



研究所

分析师:黄付生
SAC 登记编号:S1340522060002
Email:huangfusheng@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《逆周期因子持续发力稳汇率》 -
2024.03.08

宏观观点

定价就业市场走弱或需更多证据

● 核心观点

总体来说,2月美国的非农就业数据并不是一份“降息交易者”渴望的完美线索,尽管失业率、失业者结构和薪资增速支持更快的降息节奏,但新增就业人数、工作时长以及兼职人数却与前者给出的指引相左。数据发布后,期货市场显示的6月降息的概率小幅提高,但我们认为定价就业市场的走弱或需要更多的证据。当前美国金融条件仍偏宽松,经济基本面较为健康,早降息的“好处”远小于二次通胀的“坏处”,在这样的情况下我们倾向于认为高利率水平维持的时间或超出市场预期。

在就业报告内部数据指向矛盾以及美国商业银行工商业贷款增速触底回升的背景下,投资者继续定价他们愿意看到的结果:数据发布后美债收益率走低,美元走弱,黄金继续冲高。而短暂脱离这样的惯性,警惕高利率的风险或许是当前更理性的思考。

● 风险提示:

美国就业市场超预期走弱;美联储降息节奏快于预期;美国物价水平超预期回落;金融风险事件。

目录

1 核心观点.....	4
2 新增非农就业人数超预期.....	4
2.1 服务业支撑就业岗位.....	4
2.2 薪资增速与工作时长传递相反信号.....	5
3 失业率走高.....	7
3.1 非暂时性失业人数增加，退职者减少.....	7
4 风险提示.....	8

图表目录

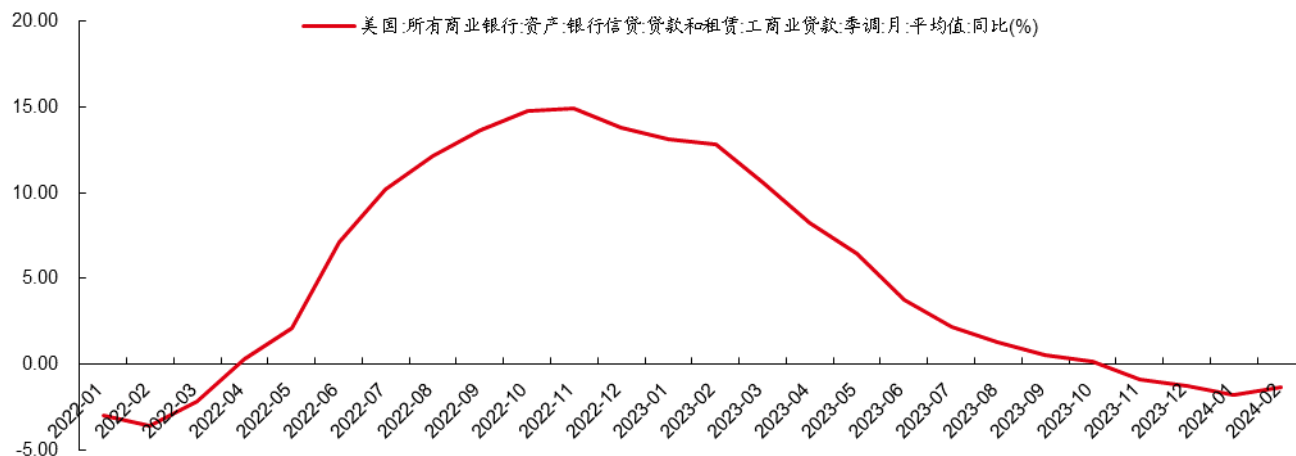
图表 1: 2022 年 1 月-24 年 2 月美国商业银行工商业贷款增速	4
图表 2: 2023 年 2 月-24 年 2 月美国新增非农就业人数结构 (千人)	5
图表 3: 2023 年 2 月-24 年 2 月美国服务业新增非农就业人数 (千人)	5
图表 4: 2022 年 3 月-24 年 2 月美国私人非农企业员工平均时薪增速.....	6
图表 5: 2022 年 3 月-24 年 2 月美国私人非农企业员工平均工时增速.....	6
图表 6: 2021 年 3 月-24 年 2 月美国劳动参与率和失业率	7
图表 7: 2023 年 3 月-24 年 2 月美国失业人口结构 (千人)	8

1 核心观点

总体来说，2月美国的非农就业数据并不是一份“降息交易者”渴望的完美线索，尽管失业率、失业者结构和薪资增速支持更快的降息节奏，但新增就业人数、工作时长以及兼职人数却与前者给出的指引相左。数据发布后，期货市场交易的6月降息的概率小幅提高，但我们认为定价就业市场的走弱或需要更多的证据。当前美国金融条件仍偏宽松，经济基本面较为健康，早降息的“好处”远小于二次通胀的“坏处”，在这样的情况下我们倾向于认为高利率水平维持的时间或超出市场预期。

在就业报告内部数据指向矛盾以及美国商业银行工商业贷款增速触底回升（图1）的背景下，投资者继续定价他们愿意看到的结果：数据发布后美债收益率走低，美元走弱，黄金继续冲高。而短暂脱离这样的惯性，警惕高利率的风险或许是当前更理性的思考。

图表1：2022年1月-24年2月美国商业银行工商业贷款增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

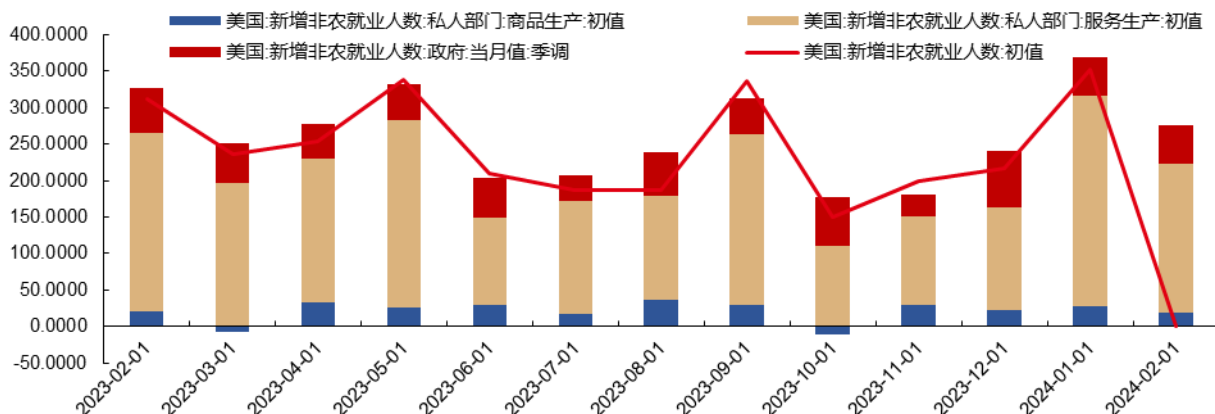
2 新增非农就业人数超预期

2.1 服务业支撑就业岗位

新增非农就业数据超预期但前值下修幅度较大。2月美国新增非农就业人数录得27.5万人，高于预期的20万人，但1月新增非农就业人数自35.3万人下

修至 22.9 万人，2023 年 12 月数据也由 33.3 万人下修至 29 万人，单从新增就业人数来说就业市场仍然偏强（图 2）。

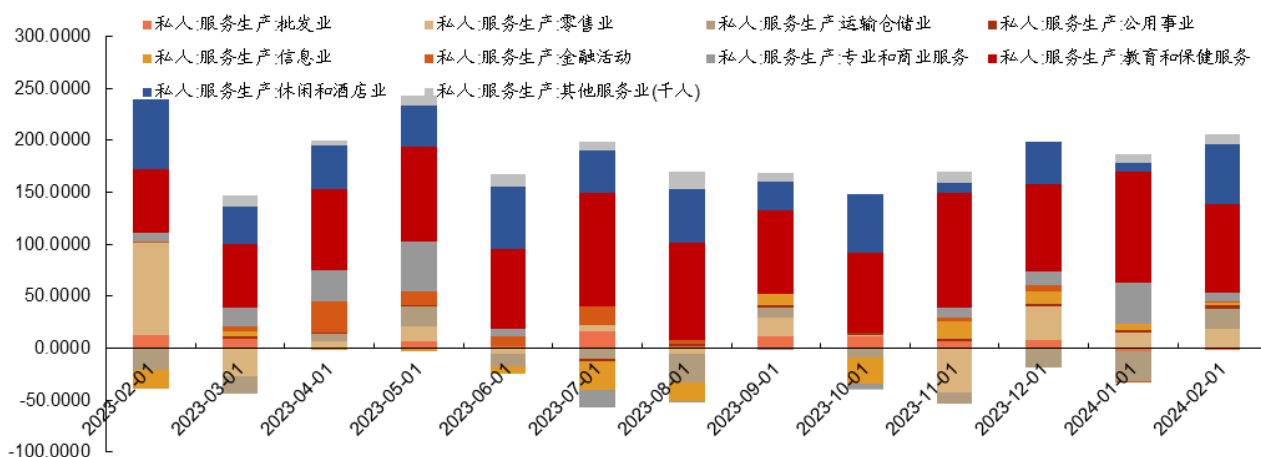
图表2：2023 年 2 月-24 年 2 月美国新增非农就业人数结构（千人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

服务业仍是就业支柱。从结构来看，在新增的 27.5 万就业人口中，服务业贡献了 20.4 万个就业岗位，其次政府（5.2 万个）和商品生产（1.9 万个）。进一步地，服务业中的新增就业岗位主要由教育和保健服务（8.5 万个）与休闲和酒店业（5.8 万个）提供；而与商品销售相关的服务业就业岗位也较 1 月显著增加，批发、零售和仓储运输共新增就业岗位 3.7 万个，前值为下降 1.7 万个（图 3）。

图表3：2023 年 2 月-24 年 2 月美国服务业新增非农就业人数（千人）

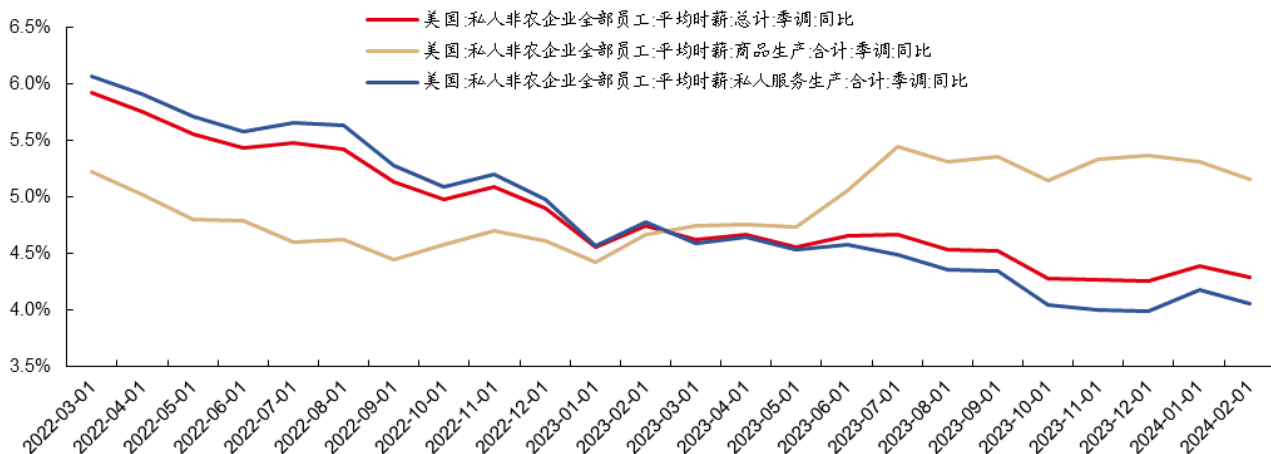


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 薪资增速与工作时长传递相反信号

时薪增速下降。2月美国非农企业员工平均时薪环比上涨0.1%，低于市场预期和前值，同比增速录得4.3%，前值4.4%。同时两大行业平均时薪同比增速也出现下降（图4），工资数据支持就业市场紧张状况缓解。

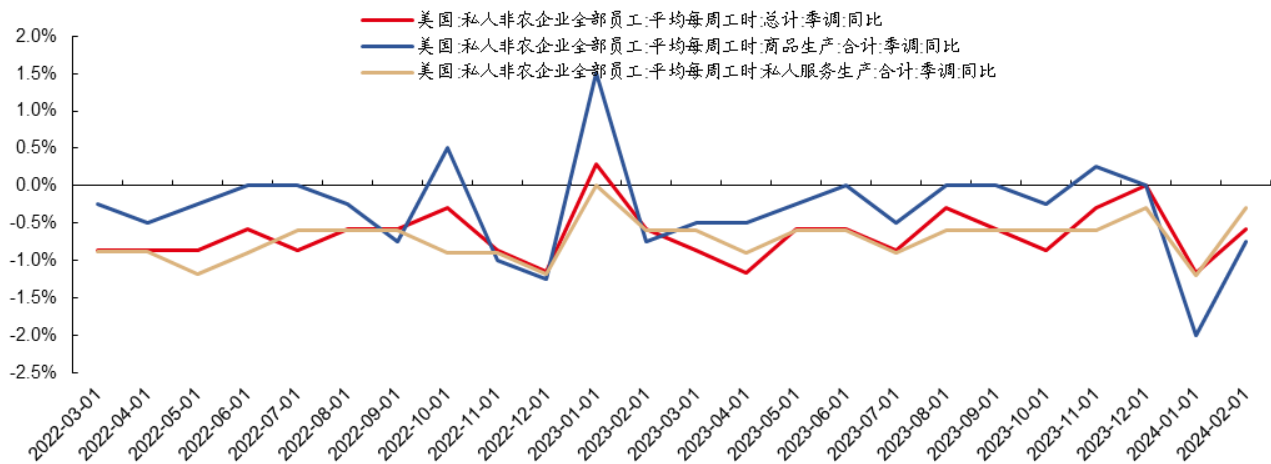
图表4：2022年3月-24年2月美国私人非农企业员工平均时薪增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

工作时长增速反弹。2月美国非农企业员工每周平均工作时长环比增加0.3%，前值-0.6%，同比降幅也较1月的低位收窄至-0.6%（图5）。一般而言，工作时长的增加对应企业较强的生产和招工意愿，从而导致工资的增长和就业市场的紧张，但2月的薪资和工时数据传递的信号相反。我们倾向认为就业市场依然偏强，从企业增加员工工作时间（加班）到提高待遇吸引新员工或存在时滞，工作时长的反弹可能预示未来工资的改善。

图表5：2022年3月-24年2月美国私人非农企业员工平均工时增速



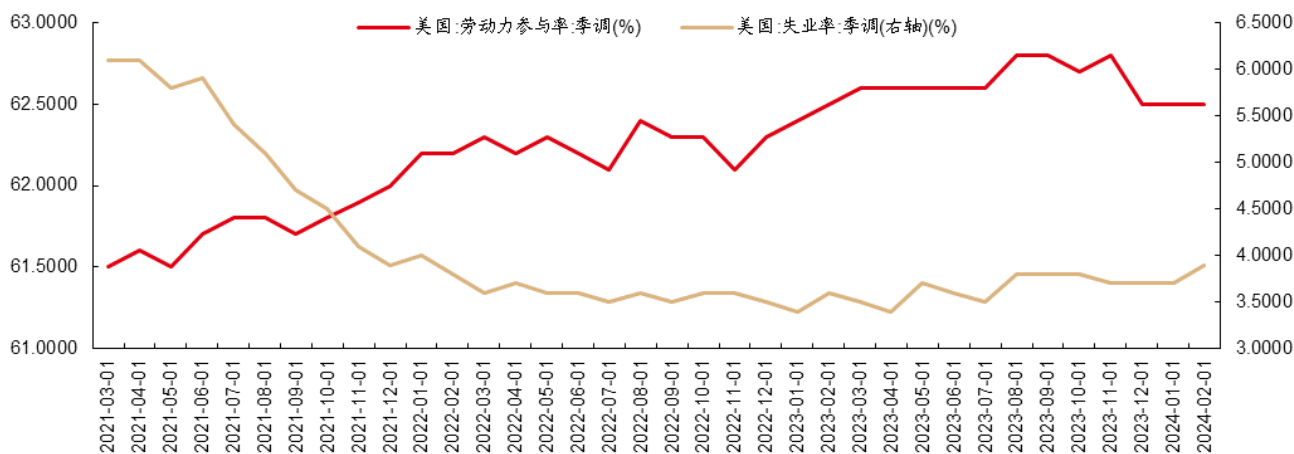
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 失业率走高

3.1 非暂时性失业人数增加，退职者减少

失业率高于预期。2月的家庭调查显示美国U3失业率为3.9%，高于前值和
 市场预期的3.7%，劳动参与率维持在62.5%（图6）。

图表6：2021年3月-24年2月美国劳动参与率和失业率

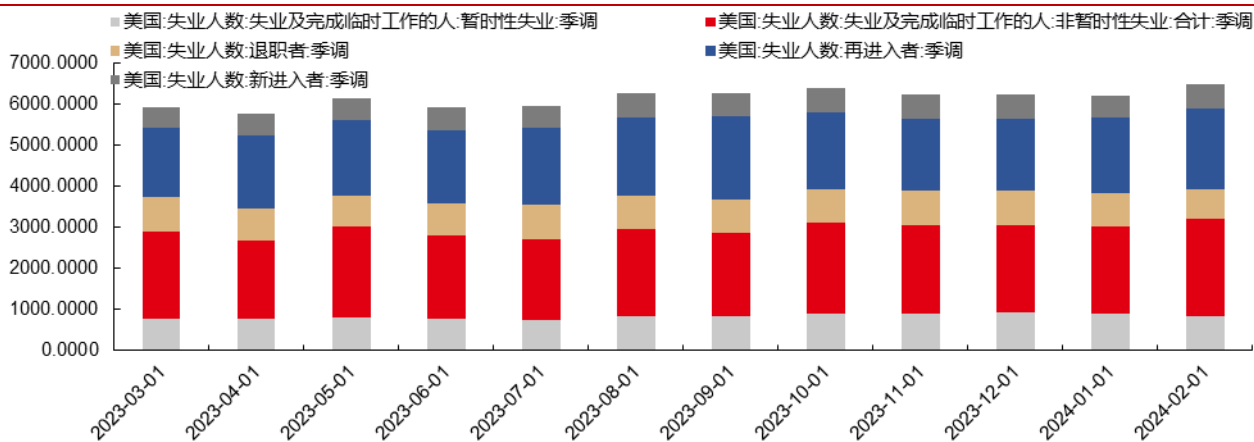


资料来源：Wind，中邮证券研究所

失业者结构支持就业市场松动。根据失业原因可以将失业者分为5类：

- 暂时性失业：离开就业岗位但并没有在找工作，因为预期将很快重回原就业岗位；
- 非暂时性失业：离开就业岗位并且正在找工作；
- 退职者：自愿离职寻求更好的职业发展；
- 重新求职者：曾经被雇佣，后离开劳动力市场，近期重新开始找工作；
- 新求职者：从未被雇佣，第一次开始找工作。

在2月的总计648.4万的失业人口中，非暂时性失业人数较1月增加23.8万至238.9万人，暂时性失业人数较1月减少4.9万人至82.7万人，退职者则减少了8.3万人至71.1万人（图7）。失业人口结构显示了支持就业市场从“卖方市场（求职者）”到“买方市场（企业）”变化的信号。与失业率和失业者结构指向相反的是兼职人数的减少。2月因经济原因从事兼职工作的人数为430万，较1月减少了7.1万。

图表7：2023年3月-24年2月美国失业人口结构（千人）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 风险提示

美国就业市场超预期走弱；美联储降息节奏快于预期；美国物价水平超预期回落；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048