



研究所

分析师:黄付生
SAC 登记编号:S1340522060002
Email:huangfusheng@cnpsec.com
研究助理:李起
SAC 登记编号:S1340124030007
Email:liqi@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

《鲍威尔最新表态带动美欧日央行的
异步走位》 - 2024.04.01

宏观观点

就业走强或指示市场加大基本面定价权重

● 核心观点

美国的就业市场在2月出现了短暂的松弛后于3月重回紧张,新增就业人数超预期、失业率走低,叠加例如退休者增加、兼职者减少等亮点均在向市场传递“偏鹰”的信号。目前根据我们的观察,不仅是美国基本面保持韧性,资产定价也开始将经济复苏作为越来越重要的考量。在充分预期到美联储未来利率水平的基础上,下阶段对美国高度预期差的预期差将是预判市场发展的核心线索。就业数据出炉后美股、黄金继续走高与前期“好消息就是坏消息”的反应相反。

依据这个角度去思考,我们反而能看出一点“弱化”的风险。无论从新增就业人数还是从薪资增速来说,商品生产和服务生产都产生了巨大的分化:前者在走强而后者在走弱。这也反映出了美国经济增长的动力正在缓慢切换,前期过度依靠服务业的模式正在向依靠制造业、建筑业等其他行业过渡。如果其他行业提供的就业岗位和经济增长能够对冲掉服务业退出带来的拖累效应,那么美国经济的换挡将会较为顺畅,否则短期的调整或将出现。

尽管如此,我们只是提出这样的一种担心和可能性,当前美国经济保持韧性仍是合理判断。

● 风险提示:

美国经济基本面超预期走弱;美联储降息幅度和速度超预期;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 商品生产就业人数显著反弹.....	4
2.2 商品生产支持薪资和工时增速.....	5
3 失业率下降.....	6
3.1 非暂时性失业人数减少，退职者增加.....	6
4 风险提示.....	8

图表目录

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

1 核心观点

美国的就业市场在 2 月出现了短暂的松弛后于 3 月重回紧张，新增就业人数超预期、失业率走低，叠加例如退休者增加、兼职者减少等亮点均在向市场传递“偏鹰”的信号。目前根据我们的观察，不仅是美国基本面保持韧性，资产定价也开始将经济复苏作为越来越重要的考量。在充分预期到美联储未来利率水平的基础上，下阶段对美国高度预期的预期差将是预判市场发展的核心线索。就业数据出炉后美股、黄金继续走高与前期“好消息就是坏消息”的反应相反。

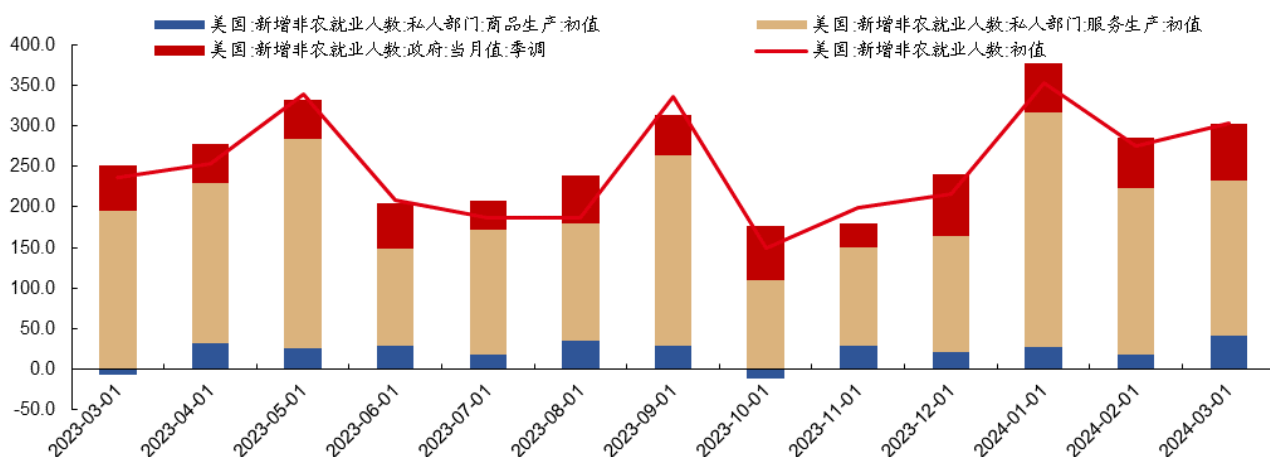
依据这个角度去思考，我们反而能看出一点“弱化”的风险。无论从新增就业人数还是从薪资增速来说，商品生产和服务生产都产生了巨大的分化：前者在走强而后者在走弱。这也反映出了美国经济增长的动力正在缓慢切换，前期过度依靠服务业的模式正在向依靠制造业、建筑业等其他行业过渡。如果其他行业提供的就业岗位和经济增长能够对冲掉服务业退出带来的拖累效应，那么美国经济的换挡将会较为顺畅，否则短期的调整或将出现。

