

新增就业超预期但前值大幅下修，年中降息仍可期待

—美国2月劳动市场数据

核心要点：

新增非农就业强于预期但前值下调，失业率升至3.9%，时薪环比缓和：单位调查（establishment survey）方面，1月新增非农就业27.5万人，超过20万人的市场预期，仍高于2016—2019年新增就业均值18.1万人；同时，1月份新增非农就业从35.3万人大幅下修至22.9万人，12月从33.3万人下修至29.0万人。非农时薪增速有所放缓，1月同比增长4.28%，环比0.15%，三月均环比降至0.33%。家庭调查（household survey）方面，失业率从1月的3.7%升至3.9%，高于预期的3.7%但仍在历史低位；劳动参与率继续维持62.5%，和前值持平，55岁及以上参与率保持38.5%，25—54岁参与率略升至83.5%。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升至3.41%，累计全职工作人数同比增速降至-0.21%。在经历了1月BLS年度调整的动荡后，2月干扰更少的单位调查数据显示虽然劳动市场依然处于不弱的状态，但再度加速并助力二次通胀的风险并不高，薪资增速的三月均值也重回缓慢弱化的轨道。因此，美国经济“软着陆”的概率依然较大，对降息的时点和幅度不宜过分悲观。

一季度就业数据与2023年同期有相似之处：在1月新增非农就业经历了惯例性的修正后，2月对1月数据进行了明显的下修，符合预期。值得注意的是，2023年1季度的非农就业情况与目前有些相似：（1）在年初调整后，1、2月数据整体偏强，后期出现下修；（2）服务需求依然坚挺，帮助失业率保持较低位置。总体上，虽然劳动市场明显加速的担忧在2月数据后应当有所降低，但就业的韧性意味着经济难以快速下行，通胀的回落也不是一帆风顺的。结构方面，商品生产相关的就业稳中略降，服务业继续扩张。

劳动数据中的五个要点：（1）年初数据修正的影响过后，1月数据出现明显的下调较为符合预期。同时，2月劳动市场在服务业的支撑下保持了稳中偏强的状态。需要注意的是，家庭调查中全职就业延续下行和失业人口的抬升预示劳动市场还在逐步弱化，尽管韧性仍强。（2）薪资增速环比缓和一方面受到高环比基数影响，但也表明近期环比靠近0.3%且没有进一步加速，这可以降低对薪资回暖带动通胀回升的担忧。以此增速推导，时薪同比增速在2024年三季度有望达到与2%通胀目标更匹配的3.5%下方，美联储在年中降息值得期待。（3）失业率从低位回升，在劳动人口小幅增长的情况下，2月失业人口明显增加34万人，是失业率上升0.2%至3.9%的主因。（4）1月职位空缺数有微小回落，职位空缺率基本持平，2月平均周工时也小幅回升至34.3小时，表明劳动市场暂不具备明显恶化的基础，需求侧偏强。（5）综合来看，虽然新增就业和失业率的数据有所分化，但2月数据显示劳动市场不存在加速的风险且仍具韧性，“软着陆”可能保持的同时，也不会促使美联储考虑继续延后降息。虽然按季节性规律，2月的CPI可能不会明显弱化，但美联储二季度末进行货币政策转向还是我们的基准假设。

市场从“不着陆”预期再次切换向“软着陆”：市场方面并没有对新增非农强于预期做过多解读，失业率的上行和非农前值下修显示降息不会特别遥远。美国国债收益率震荡下行，2年期降3.2BP至4.482，10年期降0.8BP至4.080；美元指数跌0.06%至102.7420；三大股指收跌。市场在1月偏强通胀、劳动市场和经济数据公布后进行了一段时间“紧缩延续”的交易，对美联储全年降息幅度的调整也相对趋于合理。市场在“不着陆、不降息”和“软着陆、年中降息”预期之间的往返预计仍是导致市场震荡的主线。鲍威尔近期暗示年中降息依然有不低的概率，短期偏宽松的预期也利好黄金价格；在日央行终于接近退出负利率的时点之下，美元可能还存在一定小幅走弱的动力。

