

失业率上升但非农新增仍高

——美国2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：

失业率上升到3.9%，显示就业市场走弱；但同时新增非农27.5万人，高于多数分析师的预期。但从时薪的环比超预期下降可能意味着整体而言就业市场略弱于市场预期。股票、债券市场对此都有反映，但是程度非常温和。美联储2024年3月会议降息的概率不到5%，期货市场预期的6月降息概率略超过70%。但我们认为单月数据的意义有限，一些通胀的因素尚难说完全缓解，6月是否能降息还存在较大不确定性。

➤ 矛盾的两个调查，真实状况或在中间

失业率上升到3.9%，显示就业市场走弱，但同时新增非农27.5万人，高于多数分析师的预期。来自于家庭调查的失业率数据和来自于雇主调查的新增非农数据略有矛盾。考虑到新增非农最近1年经常下修，我们认为就业市场的真实状态或没有新增非农显示的那么强，但可能也不如失业率上升显示的那么弱，可能真实的状态在中间。根据Sahm法则失业率上升让衰退的可能增大了一些。

➤ 工资通胀的压力缓解

就业数据中最大的好消息是时薪环比增速大幅下降到0.14%，同比下降到4.3%，这对于缓解美联储的通胀担忧来讲是有利的。同时时薪的走弱和就业市场整体走弱的大趋势也是吻合的。分行业看共8个行业时薪跑赢通胀，在13个行业中超过半数。2月每周工作时间34.3小时，较1月34.2小时上升。

➤ 非农就业新增又超预期，仅2个行业负增长

2月新增非农又超预期，高于多数分析师预测，12月数据二次修正后仍然上修，但1月份数据显著下修。雇主调查和家庭调查的差异较大，从历史的数据上看，只有约7%的月份雇主调查和家庭调查的新增非农差异比2月的差异更大。目前来看，同比新增就业这个角度衡量的劳动力市场的热度仍然略高于疫情前的水平。如果对比2019年的情况，同比增长1.8%的非农就业并不弱，2019年2月的同比只有1.4%。

风险提示：美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

相关报告

- 1、《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》2024.02.05
- 2、《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

正文目录

1. 核心观点：就业数据喜忧参半，工资通胀担忧缓解	4
1.1 就业数据喜忧参半，市场小幅波动	4
1.2 美联储6月降息仍存不确定性	5
2. 失业率升至3.9%，就业市场走弱	6
2.1 失业率上涨	6
2.2 劳动参与率持平	8
3. 非农就业增长又超预期	10
3.1 非农就业增长又超预期	10
3.2 仅2个行业就业减少	15
3.3 非农存量就业总体恢复	17
3.4 非农分行业存量就业仍存在差异	18
4. 时薪环比增长下行，通胀压力缓解	19
4.1 时薪增长较上月下降，工时微升	19
4.2 分行业时薪：8个行业跑赢通胀	21
5. 职位空缺数保持900万以下	22
5.1 职位空缺等数据不弱	22
5.2 初次申请失业金21.3万人	24
6. 风险提示	25

图表目录

图表 1：美国股市收盘的反应(%)	5
图表 2：美国国债利率收盘变化(基点)	5
图表 3：美联储降息概率(%)	6
图表 4：近3年美国失业率(%)	7
图表 5：美国历史失业率(%)	7
图表 6：12月FOMC经济预期概要(SEP)中位数	7
图表 7：Sahm法则失业率平均值(%)	8
图表 8：Sahm法则	8
图表 9：疫情以来美国劳动参与率(%)	9
图表 10：历史美国劳动参与率(%)	9
图表 11：16-19岁人群劳动参与率(%)	9
图表 12：20-24岁人群的劳动参与率(%)	9
图表 13：25-54岁人群劳动参与率(%)	10
图表 14：55岁以上人群的劳动参与率(%)	10
图表 15：非农就业数据的市场预期	11
图表 16：环比新增非农就业(万人)	12
图表 17：疫情后环比新增非农就业(万人)	12
图表 18：近几年1月的非季调非农(万人)	12
图表 19：近几年2月的非季调非农(万人)	12
图表 20：新增非农就业(万人)	13
图表 21：新增非农就业修正变化(万人)	13
图表 22：疫情前同比新增非农就业(万人)	14
图表 23：疫情后同比新增非农就业(万人)	14
图表 24：202202后同比新增非农就业(万人)	14
图表 25：202311后同比新增非农就业(万人)	14
图表 26：环比新增非农就业(万人)	15

图表 27:	12 月平均环比新增非农就业(万人).....	15
图表 28:	家庭和雇主调查的非农就业总数差异百分比.....	15
图表 29:	2 月新增非农就业分行业(单位:万人).....	16
图表 30:	2 月累积新增非农就业分行业(单位:万人).....	17
图表 31:	非农就业总人数(单位:百万人).....	17
图表 32:	2 月美国存量非农就业分行业(单位:百万人).....	18
图表 33:	2 月美国存量非农就业分行业(单位:万人).....	19
图表 34:	非农全部员工时薪同比(%).....	20
图表 35:	非农全部员工时薪环比(%).....	20
图表 36:	工资通胀拆解, 工资=时薪*工时(对数化结果).....	21
图表 37:	时薪分行业.....	22
图表 38:	职位空缺数(万人).....	23
图表 39:	职位空缺率(%).....	23
图表 40:	空缺失业比.....	23
图表 41:	当周初次申请失业金人数(万人).....	24
图表 42:	持续领取失业金人数(万人).....	24
图表 43:	月均值: 当周初次申请失业金人数(万人).....	24

1. 核心观点：就业数据喜忧参半，工资通胀担忧缓解

我们认为就业市场的整体表现仍不弱，意味着美国总需求目前仍较高，失业率虽然上升，但新增非农数据好于预期，职位空缺失业比也仍高于疫情前。对比疫情前几年的情况来看，2月的新增非农就业数据即使去除季节因素的影响，可能也是偏强的。就业市场或仍不弱，只是略有走弱，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GDP或超预期？》的观点吻合。亚特兰大联储和纽约联储20240301的GDP当期预测都是美国2024年1季度GDP环比折年增长2.1%，同比增长将是3.1%。

1.1 就业数据喜忧参半，市场小幅波动

- 失业率上升到3.9%，显示就业市场走弱，但同时新增非农27.5万人，高于多数分析师的预期。来自于家庭调查的失业率数据和来自于雇主调查的新增非农数据略有矛盾。考虑到新增非农最近1年经常下修，我们认为就业市场的真实状态或没有新增非农显示的那么强，但可能也不如失业率上升显示的那么弱，可能真实的状态在中间。
- 就业数据中最大的好消息是时薪环比增速大幅下降到0.14%，这对于美联储的通胀担忧来讲是有利的。同时时薪的走弱和就业市场整体走弱的大趋势也是吻合的。
- 职位空缺数略微下降，保持在900万以下，职位空缺失业比略回升。职位空缺和失业的比仍有1.44，工作岗位的需求仍然不算低。

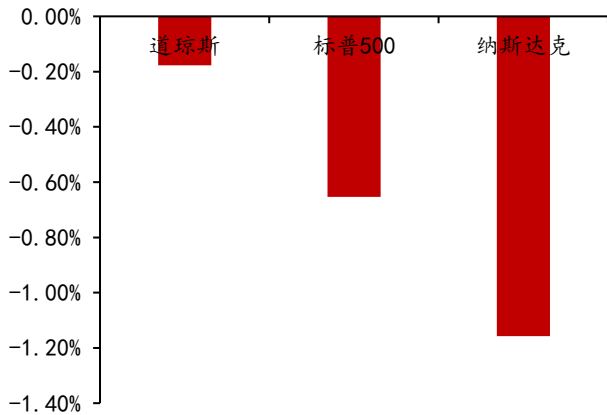
在非农数据公布后，市场的反应上，股市略微下行，债券收益率略微下行，资本市场的反应似乎认为数据偏弱，但是程度比较轻微。

