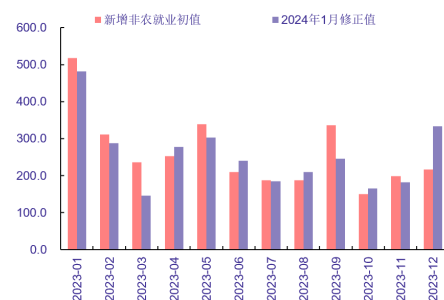
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

基准调整后 2023 年新增非农就业整体下调（千人）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

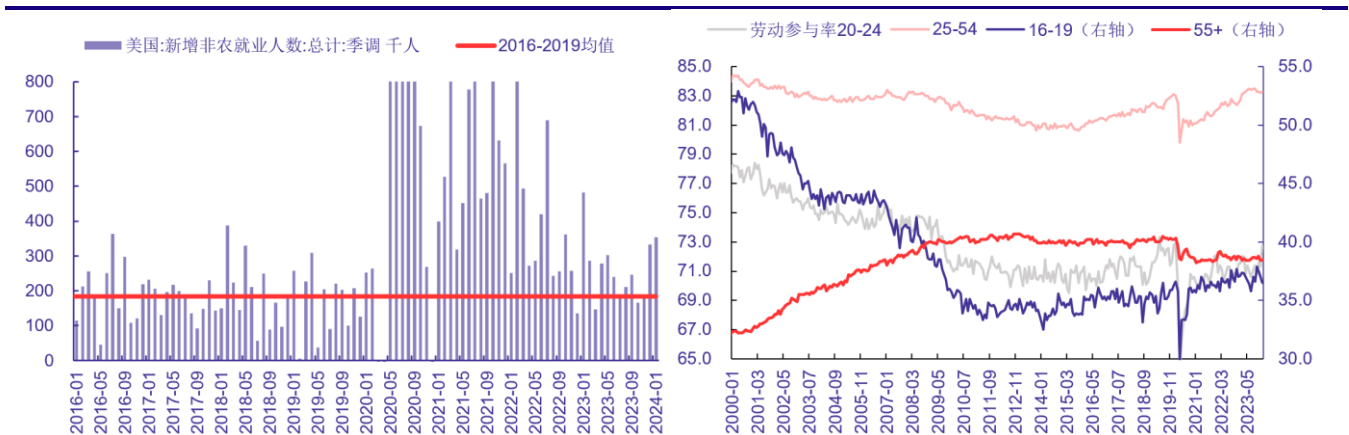
美国劳工数据局（BLS）2月2日公布了2024年1月劳动数据。单位调查（establishment survey）方面，1月新增非农就业35.3万人，远超18万人的市场预期，大幅高于2016–2019年新增就业均值18.1万人；同时，12月份新增非农就业从21.6万人上修至33.3万人，11月从17.3万人上修至18.2万人。非农时薪也意外加速，1月同比增长4.48%，环比0.55%，三月均环比上升至0.44%。需要注意的是，BLS在年初对单位调查数据进行了惯例的年度调整，本次作为基准的2023年3月季调非农就业人数被下调了26.6万人；从修正后数据来看，相比于2023年新增非农就业的初值，终值累计降低了20.1万人，这对总非农就业基数形成了干扰¹。尽管如此，1月的新增就业和薪资涨幅仍不可否认的偏强。

家庭调查（household survey）方面，失业率与12月的3.7%持平，略低于预期的3.8%并仍在历史低位；劳动参与率维持62.5%，和前值持平，55岁及以上参与率略升至38.5%，25–54岁参与率略升至83.3%。1月兼职就业增加和全职就业减少，累计兼职工作人数同比增速降至2.05%，累计全职工作人数同比增速降至0.33%。BLS也对家庭调查进行了修正，数据与前值可比性有所降低²。

