

2024年02月04日

非农超预期回升或促使联储降息时点后移

——美国1月非农就业数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● 新增非农就业与平均薪资均上升较多

1. 新增非农继续上行，且前值经历较大幅上修

1月新增非农就业35.3万人，较2023年12月份初值上升13.7万，且高于市场预期。2023年12月、11月新增非农就业累计上修12.6万，主因非农数据经历了年度修正。根据BLS报告，修正后的2023年新增非农就业整体上升了35.9万，其中2023年10-12月共上修了18.6万。历史经验来看，1月非农数据或有一定的下修压力。趋势上看，近3个月份平均新增就业28.9人，较2023年10-12月份有所上行，显示当前美国就业市场仍然相当强劲。

2. 劳动参与率维持不变，失业率维持低位，薪资继续上升，但或有季节性扰动

1月美国劳动参与率录得62.5%，失业率为3.7%，均较2023年12月份未变。25-54岁区间劳动参与率均出现小幅上行，当前主力劳动人群就业意愿并不弱。

1月美国非农就业时薪同比上升4.5%，环比上升0.6%，均较2023年12月份上升0.2个百分点。但1月份周平均工作时长下降了0.2个小时至34.1小时，或与美国部分地区天气较恶劣有关。根据CEA的估算，若1月份各主要行业的总工作时间与12月份相同，那么1月份的工资同比增速将下降约0.1个百分点。

3. 劳动力供需关系边际趋紧，但仍处于再平衡中

从LOJTS数据来看，2023年12月份职位空缺数为902.6万人，较11月上升约10万人，职位空缺率为5.4%，与11月持平。目前每个求职者对应约1.44个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度并未有提升。

● 非农数据强劲回升或使联储降息时点延后

1月美国的非农数据大幅超过市场预期，其中亦有不少矛盾之处。但总体仍显示美国劳动力市场韧性较强，劳动力市场再均衡是一个长期的过程。

虽然新增就业（机构调查）继续大幅上升，但从家庭调查来看，总就业人数较2023年12月份仍减少了3.1万，与新增非农就业数据出现一定的矛盾，数据的真实性似乎存疑。但由于数据调查方法的不同，短期数据上出现不同并不罕见。此外，1月份整体就业人数减少幅度已经较2023年12月份（68.3万）大幅收窄，总体失业人数也减少了14.4万，说明当前美国劳动力市场并未继续大幅下行。此外，从堪萨斯联储构建的就业状况指数来看，2023年12月录得0.78，整体亦呈现出缓坡下行的态势。

从这个角度出发，不难理解美联储在1月FOMC会议上认为不会在3月份降息。在劳动力市场保持韧性、薪资同比增速难以以下行的情况下，通胀水平的回落基础并不稳固，这或是美联储主席鲍威尔表示需要更多的信心的原因。从当前的就业数据来看，我们认为会进一步推迟美联储实质性降息的时间节点，我们维持2季度是降息的第一个观察节点的判断，且有可能在6月份才开启第一次降息，后续降息节奏的不确定性亦较大，幅度上也会很灵活。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《美联储或将更加灵活务实地把握降息节奏——1月FOMC会议点评》-2024.2.1

《PMI有喜有忧，重视建筑业回踩的背后——兼评1月PMI数据》-2024.1.31

《商品房销售边际向下趋势延续——宏观周报》-2024.1.28

目 录

1、新增非农就业与平均薪资均上升较多	3
1.1、新增非农继续上行，且前值经历较大幅上修	3
1.2、劳动参与率维持不变，失业率维持低位	4
1.3、薪资同比增速继续上涨，但或有季节因素扰动	4
1.4、劳动力供需关系边际趋紧，但仍处于再平衡中	5
2、非农数据强劲回升或使联储降息时点延后	6
3、风险提示	7