当地时间周五交易日非农公布后，美国三大股指收盘下行，其中道琼斯指数收盘下跌0.18%，标普500下跌0.65%，纳斯达克下跌1.16%。失业率上行，以Sahm法则来看，衰退的可能性略微上行。

其他资产在数据公布后的变化，3个月的国债收益率下降1个基点，2年期国债

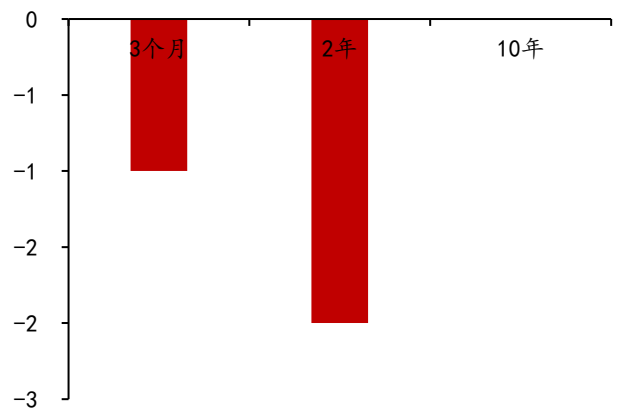
收益率下降 2 个基点，10 年期国债收益率收盘不变。美元指数走高，现货黄金短线拉高后回落。

图表1：美国股市收盘的反应(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：美国国债利率收盘变化(基点)



资料来源：Wind，国联证券研究所

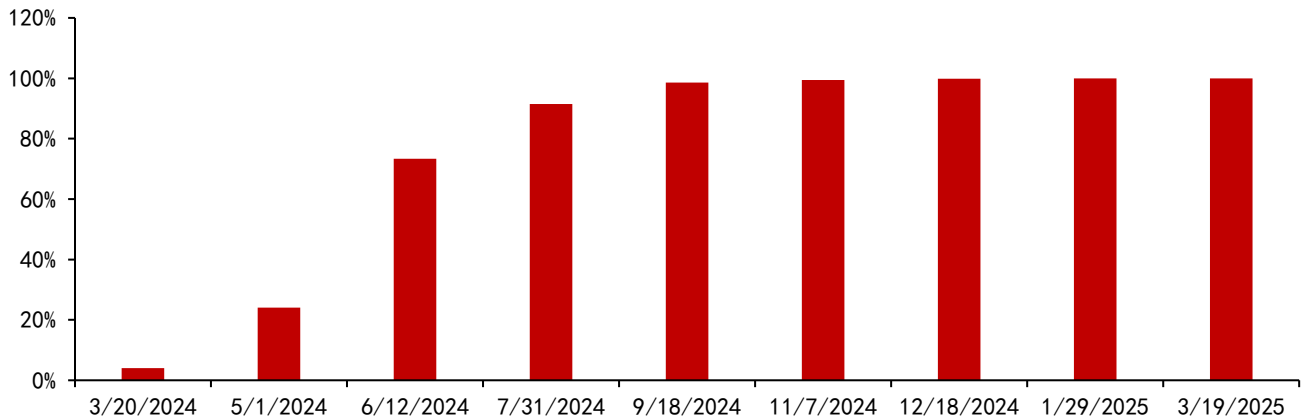
1.2 美联储 6 月降息仍存不确定性

美联储 2024 年 3 月会议降息的概率不到 5%，大概率美联储的降息不会发生在 3 月。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¹，市场的预期基本上已经和美联储的指引重合。目前降息的时点争论集中在 6 月，期货市场预期的 6 月降息概率略超过 70%，我们认为 6 月是否能降息还存在较大不确定性。

失业率虽然上升，但是仍低于 4%，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，目前实现的可能仍较大。降息可能提前的主要风险或在于金融体系的压力。

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20240131.htm>

图表3：美联储降息概率(%)



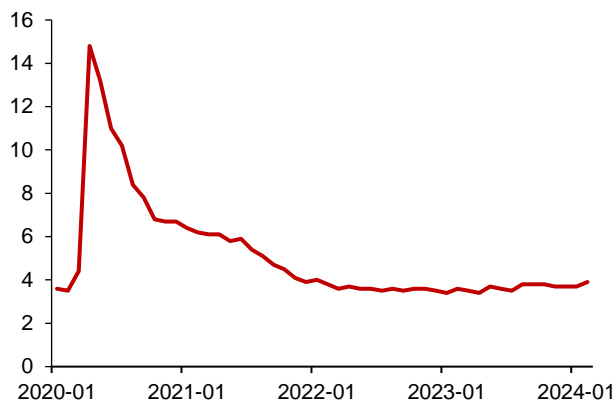
资料来源：CME，国联证券研究所整理

2. 失业率升至 3.9%，就业市场走弱

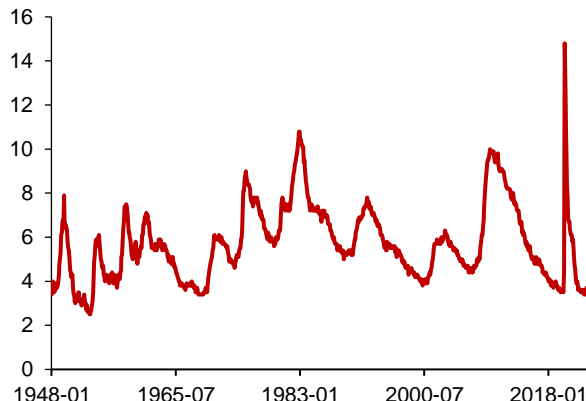
具体数据上看，失业率上行到 3.9%，劳动参与率持平，整体就业市场走弱，但仍具有韧性。本轮美联储加息到目前为止，通胀已经较高点显著回落，但还没有付出多少失业率的代价，失业率仍低于 4%。

2.1 失业率上涨

美国 2 月失业率为 3.9%，高于预期，预期 3.7%，较上月上升 0.2pct，劳动力市场呈现冷却迹象。失业率自 2022 年 1 月达到 4% 后，已经连续 25 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4：近3年美国失业率(%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：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，虽然失业率略微上行，但可能并没有高于美联储的预期，目前仍然低于 4%。2023 年全年实际的平均失业率为 3.6%。

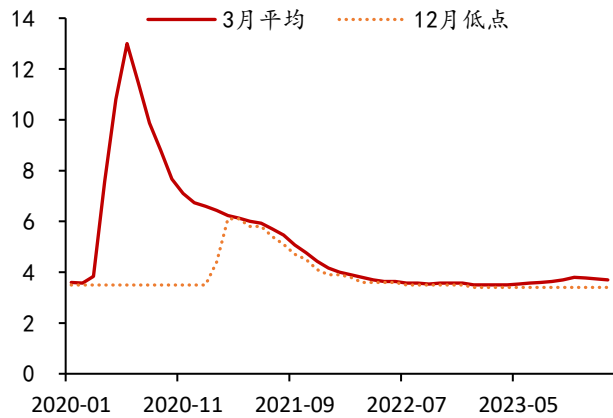
图表6：12月FOMC经济预期概要(SEP)中位数

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

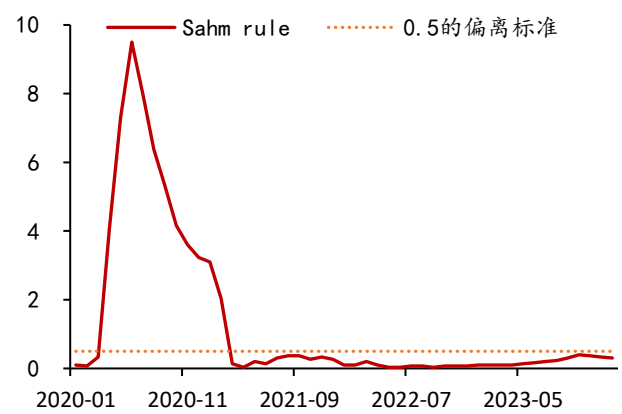
美国 2 月失业率的数据显示近 3 月的均值较近 12 个月的低点上升了 0.37%，上月是 0.3%。根据 Sahm 法则，如果这个数值超过了 0.5% 时，那么经济就即将步入衰退。根据 Sahm 法则失业率上行让衰退的可能变大了一些。

