

宏观点评 20240406

3月非农：市场“不相信”的三个理由

2024年04月06日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 美国就业再超预期，但很难解释的是黄金和美股却出现同涨。我们认为其背后的原因是市场对非农数据的“不相信”。开年以来新增非农就业人数呈阶梯式上涨，先是1月因为年度数据修订导致的大超预期，随后的两个月，在就业减弱的预期下仍旧火热不减。不过鉴于美联储对劳动力市场在政策决策中的淡化（近期美联储官员对就业的提及次数减少），劳动力市场强劲的表现可能不会像过去那样重要。市场也因此“顶”住了爆表的数据——美国三大股指纷纷上涨，黄金更是创下了历史新高。我们认为市场对这一份就业报告的“不相信”，主要源于三点：

一是就业增加符合鲍威尔所提及的供给侧宏观叙事，即供给增加，工资增速下降，经济仍能保持动力；

二是美联储目前的侧重点更倾向于通胀，而就业的重要性有所减小；

三是非农数据的质量在下降，正如不久前费城联储“承认”美国就业数据失真，2023年全年高估80万人。叠加大选年的“政治任务”，今年就业数据可能依旧“水分”不减。

■ 当然我们认为只通过大超预期的新增非农就业这一项数据，就确定或者推断加息降息的节奏，显然是不靠谱的。美联储更侧重通胀，而就业或可以在不提高通胀风险的情况下持续下去（劳参抬升+薪资放缓），因此下周公布的通胀数据实则更加值得关注。

■ 那么本次数据具体表现如何，纵观劳动力市场，我们认为从总量和结构上都值得关注，具体来看：

■ 从总量上，劳动力市场给经济供给侧增加动力。3月新增非农就业人数增加30.3万人，高于之前12个月平均每月增加的23.1万。除此之外，1-2月的新增就业人数被上修，合比较修正前增加2.2万人。叠加家庭调查就业人数在前三个月持续下降后，在3月增加49.8万人，这佐证就业增长的强劲势头。

■ 从结构上，新增非农就业上涨集中在三个部门：医疗保健服务、政府和建筑业。具体来看，3月医疗保健行业增加了7.2万人，政府部门增加了7.1万人。其他显著增长的领域包括建筑业，3月增加了3.9万。服务业中，休闲和酒店业增加了4.9万，教育和保健服务、休闲和酒店业的新增就业增长是该类就业上升的主要因素。从职位空缺数据来看，目前教育及卫生服务依然是职位空缺最多的行业，劳动力供需的紧张。所有行业中，只有制造业就业保持不变，制造业就业人数在2月份下调至减少1万人后，3月份保持不变。

■ 职位空缺与非临时裁员需进一步降温。供需失衡是劳动力市场偏紧的主要原因，整体来看，3月职位空缺率连续徘徊在5.3%，这表明即便下岗，找到新的工作也并不困难，因此这足够防止失业率以自我强化的方式不断上升。而职位空缺/非临时裁员的比例可以很好的解释工资通胀。此比例虽较高点已经大幅下滑，但需要继续放缓才能使得工资通胀进一步降温。

■ 薪资同比增速回落。工资水平是美联储密切关注并视为是否会增加通胀压力的信号。具体来看，3月平均薪资同比上涨4.1%，相较于2月放缓0.2pct，为2021年中以来最慢增速；平均薪资环比上涨0.1pct至0.3%，均符合预期。其中休闲酒店、教育医疗、其他服务的时薪同环比增速均较前月下降。

■ 3月非农稳固美联储的耐心。从历史的角度来看，降息的前3个月内，大部分情况下均有1次新增非农就业人数不及10万的表现。例如1995年，虽然非农数据表现尚可，但失业率5.6%处于半年来平均水平；再比如2001年，降息前美国各项经济指标都出现恶化，降息前3个月非农就业移动平均降至12万人。更极端一点的则是2007年，降息前非农就业人数经修正后不断被调低，8月非农就业已降为负值。

相关研究

《二季度央行的宽松线索》

2024-04-04

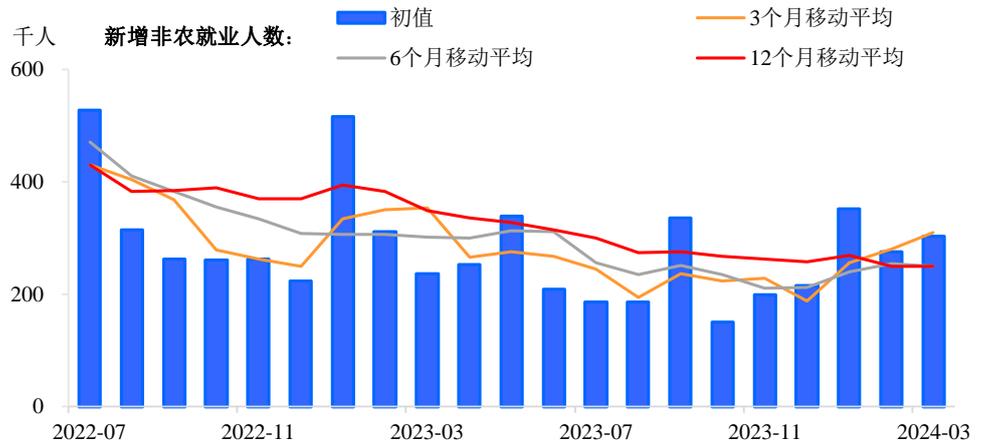
《创新高后，美股和黄金谁更值得持有？》

2024-04-03

总结以上降息情形和非农就业数据的表现，我们认为非农数据是美联储决定降息必要因素，但非决定性。目前来看，劳动力市场的情况距离首降前的条件仍有距离，因此需要留意此次就业数据公布之后，后续美国通胀的表现。

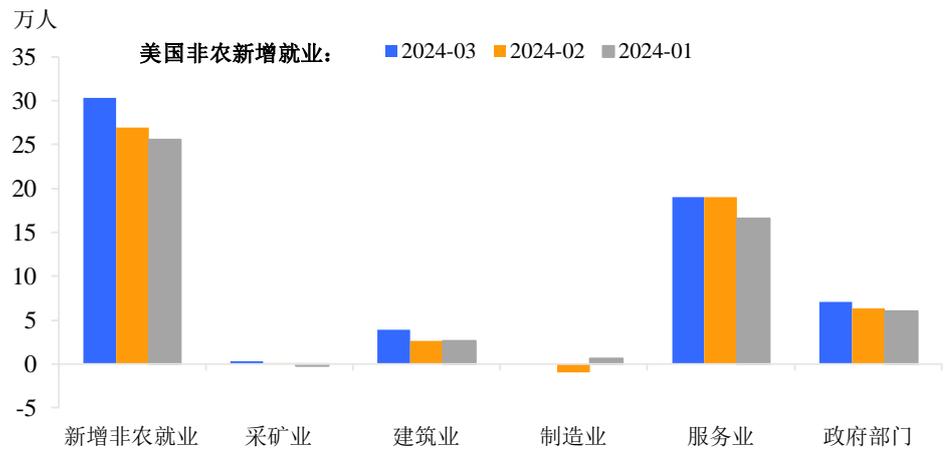
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 3月新增非农就业人数超预期上涨



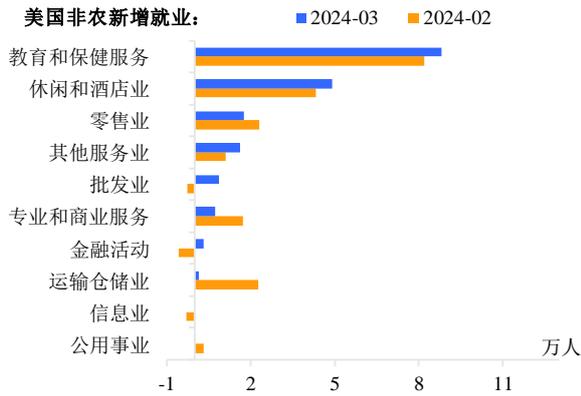
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 建筑业和政府就业贡献了主要的新增非农就业的上涨



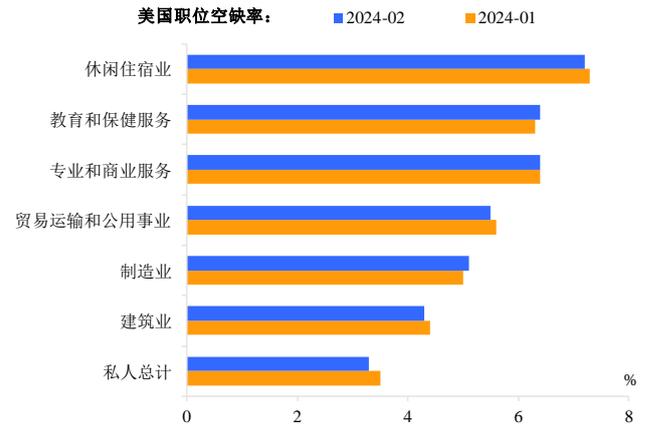
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 服务业子行业中教育和保健的新增就业居首



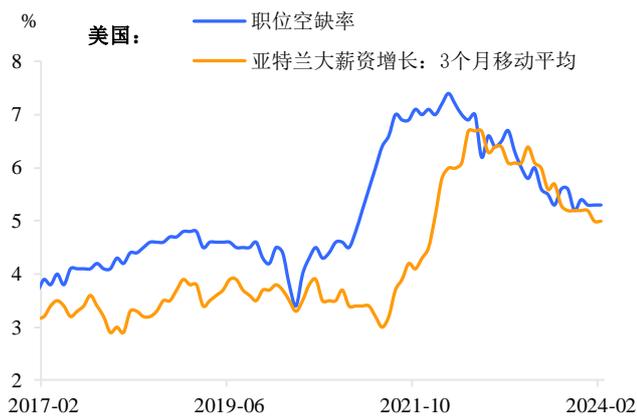
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 服务业中各个子行业的职位空缺率情况



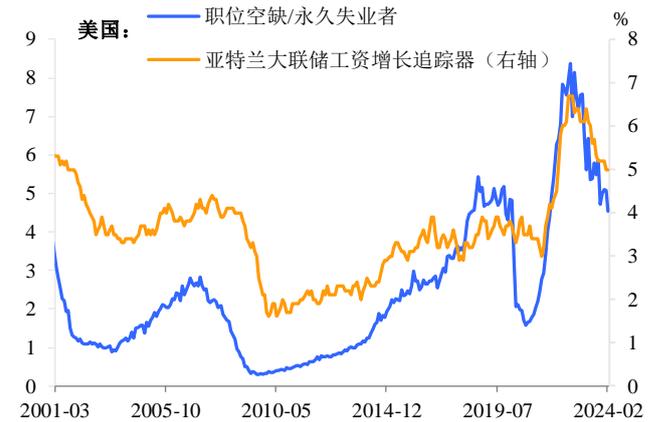
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 职位空缺率下降徘徊在 5.3%左右



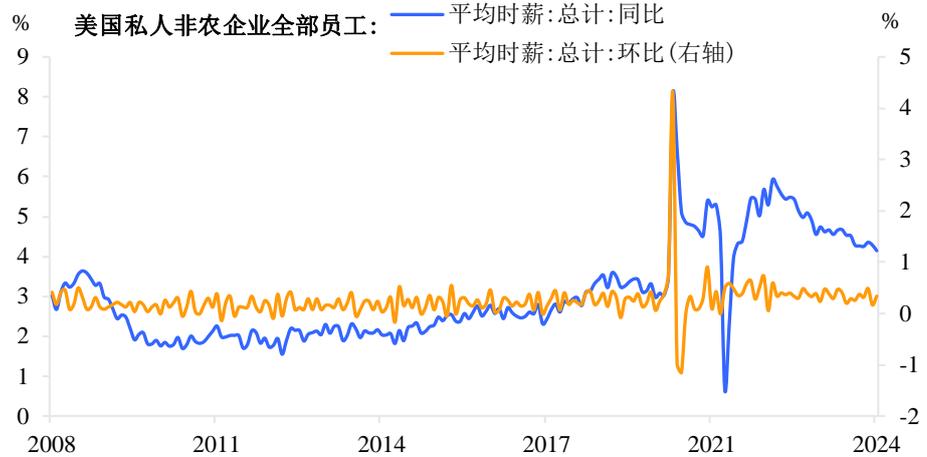
数据来源: FRED, 东吴证券研究所

图6: 职位空缺/永久失业者比例大幅下降



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 美国工资增速同比增速大幅放缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 历次降息前非农就业人数及失业率表现

| | 前月新增非农就业 (万人) | 3个月移动平均前月新增非农就业 (万人) | 新增非农就业人数低于10万的月数 | 前月失业率 (%) | 降息幅度 (bp) |
|-------|---------------|----------------------|------------------|-----------|-----------|
| 1995年 | 23.6 | 12.6 | 1 | 5.6 | 25 |
| 1998年 | 33.8 | 23.4 | 0 | 4.5 | 25 |
| 2001年 | 16.5 | 12.0 | 1 | 3.9 | 50 |
| 2007年 | -2.5 | 0.8 | 3 | 4.6 | 50 |
| 2019年 | 20.4 | 18.3 | 1 | 3.6 | 25 |
| 2020年 | 26.4 | 21.4 | 0 | 3.5 | 50 |
| 2024年 | 30.3 | 27.6 | 0 | 3.8 | ? |

注:2024 年数据为 3 月最新数据

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>