1月新增非农就业显著超预期，但其中也不乏年度调整的影响，数据可比性的降低意味着不宜过分夸大本月数据反映的趋势。不过，强劲就业和薪资数据正在动摇劳动市场“缓慢下行”的趋势，这将使美联储提高对经济偏热和“二次通胀”风险的警惕。我们认为需要注意：（1）从2023年1月的经验来看，年初的数据修正容易导致劳动数据偏高，而2023年全年不论是家庭还是单位调查的就业总人数都有一定程度的下修，这干扰了1月数据环比的可比性，也可能导致未来的下调；不过即使考虑到口径的波动，新增非农就业也处于偏强状态，与经济下行期的常态相差甚远，劳动市场仍充满韧性。（2）薪资增速意外的加快将对消费和经济韧性形成支撑，但也为2024年末及更晚的通胀回升埋下隐患，使美联储对降息更谨慎；虽然更准确的2023年四季度雇佣成本指数ECI显示薪资降至4%且趋势向下，也需要保持警惕。（3）失业率保持低位，1月失业人口的减少应降低失业率，但被分母端劳动人口的下行所抵消；短期来看失业率较难突然上行，对劳动缺口闭合的情况保持观察。（4）从完全采用劳动数据的费城联储CEI看，其同比增速2023年12月为2.97%（也出现上修），按近期斜率达到衰退阈值时间可能推迟至三季度；从这一角度来看，美联储也无必要在一季度就考虑降息。（5）综合来看，在年初修正的干扰下，劳动市场的弱化趋势受到了1月数据的挑战；尽管劳动市场方向仍有更大概率向下，但薪资和就业的回升足以引起美联储的警惕，进一步强化了1月FOMC传达的“3月难降息，taper还要等”的信号。同时，虽然类似“大滞胀”时期的通胀反弹概率仍然较低，但“二次通胀”叙事可能再度出现在交易中。

图 1：新增非农就业

图 2：劳动参与率持平，55 岁以上缺口保持（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

市场再度定价了美国经济和劳动市场的强韧。美国中长端国债收益率全线大幅回升，2 年期增 14.9BP 至 4.366，10 年期增 13.7BP 至 4.024；美元指数大涨 0.88% 至 103.9655；三大股指在经济偏强，公司业绩不弱的情况下均出现上行。我们在 1 月 FOMC 会议分析中认为，市场加强了对 5 月 FOMC 进行降息的预期，美元指数在高利率和经济不

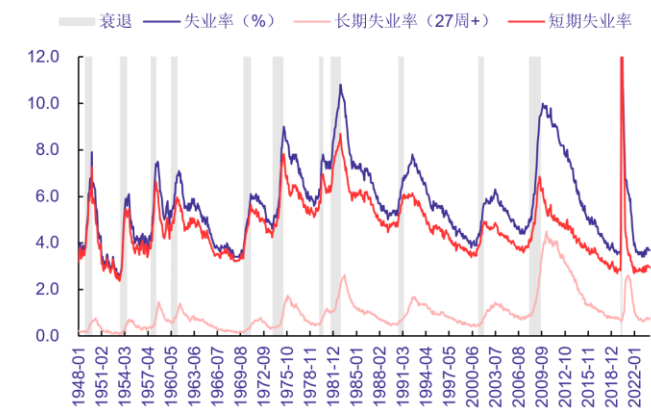
¹ 注意 2023 年仅有前 11 个月份数据是被调整的终值，12 月目前仅经历了 1 次修正。

² Employment Situation Summary - 2024 M01 Results (bls.gov)

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

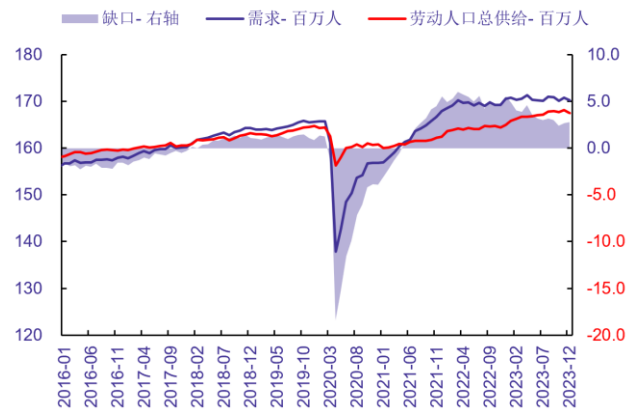
弱的环境下继续受到支撑，长端美债由于利率维持更久和供给边际加强等因素可能导致收益率出现回升（10年美债短期存在从3.9%回升的风险），以上观点也得到了劳动数据的支持。美国短期的“金发女孩经济”将给予美联储相对充足的时间观察通胀走势，在鲍威尔对二次通胀仍存在忧虑之下，3月较难出现降息，对缩表的taper在上半年出现的概率也在降低。