图表7: Sahm 法则失业率平均值(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表8: Sahm 法则



资料来源: Wind, 国联证券研究所

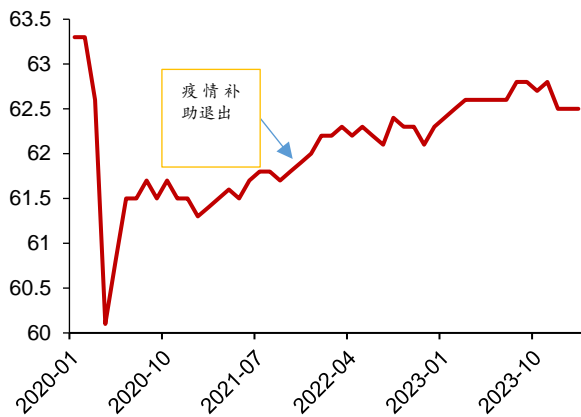
2.2 劳动参与率持平

劳动参与率与上月持平,意味着失业率的上升完全是由失业人数上升导致的。劳动参与率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

2.2.1 劳动参与率

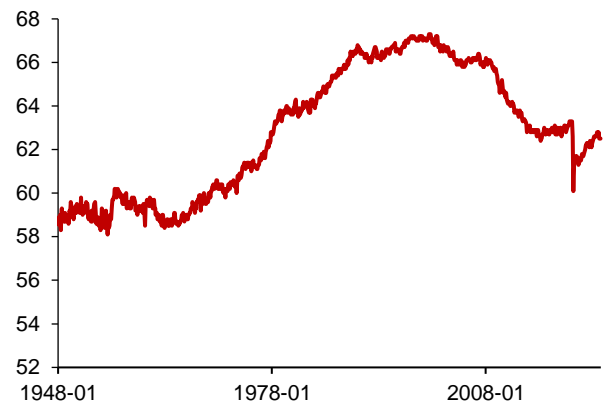
2月劳动力参与率为62.5%,和1月持平,距离疫情前的高点63.3%,还有0.8pct的差距。劳动参与率不变意味着失业率的上升完全是由失业人数上升导致的。

图表9: 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10: 历史美国劳动参与率(%)

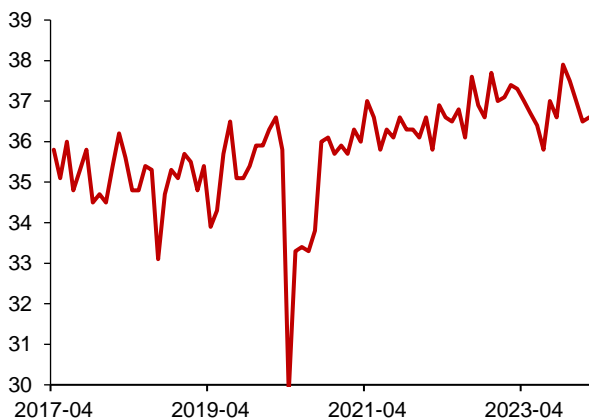


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2.2 劳动参与率结构

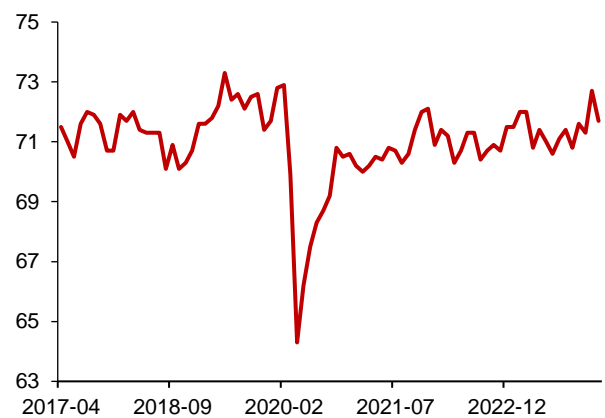
从劳动参与率年龄结构的分解来看,2月份16-19岁人群的劳动参与率上升0.1%,25-54岁人群的劳动参与率上升0.2%;20-24岁人群的劳动参与率则下降1%,55岁以上人群劳动参与率持平上月。其中和疫情前水平差距较大的仍然是55岁以上人群,较疫情前高点有2%的差距。

图表11: 16-19岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 20-24岁人群的劳动参与率(%)



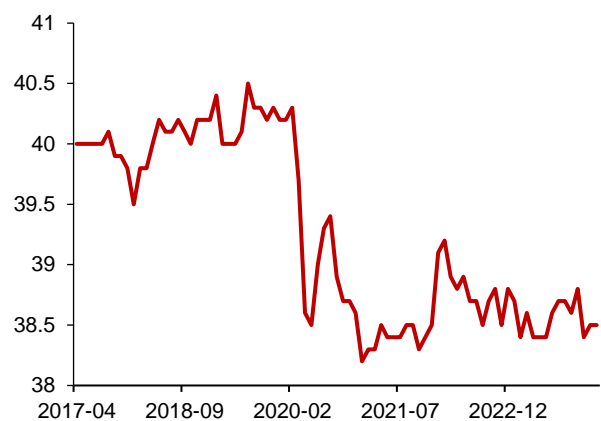
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 25-54 岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 55 岁以上人群的劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

3. 非农就业增长又超预期

2月新增非农又超预期,高于多数分析师预测,12月数据二次修正后仍然上修,但1月份数据显著下修。雇主调查和家庭调查的差异较大,从历史的数据上看,只有约7%的月份雇主调查和家庭调查的新增非农差异比2月的差异更大。

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270万人。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。如果对比2019年的情况,同比增长1.8%的非农就业并不弱,2019年2月的同比只有1.4%。对比疫情前几年的情况来看,2月的非农新增数据考虑到季节因素仍然不弱。

仅2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。休闲酒店业距离疫情前水平仅差2万人。

3.1 非农就业增长又超预期

新增非农就业又超预期,新增就业27.5万人,高于多数分析师的预期,就业增长仍较快。1月数据第一次修正下修12.4万人,但下修后仍有22.9万人。

3.1.1 新增非农就业总量

美国 2 月非农新增就业 27.5 万人，高于预期的 20 万人，高于多数分析师的预期，略低于上月的初值，但高于第一次后的修正值，上月初值 35.3 万人，修正后为 22.9 万人。华尔街主要投行对于非农预测中最低预测 14 万，最高预测是 23.8 万。