尽管如此，我们只是提出这样的一种担心和可能性，当前美国经济保持韧性仍是合理判断。

2 新增非农就业人数超预期

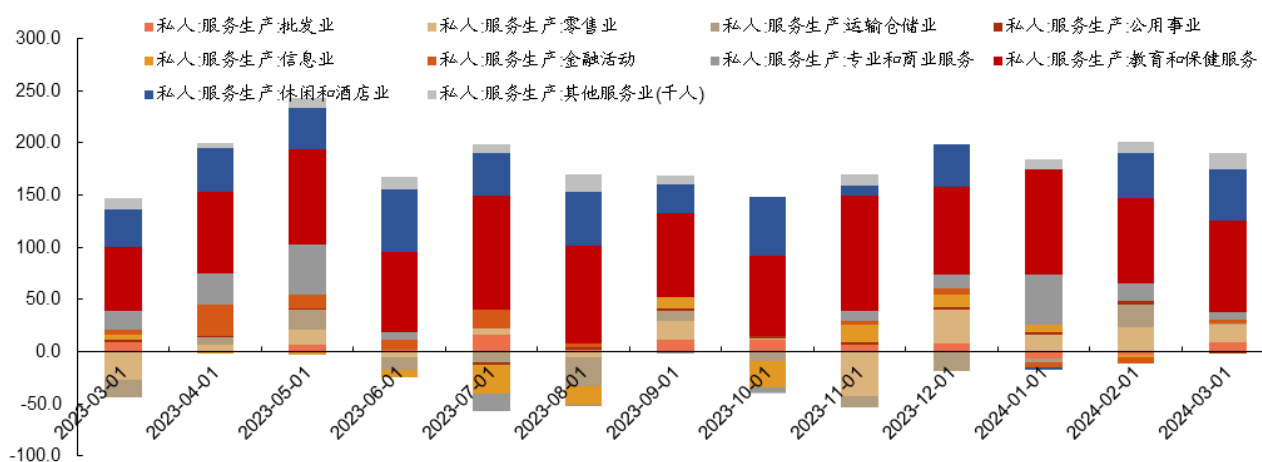
2.1 商品生产就业人数显著反弹

新增非农就业人数再超预期。3 月美国新增非农就业人数录得 30.3 万人，远高于预期的 20 万人，同时 2 月新增非农就业人数自 27.5 万人下修至 27 万人，1 月新增非农就业人数自 22.9 万人上修至 25.6 万人，3 月的就业数据基本打破了前期市场对于美国就业市场走弱的预期（图 1）。

图表1：2023年3月-24年3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

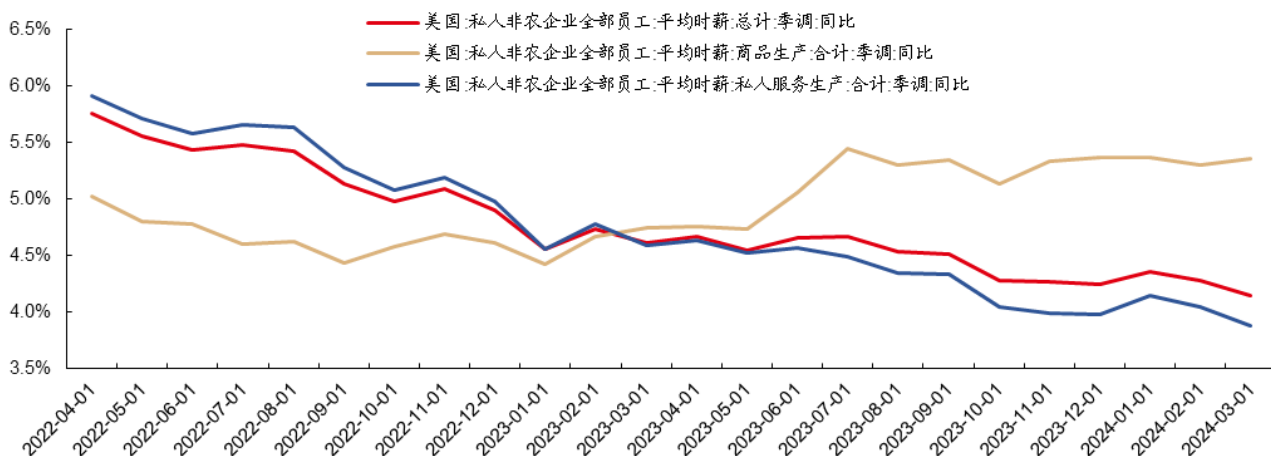
商品生产就业人数较2月显著增长。从结构来看，服务生产仍然是贡献新增就业岗位最多的行业，但与上月就业结构不同的是商品生产新增就业人数由1.9万人增长至4.2万人（图2），这主要由建筑业贡献。从就业人数来看，对后续美国经济的韧性不宜低估。

