

薪资就业数据或推迟联储降息时点

——美国1月非农就业数据点评

作者

分析师：樊磊
执业证书编号：S0590521120002
邮箱：fanl@glsc.com.cn
分析师：王博群
执业证书编号：S0590524010002
邮箱：wangboq@glsc.com.cn

事件：

美国1月失业率维持3.7%，强劲就业数据既验证了美国短期需求仍然强劲，也构成了对短期消费和总需求的支撑；同时工资通胀的超预期让美联储1月会议提到的降息前提“通胀下降信心”面对更大不确定性。我们维持美联储不会在3月降息的预判。

➤ 失业率维持低位，劳动参与率不变

美国1月失业率维持3.7%，持平上月，低于一致预期。失业率自2022年1月达到4%后，已经连续24个月低于4%。失业率维持低位再次说明美国劳动力市场韧性较高。根据Sahm法则失业率维持低位让衰退的可能又小了一些。职位空缺数略微回升，回到900万以上。劳动参与率1月62.5%，持平上月。年龄结构上，16-19岁人群的劳动参与率下降较大，另外3个年龄组的劳动参与率较上月上升。

➤ 非农就业新增超过30万，仅1个行业负增长

1月非农就业季调后增加35.3万人，高于预期18.5万人，几乎高于所有分析师的预期。虽然2023年其他月数据多数都是下修，12月数据的第一次修正也上修11.7万人，显示近期就业强劲。非季调非农环比1月下降263.5万，高于2023年1月以及2019年前3年1月的平均。这样看，1月的就业数据即使去除季节因素的影响，可能也是偏强的。从行业结构看，1月就业减少的部门仅1个。

➤ 时薪增长重回4.5%，8个行业实际工资实现增长

1月平均时薪同比增长4.5%，高于上月，环比增长0.6%，高于预期的0.3%，是预期的近2倍。时薪增幅上行，工资通胀压力再增。每周工作时间降至34.1小时，是新冠2020年3月之后最低水平。以CPI增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀共有8个行业，本月首次超过半数行业时薪增长跑赢了通胀，剩下行业时薪增长还没能跑赢通胀。

➤ 降息的迫切性较低，而降息的通胀风险或较高

就业数据的整体表现意味着美国总需求和就业市场或仍较强，短期消费或也有较好支撑。工资上行压力大还可能意味着美国工资通胀的韧性犹存。在这种情况下，市场认为美联储3月降息的概率下降。我们也继续维持联储或不会在3月降息的判断。

风险提示：美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

相关报告

- 1、《非农同比下行或将呈L型：——美国12月非农就业数据点评》2024.01.07
- 2、《为何我们预测2024年美国或超预期？：——宏观周专题》2023.12.31

正文目录

1. 失业率仍为 3.7%，就业市场仍较强	4
1.1 失业率不变	4
1.2 劳动参与率持平	5
2. 非农就业增长大超预期	7
2.1 非农就业增长大超预期	8
2.2 仅 1 个行业就业减少	12
2.3 非农存量就业总体恢复	14
2.4 非农分行业存量就业仍存在差异	15
3. 时薪增长 4.5%，通胀压力再增	16
3.1 时薪增长较上月上升，工时再降	16
3.2 分行业时薪：8 个行业跑赢通胀	18
4. 职位空缺数又回升，回到 900 万以上	19
4.1 职位空缺等数据也较强	19
4.2 初次申请失业金 21 万人	21
5. 投资建议：降息迫切性较低，通胀风险或较高	22
6. 风险提示	23

图表目录

图表 1：近 3 年美国失业率(%)	4
图表 2：美国历史失业率(%)	4
图表 3：12 月 FOMC 经济预期概要(SEP)中位数	5
图表 4：Sahm 法则失业率平均值(%)	5
图表 5：Sahm 法则	5
图表 6：疫情以来美国劳动参与率(%)	6
图表 7：历史美国劳动参与率(%)	6
图表 8：16-19 岁人群劳动参与率(%)	7
图表 9：20-24 岁人群的劳动参与率(%)	7
图表 10：25-54 岁人群劳动参与率(%)	7
图表 11：55 岁以上人群的劳动参与率(%)	7
图表 12：非农就业数据的市场预期	8
图表 13：环比新增非农就业(万人)	9
图表 14：疫情后环比新增非农就业(万人)	9
图表 15：近几年 1 月的非季调非农(万人)	10
图表 16：近几年 12 月加 1 月的非季调非农(万人)	10
图表 17：新增非农就业(万人)	11
图表 18：新增非农就业修正变化(万人)	11
图表 19：疫情前同比新增非农就业(万人)	12
图表 20：疫情后同比新增非农就业(万人)	12
图表 21：环比新增非农就业(万人)	12
图表 22：12 月平均环比新增非农就业(万人)	12
图表 23：1 月新增非农就业分行业(单位:万人)	13
图表 24：1 月累积新增非农就业分行业(单位:万人)	14
图表 25：非农就业总人数(单位:百万人)	14
图表 26：1 月美国存量非农就业分行业(单位:百万人)	15
图表 27：1 月美国存量非农就业分行业(单位:万人)	16
图表 28：非农全部员工时薪同比(%)	17

图表 29:	非农全部员工时薪环比(%)	17
图表 30:	工资通胀拆解, 工资=时薪*工时 (对数化结果)	18
图表 31:	时薪分行业	19
图表 32:	职位空缺数 (万人)	20
图表 33:	职位空缺率(%)	20
图表 34:	空缺失业比	20
图表 35:	当周初次申请失业金人数 (万人)	21
图表 36:	持续领取失业金人数 (万人)	21
图表 37:	月均值: 当周初次申请失业金人数 (万人)	21
图表 38:	美国股市收盘的反应(%)	22
图表 39:	美国国债利率收盘变化(基点)	22
图表 40:	美联储 3 月会议加息概率(%)	23

1. 失业率仍为 3.7%，就业市场仍较强

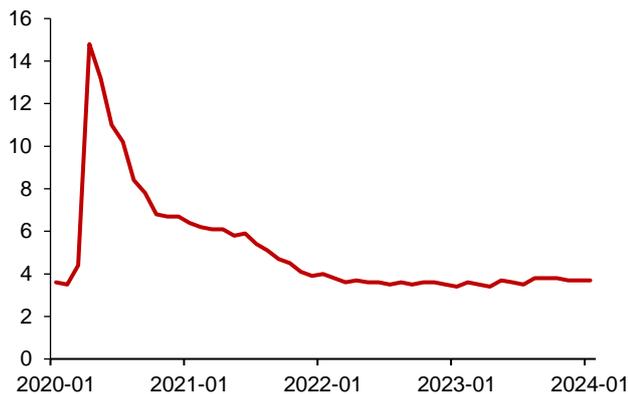
失业率维持低位，劳动参与率持平，整体就业市场仍较具有韧性，失业率实际数据仍好于美联储 12 月经济预期概要的预期水平。本轮美联储加息到目前为止，通胀已经较高点显著回落，但还没有付出多少失业率的代价。

1.1 失业率不变

1 月失业率为 3.7%，低于预期，和上月持平，预期 3.8%，劳动力市场的韧性仍强。失业率数据好于美联储 12 月的预期，对美联储降息来讲，或让降息的时点或再往后推移。