图 3：失业率整体稳定，长期失业率稍有提升



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 4：粗略劳动市场缺口 12 月回升，职位空缺数增加



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整

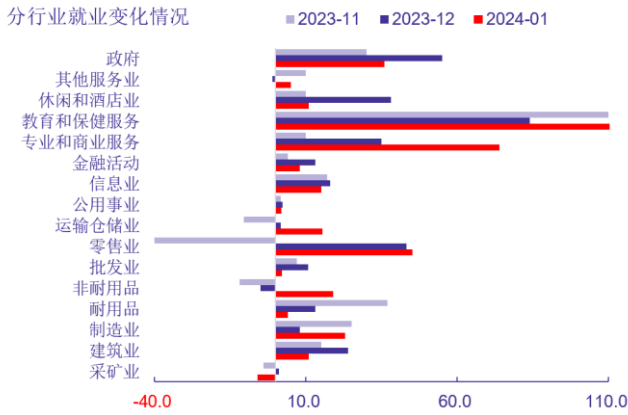
一、年度调整干扰，服务就业显著回升，全职就业和非农就业差距继续扩大

1月新增非农就业经历了惯例性的修正，根据BLS的信息，作为基准的2023年3月的季节性调整后的非农业就业总量下调了26.6万（非季调数据下调了18.7万），或者下降了0.1%。过去10年中，非季节性调整的平均基准修订率为0.1%，这表明修正处于正常范畴。虽然如此，2023全年的非农数据整体经历了下调，目前合计约20.1万人，即2023年劳动市场尽管整体强劲，但也存在一定水分。从2023年1月的经验来看，2024年初在基准变动等因素干扰下的数据仍存在偏强的可能，后期易向下修正。因此，劳动市场虽然偏强，但单一月份的数据不能作为劳动市场和通胀可能再加速的充分证据。

结构方面，商品生产相关的就业保持平稳，服务业扩张。新增的35.3万人中，商品生产增加2.8万人，建筑业增长1.1万人，制造业增长2.3万人。1月份制造业平稳，与当月制造业PMI中47.1的就业项整体匹配，未来随着新订单的改善，不排除制造业就业小幅增加的可能。服务生产多增28.9万人，12月数据也同时出现上调，表现强劲；政府部门多增3.6万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增31.7万人，明显高于2016-2019年均值16.8万人。全部非农就业三个月均值从上月的22.7万人升至28.9万人。11到12月份的新增非农累计上修12.6万人。

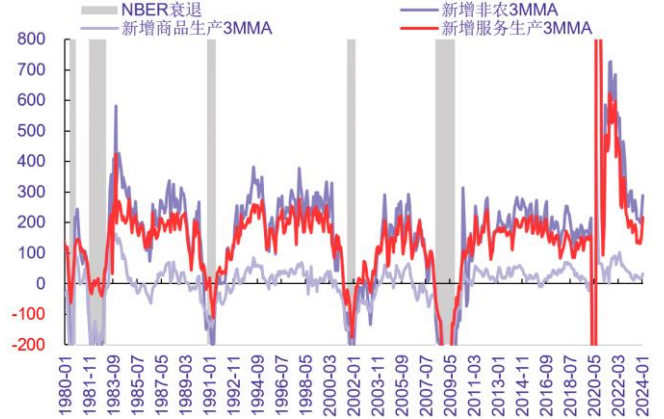
私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务业11.2万人、专业和商业服务7.4万人、零售业4.5万人、耐用品业1.9万人、运输仓储业1.6万人。1月除采矿业负增长0.6万人以外没有就业降低的行业。以新增非农就业作为衰退预警，商品生产新增就业三月均值上行至3.2万人，服务业三月均值显著扩张至21.7万人左右，离-5万的衰退阈值有很大距离，美联储短期并不需要为就业担忧。

