

# 宏观点评 20240308

## 2月非农的降息叙事

2024年03月08日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 鲍威尔对美国劳动力市场的态度刚稍显“松懈”(1月末的时候鲍威尔称就业市场为“紧张”(tight),本周三的半年度国会作证的表态对劳动力市场的看法转为了“相对紧张”(relatively tight)),随即2月的新增非农就业就泼了一盆“冷水”—10年期美债收益率短线飙升6bp。但结合修正数据来看,这一份就业报告其实整体偏鸽:一是过去两个月新增非农就业人数修正明显,去年12月和今年1月的就业人数合计比之前报告的减少16.7万人;二是失业率意外上涨,从1月的3.7%涨至3.9%。市场打消了就业仍在增长的疑虑—美股涨,美元跌。

■ 纵观劳动力市场,虽然美国用工紧张蔓延在各行各业的情况似乎有所好转,但从结构上看,劳动力市场的“再平衡”似乎是任重而道远的。具体来看:

■ 新增非农就业上涨集中在三个部门:医疗保健服务、政府和建筑业。具体来看,所有行业中只有制造业就业回落,服务业就业人数增长仍未最为显著的行业,2月达20.4万人,为本月最高,教育和保健服务、休闲和酒店业的新增就业增长是该类就业上升的主要因素。从职位空缺数据来看,目前教育及卫生服务依然是职位空缺最多的行业,劳动力供需的紧张。

■ 失业率飙升受家庭就业疲软所致。整体来看,2月美国参与率实际上略低于预期的62.5%,因此失业率飙升更多的是因为就业人数减少所致。美国住户调查显示2月份就业人数减少18.4万人。除此之外从结构上看:性别上,值此国际妇女节之际,女性的失业率攀升0.3%,达到3.5%,而男性的失业率则有所下降。族裔上,当劳动力市场发生变化时,少数民族社区通常首先受到最严重的冲击:2月白人的失业率保持在3.4%,但非洲裔的失业率却上升了0.3%,达到5.6%。

■ 企业“瘦身”,裁员与缩招同步进行。一方面,企业裁员仍在进行中:2月美国企业计划裁员84,638人,较1月继续增加3%,同比则增长9%,达到自2009年全球金融危机结束以来最高同月水平。另一方面,企业招聘计划也在放缓,企业雇佣计划指数不断下降。2月份雇主宣布计划招聘10,317名员工,这是自2009年挑战者公司开始跟踪招聘计划以来,宣布的招聘计划总数最低的一年。

从行业来看,今年以来科技和金融是受影响最严重的行业:根据《纽约时报》2月5日报道,经过一年的大规模裁员后,科技行业最大型公司的裁员潮到2024年第一个月仍未停歇。互联网公司中Google,Amazon,微软,Ebay等都在纷纷裁员,人工智能抢走美国大厂员工“饭碗”。金融行业的BlackRock,花旗等也在裁员大潮之列。公司裁员的前5大原因则是重组、倒闭、成本以及经济和市场。

■ 薪资同比增速未见明显放缓,平均时薪增速仍高达4.3%。工资水平是美联储密切关注并视为是否会增加通胀压力的信号。具体来看,2月平均薪资同比上涨4.3%,相较于此前并未大幅放缓。虽然2月平均薪资环比仅上涨0.14%,较上个月的数据明显下降。但今年到目前为止,薪资环比平均增长0.3%,相较于去年全年平均0.35%的增幅并未明显走弱。

跳槽员工薪资未见明显下滑,增速已达5.6%,远远超出美联储2%的通胀目标水平。美国就业市场的机会仍旧较多,跳槽员工的薪资3个月移动平均增速基本保持在5.6%,自去年下半年以来未见明显降速。

■ 就业增长距离达到“首降”还有一段路,从历史的角度来看,新增非农就业的人数至少达到在10万人左右低位徘徊,才能达到首次降息的门槛。虽然2月新增非农就业人数较1月有所下滑,但一方面1月数据往往波动较大,有较大的干扰性;另一方面则是其放缓的下行趋势尚未确立。因此由历史经历来看,美联储开始降息所需的新增非农就业至少

### 相关研究

《部长记者会“首秀”:经济怎么看?

