

市场对美国非农数据反映可能过大

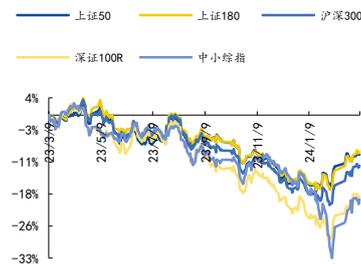
报告要点:

- 2月美国非农新增就业人数依旧火热超预期，新增27.5万个岗位。但是前两个月的新增岗位依旧得到下修。
- 非农新增人数下修在2023年其实就经常出现，回溯历史来看，每当在经济下行的阶段时，往往都有不程度的下修，例如08年以及20年这种情况都有出现。这个原因在于企业处于经营压力较大的时期，所以会更晚提交劳工部的问卷。所以，非农数据的频繁下修这件事情，本身可能就代表着劳动力市场的走软，而2月的27.5万可能也有不少水分。
- 失业率的上升和非农新增人数出现背离的根本原因还是在于失业率的统计口径来自于家庭问卷调查，而非农新增来自于企业问卷调查。从家庭问卷调查出发，新增就业人数已经是连续三个月的持续萎缩。可能的解释在于一些自雇人员重新回到劳动力市场，从家庭调查出发，他们的身份从就业者变成了失业者。
- 其他数据来说，经济暂时没有过多的问题：
 - 1) 劳动参与率虽然走平，但是壮龄劳动参与率（25-54岁年龄阶段）回疫情前最高水平的83.5%，说明劳动力市场供给侧暂时没有问题；
 - 2) 平均时薪环比上涨0.1%，远低于上个月的0.5%和预期的0.3%，是2022年以来低单月增幅。工作时长则是回升0.1%，每周有34.3个小时。薪资的回落和工作时长的上升相对展现的是经济走软的信号
- 值得注意的是，移民人数在2月有所跳涨，这可能和近期非法移民的事件有关，这些人暂时被统计在失业人数中。如果失业率的推升有这方面的影响，那么这个失业率的上升也并非全是坏消息。
- 整体来看，这份就业数据报告算是一个乐观的消息。比起相对有水份的新增岗位，而实际放缓的薪资增速以及上升的失业率更为重要。
- 美国劳动力市场依旧延续着去年年末的走势，劳动力在温和放缓。数据上来看看不出衰退的迹象，但当然也没有要二次起飞的迹象。降息预期依旧保持在不早于24年年中，而接下来的数据持续爆冷与否，是影响降息次数是否变化的最重要的变量。

主要数据:

| | |
|--------|---------|
| 上证综指: | 3046.02 |
| 深圳成指: | 9369.05 |
| 沪深300: | 3544.91 |
| 中小盘指: | 3486.95 |
| 创业板指: | 1807.29 |

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

- 《往事如金：金价蕴藏的宏大叙事》2024.03.08
- 《对政府工作报告的几点理解》2024.03.05

报告作者

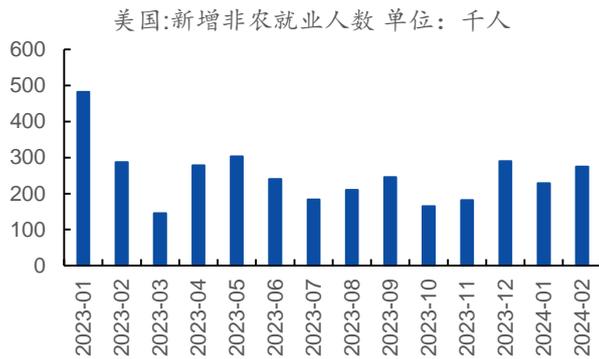
| | |
|--------|------------------------|
| 分析师 | 杨为敦 |
| 执业证书编号 | S0020521060001 |
| 邮箱 | yangweixue@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-51097188 |
| 分析师 | 孟子君 |
| 执业证书编号 | S0020521120001 |
| 邮箱 | mengzijun@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-51097188 |