图 5：各行业新增就业人数变化（千人）



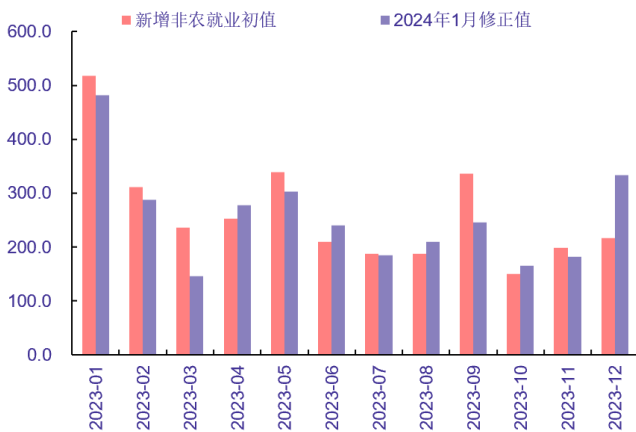
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：新增就业三月移动平均显软着陆可能加强（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：基准调整后 2023 年新增非农就业整体下调（千人）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 8：BLS 的年度修正数据（千人）

Table A. Revisions to total nonfarm employment, January to December 2023, seasonally adjusted (Numbers in thousands)

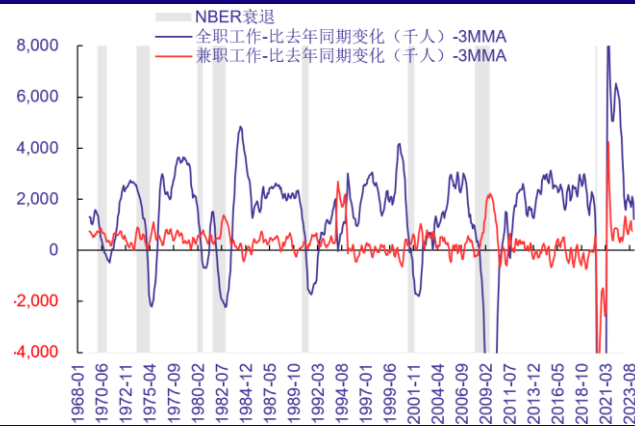
Year and month	Level			Over-the-month change		
	As revised	As previously published	Difference	As revised	As previously published	Difference
2023						
January.....	154,773	155,007	-234	482	472	10
February.....	155,060	155,255	-195	287	248	39
March.....	155,206	155,472	-266	146	217	-71
April.....	155,484	155,689	-205	278	217	61
May.....	155,787	155,970	-183	303	281	22
June.....	156,027	156,075	-48	240	105	135
July.....	156,211	156,311	-100	184	236	-52
August.....	156,421	156,476	-55	210	165	45
September.....	156,667	156,738	-71	246	262	-16
October.....	156,832	156,843	-11	165	105	60
November.....	157,014	157,016	-2	182	173	9
December (p).....	157,347	157,232	115	333	216	117

(p) = preliminary

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

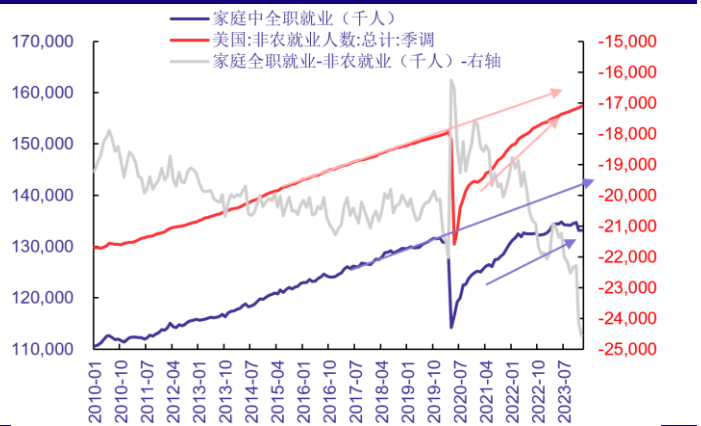
1 月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速升至 3.18%，总计 2789 万人，比上月增加 9.6 万人；累计全职工作人数的三月均同比增速下行至 0.92%，总计 1.3313 亿人，比上月减少 6.3 万人。1 月家庭调查和非农就业继续出现明显分歧，减少的全职工作意味着新增非农就业的超预期中可能包含重复统计兼职的因素，劳动市场整体处于缓慢下行中的概率更大，需要对就业的增长势头保持关注。劳动缺口的修复仍然依靠移民形成的供给增加和职位空缺数的降低，供需平衡在二季度末或更晚才可能达到，此前劳动市场预计不会明显弱化，这也将使美联储在降息问题上仍可以保持谨慎。