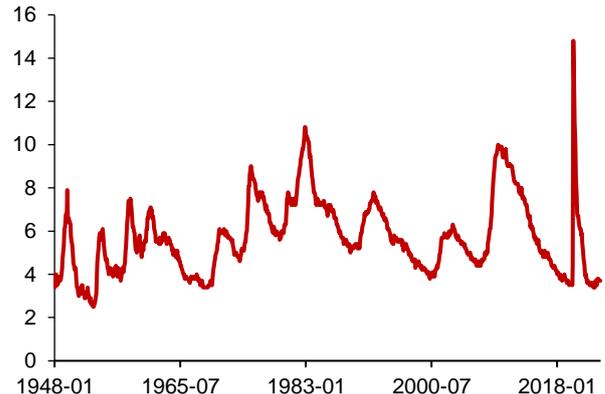
美国 1 月失业率为 3.7%，低于预期，和上月持平，预期 3.8%，连续 3 月维持 3.7% 的低位。失业率自 2022 年 1 月达到 4% 后，已经连续 24 个月低于 4%。失业率在疫情后的 4 月上升到 14.7% 的最高点，然后一路回落，最低到过 3.5%。

图表1：近 3 年美国失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：美国历史失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

对比美联储 12 月公布的经济预期概要，美联储当时认为到 2023 年底失业率为 3.8%，2024 年上升到 4.1%。从失业率的角度来看，就业市场的表现较美联储的预期略好。2023 年全年实际的平均失业率为 3.6%。1 月实际的失业率略低于美联储 12 月关于 2023 的预期也低于 2024 年的预期，

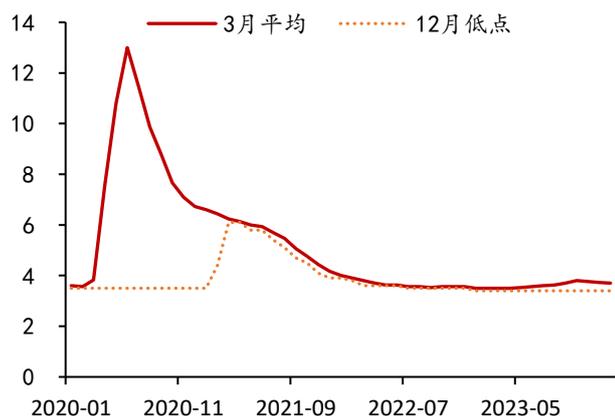
图表3：12月FOMC经济预期概要(SEP)中位数

变量	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP	2.6%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
9月会议	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
失业率	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
9月会议	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
PCE通胀	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
9月会议	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀	3.2%	2.4%	2.2%	2.0%	
9月会议	3.7%	2.6%	2.3%	2.0%	
政策利率	5.4%	4.6%	3.6%	2.9%	2.5%
9月会议	5.6%	5.1%	3.9%	2.9%	2.5%
注：数字颜色含义	变差	变好	不变		

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

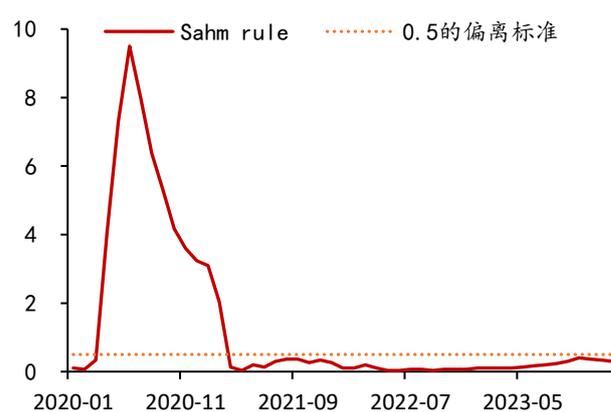
美国1月失业率的数据显示近3月的均值较近12个月的低点上升了0.3%，上月是0.33%。根据Sahm法则，如果这个数值超过了0.5%时，那么经济就即将步入衰退。根据Sahm法则失业率维持低位让衰退的可能又小了一些。

图表4：Sahm法则失业率平均值(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：Sahm法则



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 劳动参与率持平

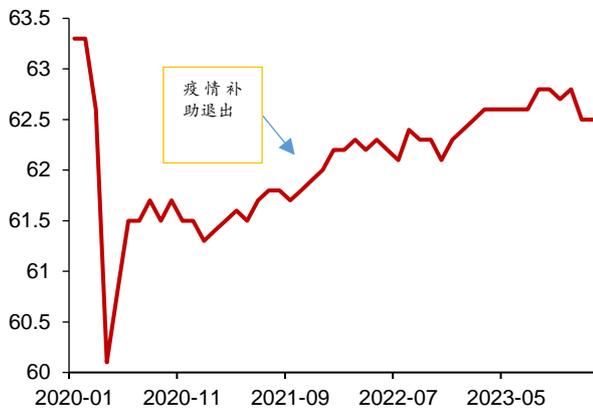
劳动参与率与上月持平。和疫情前水平差距较大的仍然是55岁以上人群，较疫

情前高点有 2% 的差距

1.2.1 劳动参与率

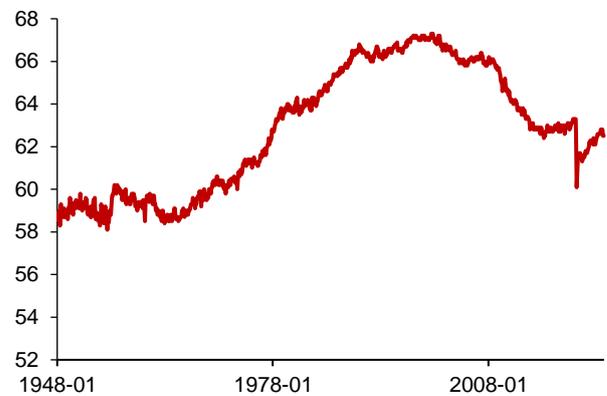
1 月劳动力参与率为 62.5%，和 12 月 62.5% 持平，距离疫情前的高点 63.3%，还有 0.8pct 的差距。

图表6：疫情以来美国劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：历史美国劳动参与率(%)

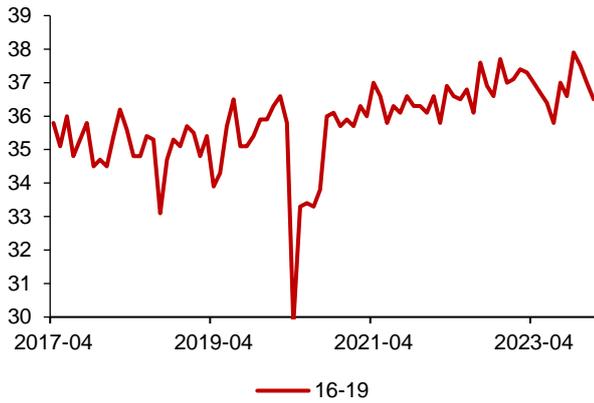


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2.2 劳动参与率结构

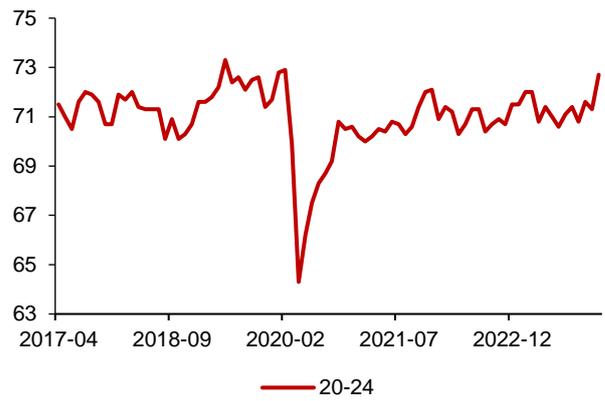
从劳动参与率年龄结构的分解来看,1 月份 16-19 岁人群的劳动参与率下降 0.5%，其余 3 个年龄组的劳动参与率都较上月上升，其中 20-24 岁人群的劳动参与率上升 1.4%。和疫情前水平差距较大的仍然是 55 岁以上人群，较疫情前高点有 2% 的差距。

图表8：16-19 岁人群劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：20-24 岁人群的劳动参与率(%)



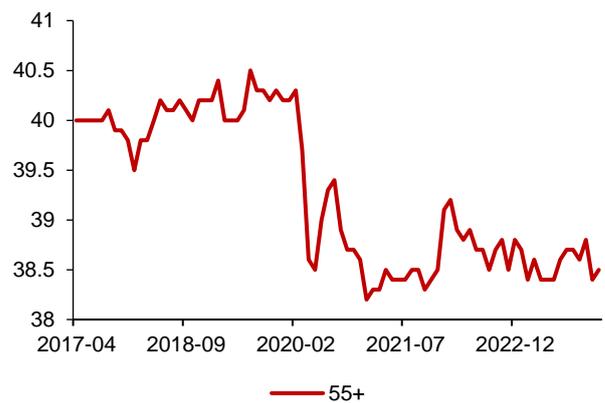
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：25-54 岁人群劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：55 岁以上人群的劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 非农就业增长大超预期

1 月新增非农大超预期，高于多数分析师预测，12 月数据罕见上修。非农数据从同比变化上观察，偏强的趋势或将持续。同比就业增长 1 月较 12 月略微下降，但仍高于 11 月。但是 12 月非季调的同比增长或是一个重要的拐点，它结束了自 2022 年 3 月开始的连续 21 个月的逐月下行，转而出现了较上月的增长。仅 1 个行业就业减少，多数行业都实现就业的增长，就业的增长并不是集中特定的少数行业。休闲酒店业等仍未恢复到疫情前水平，服务业就业可能仍有恢复的空间。

2.1 非农就业增长大超预期

新增非农就业大超预期，新增就业 35.3 万人，是普遍预期的接近 2 倍，就业增长强劲。12 月数据的第一次修正也上修 11.7 万人。1 月非季调的非农同比增长 293.8 万，月均 24.5 万，上月为 305 万；季调同比增长 292.7 万人，月均 24.4 万，上月 305.6 万人。

2.1.1 新增非农就业总量

美国 1 月非农新增就业 35.3 万人，高于预期的 18.5 万人，几乎高于所有分析师的预期，是普遍预期的接近 2 倍，也高于上月，上月初值 21.6 万人，修正后为万人。华尔街主要投行对于非农预测的分歧也不小，最低预测 15 万，最高预测是 29 万。

图表 12：非农就业数据的市场预期

华尔街投行1月非农数据预测			
投行名称	新增就业人数	失业率	平均时薪同比
加拿大丰业银行	22万	3.80%	4.20%
摩根士丹利	21.5万	3.70%	4.10%
野村证券	16万	3.80%	/
富国银行	15.5万	3.80%	/
法国兴业银行	16.5万	3.80%	/
ING	20万	3.80%	4.10%
高盛	25万	3.70%	4.00%
美银美林	17.5万	3.70%	/
加拿大皇家银行	19.5万	3.80%	4.20%
道明证券	23万	3.80%	4.00%
汇丰	19万	3.80%	4.10%
法国巴黎银行	22万	3.80%	4.10%
巴克莱	20万	3.80%	4.10%
花旗	24万	3.90%	4.10%
劳埃德银行	20万	3.70%	4.10%
凯投宏观	15万	3.80%	4.10%
桑坦德银行	28.5万	3.70%	/
摩根大通	22.5万	3.70%	4.10%
德意志银行	20万	3.80%	4.00%
瑞银	29万	3.80%	/
综合预期	18.5万	3.80%	4.10%
前值	21.6万	3.70%	4.10%

制表: 华尔街见闻

资料来源：华尔街见闻，国联证券研究所

由于美国年底是假期和购物季，感恩节和圣诞假期都是在这个时候，所以这段时间的数据受季节性影响也较大。非季调的非农环比1月下降了263.5万，而2023年1月下降了252.3万，疫情前自2019年的前3年均值是下降297.5万人。从非农就业的数据看，年末到年初的季节性波动的模式大致是：在假期和购物季之前会新增非农会增加，然后随着假期和购物季结束新增非农会减少。

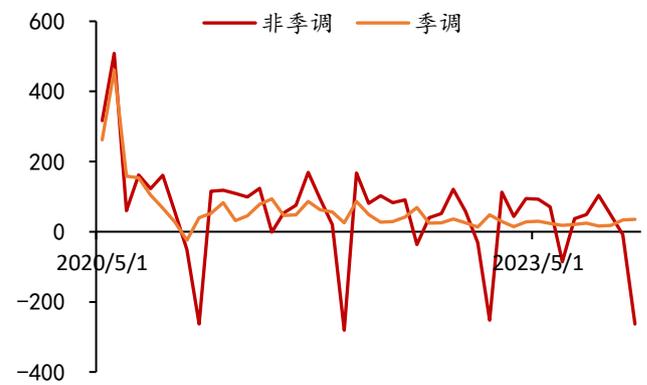
对比疫情前几年的情况来看，1月的就业数据即使去除季节因素的影响，可能也是偏强的。

图表13：环比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

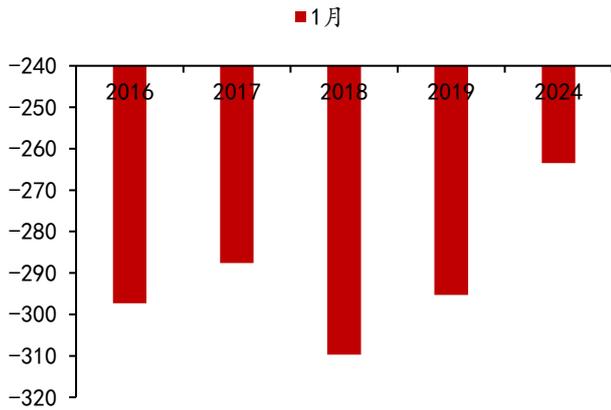
图表14：疫情后环比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

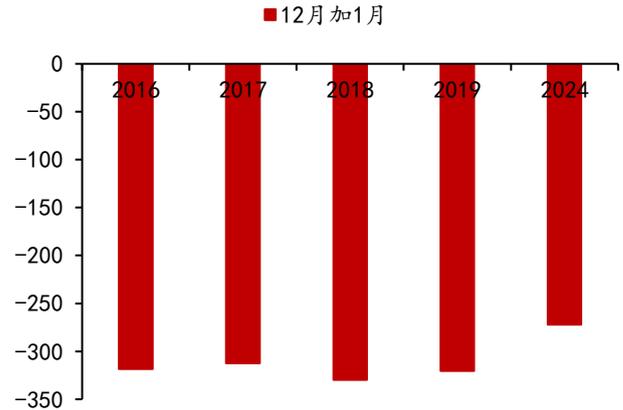
由于其实假期和购物季对12月和1月的影响是一个持续的过程，可以把两个月合起来观察。12月和1月加起来看2024年的非季调非农就业减少也略低于前几年。

图表15: 近几年1月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表16: 近几年12月加1月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

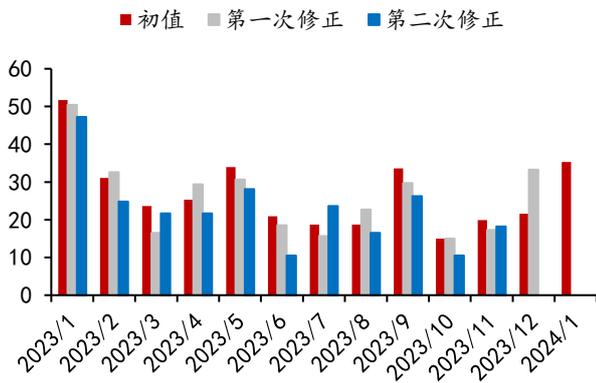
2.1.2 新增非农就业数据修正

12月的新增就业第一次修正人数上修到33.3万人, 相较初值上修了11.7万人, 是2023年1到12月中第一次修正上修最多的一个月。

2023年以来新增非农第二次修正相对于初值的变化向下修正的居多, 2023年除了7月是向上修正, 到11月为止其他都是向下修正。其中6月份的修正幅度最大, 初值是20.9万, 而第二次修正后变成了10.5万, 向下修正了10.4万。12月有可能成为第二个第二次修正相对于初值上修的月份。

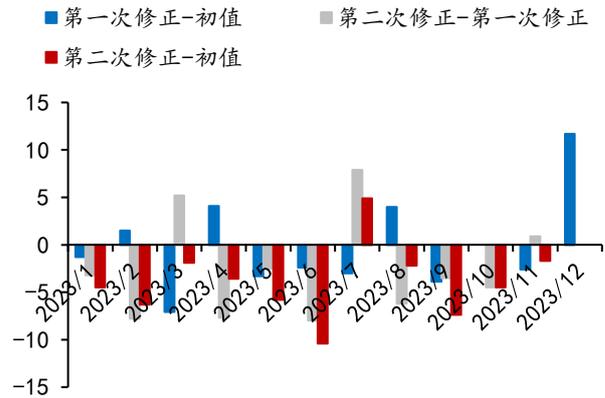
11月的新增就业第二次修正略微上修, 第二次修正后变成了18.2万人, 但是较初次公布仍然是下降了1.7万人。

图表17：新增非农就业(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

图表18：新增非农就业修正变化(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

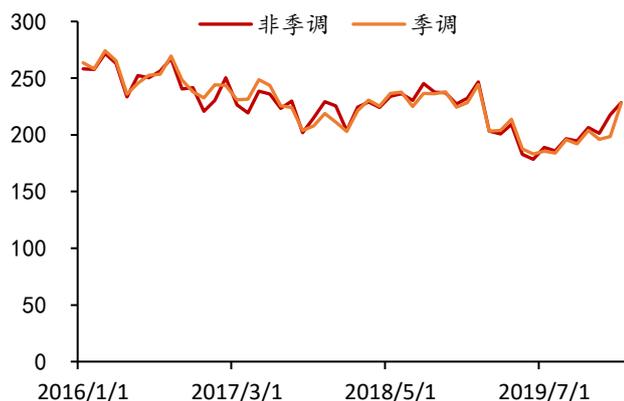
2.1.3 新增非农就业同比

从同比增长的数据看，1月非季调的非农同比增长293.8万，月均24.5万，上月为305万；季调同比增长292.7万人，月均24.4万，上月305.6万人¹。同比就业增长1月较12月略微下降，但仍高于11月。但是12月非季调的同比增长或是一个重要的拐点，它结束了自2022年3月开始的连续21个月的逐月下行，转而出现了较上月的增长。

疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间，季调同比就业增长还有约290万人。我们之前对同比新增就业数每个月的预测都在被上调反应出新增就业一直整体在超预期。目前来看，同比新增就业这个角度数据衡量的劳动力市场的热度仍然略高于疫情前的水平。

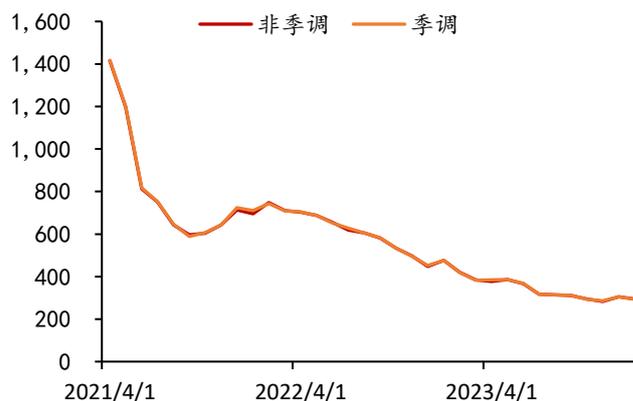
¹ 同比的增长不会被季节调整影响，另外同比数据相当于考虑了12个月的变化，也更不易受一两个月数据波动的影响。

图表19: 疫情前同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

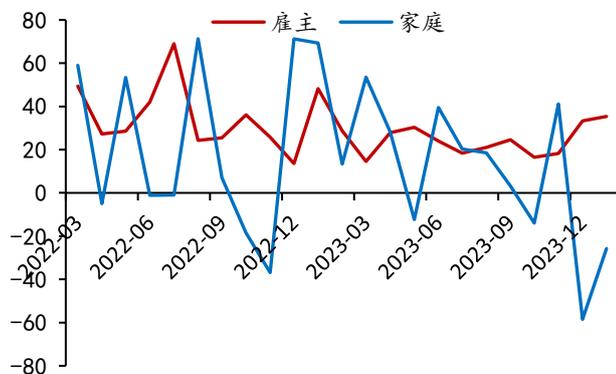
图表20: 疫情后同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

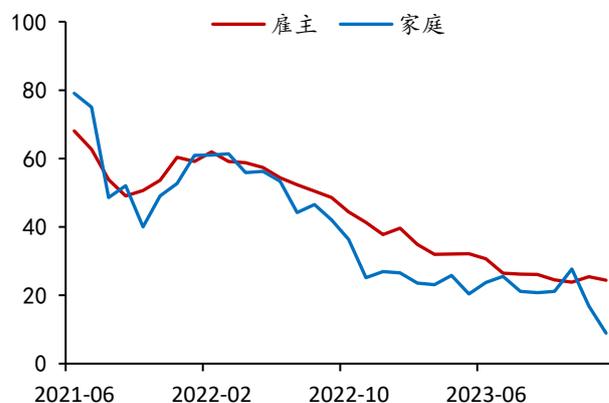
另外一个观察角度来自于对雇主调查和家庭调查的对比, 雇主调查显示 1 月非农就业增长 35.3 万人, 而家庭调查计算的非农就业增长为下降 25.8 万人。雇主调查和家庭调查的差异仍然较大, 从 12 月平均的角度看家庭调查显示的就业市场热度更低一些。

图表21: 环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22: 12月平均环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 仅 1 个行业就业减少

分行业看, 1 月仅 1 个行业就业减少。

2.2.1 新增非农分行业

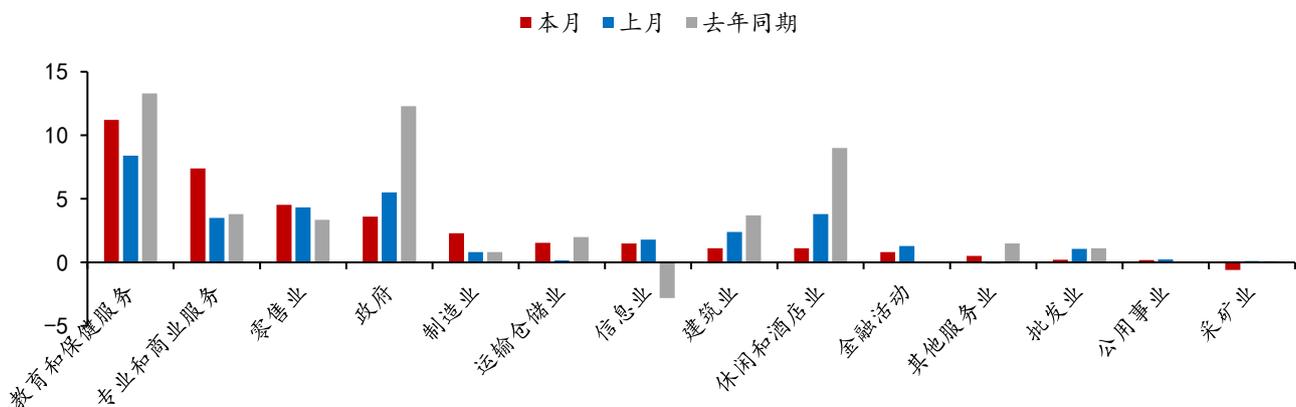
从新增非农就业的行业结构看，1月就业减少的部门仅一个，12月就业减少的部门有4个。采矿业减少0.6万人，其他行业就业则实现增长。

在就业增长的私人部门行业中，最大增幅前三的行业为教育和保健服务、专业和商业服务业和零售业，最大增幅前三个行业加起来的新增就业占到1月全部新增就业的65%，集中度本月和上月接近。本月休闲和酒店业的增长跌出前三较多。

具体数字上来看，教育和保健服务新增11.2万人，其次是专业和商业服务业新增7.4万人，零售业新增4.52万人。

其他行业中，制造业增加2.3万人，运输仓储业增加1.6万，信息业增加1.5万人，建筑业增加1.1万人，休闲和酒店业增加1.1万人，金融活动业增加0.8万人，其他服务业增加0.5万人，批发业增加0.2万人，公用事业增加0.2万人。另外政府新增3.6万人。如果去除政府的话，私人部门的新增就业1月为28万人。

图表23：1月新增非农就业分行业(单位:万人)

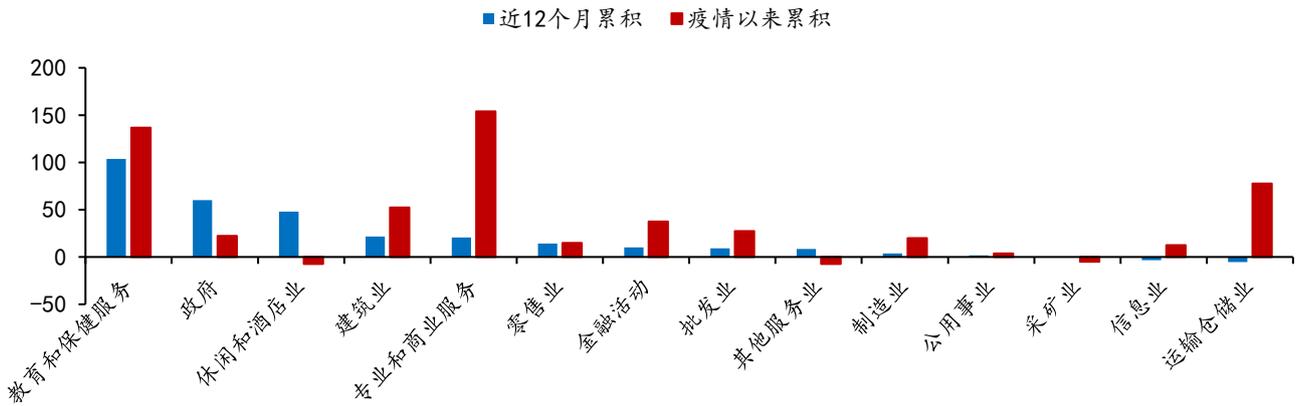


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2.1 新增非农分行业累积增长

从分行业累积的就业增长来看，近12个月新增就业最大增幅来自教育和保健服务，近12个月新增就业103.7万，休闲和酒店业近12个月新增就业47.9万人，仅次于教育和保健服务，除了信息业和运输仓储业外所有行业都为正增长。

图表24：1月累积新增非农就业分行业（单位：万人）



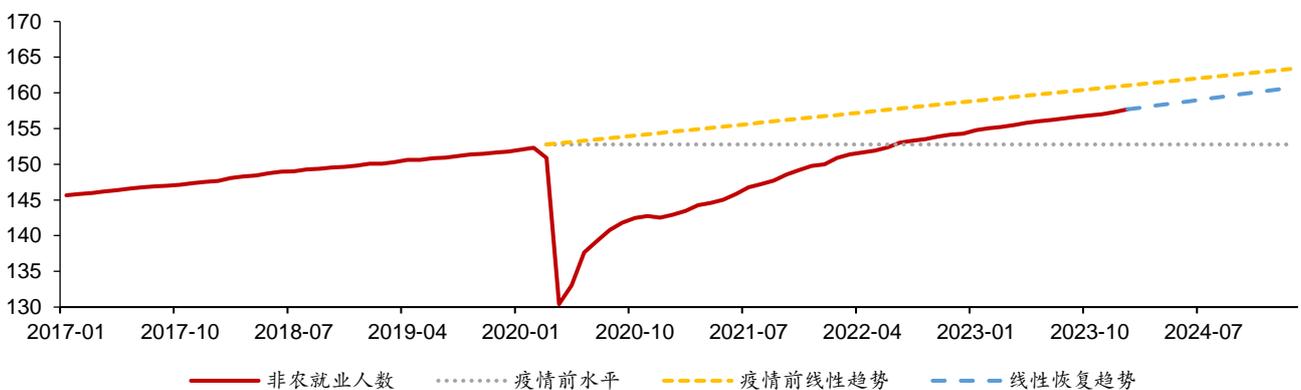
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.3 非农存量就业总体恢复

1月份的美国非农就业总人数为 1.577 亿人，比 2020 年 2 月疫情前创下的历史新高多 539 万人。非农就业在 2022 年 6 月就已经超过了疫情前的历史新高。

相比疫情前的线性趋势，1月份的美国非农就业存量仍有明显的差距。最近恢复速度逐渐减慢，近 12 个月的就业增长速度，图中的斜率不断在下降。按照近 12 个月的就业增长速度线性外推的话，存量的就业在 2025 年初仍无法追上疫情前的趋势，存在约 260 万的差距。

图表25：非农就业总人数（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.4 非农分行业存量就业仍存在差异

休闲和酒店业就业人数较疫情前仍有 7.5 万人左右的缺口，恢复得最好的专业和商业服务行业已经是超过疫情前水平 154 万人。

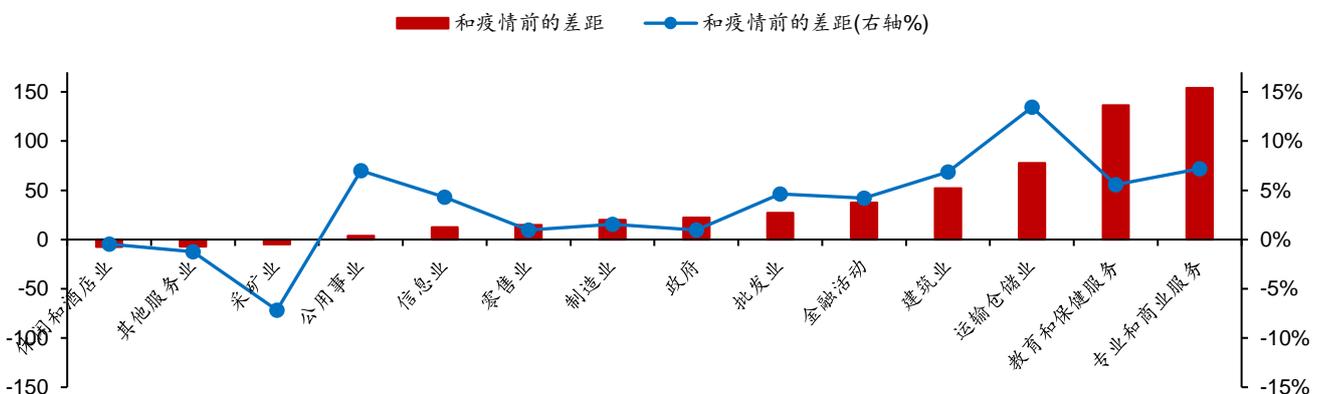
2.4.1 非农存量就业分行业

虽然总量上非农就业已经超过疫情前，是疫情前的 103.5%；从分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况仍有差异，到 1 月为止还有 3 个行业没有完全修复，和上月持平，零售业的就业也较疫情前略高了。差距最大的休闲和酒店业就业人数较疫情前仍有 7.5 万人左右的缺口（下图中显示为负值）。

和疫情前相比的缺口人数次之的行业为其他服务业和采矿业，其中采矿业的缺口虽然只有 5 万人，但是缺口的比例最高，达到了 7.2%。和疫情前相比有待恢复比例差距其次的行业是其他服务业和休闲和酒店业。

剩下的其他行业都已经恢复到略超过疫情前水平。恢复得最好的专业和商业服务行业已经是超过疫情前水平 154 万人；恢复比例最高的运输和仓储业已经是疫情前水平的 113.4%。

图表26：1月美国存量非农就业分行业（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.4.2 非农存量就业分行业增速

分行业存量就业的增速来看，私人部门里教育和保健服务业的同比增速最快，其次是公用事业和休闲和酒店业；政府就业的增速也较快。从环比上看，增速最快的是信息业，其次是教育和保健服务业，接下来是专业和商业服务业。

图表27：1月美国存量非农就业分行业（单位万人）

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的差距(右轴%)
休闲和酒店业	1682.4	1681.3	1634.5	0.1%	2.9%	-8	-0.4%
其他服务业	586.8	586.3	578.4	0.1%	1.5%	-7	-1.2%
采矿业	63.5	64.1	63.1	-0.9%	0.6%	-5	-7.2%
公用事业	58.55	58.37	56.84	0.3%	3.0%	4	7.0%
信息业	303.2	301.7	306.7	0.5%	-1.1%	13	4.3%
零售业	1565.88	1561.36	1551.83	0.3%	0.9%	15	1.0%
制造业	1297.9	1295.6	1294.2	0.2%	0.3%	20	1.6%
政府	2309.1	2305.5	2249	0.2%	2.7%	22	1.0%
批发业	616.49	616.28	607.45	0.0%	1.5%	27	4.6%
金融活动	924.8	924	914.5	0.1%	1.1%	38	4.2%
建筑业	813.7	812.6	792.1	0.1%	2.7%	52	6.9%
运输仓储业	655.6	654.05	660.94	0.2%	-0.8%	78	13.4%
教育和保健服务	2594.3	2583.1	2490.6	0.4%	4.2%	137	5.6%
专业和商业服务	2297.8	2290.4	2277.1	0.3%	0.9%	154	7.2%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 时薪增长 4.5%，通胀压力再增

时薪增长超预期，重新回到 4.5%。时薪的增长有助实际工资的上涨，分行业看共 8 个行业时薪跑赢通胀，在 13 个行业中首次过半，剩下的行业的时薪增长还低于通胀。

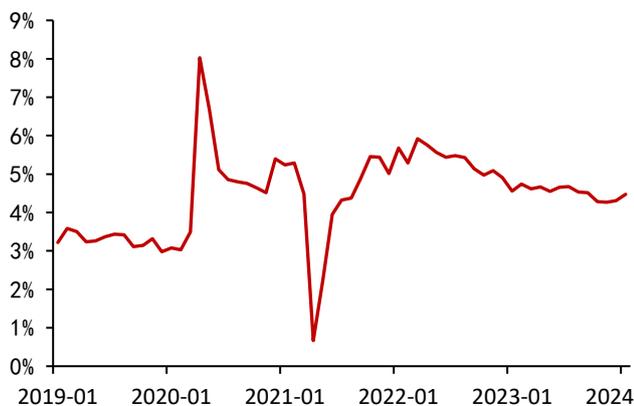
3.1 时薪增长较上月上升，工时再降

工资通胀的压力再次上升。1 月份平均时薪同比增长 4.5%，较上月 4.3% 上升，高于预期；环比增长 0.6%，高于预期的 0.3%，是预期的近 2 倍，每周工作时间 34.1 小时。

3.1.1 总体时薪

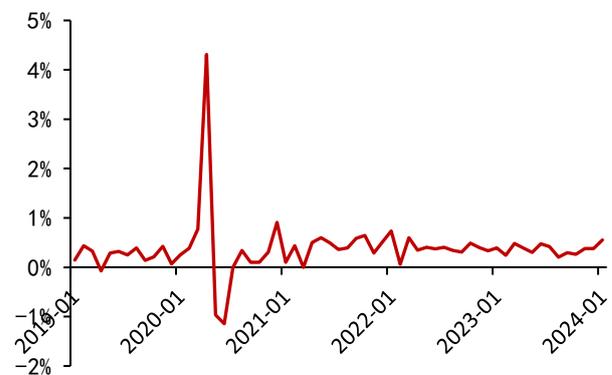
1 月份平均时薪同比增长 4.5%，较上月 4.3% 上升，高于预期；环比增长 0.6%，高于预期的 0.3%，是预期的近 2 倍，也高于上月。1 月时薪的增长略超预期，仍未回到实现美联储通胀目标需要的水平，美联储在 3 月就降息的前景被削弱。每周工作时间 1 月为 34.1 小时，是新冠 2020 年 3 月之后最低水平，接近 2020 年 3 月最低的 34 小时，较上月 34.3 小时下降。

图表28：非农全部员工时薪同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表29：非农全部员工时薪环比(%)



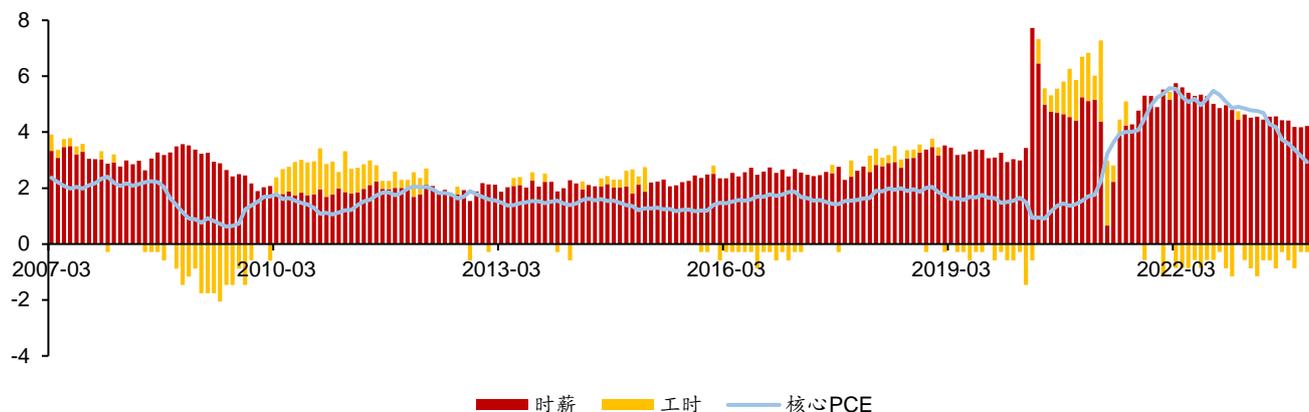
资料来源：Wind，国联证券研究所

3.1.2 时薪和工时

工资通胀整体和核心 PCE 通胀都延续下行的迹象，但是服务通胀仍高，成为主要的通胀风险因素。周工资等于时薪乘以周工时，我们可以把工资的通货膨胀分解为时薪的贡献和工时的贡献。对数化后， $\ln(\text{工资}) = \ln(\text{时薪}) + \ln(\text{工时})$ 。近期的数据显示，工资通胀已经从高点超过 7% 回落到 4% 附近波动，1 月时薪增长又回到接近 4.4% 以上，距离回到疫情前的 2% 左右还有较远距离。

详细拆解显示，数据中工时的贡献已经较 2020 年的高点明显回落，近期工时的贡献都为负，自从 2021 年底开始贡献就已经转为负值，与工资通胀高峰期工时明显增长有较大差异。平均周工时 2021 年 1 月最高达到 35 小时，1 月最新为 34.1 小时，2018 年以来最低值为 34 小时，未来进一步大幅下行的空间或也较有限。

图表30：工资通胀拆解，工资=时薪*工时（对数化结果）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.2 分行业时薪：8 个行业跑赢通胀

分行业的时薪增长来看，休闲酒店业的增幅仍最大，较疫情前累计增长了 28.3%。但是由于休闲酒店业的时薪绝对值较低，休闲酒店业的就业增长将拉低平均时薪。

CPI 和核心 CPI 相比疫情前上涨 19.1%和 17.2%，如果以 CPI 增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的有 8 个行业，较上月增加两个，它们分别是休闲和酒店业、其他服务业、金融业、运输仓储业、教育和医疗服务业、专业和商业服务、零售业以及建筑业。13 个行业中本月首次超过半数的行业时薪增长跑赢了通胀。剩下行业的时薪增长仍没能跑赢通胀。

图表31：时薪分行业

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的增幅	
跑赢 通胀	休闲和酒店	21.69	21.6	20.78	0.4%	4.4%	4.79	28.3%
	其他服务业	31.22	31.06	29.56	0.5%	5.6%	5.55	21.6%
	金融业	44.77	44.52	42.5	0.6%	5.3%	7.88	21.4%
	运输仓储业	30.38	30.2	28.49	0.6%	6.6%	5.33	21.3%
	教育和医疗服务	33.85	33.63	32.65	0.7%	3.7%	5.85	20.9%
	专业和商业服务	41.56	41.29	39.72	0.7%	4.6%	7.15	20.8%
	零售业	24.29	24.27	23.56	0.1%	3.1%	4.08	20.2%
	建筑业	37.55	37.34	35.7	0.6%	5.2%	6.17	19.7%
	公用事业	50.77	50.5	48.88	0.5%	3.9%	8.09	19.0%
	制造业	33.26	33.26	31.68	0.0%	5.0%	4.97	17.6%
	批发业	37.3	37.22	36.29	0.2%	2.8%	5.38	16.9%
	信息业	49.24	49.23	47.76	0.0%	3.1%	6.23	14.5%
	采矿业	39.1	38.78	36.96	0.8%	5.8%	4.58	13.3%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 职位空缺数又回升，回到900万以上

职位空缺数回升，回到900万以上，职位空缺失业比也略回升。职位空缺和失业的比仍有1.44，工作岗位的需求仍然旺盛。

4.1 职位空缺等数据也较强

JOLTS报告也显示劳动力市场略超预期。职位空缺数12月较11月上升，又回到900万以上。

图表32：职位空缺数（万人）

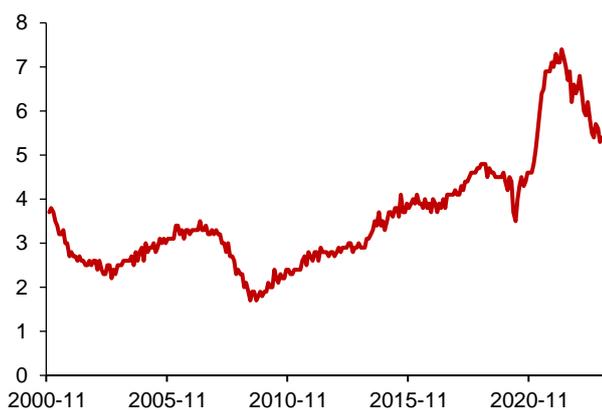


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度12月较11月略微上升，每一个失业的人平均面对1.44个潜在的就业机会。2022年初时的峰值超过2，目前较高位明显回落。但还处于超过2020疫情前的经济扩张周期的位置，2020年疫情开始前仅略高于1.2。

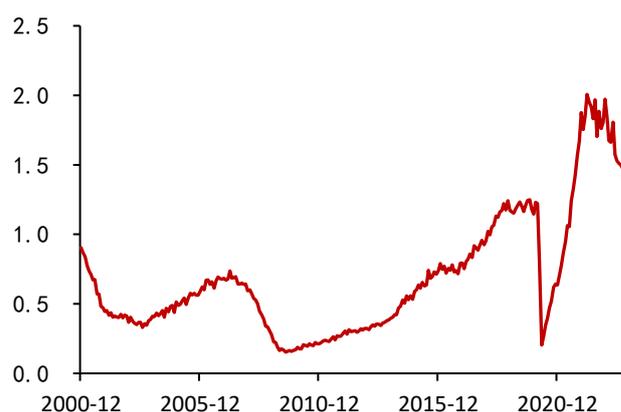
职位空缺率的数据显示就业市场也仍偏强，12月的职位空缺率为5.4%，和上月持平，较2022年3月的峰值7.4%回落了2%。

图表33：职位空缺率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：空缺失业比

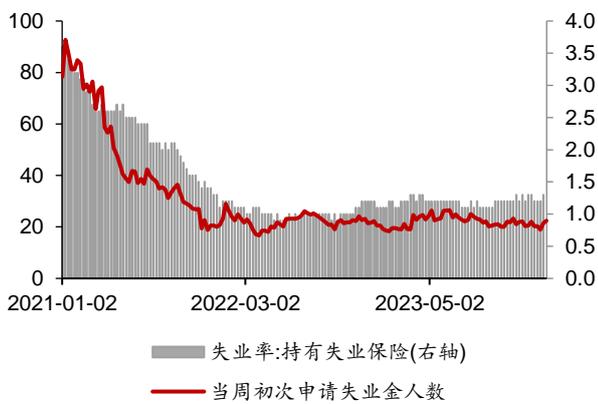


资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 初次申请失业金 21 万人

周度数据中,持有失业保险的失业率1月20日为1.3%,较最低点上升了0.4pct。持续领取失业金人数1月27日为189.8万,较2022年中达到的最低值已经上升了约59万人。

图表35: 当周初次申请失业金人数(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

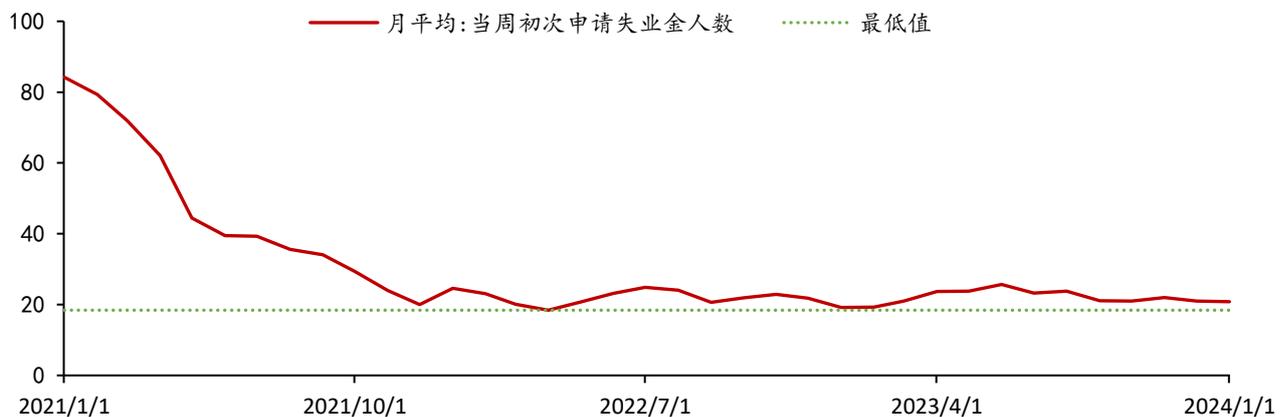
图表36: 持续领取失业金人数(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

当周初次申请失业金的人数仍然在大概20多万人波动,8月曾一度上升到24万人左右波动。从月度的均值来看,1月均值接近21万,较12月略微回落。

图表37: 月均值: 当周初次申请失业金人数(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

5. 投资建议：降息迫切性较低，通胀风险或较高

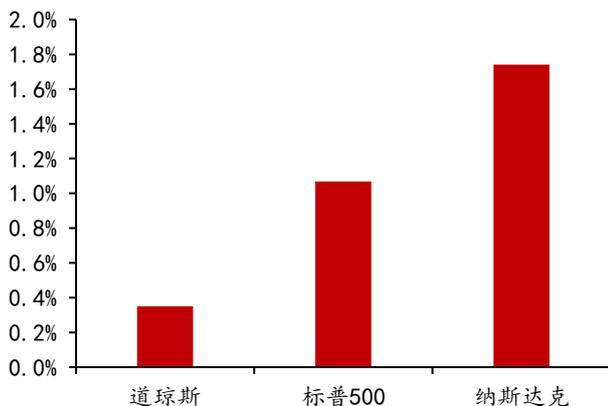
就业市场的整体表现意味着美国总需求目前仍较高，失业率、新增非农、职位空缺数等数据都好于预期。对比疫情前几年的情况来看，1月的就业数据即使去除季节因素的影响，可能也是偏强的。就业市场或仍较强，短期消费或仍有较好支撑。美国经济或仍将超预期，和我们之前报告《为何我们预测2024年美国经济或超预期？》的观点吻合。

在非农数据公布后，市场的反应上，股市上涨，债券收益率明显上行，资本市场的反应也基本上反映了对经济的乐观和降息预期的推迟。

当地时间周五交易日非农公布后，美国三大股指收盘上涨，其中道琼斯指数收盘上涨0.35%，标普500上涨1.07%，纳斯达克上涨1.74%。失业率维持低位美联储降息的时点至少是边际上后移，从股市的反应来看，似乎就业市场的较好表现对股票分子端的影响是更被看重的。另外，以Sahm法则来看，衰退的可能性进一步下降了。

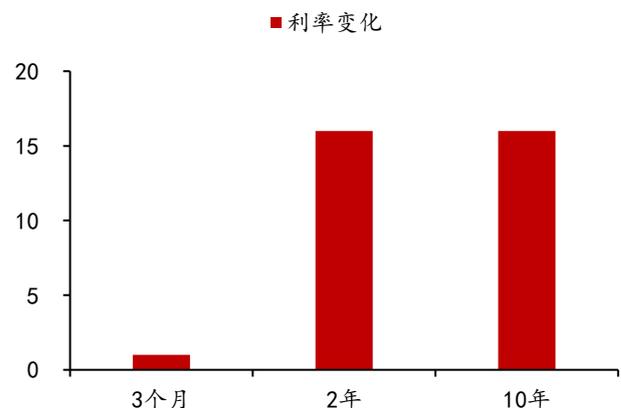
其他资产在数据公布后的变化，2年和10年期国债收益率收盘都上升16个基点，3个月的国债收益率上升1个基点，虽然美联储不会再加息了但是降息的时点目前仍有较大不确定性。美元指数迅速走高，升破103并继续上升，收盘逼近104。现货黄金下跌。

图表38：美国股市收盘的反应(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表39：美国国债利率收盘变化(基点)



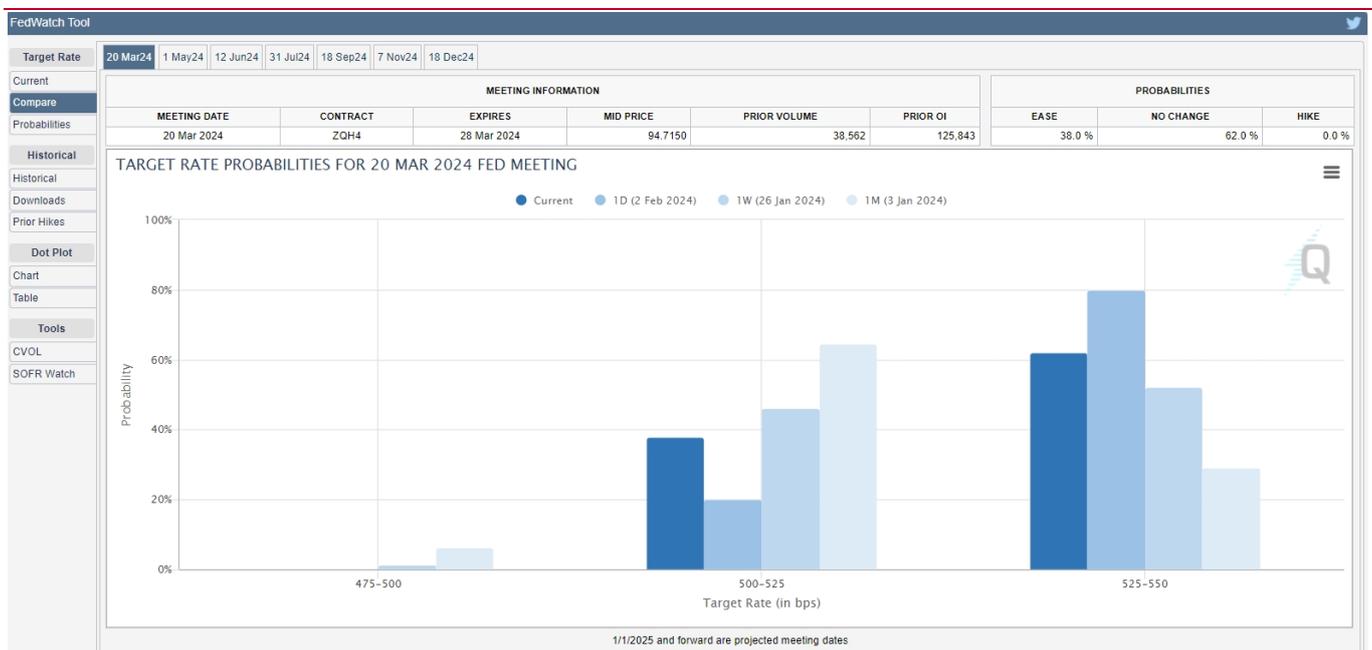
资料来源：Wind，国联证券研究所

非农数据公布之后美联储2024年3月会议降息的概率明显下降，目前3月不降

息的概率接近 40%。不过市场仍没有完全放弃 3 月份美联储降息的预期。市场一度将 3 月降息的概率定价到超过 60%，在 1 月份美联储主席鲍威尔明确说 3 月降息不是他的基准预测后²，降息的概率略有下降。我们认为美联储 3 月降息的概率不大。

在通胀不出现反复的情况下，美联储或可以暂时乐见较低的失业率。我们认为美联储或不用急于降息，经济软着陆下还能控制住通胀恰是美联储最希望看到的结果，我们仍然认为在经济不断出现好于预期的情况下，降息的预期或不断被推迟。降息的可能提前的主要风险或在于金融体系的压力。

图表40：美联储 3 月会议加息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

6. 风险提示

美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20240131.htm>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