图表 15：非农就业数据的市场预期

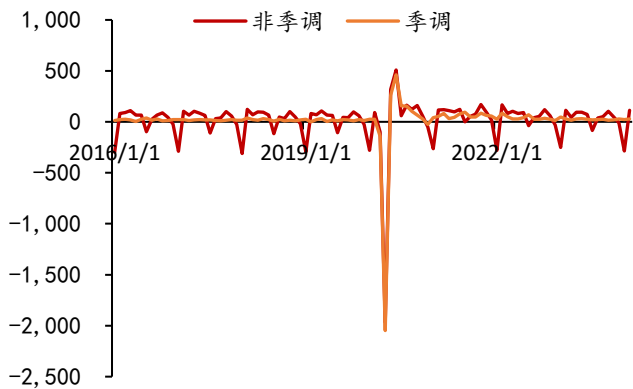
华尔街投行2月非农数据预测			
投行名称	新增就业人数	失业率	平均时薪同比
杰富瑞	14万	4.00%	/
加拿大国家银行	15万	3.90%	/
摩根大通	15万	3.90%	4.00%
法国巴黎银行	18.5万	3.90%	4.00%
ING	18万	3.90%	/
西太平洋银行	18万	3.90%	/
野村证券	19.5万	3.90%	/
花旗	19.5万	3.90%	4.00%
摩根士丹利	20万	3.90%	4.00%
汇丰	20万	3.90%	3.90%
劳埃德银行	20万	3.80%	4.00%
德意志银行	20万	3.70%	/
富国银行	21.5万	3.80%	/
加拿大丰业银行	21万	3.90%	4.00%
法国兴业银行	21万	3.90%	/
瑞银	22万	3.80%	/
巴克莱	22.5万	3.80%	4.00%
桑坦德银行	23万	3.80%	/
高盛	23.8万	3.80%	3.90%
预期中值	20万	3.70%	4.30%
前值	35.3万	3.70%	4.50%

制表：华尔街见闻

资料来源：华尔街见闻，国联证券研究所

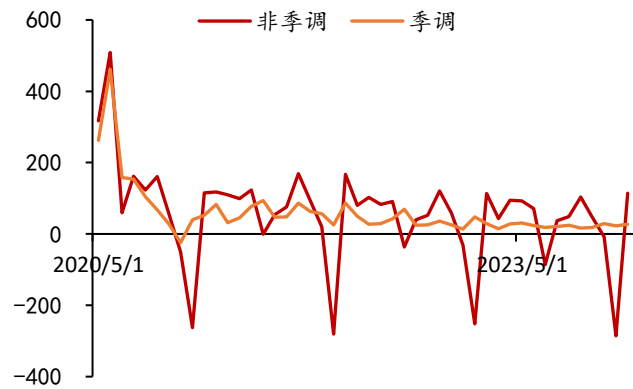
由于美国年底是假期和购物季，感恩节和圣诞假期都是在这个时候，所以这段时间的数据受季节性影响也较大。1 月的就业往往会大幅减少，而到 2 月则普遍会反弹。非季调的非农环比 2 月上升了 114.1 万，而 2023 年 2 月上升 112.9 万，同比增速为 1.8%，疫情前自 2019 年的前 3 年均值是上升 102.4 万人。如果对比 2019 年的情况，同比增长 1.8% 的非农就业并不弱，2019 年 2 月的同比只有 1.4%。对比疫情前几年的情况来看，2 月的非农新增数据考虑到季节因素仍然不弱。

图表16: 环比新增非农就业(万人)



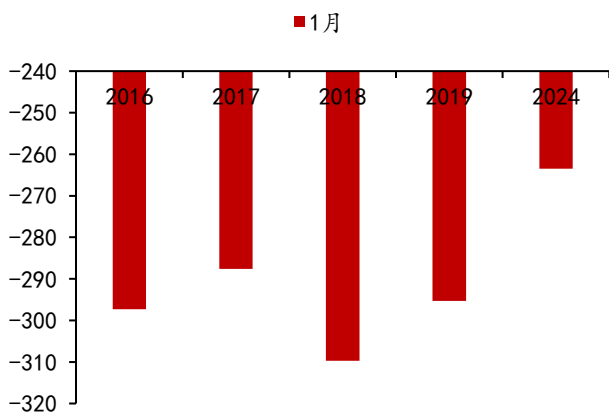
资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表17: 疫情后环比新增非农就业(万人)



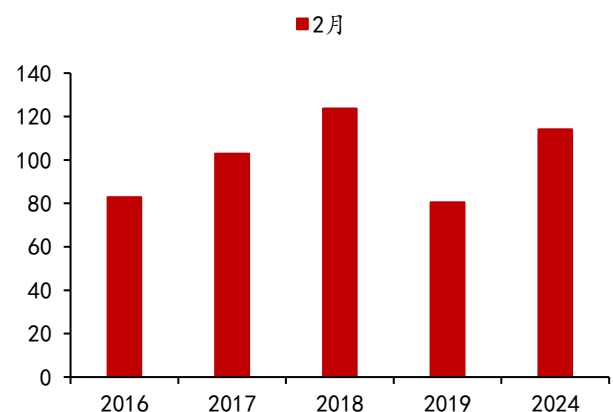
资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表18: 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19: 近几年2月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

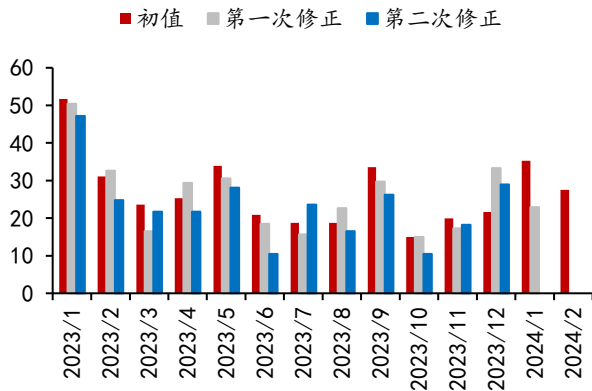
3.1.2 新增非农就业数据修正

2024年1月的新增就业第一次修正人数下修到22.9万人, 相对于初值35.3万人下修了12.4万人。

2023年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。第二次修正后为29万人, 相对于第一次修正下修, 但是相对于初值上修了7.4万。12月因此成为2023年唯二最终上修的月份, 而且是上修幅度最大的月份, 另外一个上修的月份是7月。

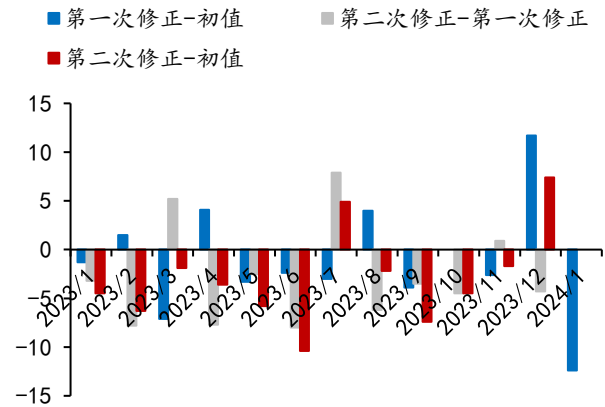
2023 年以来新增非农第二次修正相对于初值的变化向下修正的居多，全年累计向下修正了 36 万。其中 6 月份的修正幅度最大，初值是 20.9 万，而第二次修正后变成了 10.5 万，向下修正了 10.4 万。

图表20：新增非农就业(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

图表21：新增非农就业修正变化(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

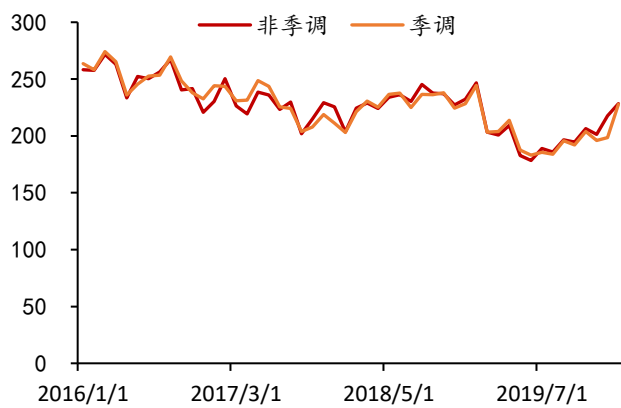
3.1.3 新增非农就业同比

从同比增长的数据看，2月非季调的非农同比增长 273.8 万，月均 22.8 万，上月为 272.6 万；季调同比增长 274.8 万人，月均 22.9 万，上月 276 万人²。同比就业增长 2 月较 1 月变化不大，但低于 12 月。