市场怎么干?》

2024-03-06

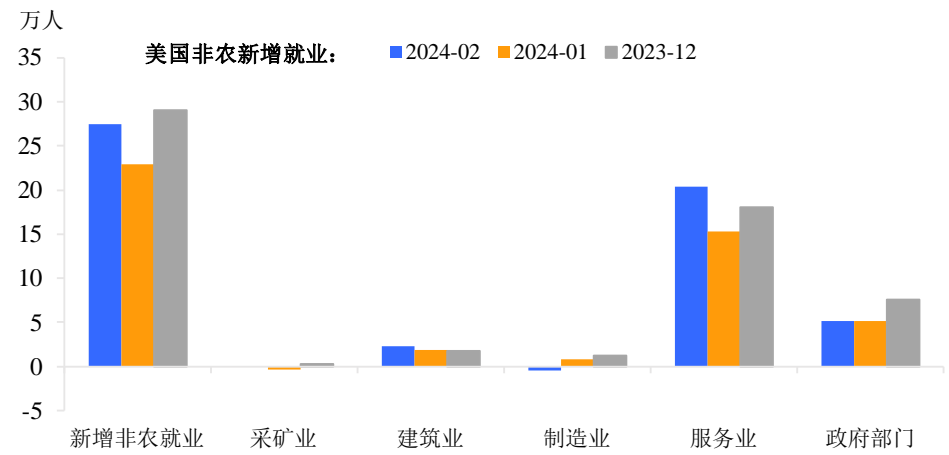
《政府工作报告的科技含量》

2024-03-05

要达到 10 万人，而这在当前劳动力供需尚未大幅缓解的情况下是一个很高的门槛。往后看如果就业能够连续“下台阶”，在半年内达到上述门槛，那么我们预计美联储会在今年三季度开始降息。

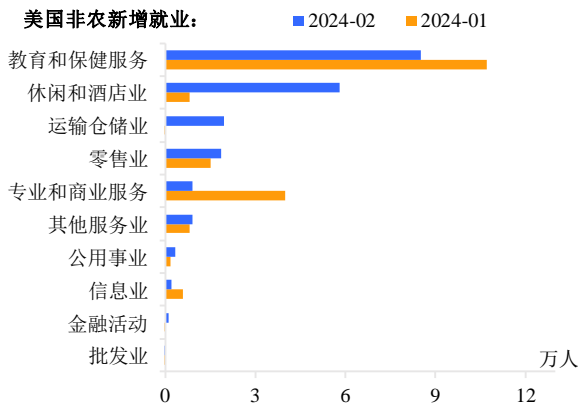
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴。

图1: 服务业和政府就业贡献了主要的新增非农就业的上涨



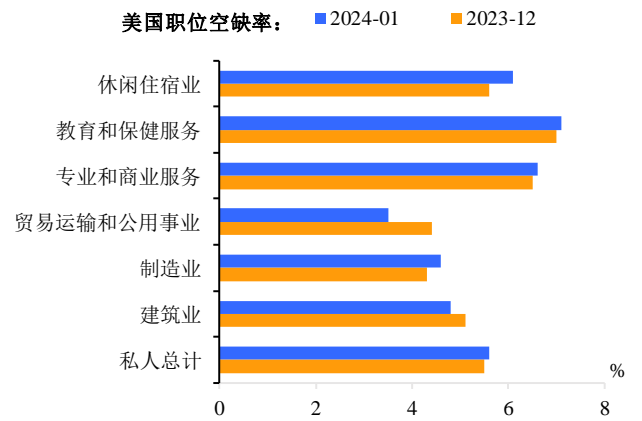
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 服务业子行业中教育和保健的新增就业居首



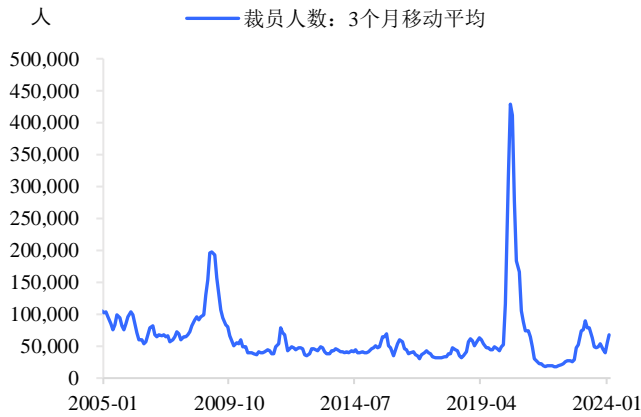
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 服务业的职位空缺率边际上涨



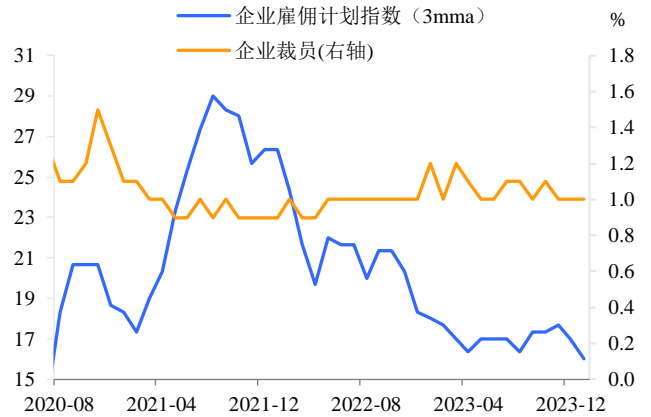
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国裁员人数上涨



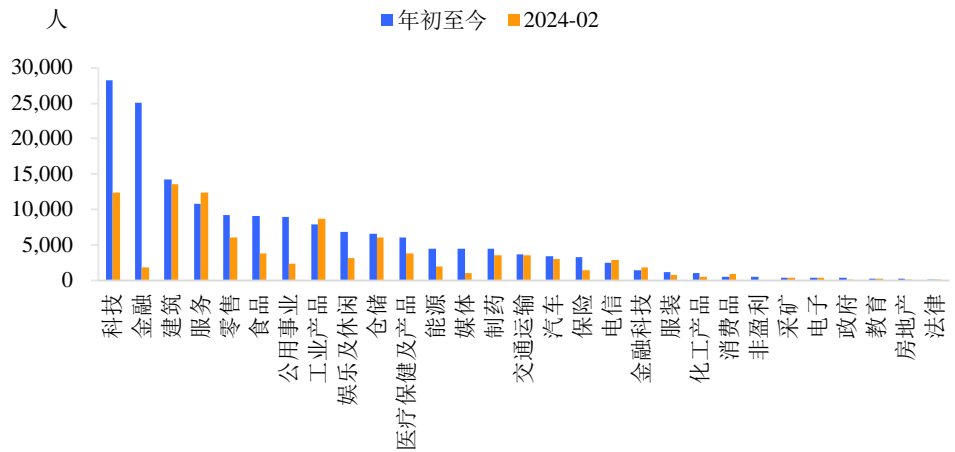
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 美国企业的雇佣计划放缓