分析师

章俊

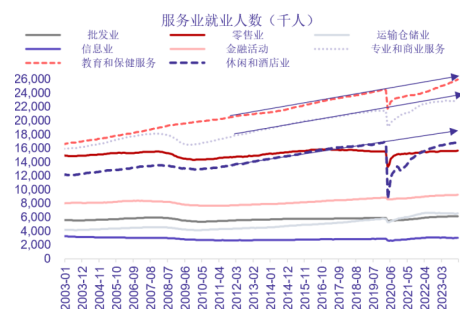
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：服务就业继续填补缺口



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

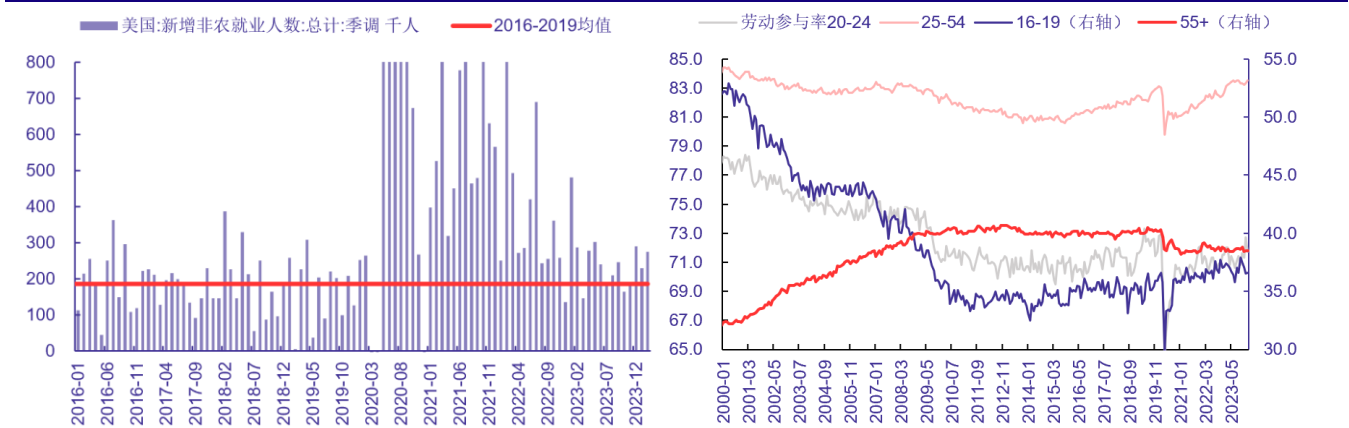
美国劳工数据局（BLS）3月8日公布了2024年2月劳动数据。单位调查（establishment survey）方面，1月新增非农就业27.5万人，超过20万人的市场预期，仍高于2016-2019年新增就业均值18.1万人；同时，1月份新增非农就业从35.3万人大幅下修至22.9万人，12月从33.3万人下修至29.0万人。非农时薪增速有所放缓，1月同比增长4.28%，环比0.15%，三月均环比降至0.33%。在经历了1月BLS年度调整的动荡后，2月干扰更少的单位调查数据**显示虽然劳动市场依然处于不弱的状态，但再度加速并助力二次通胀的风险并不高，薪资增速的三月均值也重回缓慢弱化的轨道。因此，美国经济“软着陆”的概率依然较大，对降息的时点和幅度不宜过分悲观。**

家庭调查（household survey）方面，失业率从1月的3.7%升至3.9%，高于预期的3.7%但仍在历史低位；劳动参与率继续维持62.5%，和前值持平，55岁及以上参与率保持38.5%，25-54岁参与率略升至83.5%。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升至3.41%，累计全职工作人数同比增速降至-0.21%。