风险提示: 海外宏观政策落地不及预期等

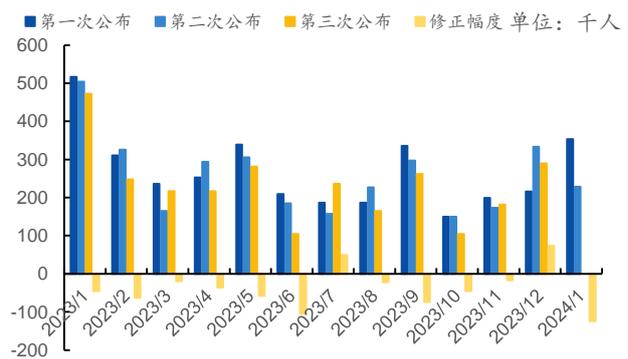
2月美国新增岗位为27.5万，高于预期的20万。显示初美国劳动力市场依旧有韧性。但是前两个月的新增岗位却遭到下修。1月从35.3万下修至22.9万，12月则是从33.3万下修至29万。非农新增人数下修在2023年其实就经常出现，回溯历史来看，每当在经济下行的阶段时，往往都有不程度的下修，例如08年以及20年这种情况都有出现。这个原因在于企业处于经营压力较大的时期，所以会更晚提交B劳工部的问卷。所以，非农数据的频繁下修这件事情，本身可能就代表着劳动力市场的走软，而2月的27.5万可能也有不少水分。

图 1：2月非农新增岗位

图 2：前两个月的数据持续下修



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

失业率则是出现上升，从之前的3.7%上升至3.9%，高于预期。失业率的上升和非农新增人数出现背离的根本原因还是在于失业率的统计口径来自于家庭问卷调查，而非农新增来自于企业问卷调查。从家庭问卷调查出发，新增就业人数已经是连续三个月的持续萎缩。从家庭调查角度出发，2月新增下降了18万，从而使得失业人数增加至33万，从而推升了失业率。可能的解释在于一些自雇人员重新回到劳动力市场，从家庭调查出发，他们的身份从就业者变成了失业者。

