

2024年03月09日

单月失业率上升对联储当前决策影响或有限

——美国2月非农就业数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

● 新增非农就业再超预期，平均薪资增速未再提升

1. 新增非农仍旧较强，但前值经历较大幅下修

2月新增非农就业27.5万人，较1月份初值有所下降，但高于市场预期。1月、2023年12月新增非农就业累计下修16.7万。后续来看，2月份的新增非农就业或也会经历一定程度的下修。趋势上看，近3个月份平均新增就业26.5万人，较2023年11月-2024年1月有所上行。结构上看，私人部门新增就业有较大幅度提升，其中运输仓储、休闲和酒店业、教育和保健服务新增就业上升较多。

2. 劳动参与率维持不变，失业率意外上升，薪资增速下行

2月美国劳动参与率录得62.5%，失业率为3.9%，失业率较1月份上升0.2个百分点。25-54岁区间劳动参与率小幅上行，当前主力劳动人群就业意愿还在提升。劳动参与率未变、失业率上行，或显示就业市场出现一定程度的冷却。

2月美国非农就业时薪录得34.57美金，同比上升4.3%，环比上升0.1%，均较1月份下行，后续薪资增速有望进一步回落，但斜率尚存在不确定性。若失业率持续处于低位，薪资增速或仍将保持一定韧性。

3. 劳动力供需关系边际趋缓，劳动力市场再平衡的趋势未变

从LOJTS数据来看，1月份职位空缺数为886.3万人，较2023年12月有所下降，职位空缺率为5.3%，与2023年12月持平。目前每个求职者对应约1.37个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际趋缓。职工主动离职率录得2.1%，较2023年12月份下降，或表明当前员工换工作的意愿尚在下降。

● 单月数据对联储决策影响或有限，关注后续通胀数据

我们认为，2月非农数据对当前美联储的决策影响或有限，相较于单月数据，美联储当前或更加关注就业数据的趋势性变化，还需密切关注后续通胀数据。

第一，当前新增非农就业数量（机构调查）仍相对较高，即使考虑到潜在的下修压力，仍然高于美联储每月新增10-15万的合意水平。家庭调查显示失业率岁上升至3.9%，显示美国的就业市场出现一定程度的松弛，但当前的失业率仍处于历史上的较低区间。且根据CEA的评估，机构调查的数据可信度更高，因此后续失业率能否继续上升，同时新增就业数量继续下降，还有待观察；

第二，我们从就业扩散指数以及每周工资总额指数（私人部门）两个指标来看，美国劳动力市场亦有相当的韧性。2月美国私人部门的就业扩散指数较1月份有所上升，同时私人非农部门的每周工资总额指数同比与环比增速均出现一定程度的反弹，显示当前美国就业市场的再平衡并非一帆风顺；

最后，从上述数据来看，美国劳动力市场确实仍处于再平衡的过程之中，劳动力市场的供需关系亦在逐渐改善，但结合近期美联储官员的表态来看，其对于就业市场以及通胀数据的观察更多的是观察趋势性的变化，而非单月的数据波动，且会参考更多的经济指标。从这个角度看，2月份就业数据对美联储的当前的决策影响或有限，还需要密切关注后续发布的2月份的通胀数据。我们仍维持美联储将会在6月份进行第一次降息的判断，但再后的降息节奏与幅度会相对较灵活。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《外需实质性改善，斜率及持续性有待进一步观察——宏观经济点评》-2024.3.8

《“以进促稳”的关键是向改革要动力——宏观经济点评》-2024.3.5

《从网络关系模型理解经济大省如何挑大梁——宏观量化策论之二》-2024.3.4

目 录

1、新增非农就业再超预期，平均薪资增速未再提升.....	3
1.1、新增非农仍旧较强，但前值经历较大幅下修.....	3
1.2、劳动参与率维持不变，失业率意外上升.....	4
1.3、薪资同比增速有所下行，但工资增速有所上行.....	4
1.4、劳动力供需关系边际趋缓，劳动力市场再平衡的趋势未变.....	5
2、单月数据对联储决策影响或有限，关注后续通胀数据.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：美国新增非农就业仍相对有韧性.....	3
图 2：2月失业率上升、劳动参与率未变.....	4
图 3：2月 25-54 岁等区间人口劳动参与率上升.....	4
图 4：2月时薪增速同比、环比均下行.....	5
图 5：2月美国周工作时长出现上行.....	5
图 6：采矿业、运输仓储业薪资同比增速较高.....	5
图 7：1月职位空缺数下降、空缺率不变.....	6
图 8：1月美国劳动力缺口略有提升.....	6
图 9：2月美国就业扩散指数有所上行.....	7
图 10：2月美国周工资总额指数同比、环比均上升.....	7
表 1：2月非农新增就业细项及变动.....	4