2月新增非农就业依然强于预期，但1月和12月数据的大幅下修显示劳动市场虽然不弱，却暂无进一步加速的风险，也符合年度调整后的惯常规律。另一方面，失业人口的上行也印证劳动市场边际缓慢走弱的趋势没有发生变化，在劳动缺口缓慢闭合的背景下，美国依然在向“软着陆”迈进，因此二季度末的降息仍可期待。我们认为需要注意：（1）年初数据修正的影响过后，1月数据出现明显的下调较为符合预期。同时，2月劳动市场在服务业的支撑下保持了稳中偏强的状态。需要注意的是，家庭调查中全职就业延续下行和失业人口的抬升预示劳动市场还在逐步弱化，尽管韧性仍强。（2）薪资增速环比缓和一方面受到高环比基数影响，但也表明近期环比靠近0.3%且没有进一步加速，这可以降低对薪资回暖带动通胀回升的担忧。以此增速推导，时薪同比增速在2024年三季度有望达到与2%通胀目标更匹配的3.5%下方，美联储在年中降息值得期待。（3）失业率从低位回升，在劳动人口小幅增长的情况下，2月失业人口明显增加34万人，是失业率上升0.2%至3.9%的主因；从移民和职位空缺率数据考虑，劳动缺口的缓慢闭合可能导致失业率温和增加，但短期突破4%有一定难度。（4）1月职位空缺数有微小回落，职位空缺率基本持平，2月平均周工时也小幅回升至34.3小时，表明劳动市场暂不具备明显恶化的基础，需求侧偏强。（5）综合来看，虽然新增就业和失业率的数据有所分化，但2月数据显示劳动市场不存在加速的风险且仍具韧性，“软着陆”可能保持的同时，也不会促使美联储考虑继续延后降息。虽然按季节性规律，2月的CPI可能不会明显弱化，但美联储二季度末进行货币政策转向还是我们的基准假设。

图 1：新增非农就业

图 2：劳动参与率继续持平，55 岁以上缺口保持（%）

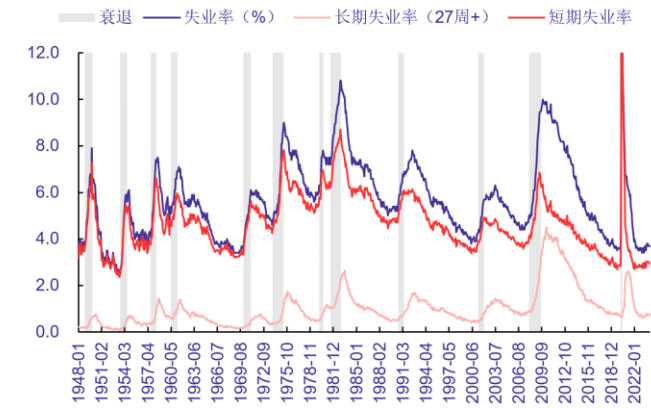


资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

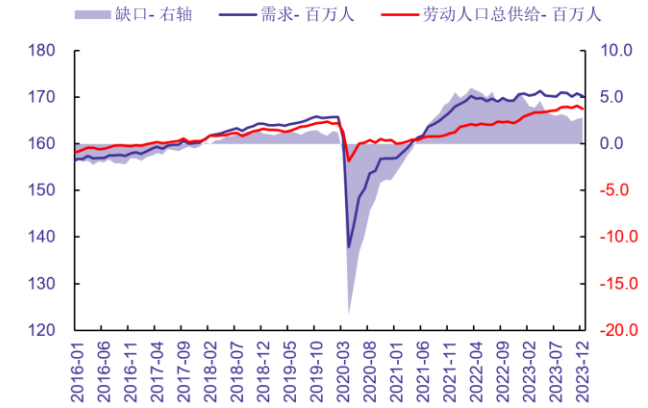
市场方面并没有对新增非农强于预期做过多解读，失业率的上行和非农前值下修显示降息不会特别遥远。美国国债收益率震荡下行，2年期降3.2BP至4.482，10年期降0.8BP至4.080；美元指数跌0.06%至102.7420；三大股指收跌。市场在1月偏强通胀、劳动市场和经济数据公布后进行了一段时间“紧缩延续”的交易，对美联储全年降息幅度的调整也相对趋于合理。下周的CPI数据从季节性角度和居住成本统计机制考虑依然不会特别弱，市场在“不着陆、不降息”和“软着陆、年中降息”预期之间的往返预计仍是导致市场震荡的主线。鲍威尔3月6、7日听证会上的态度暗示年中降息依然有不低的概率，短期偏宽松的预期也利好黄金价格；在日央行终于接近退出负利率的时点之下，美元可能还存在一定小幅走弱的动力。