图 3：从家庭调查出发，新增就业人数在 2023 年末持续出现萎缩

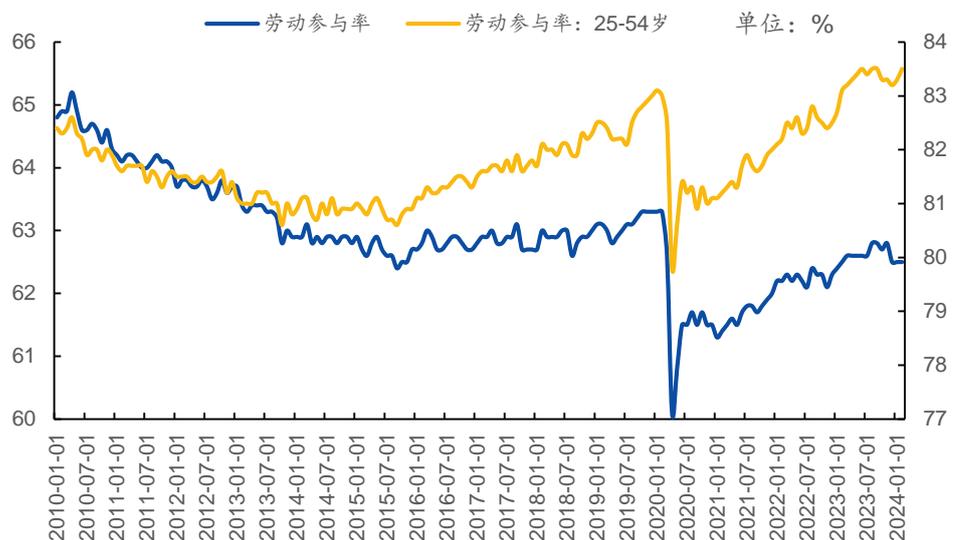


资料来源：Wind，国元证券研究所

其他的数据显示，当下经济没有过多的问题。

劳动参与率和之前持平，依旧是 62.5%，但是更为重要的壮龄劳动参与率则是重回疫情前的高点来到 83.5%。这反映的是美国劳动力市场在供给侧得到持续缓解。

图 4：壮龄劳动参与率重回疫情前高点

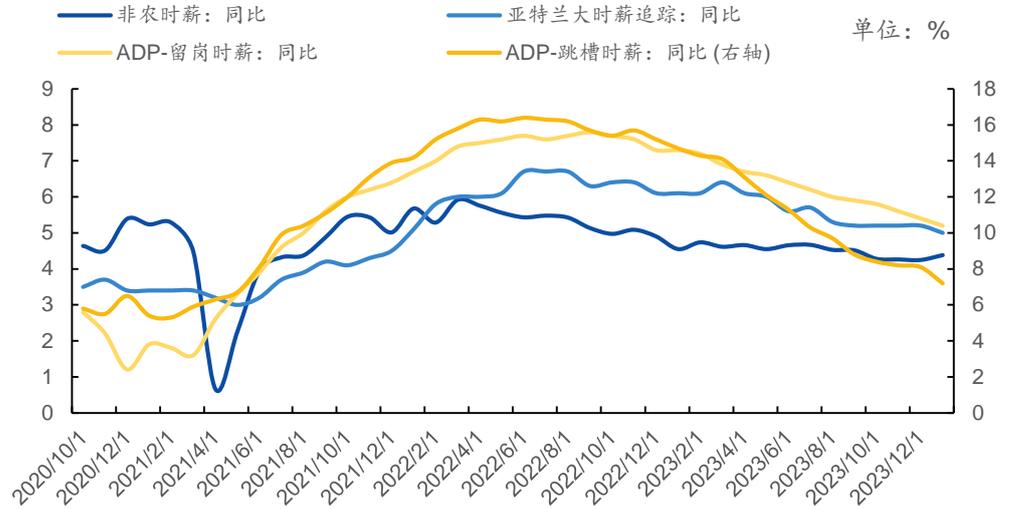


资料来源：Wind，国元证券研究所

平均时薪环比增加 0.1%，远低于预期的增加 0.3%和上个月的增加 0.5%。这个环比增幅是自 2022 年以来的最新低点。结合亚特兰大联储的薪资追踪数据以及 ADP

公布的薪资增速，缓解了上次大非农引起的通胀再次抬头的担忧。

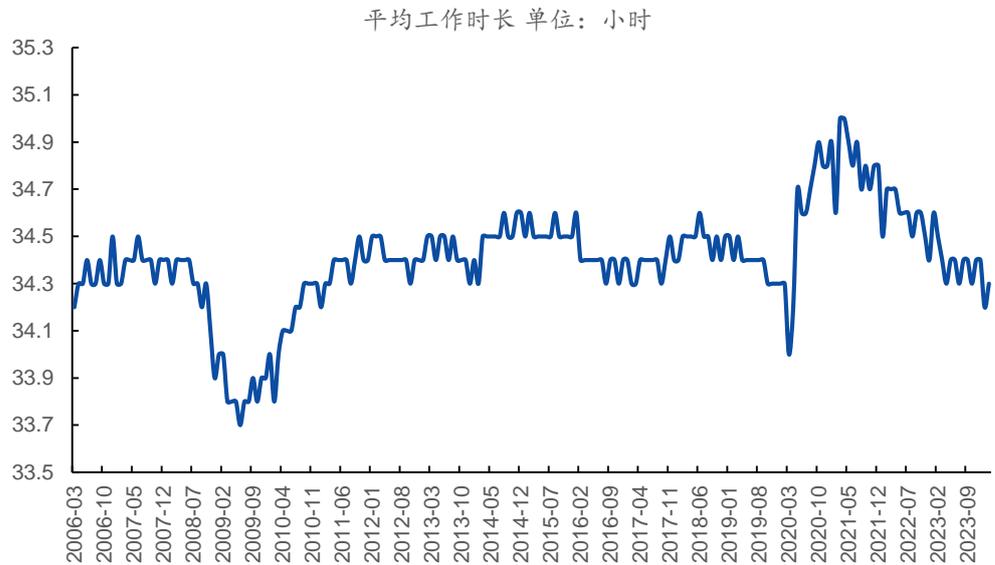
图 5：薪资这是出现放缓



资料来源：Wind，国元证券研究所

每周的平均工作时长则是上升了 0.1%，达到 34.3 个小时。而工作时长的增加往往是衰退的前瞻指标。薪资的回落和工作时长的上升相对展现的是经济走软的信号。

图 6：平均工作时长在上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

值得注意的是，移民人数在 2 月有所跳涨，这可能和近期非法移民的事件有关，这些人暂时被统计在失业人数中。如果失业率的推升有这方面的影响，那么这个失业率的上升也并非全是坏消息。

图 7：海外劳动力的上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

整体来看，这份就业数据报告算是一个乐观的消息。比起相对有水份的新增岗位，而实际放缓的薪资增速以及上升的失业率更为重要。美国劳动力市场依旧延续着去年年末的走势，劳动力在温和放缓。数据上来看看不出衰退的迹象，但当然也没有要二次起飞的迹象。降息预期依旧保持在不早于 24 年年中，而接下来的数据持续爆冷与否，是影响降息次数是否变化的最重要的变量。

投资评级说明：

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|--------------------------------|------------|-------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 |
| 传真：(0551) 62207952 | 传真：(021) 68869125 |
| | 电话：(021) 51097188 |