事件：美国公布 2 月最新就业数据。其中新增非农就业 27.5 万，高于市场预期的 20 万；失业率为 3.9%，高于市场预期的 3.7%；平均时薪同比增长 4.3%，符合市场预期。

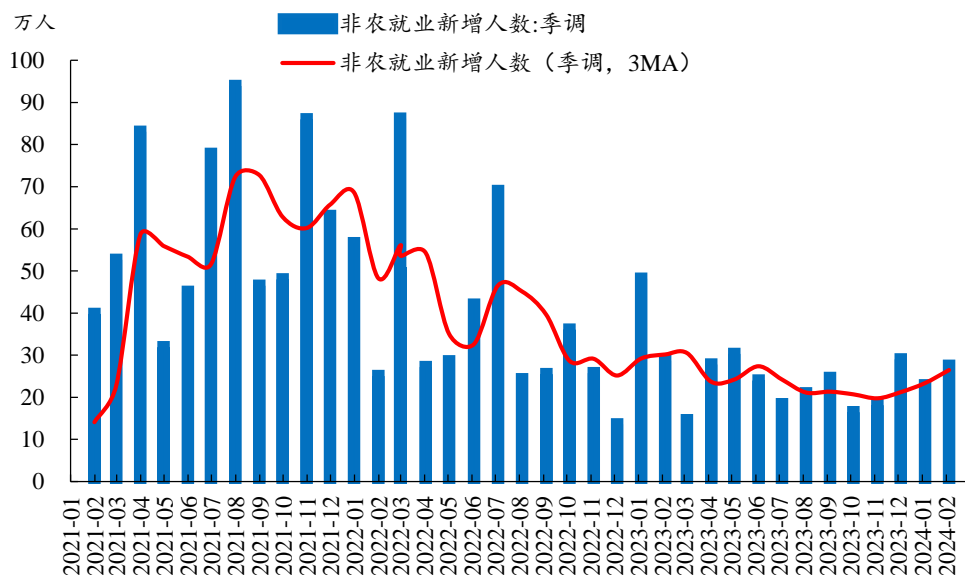
1、新增非农就业再超预期，平均薪资增速未再提升

1.1、新增非农仍旧较强，但前值经历较大幅下修

2 月新增非农就业 27.5 万人，较 1 月份初值有所下降，但高于市场预期的 20 万。1 月、2023 年 12 月新增非农就业分别下修 12.4 万、4.3 万，两个月累计下修 16.7 万，与我们在 1 月份的非农报告中的判断一致。后续来看，2 月份的新增非农就业或也会经历一定程度的下修。趋势上看，近 3 个月份平均新增就业 26.5 万人，较 2023 年 11 月-2024 年 1 月季调后数据有所上行，显示当前美国就业市场仍然相当有韧性。不过考虑到可能的下修压力，韧性强度或仍有待观察。

结构上看，私人部门新增就业有较大幅度提升，政府就业几乎没有变动。其中运输仓储、休闲和酒店业、教育和保健服务新增就业上升较多。2 月私人部门就业新增 22.3 万，政府就业新增 5.2 万。分行业来看，运输仓储、休闲和酒店业、教育和保健服务新增就业较多，分别新增 2 万、5.8 万、8.5 万。此外，专业和商业服务 2 月新增就业较 1 月份回落较多，休闲和酒店业新增就业回升较多，或与寒冷天气结束有关。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：美国新增非农就业仍相对有韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1: 2月非农新增就业细项及变动