图表目录

图 1：美国新增非农就业经历了较大幅度上修	3
图 2：1 月失业率不变、劳动参与率下降	4
图 3：1 月 25-54 岁等区间人口劳动参与率上升	4
图 4：1 月时薪增速同比、环比均上升	5
图 5：1 月美国周工作时长出现下降	5
图 6：采矿业、运输仓储业薪资同比增速较高	5
图 7：2023 年 12 月职位空缺数上升、空缺率不变	6
图 8：2023 年 12 月美国劳动力缺口略有提升	6
图 9：堪萨斯联储就业状况指数缓慢下行	7
表 1：1 月非农新增就业细项及变动	4

事件：美国公布1月最新就业数据。其中新增非农就业35.3万，高于市场预期的18.5万；失业率为3.7%，低于市场预期；平均时薪同比增长4.5%，高于市场预期。

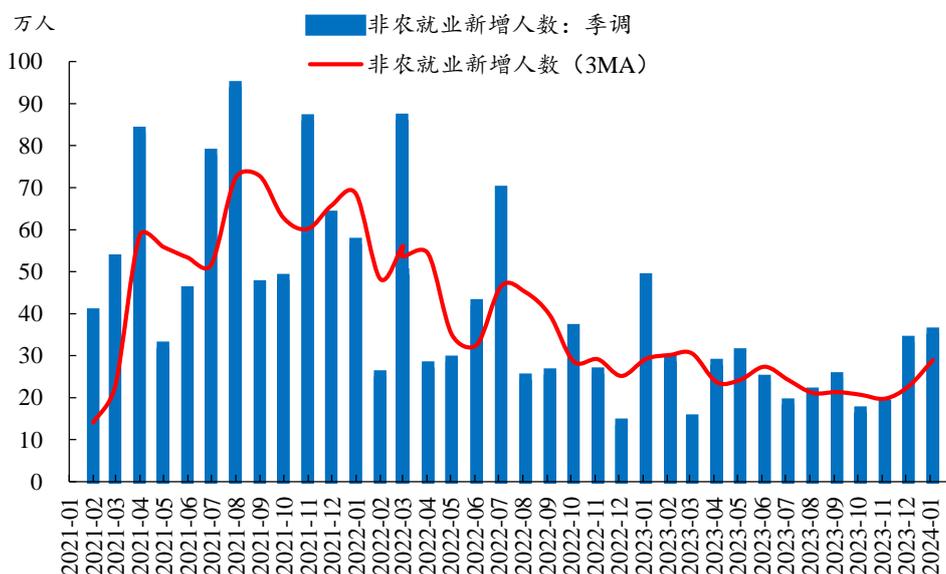
1、新增非农就业与平均薪资均上升较多

1.1、新增非农继续上行，且前值经历较大幅上修

1月新增非农就业35.3万人，较2023年12月份初值上升13.7万，且高于市场预期。2023年12月、11月新增非农就业累计上修12.6万，主因非农数据经历了年度修正¹。根据BLS报告，修正后的2023年新增非农就业整体上升了35.9万，其中2023年10-12月共上修了18.6万。历史经验来看，1月非农数据或有一定的下修压力。趋势上看，近3个月份平均新增就业28.9人，较2023年10-12月份有所上行，显示当前美国就业市场仍然相当强劲。

结构上看，私人部门新增就业有较大幅度提升，其中制造业、专业和商业服务、教育和保健服务新增就业上升较多。1月私人部门就业新增31.7万，政府就业新增3.6万。分行业来看，教育和保健服务、专业和商业服务、零售业新增就业较多，分别新增11.2万、7.4万、4.5万。此外，休闲和酒店业1月新增就业较2023年12月份回落较多，或与假期结束有关。教育和保健服务目前仍是新增就业的最主要行业，反映出美国服务业仍是当前经济的主要支撑。

图1：美国新增非农就业经历了较大幅度上修



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 详见：<https://www.bls.gov/news.release/empsit.nr0.htm>