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 270 万人。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。

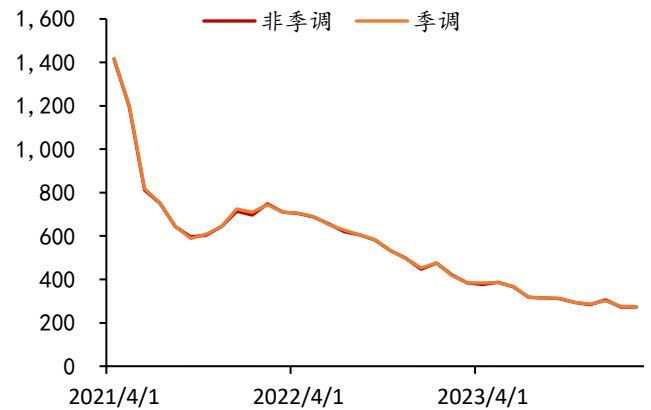
² 同比的增长不会被季节调整影响，另外同比数据相当于考虑了 12 个月的变化，也更不易受一两个月数据波动的影响。

图表22: 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

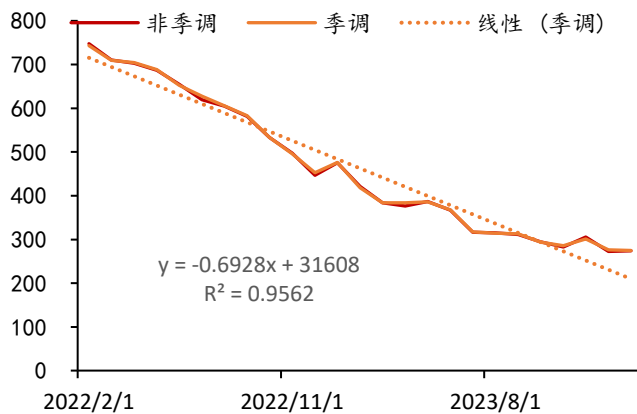
图表23: 疫情后同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

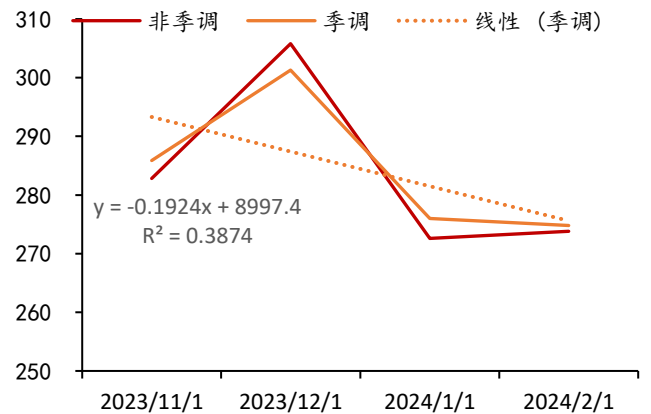
同比非农就业增长下行的斜率从 2022 年 2 月的约-0.7 变成了 2023 年 11 月的约-0.2, 趋势的 R2 也下降了 4 成。

图表24: 202202 后同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表25: 202311 后同比新增非农就业(万人)

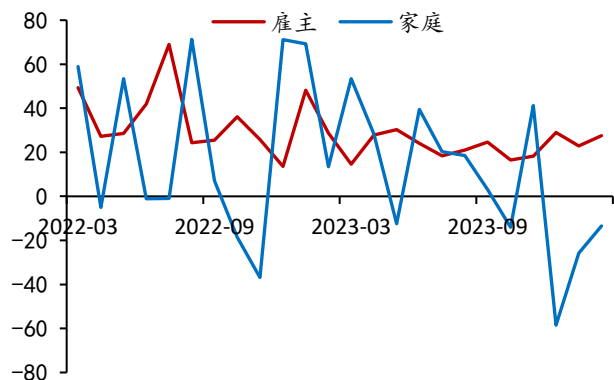


资料来源: FRED, 国联证券研究所

3.1.1 雇主调查和家庭调查

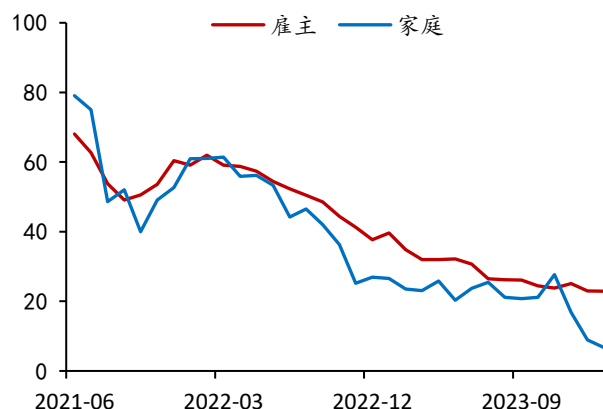
另外一个观察角度来自于对雇主调查和家庭调查的对比, 雇主调查显示 2 月非农就业增长 27.5 万人, 而家庭调查计算的非农就业增长为下降 13.4 万人, 两者之间差距为 40.9 万人。雇主调查和家庭调查的差异仍然较大, 从 12 月平均的角度看家庭调查显示的就业市场热度更低一些。从历史的数据上看, 只有约 7%的月份雇主调查和家庭调查的差异比 2 月的差异更大。

图表26: 环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

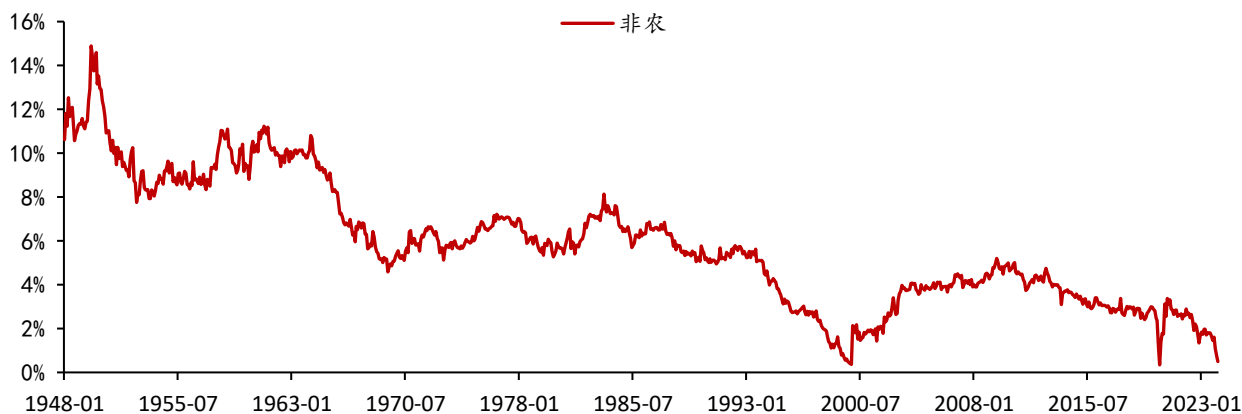
图表27: 12月平均环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