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理

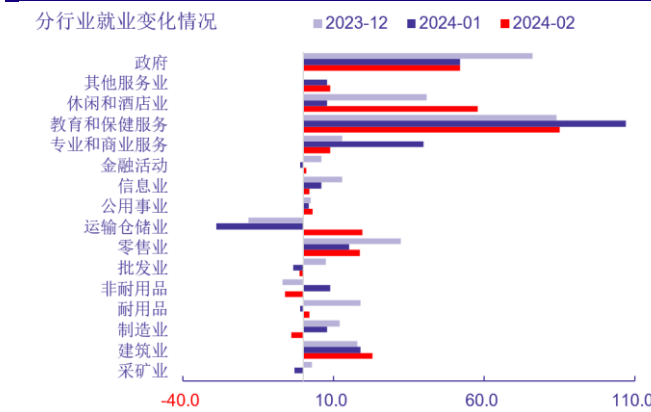
一、服务就业继续填补劳动缺口，全职就业和非农就业差距还在扩大

在 1 月新增非农就业经历了惯例性的修正后，2 月对 1 月数据进行了明显的下修，符合预期。值得注意的是，2023 年 1 季度的非农就业情况与目前有些相似：（1）在年初调整后，1、2 月数据整体偏强，后期出现下修；（2）服务需求依然坚挺，帮助失业率保持较低位置。总体上，虽然劳动市场明显加速的担忧在 2 月数据后应当有所降低，但就业的韧性意味着经济难以快速下行，通胀的回落也不是一帆风顺的。

结构方面，商品生产相关的就业稳中略降，服务业继续扩张。新增的 27.5 万人中，商品生产增加 1.9 万人，建筑业增长 2.3 万人，制造业减少 0.4 万人。2 月份制造就业小幅萎缩，与当月制造业 PMI 中从前值 47.1 降至 45.9 的就业项整体匹配，新订单在 1 月的改善并未形成趋势，高利率下制造业短期难有明显起色。服务生产多增 20.4 万人，12 月数据从 28.9 万人下修至 15.3 万人，但服务整体依旧强劲；政府部门多增 5.2 万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增 22.3 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 23.4 万人（从 28.9 万人下修）升至 26.5 万人。12 到 1 月份的新增非农累计下调 16.7 万人。

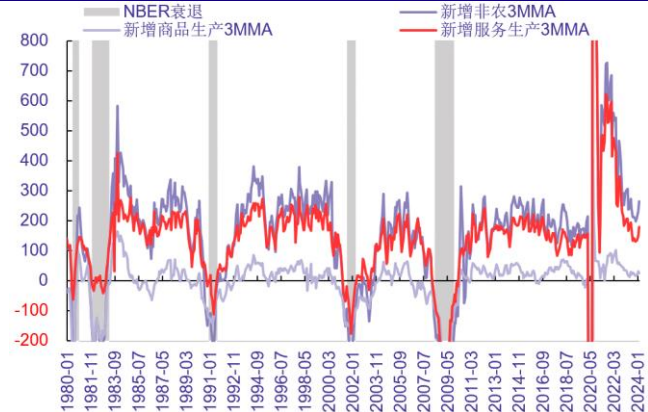
私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务业 8.5 万人、休闲和酒店业 5.8 万人、建筑业 2.3 万人、运输仓储业 2.0 万人和零售业 1.9 万人；2 月负增长的行业有非耐用品制造业、和批发业。以新增非农就业作为衰退预警，商品生产新增就业三月均值下行至 2.5 万人，服务业三月均值上升至 17.9 万人左右，离-5 万的衰退阈值有很大距离，劳动市场短期难以成为美联储更早降息的理由，但也无长期保持高利率的必要。