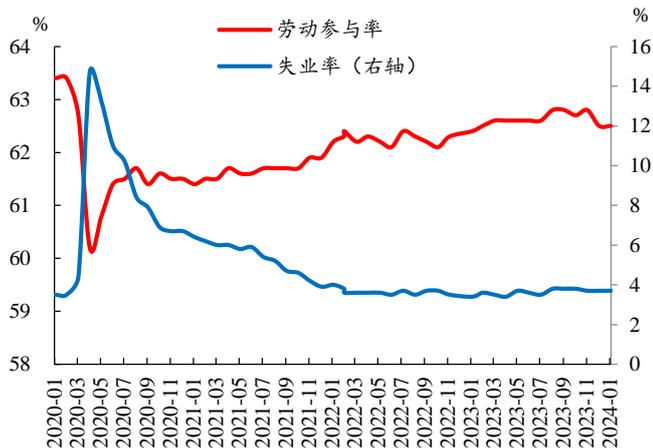
表1：1月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比(%)	较2023.12变化	2024-01	2023-12	2023-11	近3月平均
总体新增非农	100.0	20	353	333	182	289
私人部门	89.8	39	317	278	152	249
采矿业	-1.7	-7	-6	1	-4	-3
建筑业	3.1	13	11	24	15	17
制造业	6.5	15	23	8	25	19
批发业	0.6	-9	2	11	7	7
零售业	12.8	2	45	43	-43	15
运输仓储业	4.4	14	16	2	-11	2
公用事业	0.5	-1	2	2	2	2
信息业	4.2	-3	15	18	17	17
金融活动	2.3	-5	8	13	4	8
专业和商业服务	21.0	39	74	35	10	40
教育和保健服务	31.7	28	112	84	110	102
休闲和酒店业	3.1	27	11	38	10	20
其他服务业	1.4	6	5	-1	10	5
政府就业	10.2	19	36	55	30	40

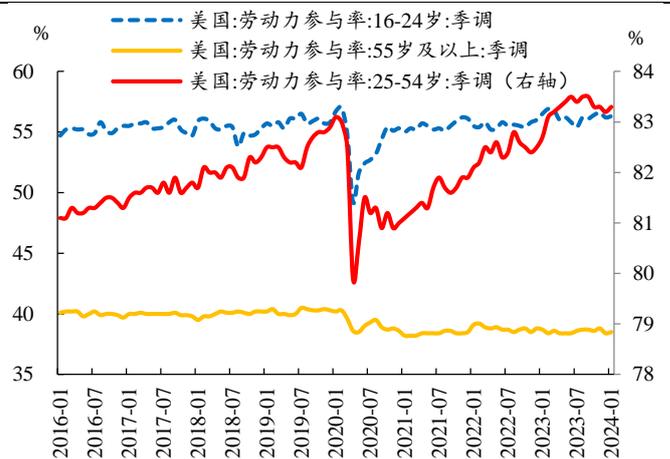
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率维持不变，失业率维持低位

1月美国劳动参与率录得62.5%，失业率为3.7%，均较2023年12月份未变。具体来看，1月份调查城市人口减少45.1万，劳动力人口减少17.5万。总就业人口下降3.1万，失业人口下降14.4万，导致失业率总体不变。从年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率均出现小幅上行，显示当前主力劳动人群就业意愿并不弱。失业率方面，白人、亚裔失业率有所下行，黑人失业率有所上行。1月劳动参与率与失业率均维持不变，显示当前美国劳动力市场仍相对有韧性。