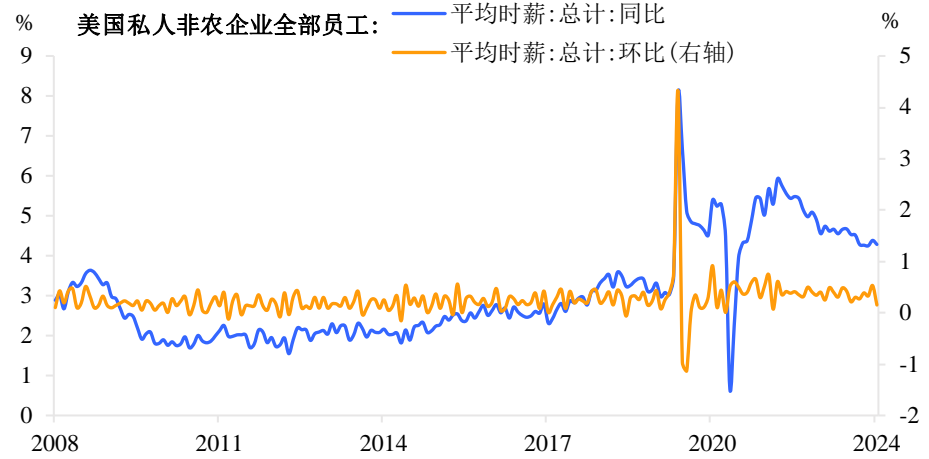
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 今年以来科技及金融裁员最多



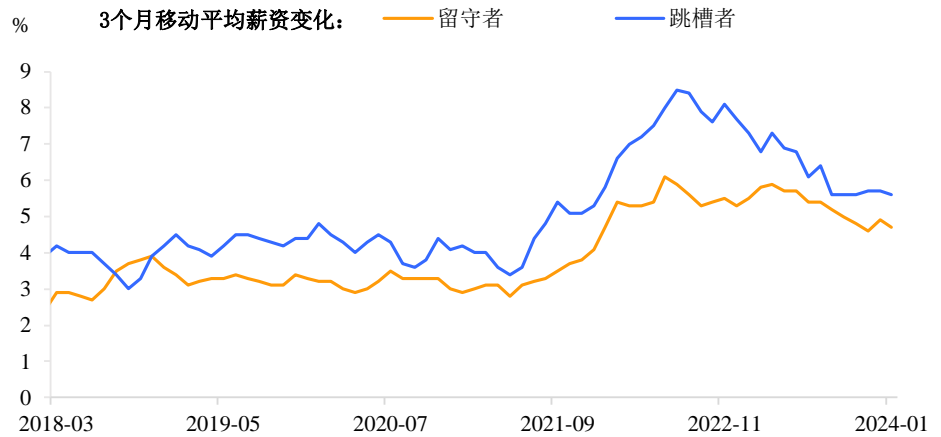
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 美国工资增速放缓, 但幅度不大



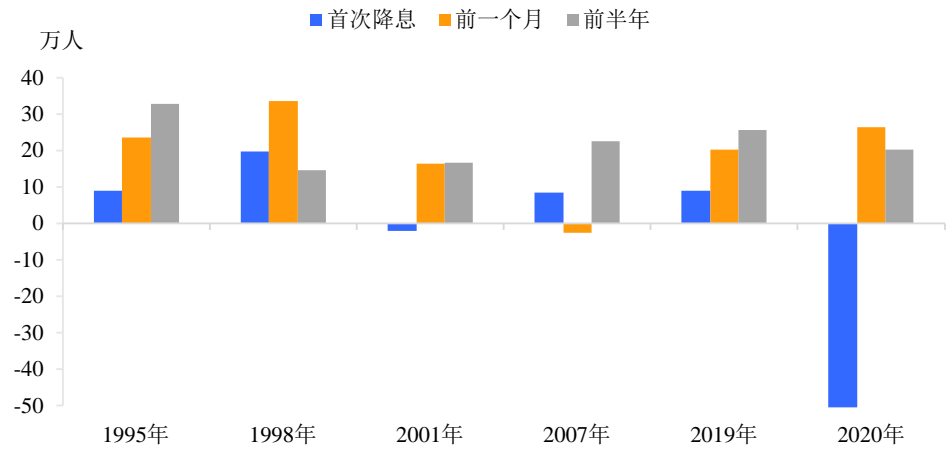
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 跳槽者工资增速不减, 留守者工资下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：历次降息前，非农数据明显走弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>