图 9：兼职就业回升，全职就业下降



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 10：家庭调查和企业调查的差距有所扩大

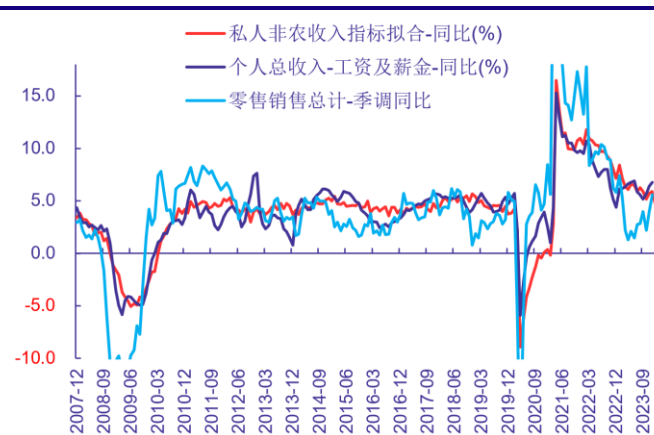


资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

二、时薪增速再度加速，但劳动生产率的提升可能缓和潜在的通胀压力

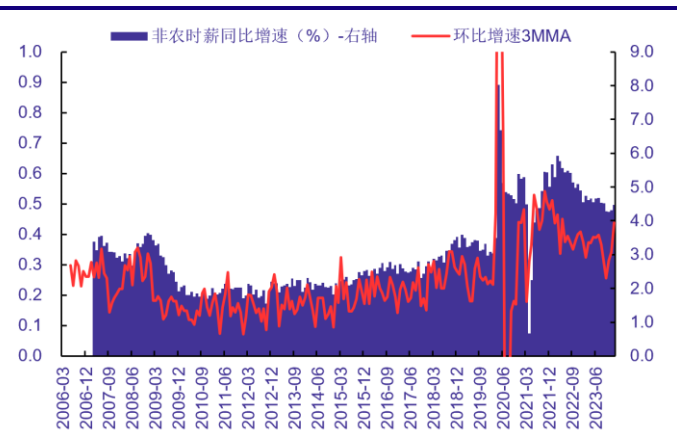
1 月时薪环比增速加快，同比延续反弹，对此前的薪资增长也未有明显下修，三月均环比增长从前值 0.34% 上升至 0.44 %。薪资对核心服务通胀短期的压力并无大的变化，预计至少要到 2024 年二季度时薪增速才会降至与 2% 目标匹配的 3.5% 下方，如果时薪长期偏高，那么 2024 年末的通胀压力将上升。对于美联储来说，确认薪资的持续回落更利于其实现通胀回归 2% 的目标，因此 3 月没有必要进行首次降息，对经济和薪资趋势的观察也便于美联储评估通胀的中长期中枢和合适的降息幅度。不过，通胀方面短期还未受到“薪资-价格”螺旋的影响，不仅 CPI 和 PCE 通胀指标延续回落，2023 年四季度劳动产出率也进一步改善。由效率改善带动的实际薪资上行意味着供给没有收缩，对通胀的压力也相对较小，目前看对通胀 2024 年末回升的幅度还无需担忧。