图2：1月失业率不变、劳动参与率下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

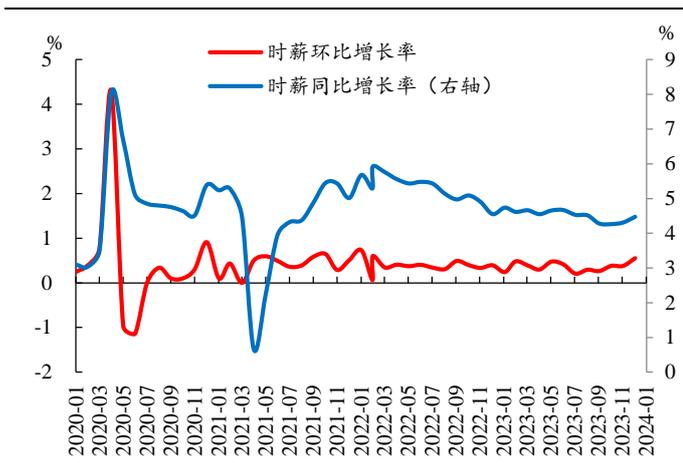
图3：1月25-54岁等区间人口劳动参与率上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

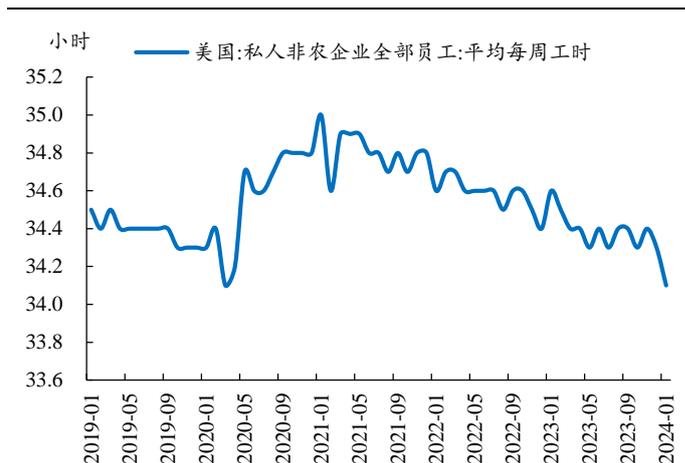
1.3、薪资同比增速继续上涨，但或有季节因素扰动

1月美国非农就业时薪录得34.55美金，同比上升4.5%，环比上升0.6%，均较2023年12月份上升0.2个百分点。具体来看，采矿业、其他服务业、运输仓储薪资同比增长较多，采矿业、专业和商业服务、教育和保健服务薪资环比增长较多。总的看，专业和商业服务环比与同比均有较多上升，或是整体薪资同比、环比增速微升的重要支撑。

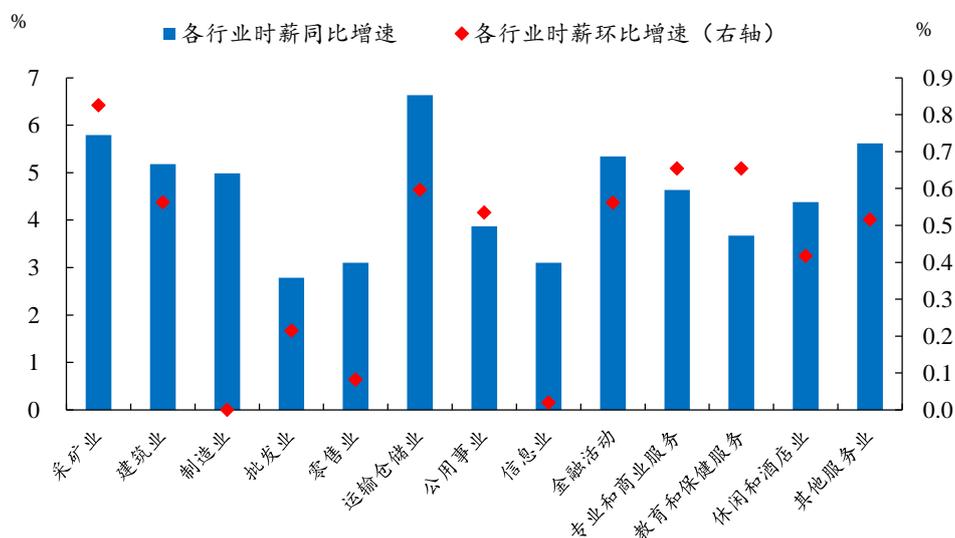
我们认为，从劳动参与率和失业率的变化来看，后续薪资增速预计将保持相对高位，但继续反弹风险并不大。事实上，1月份周平均工作时长下降了0.2个小时至34.1小时，这或与美国部分地区天气较恶劣有关，并带动平均薪资有较多提升。根据CEA的估算，若1月份各主要行业的总工作时间与12月份相同，那么1月份的工资同比增速将下降约0.1个百分点²。不过若失业率持续处于低位，薪资增速或仍将保持一定的增速，2023年12月亚特兰大工资增长指数（3MA）录得5.2%。连续4个月未出现下降，值得我们后续继续关注。