图 5：各行业新增就业人数变化（千人）



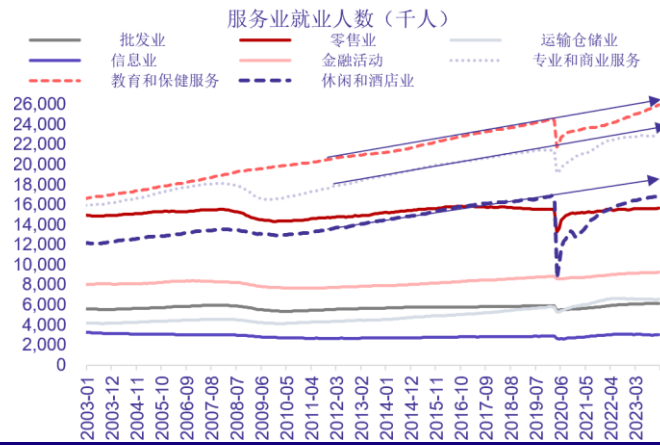
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6：新增就业三月移动平均显示服务业仍偏强（千人）



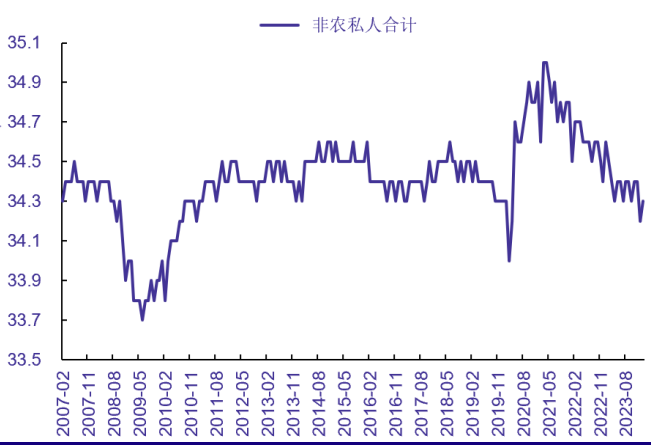
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7：服务业依然存在修复的空间，支持新增就业



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

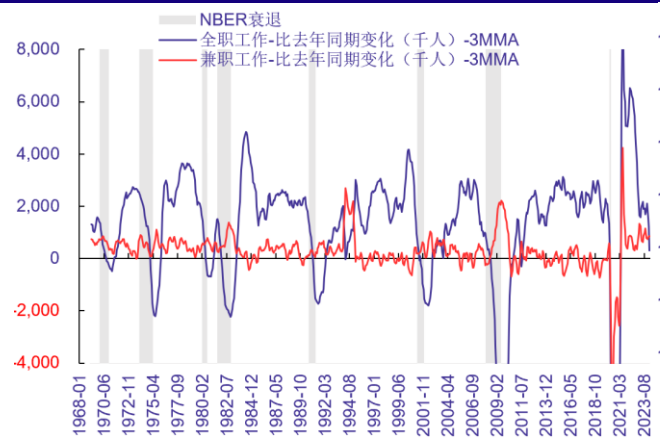
图 8：非农平均每周工时略有回升（小时）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

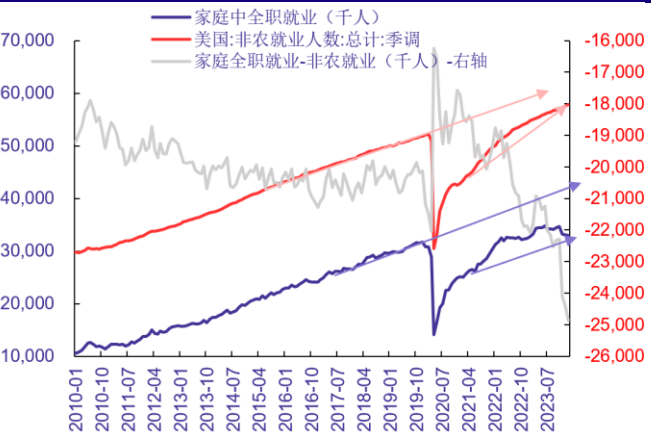
1 月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速稍降至 3.17%，总计 2794 万人，比上月增加 5.1 万人；累计全工作人数的三月均同比增速下行至 0.23%，总计 1.3295 亿人，比上月减少 18.7 万人。1 月家庭调查和非农就业继续出现明显分歧，减少的全职工作意味着新增非农就业的超预期中可能包含重复统计兼职的因素，劳动市场可能并没有新增非农数据体现的火热，这也与失业率的边际上升匹配。家庭调查和单位调查的分歧勾勒出分化的劳动市场，一方面服务相关的灵活就业较多反映低收入人群依然有较多机会，另一方面全职就业的减少也在暗示经济压力缓慢上升。因此，对波动较大的劳动数据不宜过度解读单月趋势，其整体趋势依然指向就业缓慢的走低。