家庭调查的非农就业人数一般来讲略高于雇主调查统计的非农就业人数, 两者的差异总体来讲越来越小, 近 20 年的差距一般在不到 5%。

图表28: 家庭和雇主调查的非农就业总数差异百分比



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

3.2 仅 2 个行业就业减少

分行业看, 2 月仅 2 个行业就业减少。

3.2.1 新增非农分行业

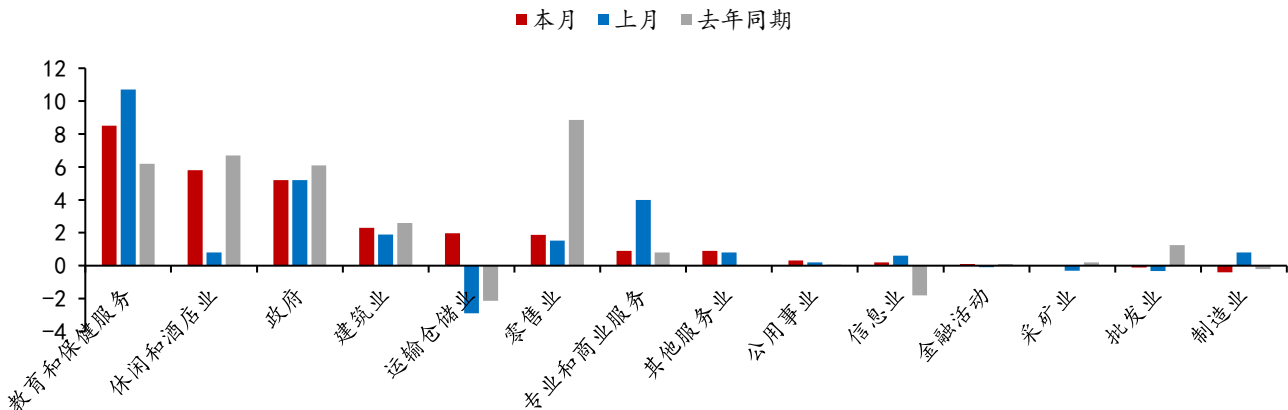
从新增非农就业的行业结构看，2月就业减少的部门仅两个，1月就业减少的部门有4个。制造业减少0.4万人，批发业减少0.12万人，其他行业就业则实现增长。

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、休闲和酒店业、建筑业，最大增幅前三个行业加起来的新增就业占到2月全部新增就业的60%，1月占全部新增就业的65%，集中度本月较上月下降。

具体数字上来看，教育和保健服务新增8.5万人，其次是休闲和酒店业新增5.8万人，建筑业新增2.3万人。

其他行业中，运输仓储业增加1.97万，零售业增加1.87万人，专业和商业服务业增加0.9万人，其他服务业增加0.9万人，公用事业增加0.32万人，信息业增加0.2万人，金融活动业增加0.1万人。另外政府新增5.2万人。如果去除政府的话，私人部门的新增就业2月为21.74万人。

图表29：2月新增非农就业分行业(单位:万人)

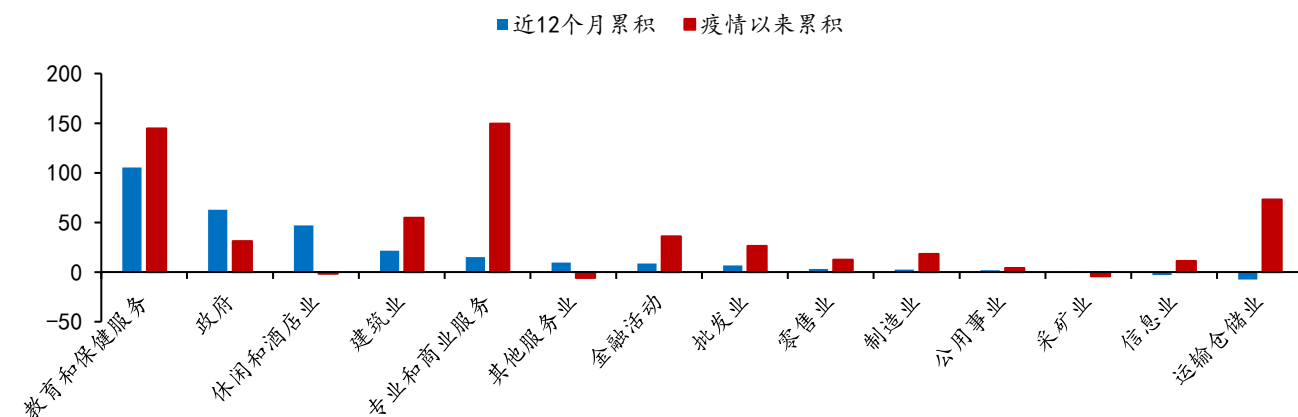


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.2.1 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105.5万，休闲和酒店业近12个月新增就业47万人，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30：2月累积新增非农就业分行业（单位：万人）



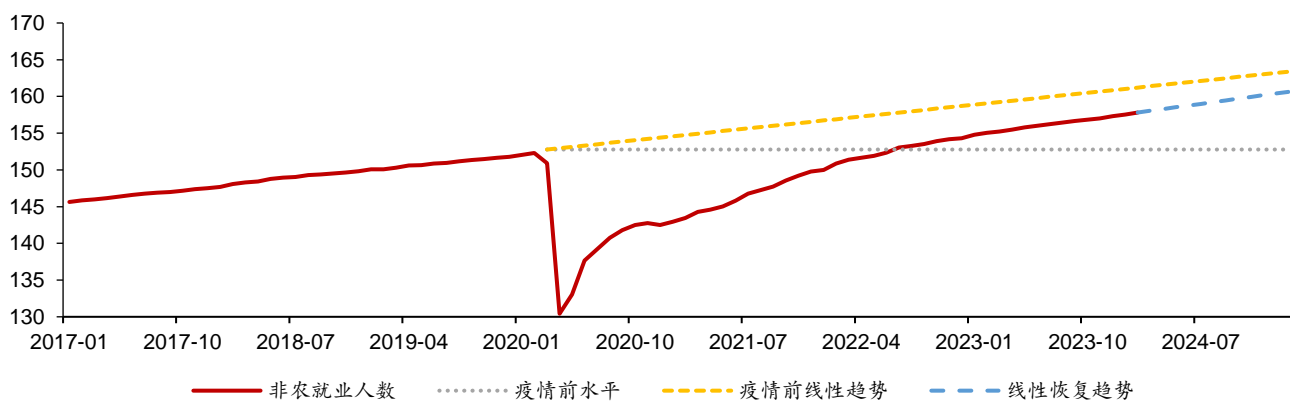
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.3 非农存量就业总体恢复

2月份的美国非农就业总人数为 1.578 亿人，比 2020 年 2 月疫情前创下的历史新高多 550 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，2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 270 万人的差距。

图表31：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

3.4 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仅有 2 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 149 万人。其他服务业变成缺口最大的行业。

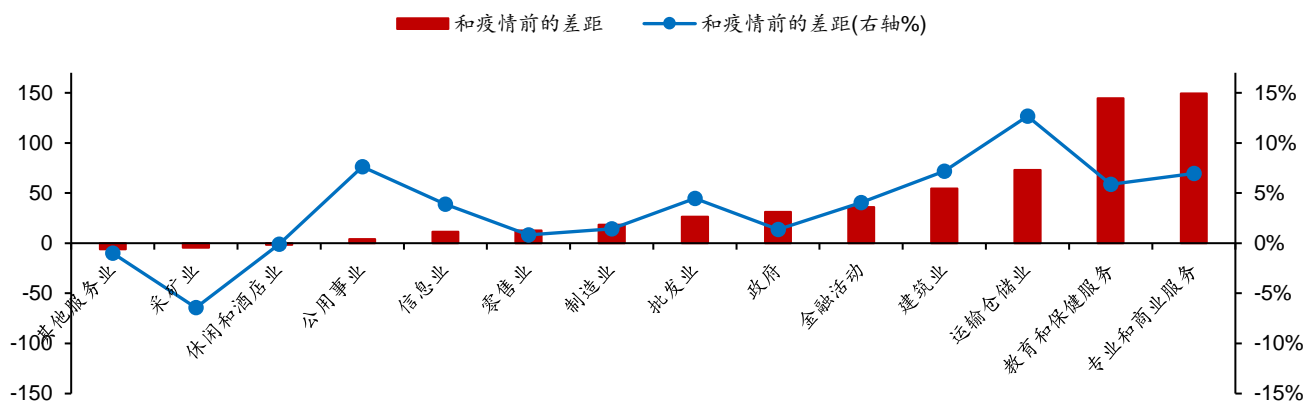
3.4.1 非农存量就业分行业

虽然总量上非农就业已经超过疫情前，是疫情前的 103.6%；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 2 月为止还有 3 个行业没有完全修复，和上月持平，分别是其他服务业、采矿业和休闲和酒店业。差距最大的行业变成了其他服务业，其他服务业就业人数较疫情前仍有 6 万人左右的缺口（下图中显示为负值）。休闲和酒店业就业人数较疫情前的差距仅剩 2 万人。

和疫情前相比的缺口人数次之的行业为采矿业，其中采矿业的缺口虽然只有 4 万人，但是缺口的比例最高，达到了 6.4%。和疫情前相比有待恢复比例差距其次的行业是休闲和酒店业和其他服务业。

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 149 万人；恢复比例最高的运输和仓储业已经是疫情前水平的 112.7%。

图表32：2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

3.4.2 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，增速最快的是公用事业，其次是休闲和酒店业，接下来是教育和保健服务业。

图表33：2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%)
其他服务业	588.1	587.2	578.4	0.2%	1.7%	-6	-1.0%
采矿业	64	64	63.3	0.0%	1.1%	-4	-6.4%
休闲和酒店业	1688.2	1682.4	1641.2	0.3%	2.9%	-2	-0.1%
公用事业	58.89	58.57	56.91	0.5%	3.5%	4	7.6%
信息业	302	301.8	304.9	0.1%	-1.0%	11	3.9%
零售业	1563.66	1561.79	1560.68	0.1%	0.2%	13	0.8%
制造业	1296.4	1296.8	1294	0.0%	0.2%	18	1.4%
批发业	615.5	615.62	608.7	0.0%	1.1%	26	4.5%
政府	2318	2312.8	2255.1	0.2%	2.8%	31	1.4%
金融活动	923.3	923.2	914.6	0.0%	1.0%	36	4.1%
建筑业	816.2	813.9	794.7	0.3%	2.7%	55	7.2%
运输仓储业	651.14	649.17	658.8	0.3%	-1.2%	73	12.7%
教育和保健服务	2602.3	2593.8	2496.8	0.3%	4.2%	145	5.9%
专业和商业服务	2293.1	2292.2	2277.9	0.0%	0.7%	149	7.0%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 时薪环比增长下行，通胀压力缓解

时薪增长环比显著下行，同比下降到 4.3%，工资通胀的缓解有助于缓解美联储对通胀的担忧。分行业看共 8 个行业时薪跑赢通胀，在 13 个行业中超过半数。

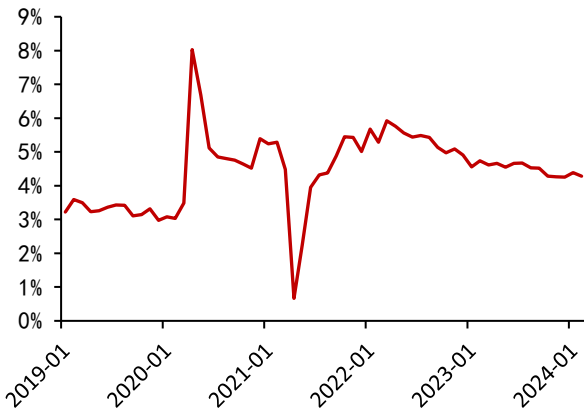
4.1 时薪增长较上月下降，工时微升

工资通胀的压力缓解。2 月份平均时薪同比增长 4.3%，较上月 4.5% 下降；环比增长 0.14%，低于预期的 0.2%，也显著低于上月，每周工作时间 34.3 小时。

4.1.1 总体时薪

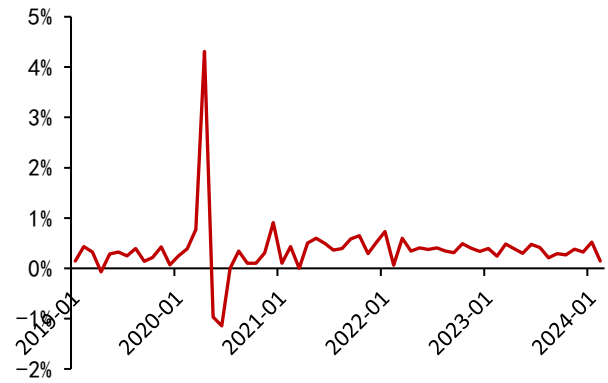
2 月份平均时薪同比增长 4.3%，较上月 4.5% 下降，持平预期；环比增长 0.14%，低于预期的 0.2%，也显著低于上月。2 月时薪的增长环比大幅下降，对于实现美联储通胀目标来讲是个好消息。每周工作时间 2 月为 34.3 小时，较上月 34.2 小时上升。

图表34：非农全部员工时薪同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表35：非农全部员工时薪环比(%)



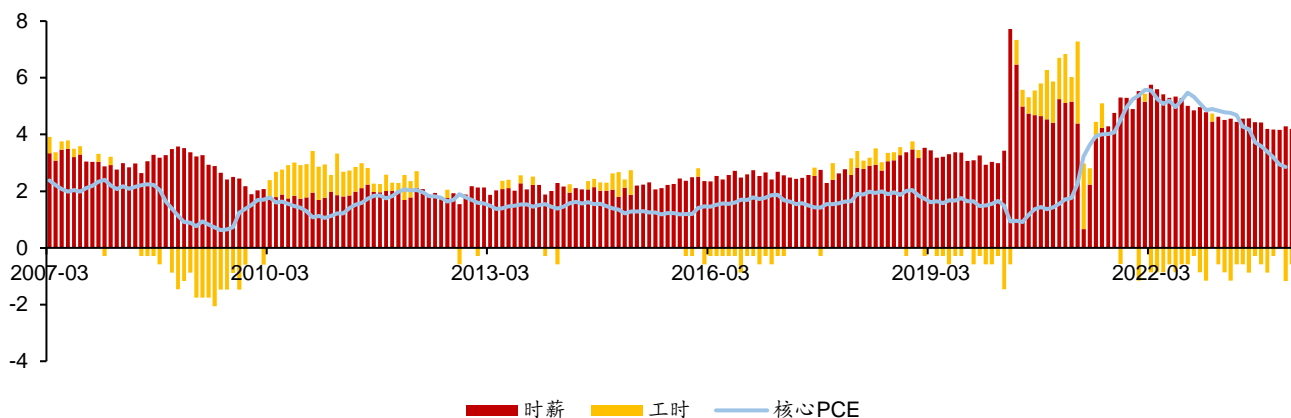
资料来源：Wind，国联证券研究所

4.1.2 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，2 月时薪增长 4.2%，较上月回落，距离回到疫情前的 2% 左右还有距离。

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，2 月最新为 34.3 小时，2018 年以来最低值为 34 小时。

图表36：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

4.2 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28.9%。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19.5%和17.6%，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，持平上月，它们分别是休闲和酒店业、金融业、运输仓储业、其他服务业、教育和医疗服务业、专业和商业服务、建筑业以及零售业。13个行业中超过半数的行业时薪增长跑赢了通胀。

图表37：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
休闲和酒店	21.79	21.67	20.82	0.6%	4.7%	4.89	28.9%
金融业	45.06	44.81	42.57	0.6%	5.8%	8.17	22.1%
运输仓储业	30.57	30.51	28.67	0.2%	6.6%	5.52	22.0%
其他服务业	31.26	31.2	29.7	0.2%	5.3%	5.59	21.8%
教育和医疗服务	33.91	33.83	32.68	0.2%	3.8%	5.91	21.1%
专业和商业服务	41.53	41.43	39.83	0.2%	4.3%	7.12	20.7%
建筑业	37.53	37.56	35.86	-0.1%	4.7%	6.15	19.6%
零售业	24.17	24.22	23.77	-0.2%	1.7%	3.96	19.6%
公用事业	50.75	50.77	49.02	0.0%	3.5%	8.07	18.9%
制造业	33.4	33.33	31.71	0.2%	5.3%	5.11	18.1%
批发业	37.39	37.24	36.22	0.4%	3.2%	5.47	17.1%
采矿业	39.32	39.15	37.13	0.4%	5.9%	4.8	13.9%
信息业	48.85	49.08	47.98	-0.5%	1.8%	5.84	13.6%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

5. 职位空缺数保持 900 万以下

职位空缺数略微下降，保持在 900 万以下，职位空缺失业比略回升。职位空缺失业比仍有 1.44，工作岗位的需求仍然不算低。

5.1 职位空缺等数据不弱

JOLTS 报告也显示劳动力市场绝对水平并不弱，尽管大趋势是在走弱。职位空缺数 1 月较 12 月继续回落，略低于 900 万。

图表38：职位空缺数（万人）

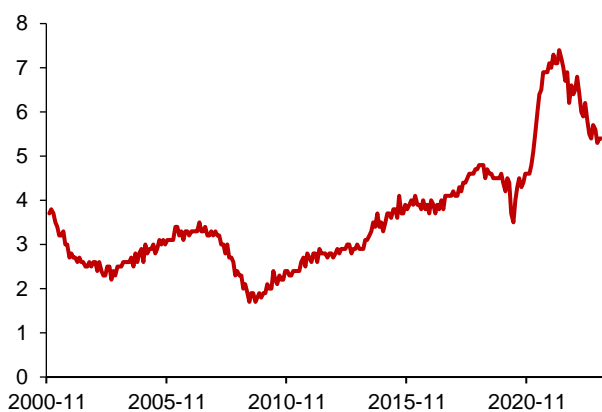


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度1月较12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。

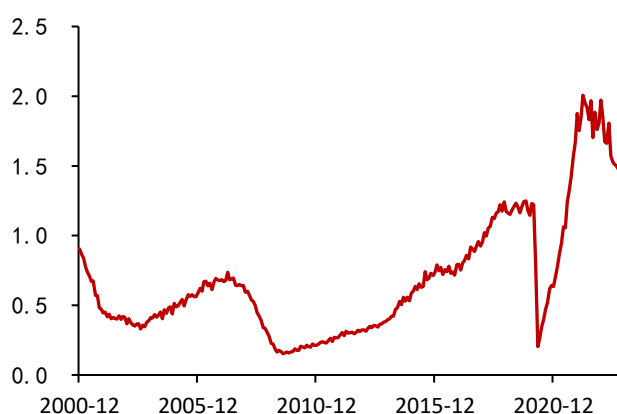
职位空缺率的数据显示就业市场也仍不弱，1月的职位空缺率为5.3%，和上月持平，较2022年3月的峰值7.4%回落了2.1%。

图表39：职位空缺率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表40：空缺失业比

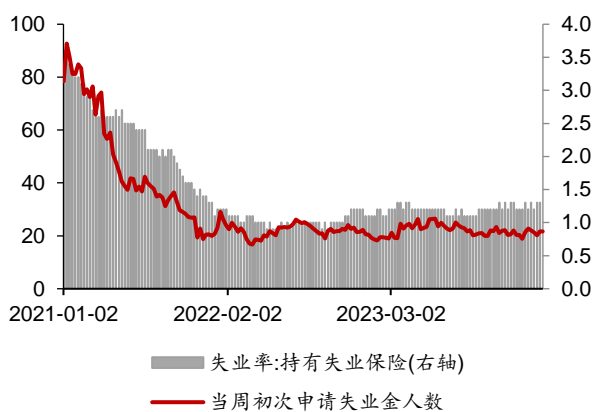


资料来源：Wind，国联证券研究所

5.2 初次申请失业金 21.3 万人

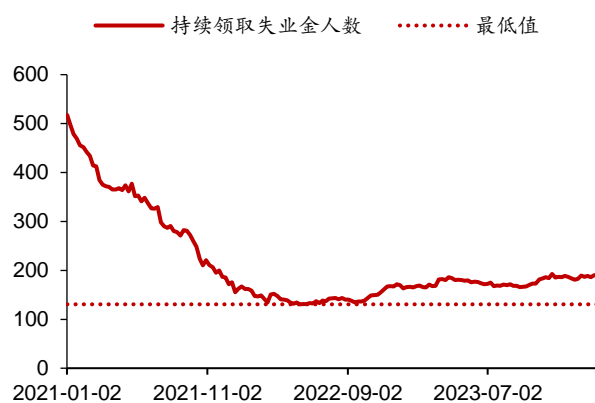
周度数据中,持有失业保险的失业率2月24日为1.3%,较最低点上升了0.4pct。持续领取失业金人数2月24日为190.6万,较2022年中达到的最低值已经上升了约60万人。上一次持续领取失业金人数高于190万已经是2021年11月。

图表41: 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

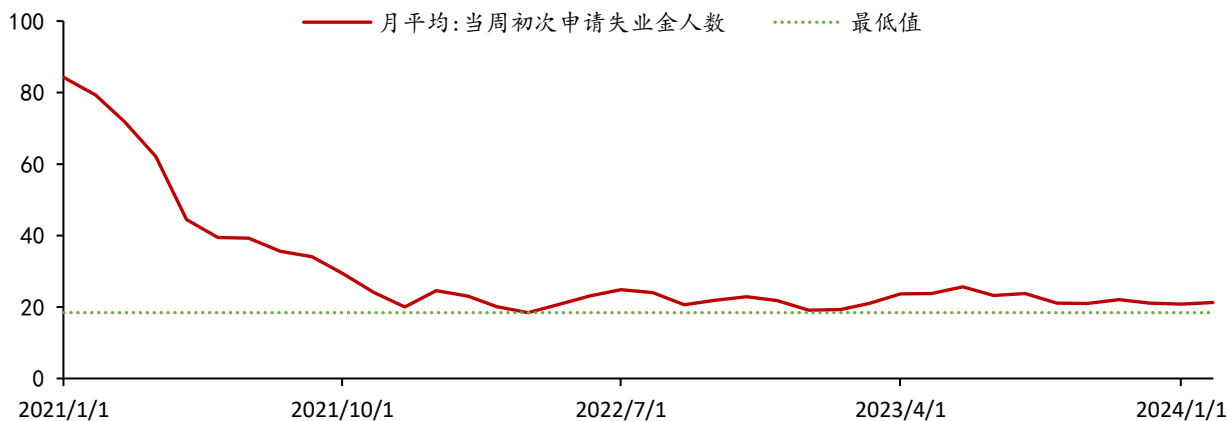
图表42: 持续领取失业金人数(万人)



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,2月均值21.3万,较1月略微上升。

图表43: 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

6. 风险提示

美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

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
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	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