图4：1月时薪增速同比、环比均上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：1月美国周工作时长出现下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

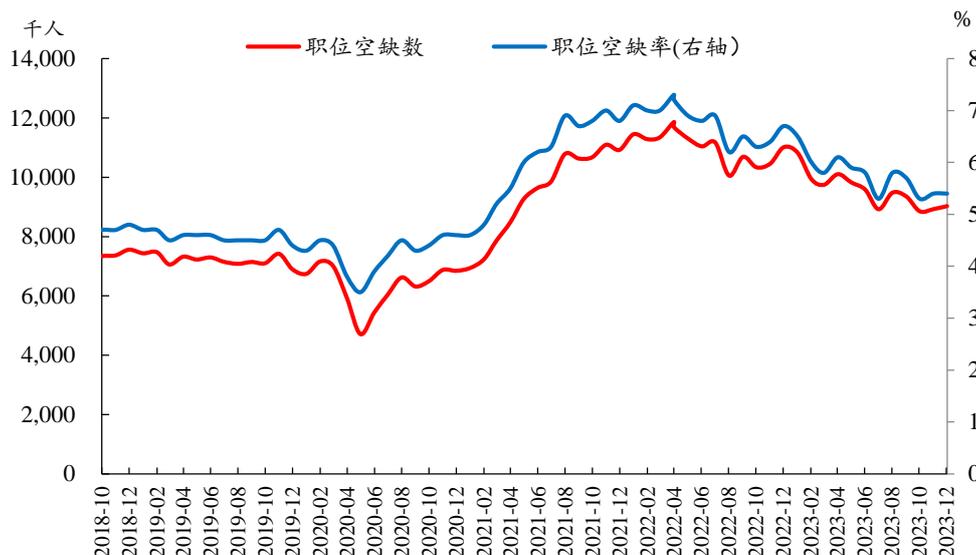
图6：采矿业、运输仓储业薪资同比增速较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、劳动力供需关系边际趋紧，但仍处于再平衡中