图 9：兼职就业上行，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



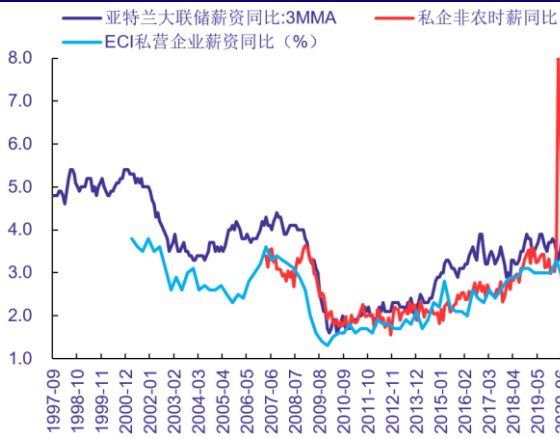
资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

二、时薪增速降低，下半年有望达到与 2% 通胀更为匹配的水平

2 月时薪环比增速放缓，同比小幅回落，对 1 月薪资环比增速略下修至 0.52%（前值 0.55%），三月均环比增长从前值 0.41% 放缓至 0.33%。薪资对核心服务通胀短期的压力稍有上升，两者对高利率的反应相对滞后；按照目前 0.3% 左右的环比，预计至少要到 2024 年三季度时薪增速才会降至与 2% 目标匹配的 3.5% 下方，这比之前有所延后。当然，在劳动市场缺口于年中可能闭合的情况下，薪资在下半年会延续放缓的趋势。所以，美联储对获得通胀向 2% 目标靠拢的信心应该在增强，正如鲍威尔在 3 月 6、7 日的国会和参议院听证上传递的信息一直。我们仍预计 2024 年二季度末美联储可能进行首次降息，全年降息 3 次，乐观情况下则有 4 次。

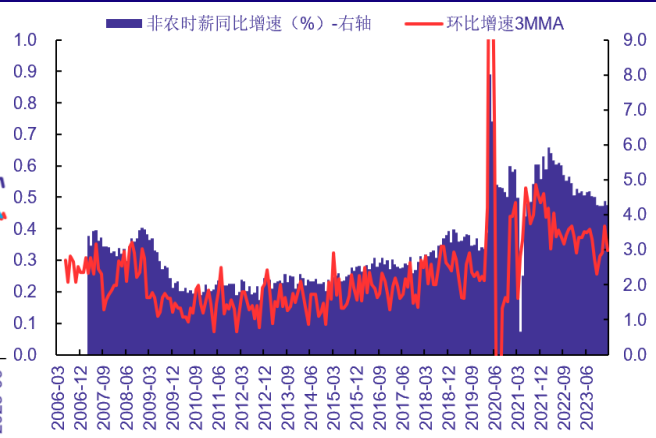
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 11: 薪资增速延续下降趋势, 但速度偏缓