图 11：薪资增长依然在支撑名义消费



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 12：美国非农时薪增速反弹会引起美联储警惕

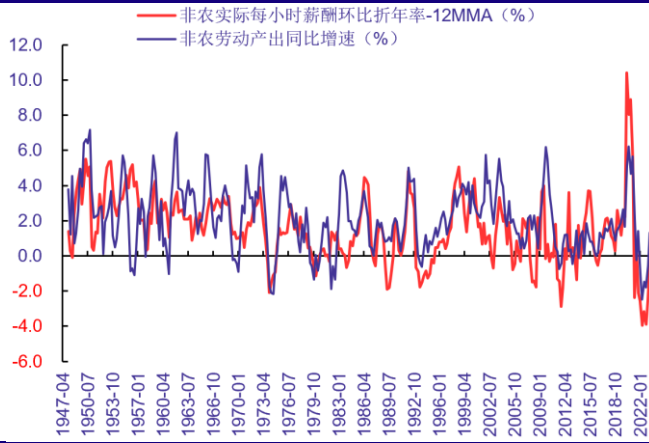


资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

具体来看，1 月私人部门非农工资同比增速加快至 4.48%，环比增速 0.55%。商品业的同比和环比时薪增速分别为 5.17% 和 0.2%，服务业为 4.36% 和 0.64%。服务业薪资环比明显上行，制造业有所缓和。从细项来看，同比增速最快的行业为运输仓储业 6.63%、采矿业 5.79%、其他服务业 5.62%、耐用品制造业 5.43% 和金融活动业 5.34%。环比薪资上，增速居前的有采矿业、教育和保健服务业、专业和商业服务业、运输仓储业和建筑业。从环比角度考虑，2023 年四季度薪资增速为 0.34%，整体上薪资的放缓尚不明显，而 2024 年初则又加速。虽然短期薪资增幅并不影响

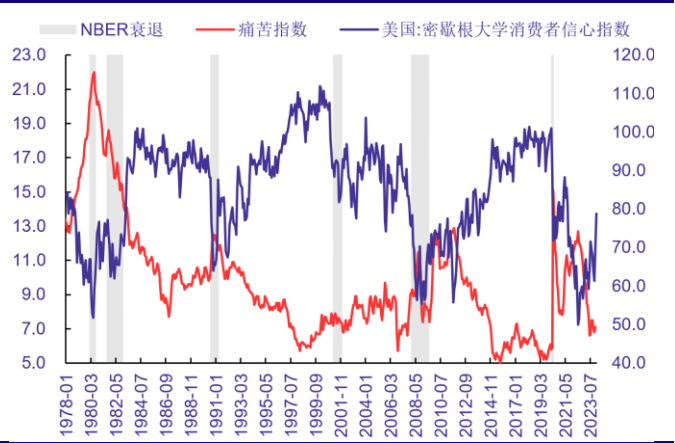
核心服务通胀的下降，如果环比增速维持在 0.35% 上方（2016-2019 环比均值约 0.24，2021-2022 为 0.4%），通胀压力将在未来加强。

图 13：由效率恢复带动的薪资增长并不显著加剧通胀压力



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

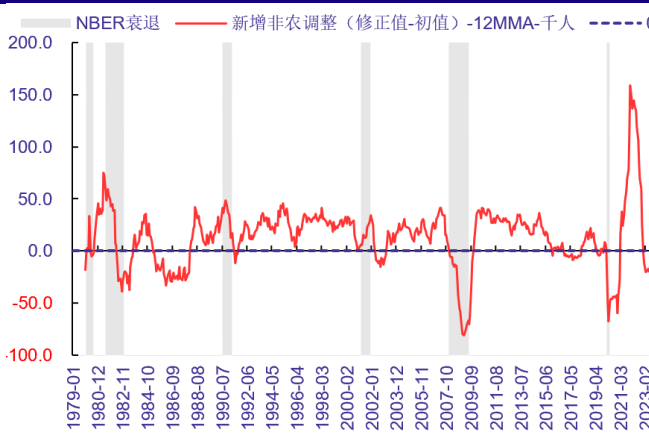
图 14：劳动力市场韧性使居民痛苦指数低位，利于消费回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