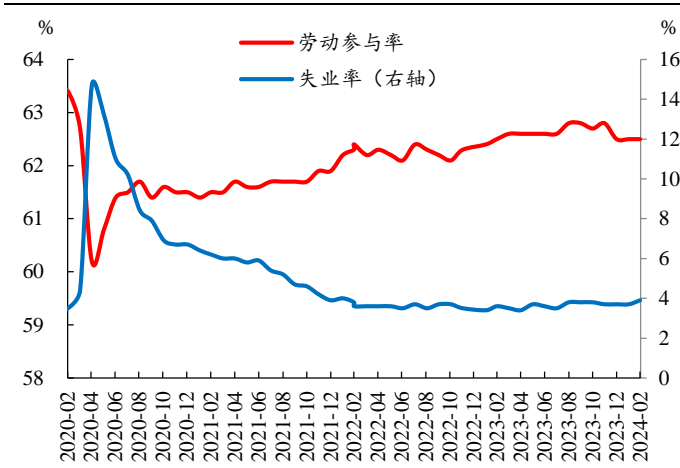
行业(千人)	占比(%)	较1月变化	2024-02	2024-01	2023-12	近3月平均
总体新增非农	100.0	46	275	229	290	265
私人部门	81.1	46	223	177	214	205
采矿业	0.0	3	0	-3	3	0
建筑业	8.4	4	23	19	18	20
制造业	-1.5	-12	-4	8	12	5
批发业	-0.4	2	-1	-3	7	1
零售业	6.8	4	19	15	32	22
运输仓储业	7.2	49	20	-29	-18	-9
公用事业	1.2	1	3	2	2	3
信息业	0.7	-4	2	6	13	7
金融活动	0.4	2	1	-1	6	2
专业和商业服务	3.3	-31	9	40	13	21
教育和保健服务	30.9	22	85	107	84	92
休闲和酒店业	21.1	50	58	8	41	36
其他服务业	3.3	1	9	8	0	6
政府就业	18.9	0	52	52	76	60

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率维持不变，失业率意外上升

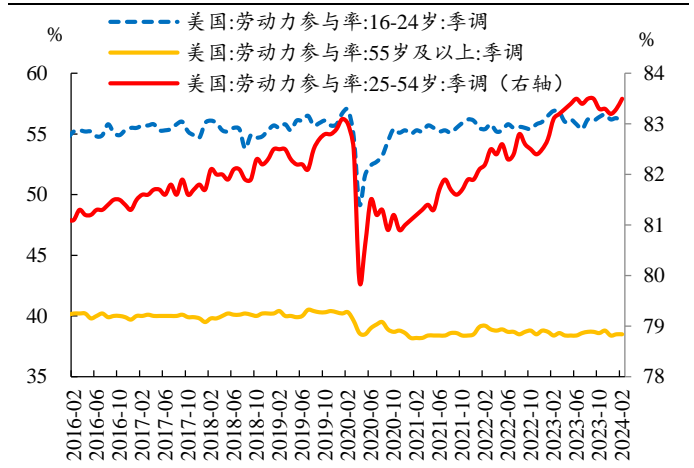
2月美国劳动参与率录得62.5%，失业率为3.9%，失业率较1月份上升0.2个百分点。具体来看，2月份调查城市人口增加17.1万，劳动力人口增加15万。总就业人口下降18.4万，失业人口提升33.4万，导致失业率上升0.2个百分点。从年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率出现小幅上行，显示当前主力劳动人群就业意愿还在提升。失业率方面，黑人、亚裔失业率有所上行。2月劳动参与率未变，但失业率上行，或显示当前美国劳动力市场出现一定程度的冷却。

图2: 2月失业率上升、劳动参与率未变



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2月25-54岁等区间人口劳动参与率上升



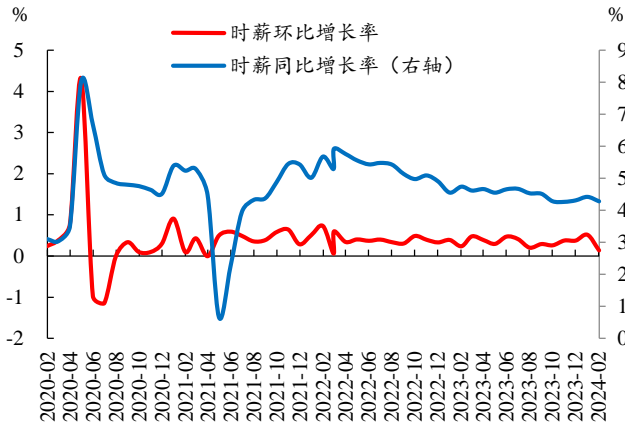
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、薪资同比增速有所下行，但工资增速有所上行