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

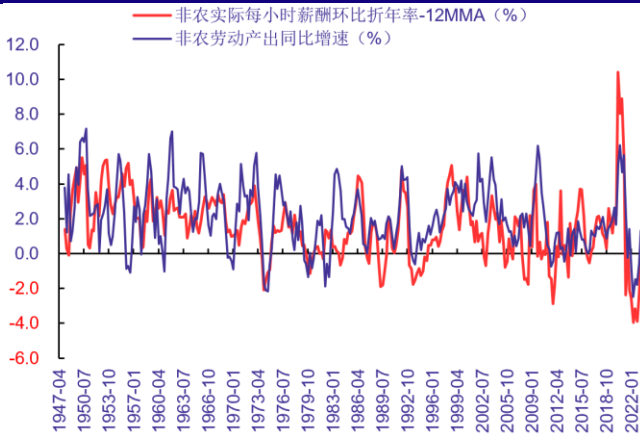
图 12: 美国非农时薪增速略有降低



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

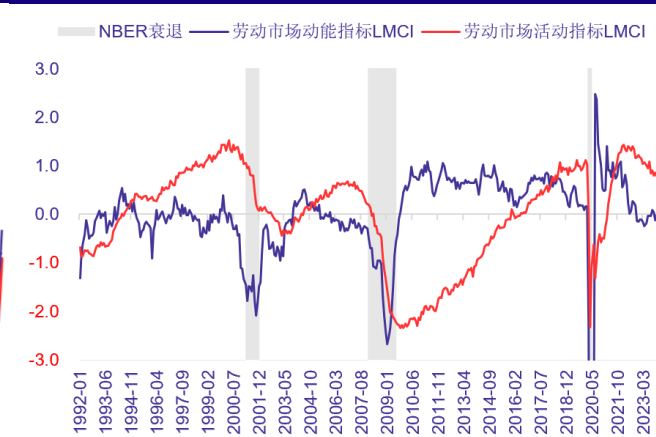
具体来看, 2 月私人部门非农工资同比增速降低至 4.28%, 环比增速 0.15%。商品业的同比和环比时薪增速分别为 5.15% 和 0.11%, 服务业为 4.05% 和 0.15%。服务业薪资环比回落, 受到上期高基数影响, 制造业同样缓和。从细项来看, 同比增速最快的行业为运输仓储业 6.63%、耐用品制造业的 5.93%、采矿业 5.90%、金融活动业的 5.85% 和其他服务业 5.25%。环比薪资上, 增速居前的有金融活动业、休闲和酒店业、采矿业、批发业和耐用品制造业。从环比角度考虑, 2023 年四季度薪资增速为 0.32%, 2024 年一季度暂时为 0.33%, 没有放缓也未显著加速; 不过, 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, 虽然我们认为这种情况的概率较小。

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

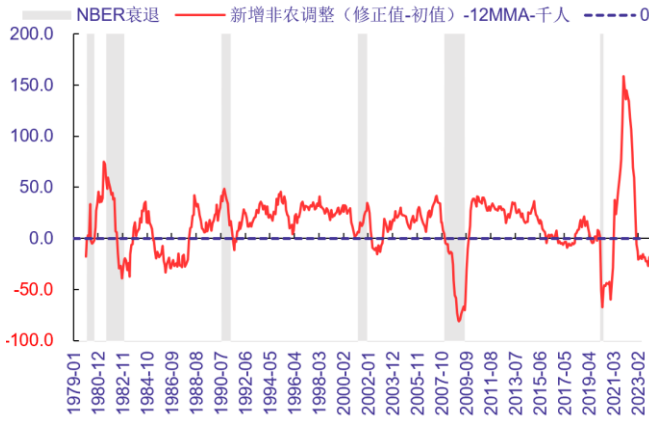
图 14: 劳动力市场趋势仍在缓和



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

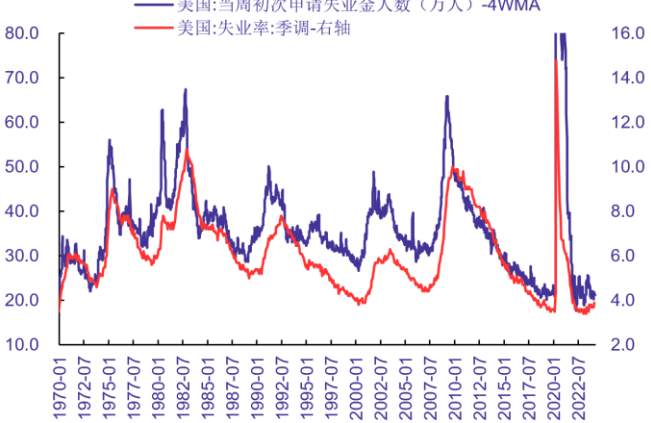
三、非农就业再度下修，领先指标边际改善，市场 6 月的降息预期加强

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，近期延续震荡



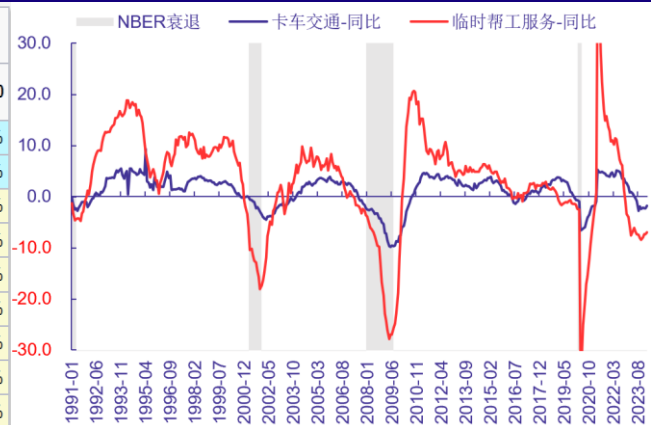
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 17：市场维持 6 月出现首次降息的预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
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%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	23.2%	75.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	15.4%	57.4%	26.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	10.7%	44.1%	36.4%	8.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.0%	38.7%	37.7%	12.9%	1.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.2%	5.3%	26.1%	38.1%	23.5%	6.3%	0.6%
2024/12/18	0.0%	0.1%	4.1%	21.2%	35.3%	26.9%	10.3%	1.9%	0.1%
2025/1/29	0.1%	2.6%	14.7%	29.9%	30.1%	16.6%	5.1%	0.8%	0.1%
2025/3/12	1.1%	7.5%	20.8%	30.0%	24.7%	12.0%	3.4%	0.5%	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低位企稳（%）



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
	2024-02	2024-01	2023-12	2024-02	2024-01	2023-12	2024-01	2023-12	2023-11	
非农总计	275.0	229.0	290.0				309.0	-71.0	-702.0	
非农私人合计	223.0	177.0	214.0	0.14	0.52	0.32	303.0	-81.0	-682.0	
商品生产	19.0	24.0	33.0	0.11	0.43	0.43	2.0	-4.0	-3.0	
采矿业	0.0	-3.0	3.0	0.43	1.01	0.34	7.0	-12.0	-47.0	
建筑业	23.0	19.0	18.0	-0.08	0.67	0.27	48.0	-2.0	-52.0	
制造业	-4.0	8.0	12.0	0.21	0.30	0.51	43.0	-10.0	-25.0	
耐用品	2.0	-1.0	19.0	0.26	0.49	0.66	5.0	7.0	-26.0	
非耐用品	-6.0	9.0	-7.0	0.03	0.03	0.13	-9.0	49.0	-29.0	
服务生产	204.0	153.0	181.0	0.15	0.56	0.29	-36.0	-44.0	-71.0	
批发业	-1.2	-3.3	7.4	0.40	0.08	0.24	-14.0	-21.0	-5.0	
零售业	18.7	15.2	32.3	-0.21	-0.12	0.62	32.0	-16.0	-7.0	
运输仓储业	19.7	-28.9	-18.3	0.20	0.89	0.77	35.0	-1.0	-17.0	
公用事业	3.2	1.9	2.4	-0.04	0.67	0.00	24.0	-28.0	-161.0	
信息业	2.0	6.0	13.0	-0.47	-0.06	-0.08	32.0	-14.0	-116.0	
金融活动	1.0	-1.0	6.0	0.56	0.67	0.34	136.0	-8.0	-151.0	
专业和商务服务	9.0	40.0	13.0	0.24	0.46	0.29	48.0	19.0	-25.0	
教育和保健服务	85.0	107.0	84.0	0.24	0.56	0.18	-4.0	2.0	0.0	
休闲和酒店业	58.0	8.0	41.0	0.55	0.37	0.28	0.0	0.0	0.0	
其他服务业	9.0	8.0	0.0	0.19	0.45	0.55	57.0	-18.0	-102.0	
政府	52.0	52.0	76.0							

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