图表2：2023年3月-24年3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

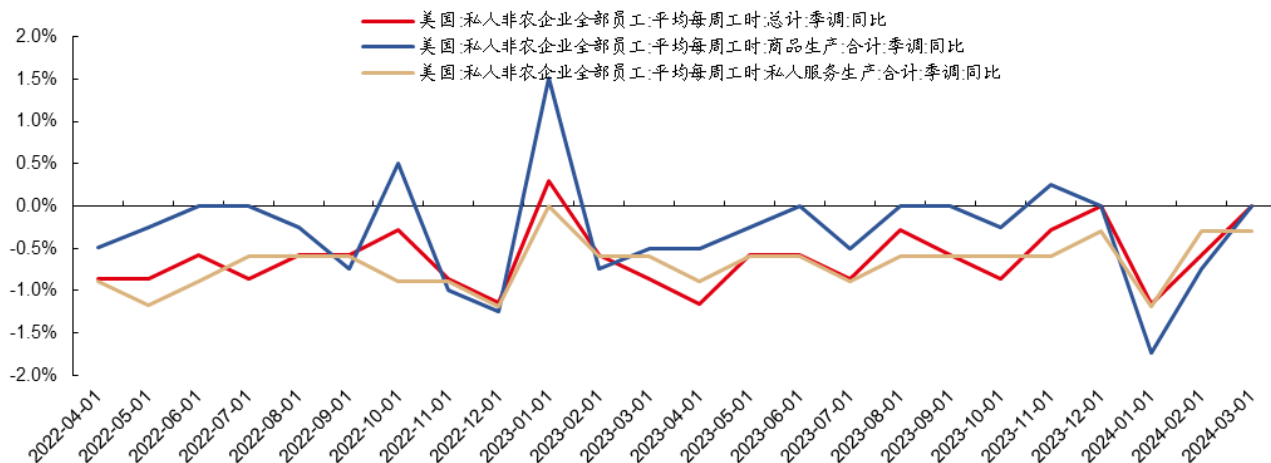
2.2 商品生产支持薪资和工时增速

平均时薪增速仍然较快，两大行业出现分化。3月美国非农企业员工平均时薪环比上涨0.3%，前值0.2%，同比增速录得4.1%，前值4.3%（图3）。分行业来看，两大行业时薪增速走势分化，商品生产平均时薪同比增速录得5.4%，前值5.3%；服务生产平均时薪同比增速录得3.9%，前值4.0%。

图表3：2022年4月-24年3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

工作时长持续增长，商品生产工时增幅高于服务生产。3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0.3%，同比增速也由-0.6%提升至0%（图4）。分行业来看，工作时长的增加主要来自商品生产行业，3月商品生产行业每周平均工时环比提升0.5%，增速高于服务生产的0%；同比增速与上月持平，高于服务生产的-0.3%。

图表4：2022年4月-24年3月美国私人非农企业员工平均工时增速


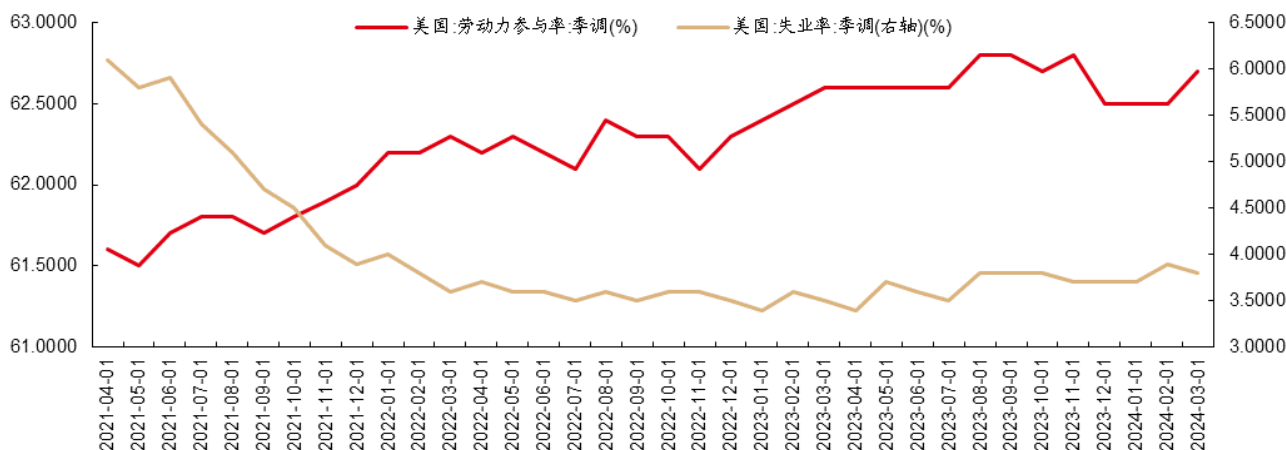
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 失业率下降

3.1 非暂时性失业人数减少，退休者增加

失业率较上月下降，符合市场预期。3月的家庭调查显示美国U3失业率为3.8%，较前值3.9%下降0.1个百分点，符合市场预期。劳动参与率升至62.7%，前值62.5%（图5）。

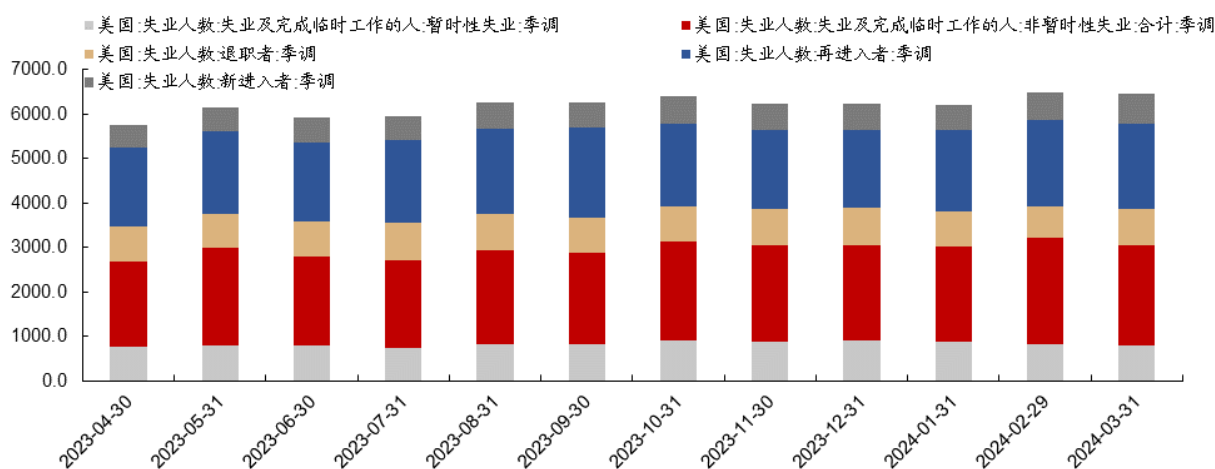
图表5：2021年4月-24年3月美国劳动参与率和失业率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

失业者结构显示美国就业市场紧张状况加剧。家庭调查显示3月失业人口降至646.3万人，较上月下降2.1万人，其中非暂时性失业人数226.3万人，前值238.9万人，退休者82.3万人，前值71.1万人（图6）。非暂时性失业人口减少叠加退休者增加显示求职者的就业需求满足程度较上月进一步改善，即企业的招工意愿环比提升。同时3月因经济原因从事兼职工作的人数为425.5万，较2月减少了4.5万。

图表6：2023年4月-24年3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

美国经济基本面超预期走弱；美联储降息幅度和速度超预期；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