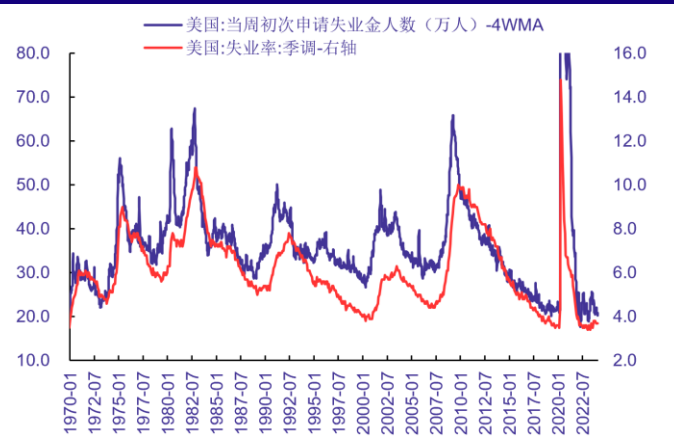
三、非农就业下修暂停，领先指标边际改善，市场降低激进的降息预期

图 15：非农就业的下修趋势仍可能延续一段时间



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 16：失业金初请人数领先于失业率，近期震荡



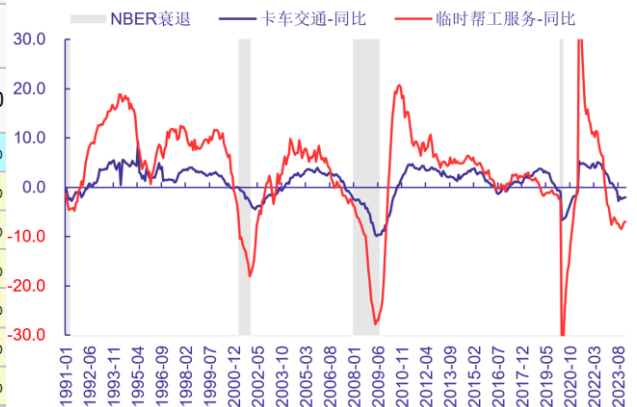
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 17: 市场押注 3 月份的首次降息的概率继续下降

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.0%	62.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.2%	59.6%	6.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	38.5%	50.7%	5.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	38.2%	50.6%	5.5%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	6.3%	38.5%	49.7%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/17	0.1%	3.9%	25.8%	45.2%	22.9%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	3.4%	23.0%	42.8%	25.7%	4.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 18: 临时帮工和卡车交通就业增速延续负增长 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 19: 非农数据概览

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调-环比 (%)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2024-01	2023-12	2023-11	2024-01	2023-12	2023-11	2023-12	2023-11	2023-10	
非农总计	353.0	333.0	182.0				-163.0	-688.0	-136.0	
非农私人合计	317.0	278.0	152.0	0.55	0.38	0.38	-170.0	-668.0	-104.0	
商品生产	28.0	33.0	36.0	0.20	0.52	0.58	-3.0	-4.0	3.0	
采矿业	-6.0	1.0	-4.0	0.83	0.39	-0.03	-17.0	-45.0	31.0	
建筑业	11.0	24.0	15.0	0.56	0.35	0.54	-19.0	-64.0	-6.0	
制造业	23.0	8.0	25.0	0.00	0.60	0.64	-21.0	-27.0	-8.0	
耐用品	4.0	13.0	37.0	0.00	0.75	0.67	1.0	-36.0	2.0	
非耐用品	19.0	-5.0	-12.0	0.10	0.26	0.50	61.0	-27.0	-4.0	
服务生产	289.0	245.0	116.0	0.64	0.38	0.35	-59.0	-75.0	-58.0	
批发业	2.1	10.7	6.9	0.21	0.27	0.13	-25.0	-7.0	25.0	
零售业	45.2	43.2	-42.9	0.08	0.71	0.08	-10.0	-5.0	-5.0	
运输仓储业	15.5	1.6	-10.5	0.60	0.63	0.67	-1.0	-13.0	-9.0	
公用事业	1.8	2.3	1.6	0.53	0.14	0.38	-70.0	-153.0	73.0	
信息业	15.0	18.0	17.0	0.02	0.16	0.90	-37.0	-88.0	44.0	
金融活动	8.0	13.0	4.0	0.56	0.36	0.50	7.0	-158.0	-173.0	
专业和商务服务	74.0	35.0	10.0	0.65	0.41	0.46	4.0	-27.0	-27.0	
教育和保健服务	112.0	84.0	110.0	0.65	0.15	0.06	1.0	-1.0	-2.0	
休闲和酒店业	11.0	38.0	10.0	0.42	0.33	0.33	0.0	0.0	0.0	
其他服务业	5.0	-1.0	10.0	0.52	0.55	0.32	-39.0	-113.0	28.0	
政府	36.0	55.0	30.0							

资料来源: BLS, Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn