

宏观报告

证券研究报告

2024年04月07日

非农强化美国二次通胀

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-2024年，投资要破局》2024-04-02
- 2 《宏观报告：宏观报告-如何看待当前美国降息预期？》2024-04-01
- 3 《宏观报告：宏观-3月PMI数据缘何超预期》2024-04-01

美国非农就业延续修复趋势，非周期性的政府部门就业保持稳定增长，周期性就业在休旅酒店业、医疗保健业与建筑业的带动下保持强势。时薪增速同比虽有所放缓，但从周薪的角度看，美国居民部门正经历收入的全面修复。

失业率小幅下行 0.1%至 3.8%，持续处于历史相对低位；劳动参与率小幅升高 0.2%至 62.7%。低技能劳动力供给虽有所修复，但较疫情前仍有明显差距；尤其医疗保健等“核心”行业的供需缺口明显。我们认为美国新移民对劳动力供给修复作用或被高估，新移民转化为劳动力有时滞性。

考虑到美国非金融企业的税前与税后收入连续四个季度反弹处于历史高位，生产利润率亦保持在 16%的水平（2020Q1 为 10.7%），企业盈利与居民收入的良性循环仍在延续。短期内美国劳动力市场的主要矛盾将是薪资反弹与劳动力供给修复间的赛跑，美国薪资（居民总收入）反弹或更胜一筹。

因此，在居民薪资收入全面增长，叠加劳动力供给修复缓慢的背景下，我们认为美国当前核心通胀/超级核心通胀的反弹趋势或仍将延续；强劲的劳动力需求以及各口径下均保持在 4%以上的薪资增速强化了居民的消费预期。

参考我们 4 月 1 日的报告（《如何看待当前美国降息预期？》），我们认为在非农高增与通胀反弹组合下，联储或“没必要，没空间，没动力”做实质性货币政策调整，当前的降息预期面临持续下修。考虑到近期能源价格持续走高，我们也维持此前观点，如果油价大幅上涨导致通胀预期脱钩，叠加美国经济强劲，不排除联储加息的可能。

风险提示：美国通胀超预期上升，美国流动性超预期收紧，美国贷款违约率超预期升高

美国非农就业延续修复趋势，非周期性的政府部门就业保持稳定增长，周期性就业在休旅酒店业、医疗保健业与建筑业的带动下保持强势。时薪增速同比虽有所放缓，但从周薪的角度看，美国居民部门正经历收入的全面修复。

失业率小幅下行 0.1% 至 3.8%，持续处于历史相对低位；劳动参与率小幅升高 0.2% 至 62.7%。低技能劳动力供给虽有所修复，但较疫情前仍有明显差距；尤其医疗保健等“核心”行业的供需缺口明显。我们认为美国新移民对劳动力供给修复作用或被高估，新移民转化为劳动力有时滞性。

考虑到美国非金融企业的税前与税后收入连续四个季度反弹处于历史高位，生产利润率亦保持在 16% 的水平（2020Q1 为 10.7%），企业盈利与居民收入的良性循环仍在延续。短期内美国劳动力市场的主要矛盾将是薪资反弹与劳动力供给修复间的赛跑，美国薪资（居民总收入）反弹或更胜一筹。

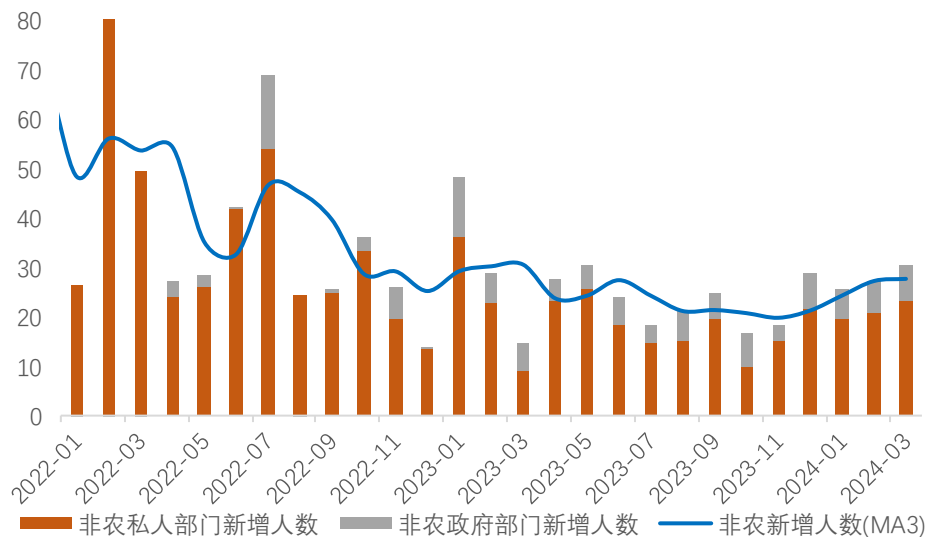
因此，在居民薪资收入全面增长，叠加劳动力供给修复缓慢的背景下，我们认为美国当前核心通胀/超级核心通胀的反弹趋势或仍将延续；强劲的劳动力需求以及各口径下均保持在 4% 以上的薪资增速强化了居民的消费预期。

参考我们 4 月 1 日的报告（《如何看待当前美国降息预期？》），我们认为在非农高增与通胀反弹组合下，联储或“没必要，没空间，没动力”做实质性货币政策调整，当前的降息预期面临持续下修。考虑到近期能源价格持续走高，我们也维持此前观点，如果油价快速上涨导致通胀预期脱钩，叠加美国经济强劲，不排除联储加息的可能。

正文：

2024 年 3 月美国非农就业录得 30.3 万人，大幅高于预期的 20 万人，亦高于前值的 27.0 万人；私人部门新增就业 23.2 万人。3 个月月均视角下，新增非农就业进一步上行至 27.6 万人，整体非农新增就业持续修复的趋势仍在延续。

图 1：非农就业保持持续修复趋势

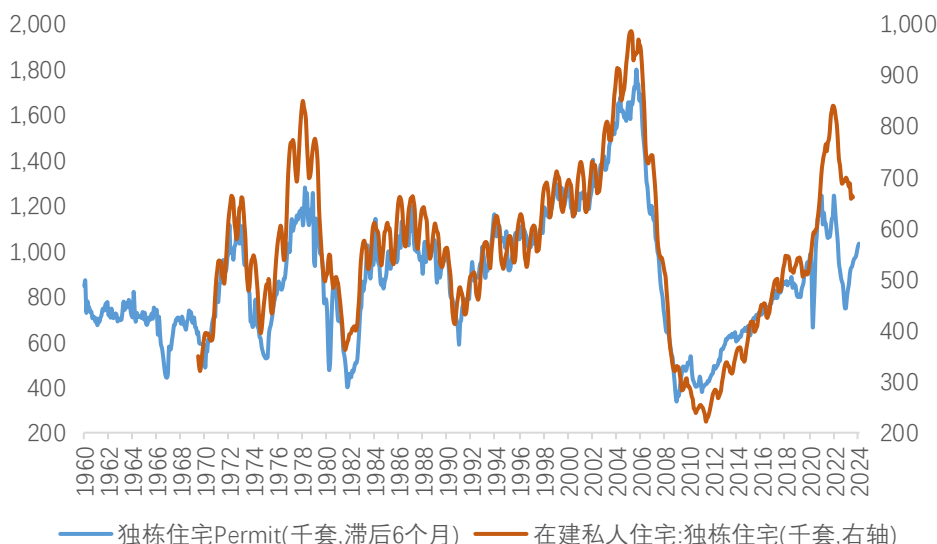


资料来源：Wind，天风证券研究所

最主要的贡献依然来自于美国的“核心”就业部门：教育医疗业（8.8 万人）与休闲旅游业（4.9 万人）；非周期性的政府就业（7.1 万人）依然保持稳定。

除此之外，在新开工和建筑许可大幅反弹的推动下，建筑业新增就业创 25 个月以来新高，录得 3.9 万人。考虑到美国房地产整体小幅回暖趋势的延续，以及私人新开工住宅建造周期的临近，建筑业就业或将持续保持高增（参考 3 月 19 日的报告《美国房地产市场的五大特点》）。

图 2：独栋住宅或迎来新一轮开工周期，推动建筑业就业

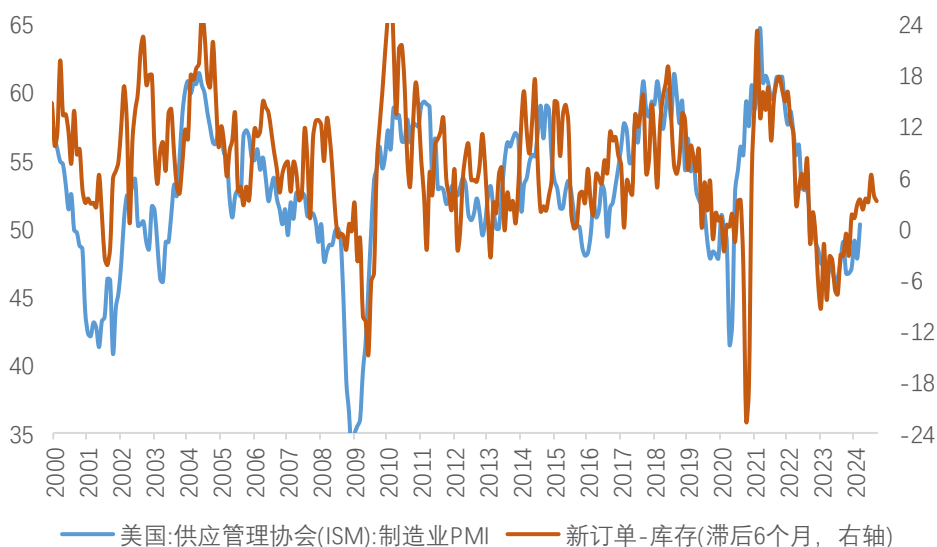


资料来源：Wind，天风证券研究所

大多数行业的新增就业在持续改善，但制造业新增就业依然保持弱势。2 月制造业新增就业由前值-0.4 万人进一步下修至-1.0 万人，3 月就业录得零增长。近期 ISM 制造业 PMI 指数自 2022 年 11 月以来再次进入扩张区间，但从新订单传导到就业尚需时日。

美国整体的制造业回流也仍然处在上游（建筑业）高景气阶段，传导到制造业（化学用品，机械等行业）也还需等待。

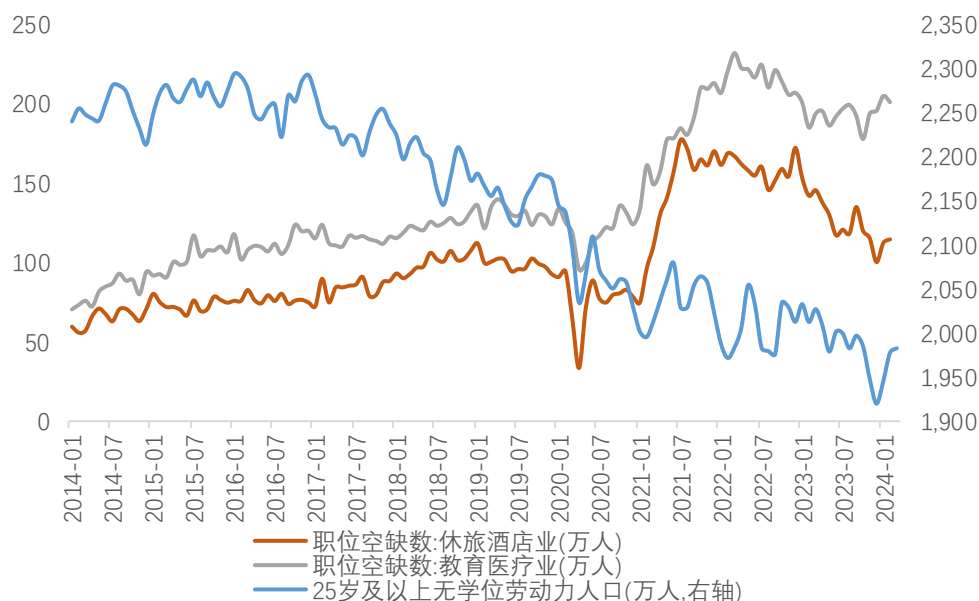
图 3：美国制造业 PMI 将持续修复



资料来源：Wind，天风证券研究所

低技能劳动行业行业的职位空缺数明显反弹，凸显劳动力需求的强劲。尤其是休旅住宿业和医疗保健业仍然面临劳动力供给不足的情况，背后的主要原因依然是拥有部分学历的青年劳动力供给较 2020 年 2 月明显下滑约 154 万人。

图 4：低技能劳动业需求依然强劲，但供给较疫情前存明显缺口



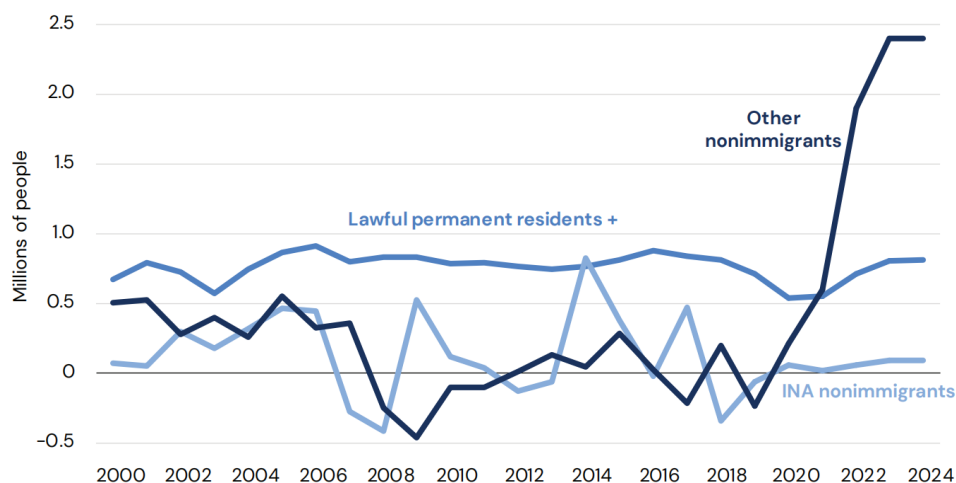
近期有关移民对美国劳动力供给修复的促进作用的讨论愈发升温，我们认为有关新移民对劳动力供给平衡的促进作用或被高估，主要原因是就业意愿高的移民转化为劳动力存在 4-6 个月的时滞。

诚然，此前 CBO 报告显示 2023 年美国总移民约 330 万人（其中约 240 万人为“无身份移民”），较 2022 年的 260 万人，以及疫情前均值 90 万人大幅上行。但这 240 万人中有超过 50% 的入境美国发生在 2023 年 8 月之后，即使用历史上最快的审批速度，每个月释放的劳动力新增数也不会超过 30 万人。

这种持续式的劳动力释放很难解释单一月份的劳动力变化，我们倾向于在 2024Q2 结束后再系统性回看美国劳动力供给是否受到新移民的供给修复。

图 5：美国 2023 年移民数明显增加

CBO estimates of net immigration, by category, 2000–24

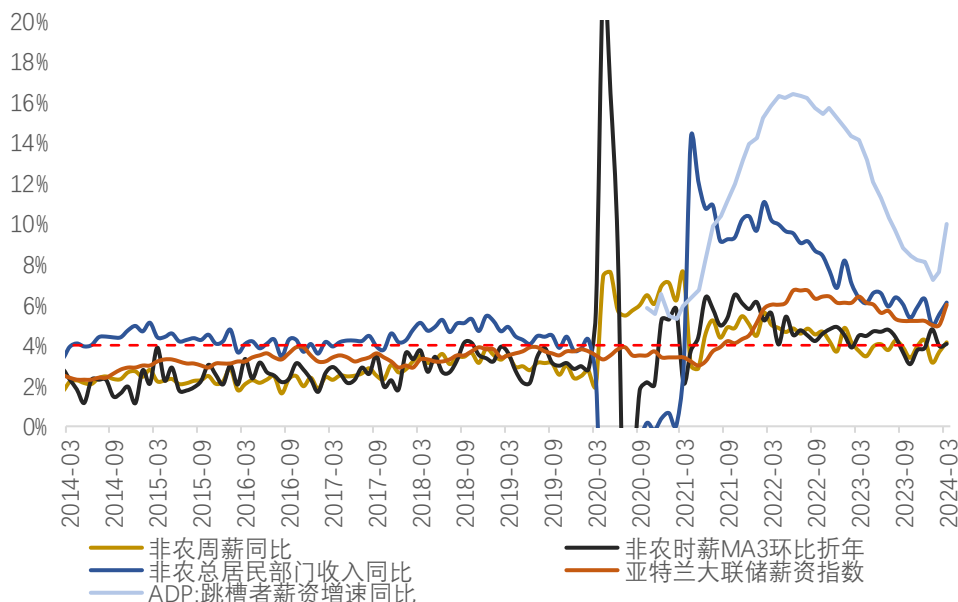


除此之外，我们在 3 月 21 日的报告（《“平衡”的联储，“矛盾”的尺度》）中提到，如果将过去两年大幅增长的移民纳入美国劳动力市场的分析中，或将面临市场与美联储对数据理解的“矛盾”：美国潜在就业人数在 16-20 万人，而非 10 万人左右水平。即使用这个尺度看，当前美国劳动力市场依然强劲。

从总薪资收入的角度看，我们认为美国居民部门正经历着收入的全面修复。尽管薪资增速同比进一步下行至 4.1%，但工作时长上行使得整体周薪收入同比反弹至 4% 以上水平。如果用总居民部门薪资收入的角度看，同比增速更是进一步上升至近 6%。

我们依然坚定认为“美国薪资增速难以实质性跌破 4%”，而稍早前公布的 ADP 跳槽者薪资同比增速出现大幅反弹，亦体现出当前美国强劲的劳动力需求。

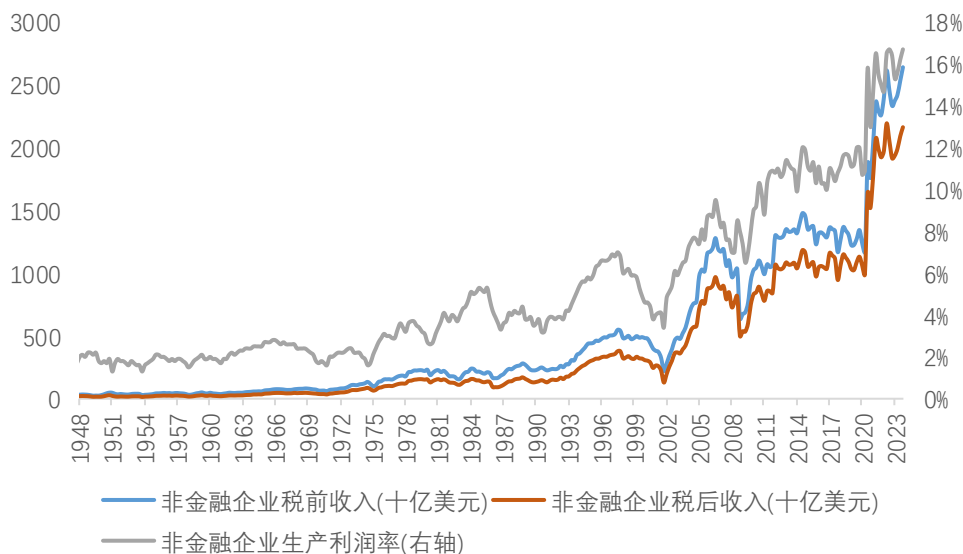
图 6：美国居民部门收入全面修复



资料来源：Wind, ADP Institute, 天风证券研究所

薪资增速高增的背后是疫情以来，企业盈利与居民收入良性循环的延续。考虑到美国非金融企业的税后收入连续四个季度反弹，生产利润率保持在 16% 的水平（2020Q1 为 10.7%），企业盈利还将继续支撑美国居民薪资收入的反弹。

图 7：美国企业盈利保持历史高位水平

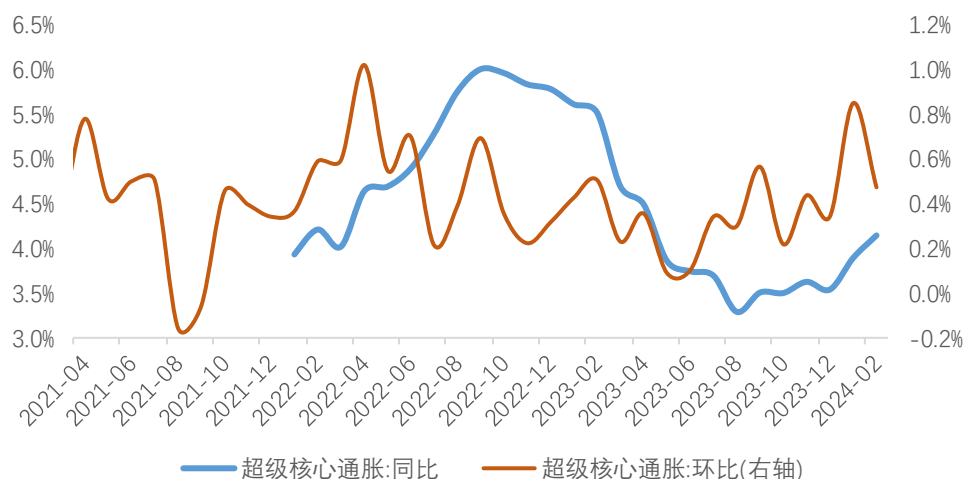


资料来源：FRED, 天风证券研究所

短期内美国劳动力市场能否降温主要矛盾仍然是薪资增速与劳动力供给修复间的赛跑，我们认为美国薪资（居民总收入）反弹或更胜一筹，而这也可能会推升美国居民更多的消费需求。尤其是 2 月美国 PCE 实际服务消费环比 0.6%，创 2021 年 7 月以来最大增速，凸显美国居民部门消费能力的维持。

因此，在居民薪资收入全面增长，叠加劳动力供给修复的背景下，我们认为美国当前核心通胀/超级核心通胀的反弹趋势仍将延续；强劲的劳动力需求以及各口径下均保持在 4% 以上的薪资增速强化了居民的消费预期。

图 8：美国超级核心通胀持续反弹



资料来源：FRED，天风证券研究所

这份非农报告也强化了美国当前的经济韧性，尽管鲍威尔在 3 月 FOMC 后的新闻发布会上曾提到：对于联储来说，强劲的作业增长不是担心通胀的理由（strong job growth is not a reason for us to be concerned about inflation），但我们认为强就业-高薪资-通胀反弹的逻辑链条依然成立。

诚然，当前美国正经历生产力的缓慢增长，这会阻碍薪资增长向通胀的传导效率。但根据 CBO 的预测，美国短期内的全要素生产率并不会明显提高；而薪资增速明显高于疫情前水平，两者并不匹配。我们依然倾向于将当前的薪资增速看作是盈利与居民薪资收入良性循环的结果。

参考我们 4 月 1 日的报告（《如何看待当前美国降息预期？》），我们认为在非农高增与通胀反弹组合下，联储或“没必要，没空间，没动力”做实质性货币政策调整，当前的降息预期面临持续下修。考虑到近期能源价格持续走高，我们也维持此前观点，如果油价快速上涨导致通胀预期脱钩，叠加美国经济强劲，不排除联储加息的可能。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com