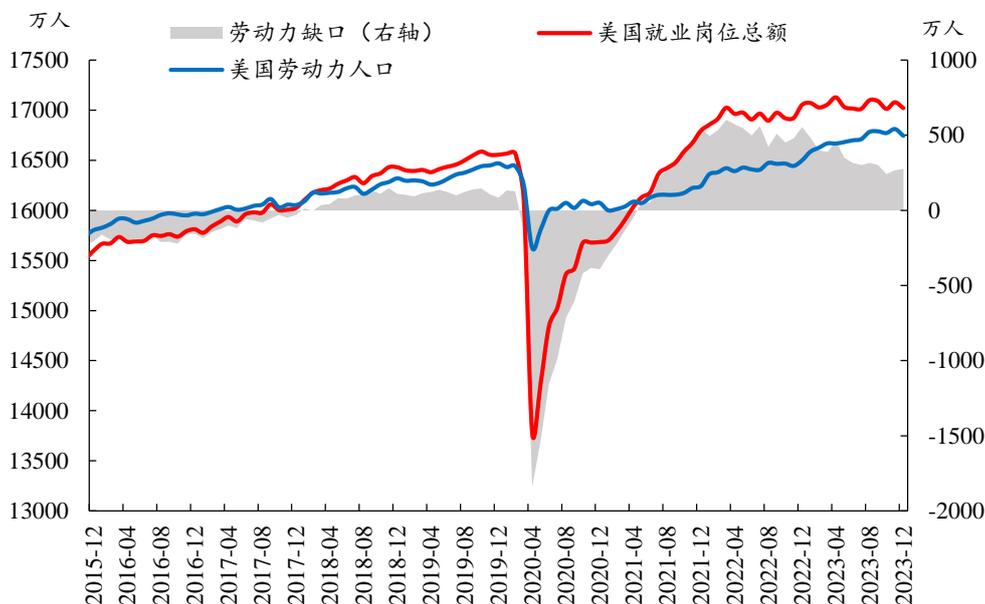
从LOJTS数据来看，2023年12月份职位空缺数为902.6万人，较11月上升约10万人，职位空缺率为5.4%，与11月持平。目前每个求职者对应约1.44个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度并未有提升。同时，职工主动离职率录得2.2%，较11月份持平，或表明当前企业与员工的招人/换工作的意愿并未有提升。

² <https://www.whitehouse.gov/cea/written-materials/2024/02/02/the-january-2024-employment-report-explaining-that-big-upside-surprise/>

图7：2023年12月职位空缺数上升、空缺率不变


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，2023年12月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较11月上升9.4万至275.8万，稍有提升，整体劳动力市场供需关系较2023年初大幅缓解。不过较历史数据来看仍较高，随着劳动力市场再平衡的过程持续，后续有望继续降低。总的看，劳动力市场供需更加平衡仍是较为确定的趋势。

图8：2023年12月美国劳动力缺口略有提升


数据来源：Fred、开源证券研究所

2、非农数据强劲回升或使联储降息时点延后

1月美国的非农数据大幅超过市场预期，其中亦有不少矛盾之处。但总体仍显示美国劳动力市场韧性较强，劳动力市场再均衡是一个长期的过程。

虽然新增就业（机构调查）继续大幅上升，但从家庭调查来看，总就业人数较2023年12月份仍减少了3.1万，与新增非农就业数据出现一定的矛盾，数据的真

实性似乎存疑。但由于数据调查方法的不同，短期数据上出现不同并不罕见。此外，1 月份整体就业人数减少幅度已经较 2023 年 12 月份（68.3 万）大幅收窄，总体失业人数也减少了 14.4 万，说明当前美国劳动力市场并未继续大幅下行。此外，从堪萨斯联储构建的就业状况指数来看，2023 年 12 月录得 0.78，整体亦呈现出缓坡下行的态势。

图9：堪萨斯联储就业状况指数缓慢下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为，结合美国 2023 年 4 季度 GDP 数据以及 1 月份 ISM 制造业 PMI 数据来看，劳动力市场的韧性是当前美国经济的最关键支撑，从 1 月份就业数据来看，这种韧性还在延续，美国经济软着陆的概率进一步提升。

从这个角度出发，不难理解美联储在 1 月 FOMC 会议上认为不会在 3 月份降息。在劳动力市场保持韧性、薪资同比增速难以下行的情况下，通胀水平的回落基础并不稳固，这或是美联储主席鲍威尔表示需要更多的信心的原因。（详见《美联储或将更加灵活务实地把握降息节奏——1 月 FOMC 会议点评》）从当前的就业数据来看，我们认为会进一步推迟美联储实质性降息的时间节点，我们维持 2 季度是降息的第一个观察节点的判断，且有可能在 6 月份才开启第一次降息，后续降息节奏的不确定性亦较大，幅度上也会很灵活。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年12月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn