

美国劳动力市场仍较为稳健，降息窗口较窄

2024年3月13日

宏观经济

事件点评

——美国2月非农数据点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国2月季调后非农就业增27.5万，预期20万，前值从35.3万下修至22.9万人；失业率3.9%，预期3.7%，前值3.7%。劳动参与率62.5%，持平。时薪同比4.3%，预期4.3%，前值4.4%。

主要观点：

- 1、 就业紧绷程度下降，非常接近疫情前的高位水平，上半年就业尚可。
- 2、 降息最佳时间窗口为5月至三季度中期，先考虑50bp幅度，更多降息仍需数据支持。

就业紧绷程度下降，非常接近疫情前的高位水平，上半年就业尚可。宏观上，消费的迅速恢复与就业市场固有的缓慢复苏特征是造成去年至今劳动力市场紧绷的主要原因。当前，岗位空缺数与非农就业总和仍显著高于劳动力供给，预计上半年就业仍旧尚可。但注意到岗位空缺数下降趋势不变，就业紧绷程度已非常接近疫情前的高位水平，预示着疫情后期非正常的劳动力供给不平衡状态接近结束。我们以岗位空缺数与非农就业总和作为衡量劳动力市场的需求方，以劳动力人数作为供给方，需求占供给的比例已从疫情后期的高点103.68%降至101.64%，非常接近疫情前的高点100.91%。（疫情前2019~2020年2月，美国劳动力市场处于历史上较为紧绷的时期），短期仍难以下降至合理范围（图7）。分行业看，部分行业岗位空缺数已显著低于疫情前，如贸易运输和能源（85%）、零售（74%），仍显著高于疫情前的有医疗保健（162%）、制造业（155%）和建筑业（137%）（图8）。受基建项目支持，建筑业岗位需求旺盛，推断短期内建筑业投资仍旧稳健。目前劳动力市场紧绷主要集中于恢复较慢的服务业人群和受政策影响的建筑业。

就业人数下降，非农上升，两者差距继续走阔。劳动参与率和就业率双双回落至上一个平台。分年龄看，35-44岁参与率继续上扬，但其他年龄层有所下降（图3）。虽然非农就业上升，但就业人人下降，说明兼职人数有所增加，高通胀对实际购买力或有持续影响。

医疗、政府继续高位增长，与上月特征相仿，专业与商业继续低迷。2月就业主要集中于医疗保健（6.7万）、政府（5.2万）、餐饮（4.2万）、社会支持（2.4万），建筑（2.3万）、运输和仓储（2万），零售（1.9万），其余行业就业变化不大。基建法案效果显著，建筑2.3万基本由非房地产贡献，比如重型和城市工程建设1.25万，非民宅特别贸易合同0.74万等。专业与商业服务（0.9万）的低速增长延续了前几个月的特征，即专业、科学技术服务继续增长1.6万，就业下降主要来自临时帮助服务-1.54万。其他方面，信息业连续3个月就业不再收缩，或预示疫情后的行业回落暂告一段落；此外，制造业就业继续低迷（-0.4万），非耐用品仍处于趋势性回落中（-0.6万），耐用品基本不变（0.2万）（图4）。

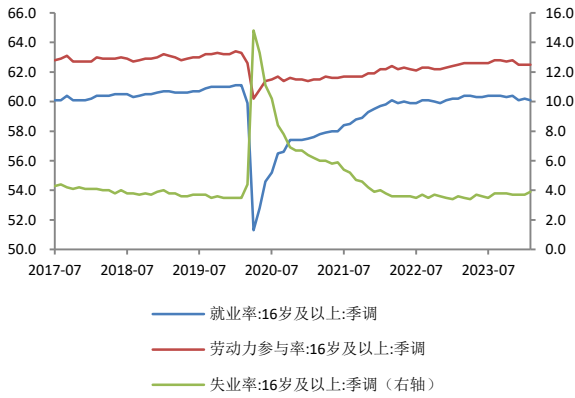
时薪（或周薪）同比需降至4%以下才可看到通胀压力实际下降，需至少一个季度才能确定不会反弹（图6）。在前期基数较高的基础上，时薪同比仍能达到4%以上是劳动力市场较为紧绷的佐证之一。2月时薪同比虽然继续回落，但仍有4.5%。时薪回落主要由中高收入带动，中低收入变化不大（图13）。横向比较，4%属于正常经济周期的高位，特别是CPI同比低于时薪同比的情况下。

我们关于降息时间点的观点基本印证，即最早不会早于5月。近期鲍威尔表示降息临近，目前的政策利率水平明显高于中性利率水平。我们在2020年疫情开始后就提出，随着地产周期复苏，中性利率可能有所抬升，即目前的政策利率水平虽处于限制性区域，但可能离中性利率并不太远。降息方面，我们认为，劳动力市场虽有所缓和但仍处于紧绷状态，过早降息可能会引起后期通胀的反弹。今年先考虑降息50bp以缓和与高利率对经济的限制，更多的降息仍需观察。此外，最佳的降息窗口

在二季度末三季度初。由于美国是消费主导的经济体，三四季度为传统消费旺季，若一二季度不出现衰退，则大概率三四季度经济表现尚可。因此，若三四季度消费尚可，则通胀存在反弹压力。降息拖到三季度后期至年末，可能会遇到通胀下行趋势减弱而经济增速维持一定水平这种不利降息的局面。

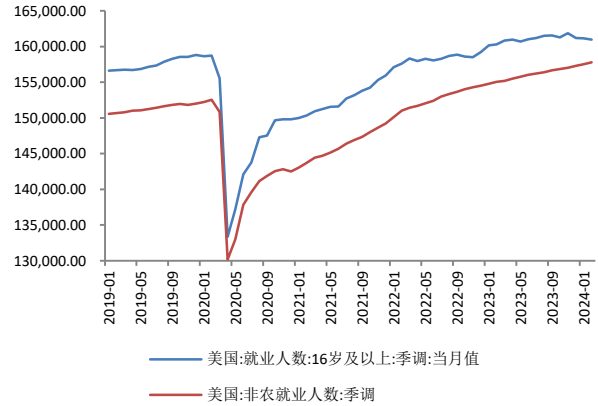
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1：劳动参与率、失业率略有上升（%）



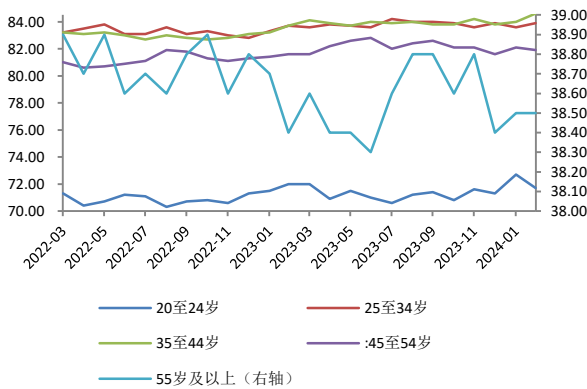
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

图2：家庭调查就业与企业调查就业均超过疫情前（千人）



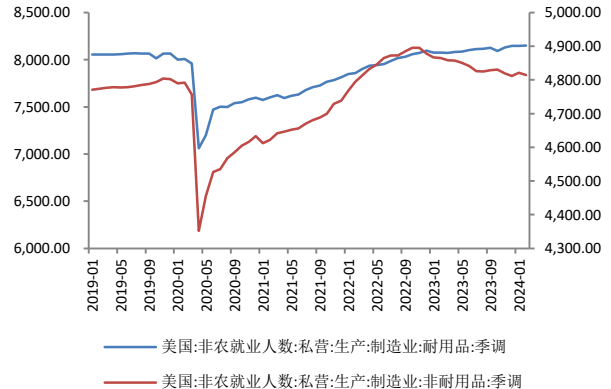
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

图3：劳动参与率：分年龄（%）



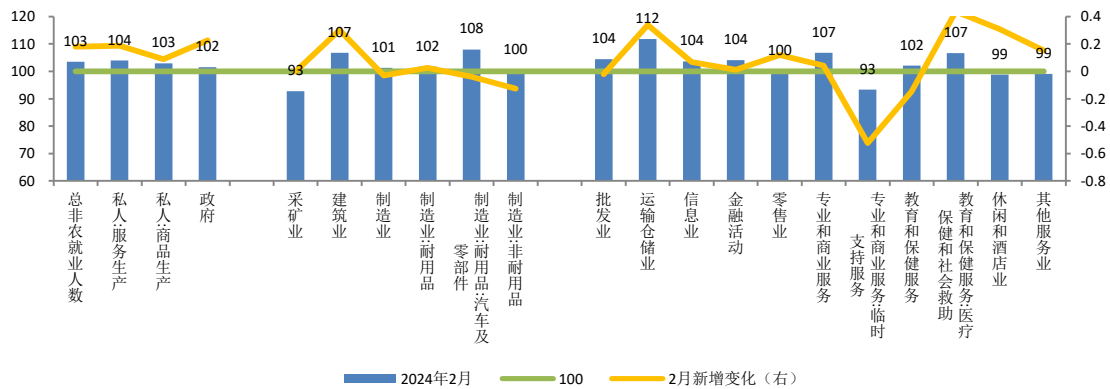
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图4：制造业就业仍在平台期，非耐用品继续回落（千人）



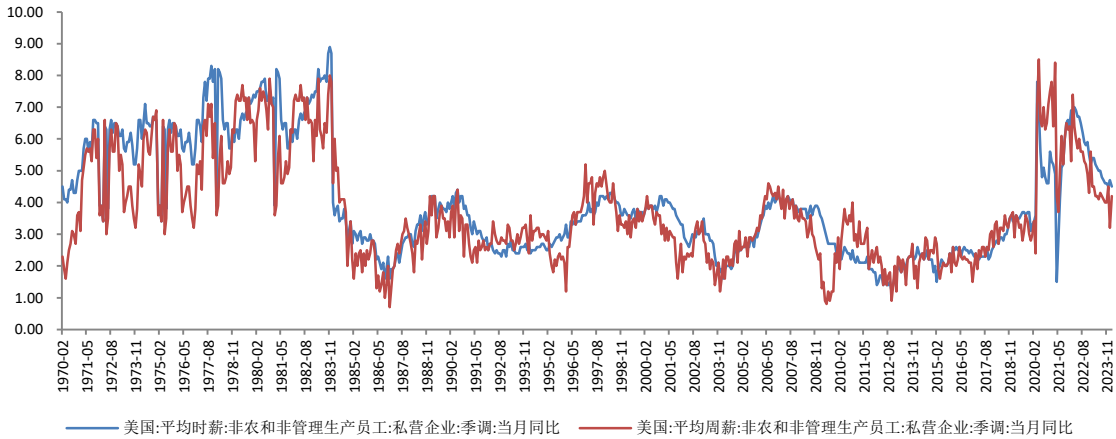
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图5：非农细分行业新增环比（2020年2月=100）



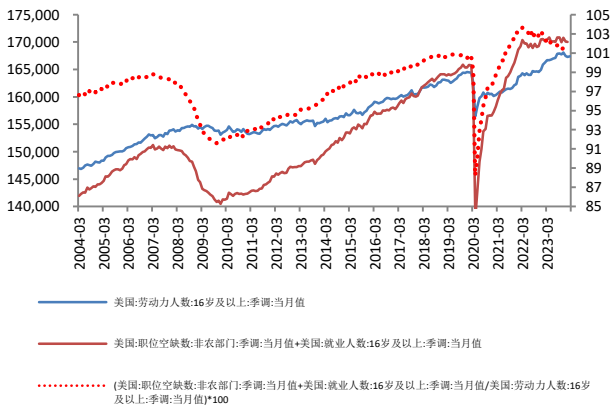
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图6：周薪同比位于至正常周期末期高位，但基数效应明显，至少需半年时间验证是否为有效回落（%）



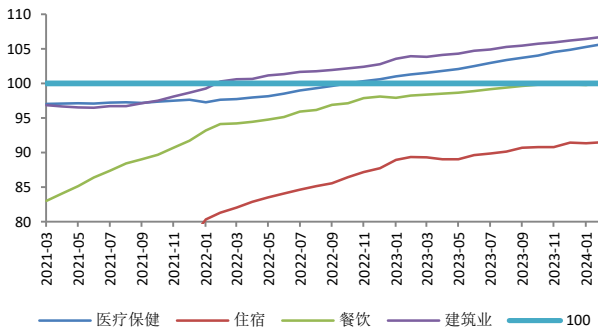
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图7：就紧绷至少需一个季度才能缓解（千人）



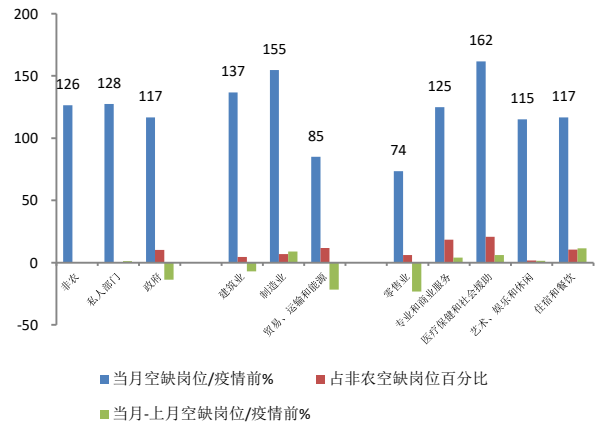
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图9：部分行业就业恢复距离（2020年2月=100）



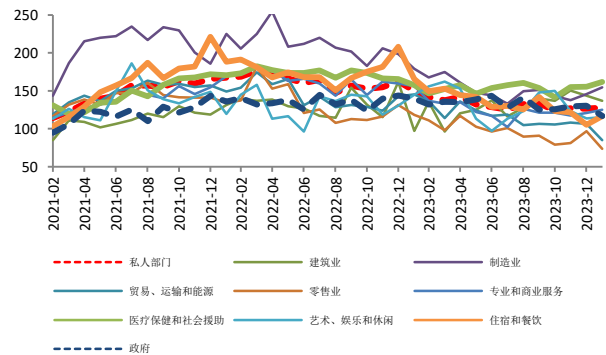
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图8：建筑、医疗等就业市场需求旺盛（2020年2月=100）



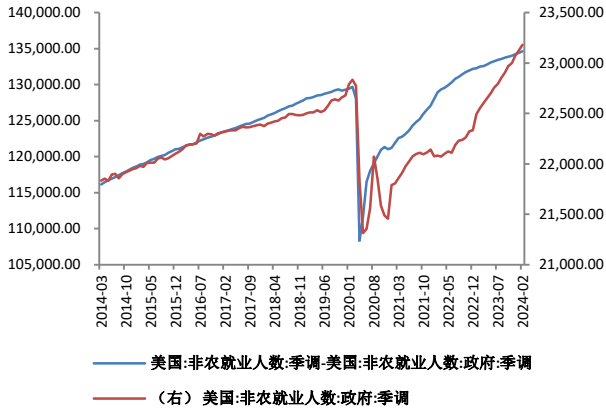
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图10：岗位需求多数缓慢回落（2020年2月=100）



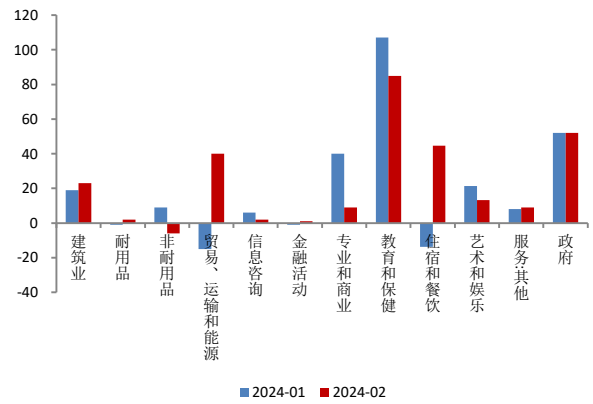
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图11：政府部门就业支撑非农（千人）



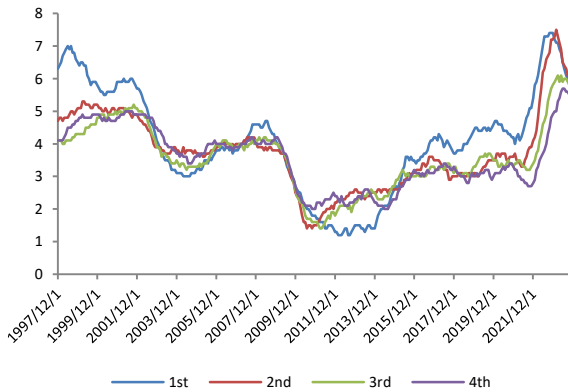
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图12：非农新增（按行业，单位：千人）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图13：时薪 12 月移动平均第 1~4 分位均已见顶 (%)



资料来源：美联储, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观深度报告	对 2024 年政府工作报告的几点理解	2024-03-07
宏观普通报告	美国商品价格止跌，服务价格粘性不变—美国 12 月 CPI 数据点评	2024-01-18
宏观普通报告	美国劳动力市场仍较为稳健—美国 12 月非农数据点评	2024-01-10
宏观普通报告	宏观普通报告：降息进入美联储视野，略超市场预期	2023-12-20
宏观普通报告	宏观普通报告：美国商品价格稳定下降，服务价格尚有一定粘性	2023-12-15
宏观深度报告	宏观深度报告：衰退继续延迟，海外进入降息通道	2023-12-08
宏观普通报告	宏观普通报告：加息周期接近结束	2023-11-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储如期偏鹰	2023-09-21
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀数据尚可，关注 9 月	2023-09-15
宏观深度报告	宏观深度报告：衰退继续延迟，消费动能 略有减弱	2023-09-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526