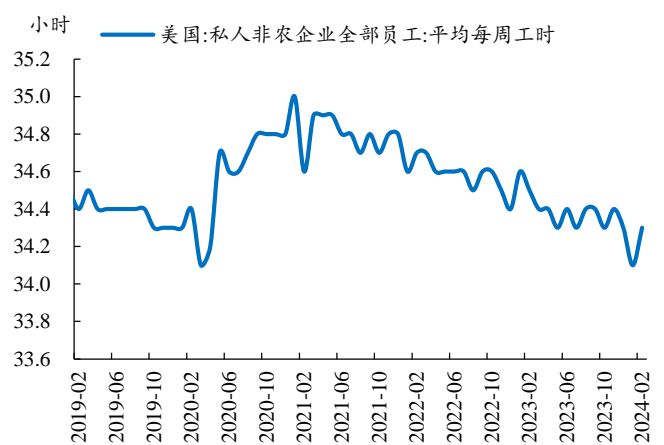
2月美国非农就业时薪录得34.57美金，同比上升4.3%，环比上升0.1%，均较1月份下行。具体来看，采矿业、金融活动、运输仓储薪资同比增长较多，采矿业、金融活动、休闲和酒店业薪资环比增长较多。总的看，教育和保健服务环比与同比增速均较低，或是整体薪资同比、环比增速下降的重要原因。

我们认为，从劳动参与率和失业率的变化来看，美国劳动力市场正在进一步走

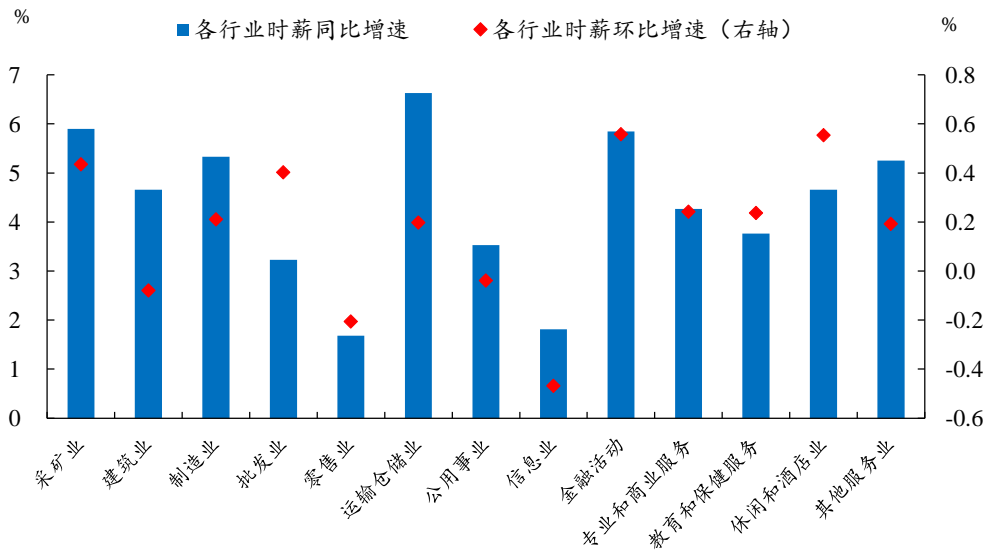
向再平衡，后续薪资增速有望进一步回落。不过需要看到，随着 1 月份恶劣天气的结束，2 月美国周工作时长提升了 0.2 个小时，因此后续薪资增速的回落斜率尚存在不确定性。若失业率持续处于低位，薪资增速或仍将保持一定韧性，1 月亚特兰大工资增长指数（3MA）录得 5.0%，较 2023 年 12 月下降 0.2 个百分点，但仍处于较高区间，值得我们后续继续关注。

图4：2 月时薪增速同比、环比均下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2 月美国周工作时长出现上行


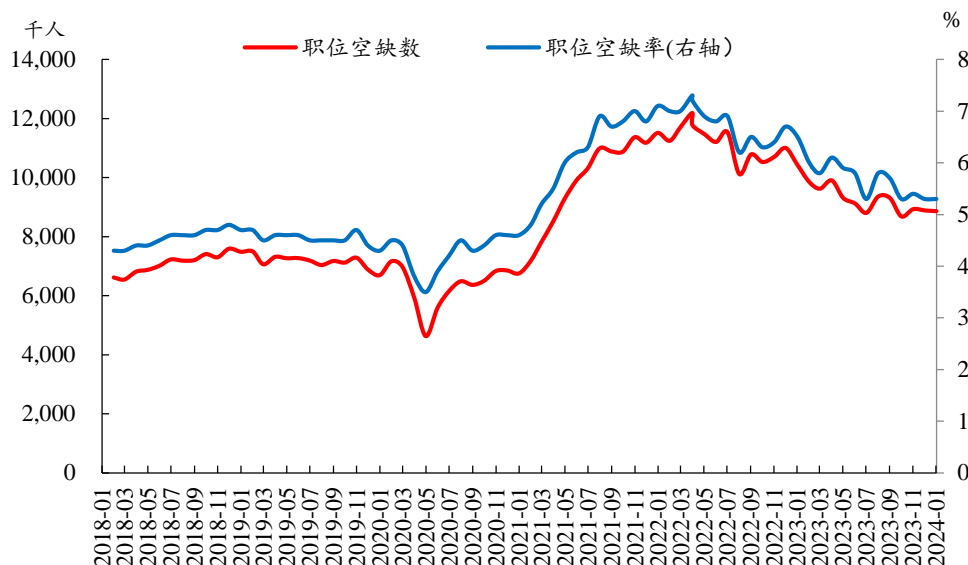
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

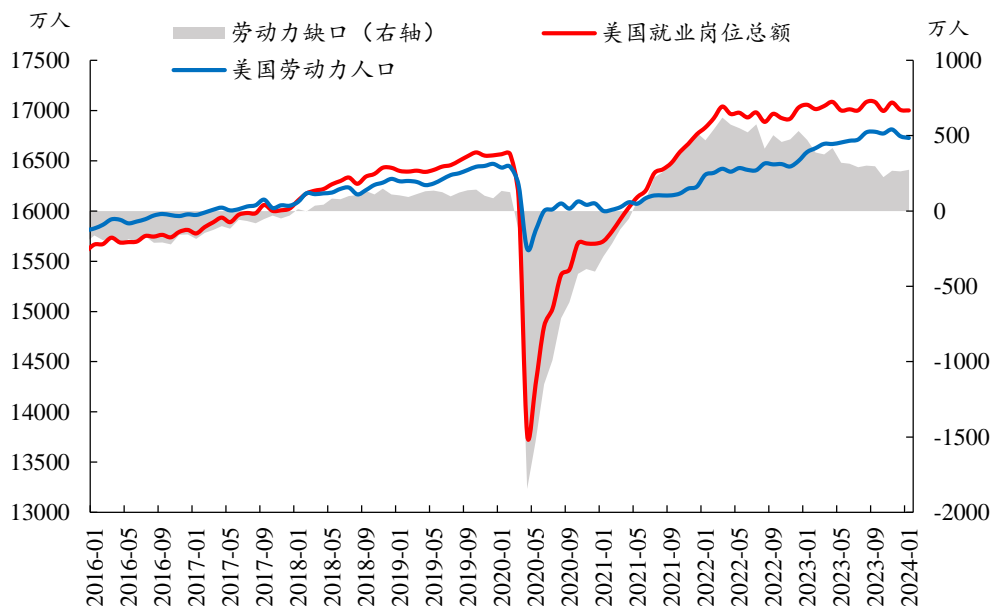
1.4、劳动力供需关系边际趋缓，劳动力市场再平衡的趋势未变

从 LOJTS 数据来看，1 月份职位空缺数为 886.3 万人，较 2023 年 12 月下降约 2.6 万人，职位空缺率为 5.3%，与 2023 年 12 月持平。目前每个求职者对应约 1.37 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际趋缓。同时，职工主动离职率录得 2.1%，较 2023 年 12 月份下降，或表明当前企业与员工的招人/换工作的意愿尚在下降。

图7：1月职位空缺数下降、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，1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2023年12月上升11.8万至273.9万，稍有提升，但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8：1月美国劳动力缺口略有提升


数据来源：Fred、开源证券研究所

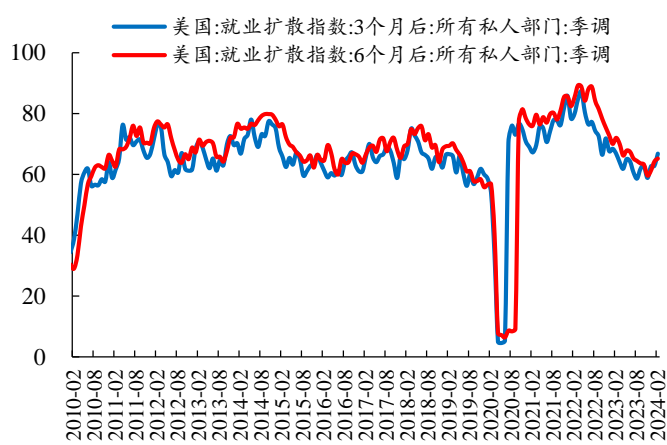
2、单月数据对联储决策影响或有限，关注后续通胀数据

我们认为，2月非农数据对当前美联储的决策影响或有限，相较于单月数据，美联储当前或更加关注就业数据的趋势性变化，同时还需密切关注后续通胀数据的变化。具体而言：

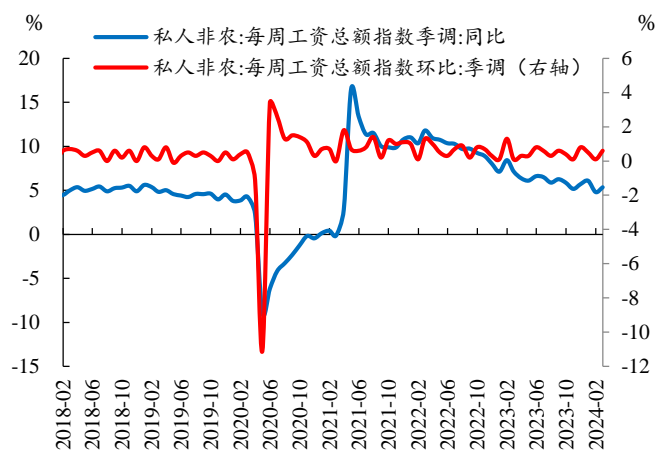
第一，当前新增非农就业数量（机构调查）仍相对较高，即使考虑到潜在的下

修压力，仍然高于美联储每月新增 10-15 万的合意水平。家庭调查显示的失业人数虽然上升，并且带动失业率上升 3.9%，显示美国的就业市场出现一定程度的松弛，但当前的失业率仍处于历史上的较低区间。而且根据 CEA 的评估，机构调查的数据可信度更高，因此后续失业率能否继续上升，且新增就业数量继续下降，还有待观察；

第二，我们从就业扩散指数以及每周工资总额指数（私人部门）两个指标来看，美国劳动力市场亦有相当的韧性。2 月美国私人部门的就业扩散指数较 1 月份有所上升，同时私人非农部门的每周工资总额指数同比与环比增速均出现一定程度的反弹，显示当前美国就业市场的再平衡并非一帆风顺；

图9：2月美国就业扩散指数有所上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2月美国周工资总额指数同比、环比均上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

最后，从上述数据来看，美国劳动力市场确实仍处于再平衡的过程之中，劳动力市场的供需关系亦在逐渐改善，但结合近期美联储官员的表态来看，其对于就业市场以及通胀数据的观察更多的是观察趋势性的变化，而非单月的数据波动，且会参考更多的经济指标。从这个角度看，2 月份就业数据对美联储的当前的决策影响或有限，还需要密切关注后续发布的 2 月份的通胀数据。我们仍维持美联储将会在 6 月份进行第一次降息的判断，但再后的降息节奏与幅度会相对较灵活。

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