

总量研究

非农传递的三大边际信号

——2023 年 2 月美国非农数据点评

要点

事件：

2 月新增非农 31.1 万人，高于预期 20.5 万人；失业率超预期上行，平均时薪环比增速超预期回落。非农传递就业降温信号，叠加硅谷银行事件持续发酵，引发避险情绪升温，美股大跌，10 年和 2 年期国债收益率分别回落 23bp 和 30bp。

核心观点：

2 月新增非农降回至 2022 年三季度水平，餐饮服务、医疗服务依然是就业的主力支撑。关注 2 月非农数据传递的三大信号：一是劳动参与率攀升至疫情以来的高点，中青年劳动力积极回归市场，就业市场供需缺口自年初以来持续缩窄，拉动失业率上行；二是前期科技娱乐行业裁员潮影响逐步体现；三是薪资环比增速降至近一年最低水平，整体指向就业市场供需紧张的格局持续缓解。

2 月非农数据重回降温轨道，新增非农降回至 2022 年三季度水平。

（一）休闲和酒店业：新增 10.5 万人，其中食品服务和饮酒场所新增 6.99 万人，该部门持续存在结构性就业紧张，一是居民服务消费向上恢复，二是疫情以及趋紧的移民政策冲击就业供给。**（二）教育和保健服务业：**新增 7.4 万人，其中医疗保健服务新增 4.4 万人。美国秋冬季“多重疫情”基本回落，但反复出现的公共卫生安全事件，导致医疗行业就业保持韧性。**（三）专业和商业服务：**新增 4.5 万人，行政和支持服务和兼职就业人员增多。**（四）科技娱乐行业裁员潮影响逐步体现：**2 月计算机相关就业减少 2400 人，信息业就业减少 2.5 万人。

中青年群体就业意愿持续小幅攀升，失业率进入上行轨道，薪资增速回落。

劳动参与率自去年年底以来持续攀升，今年 2 月达到疫情以来的高点，主因中青年群体劳动参与率小幅回升，或与天气转暖、超额储蓄持续消耗有关。劳动力供给恢复、需求降温，就业市场供需缺口自今年以来持续缩窄，拉动 1 月广义失业率（U6）上行，2 月狭义失业率（U3）上行，失业率基本确认拐点，将步入上行通道。随就业市场的供需缺口缓解，薪资环比增速降至近一年最低水平，缓解了市场就“薪资-通胀”螺旋的担忧，促使美债收益率回落。

3 月是否扩大加息幅度尚需观察，二季度美债收益率高位波动，易跌难涨。

2 月以来，随 1 月非农、通胀、消费数据持续超预期，市场紧缩预期快速而集中的释放，对本轮加息终点的预期后延至 6 月前后。但由于二季度的各项数据尚未得到验证，美联储也需要进一步观察数据，市场不急去交易下半年的紧缩预期。因此，美债对 3 月 7 日鲍威尔表态反应平淡，对 2 月非农数据则反应积极。对后续货币政策路径和市场反应，我们认为：

（一）3 月加息幅度是否扩大，尚需观察 2 月数据，存在不确定性。**（二）在高基数和住房通胀回落的驱动下，二季度 CPI 同比将进入下行轨道。**预计二季度美债收益率将在高位震荡，易跌难涨，难以进一步上行，除非通胀数据出现大幅超预期。**（三）下半年 CPI 将进入平台期，下行速度放缓，美联储降息概率较低，需要等待前期的高利率继续“飞一会”。**

风险提示：俄乌危机发酵抬升大宗商品价格，美国疫情反复扰动劳动力供给。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogegge@ebsecn.com

相关研报

1 月非农缘何大超预期？

——2023 年 1 月非农数据点评兼光大宏观周报
(2023-02-05)

薪资回落，预示非农将加速降温——2022 年 12 月非农数据点评兼光大宏观周报 (2023-01-07)

非农超预期，为何美股反应温和？

——2022 年 11 月非农数据点评兼光大宏观周报
(2022-12-04)

就业需求降温，但供需缺口犹在——2022 年 10 月非农数据点评兼光大宏观周报 (2022-11-05)

比鹰派更可怕的是不确定性——2022 年 11 月 FOMC 会议点评 (2022-11-03)

Long Shadows：中期选举的长尾效应——《大国博弈》系列第三十六篇 (2022-12-02)

就业供需依然紧张，美联储难“转向”——2022 年 9 月非农数据点评兼光大宏观周报
(2022-10-08)

美联储短期将维持大步加息——2022 年 9 月 FOMC 会议点评 (2022-09-22)

拜登学贷计划：美国新一轮财政刺激？——《大国博弈》系列第三十三篇 (2022-09-12)

美国 8 月非农降温，加息节奏是否会放缓？

——2022 年 8 月美国非农数据点评兼光大宏观周报 (2022-09-04)

鲍威尔的坚定不移——2022 年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会点评 (2022-08-27)

目 录

一、就业意愿上升，薪资增速放缓.....	3
二、2月非农数据重回降温轨道.....	4
三、就业意愿上升、供需缺口收敛，薪资增速回落.....	6
四、3月加息幅度仍需观察.....	8
五、风险提示.....	10

图目录

图 1：2023 年 2 月，新增非农有所降温，但绝对值依然处于高位.....	4
图 2：美国消费者信心指数在 2022 年底触底上升.....	5
图 3：美国耐用品消费持续回落，但非耐用品消费保持韧性，服务消费向上恢复.....	5
图 4：2 月政府部门新增就业大幅回落.....	6
图 5：教育保健、休闲酒店、专业和商务服务依然是新增非农的主力构成.....	6
图 6：20 至 44 岁群体就业意愿持续上升.....	6
图 7：居民超额储蓄持续回落.....	6
图 8：近两个月，就业供需缺口持续缩窄.....	7
图 9：失业率（U3）触顶回升，广义失业率（U6）继续上行.....	7
图 10：2 月非农时薪环比增速回落.....	7
图 11：教育和医疗服务薪资环比增速大幅回落，休闲与酒店业薪资环比增速回升.....	7
图 12：1 月以来，市场关于美国经济复苏和美联储加息预期出现一轮反转，美债收益率震荡.....	8
图 13：2 月非农数据公布后，市场预计 3 月加息 25bp 的概率上升.....	9
图 14：住房通胀的方向决定了美国 CPI 的方向.....	9
图 15：2022 年 9 月起，美国公寓房租价格持续下跌.....	9
图 16：美国 CPI 同比增速预测.....	9

一、就业意愿上升，薪资增速放缓

事件：

2023 年 3 月 10 日，美国劳工部公布 2023 年 2 月美国非农数据：

- 【1】 非农就业人数增加 31.1 万人，前值 50.4 万人，预期 20.5 万人；
- 【2】 失业率 3.6%，预期为 3.4%，前值 3.40%；
- 【3】 2 月平均时薪同比增长 4.6%，预期 4.8%，前值 4.4%；2 月平均时薪环比增 0.24% 为近一年最低，预期 0.4%，前值 0.3%。

市场反应：

2 月新增非农 31.1 万人，高于预期 20.5 万人；失业率超预期上行，平均时薪环比增速超预期回落。非农传递就业降温信号，叠加硅谷银行事件持续发酵，引发避险情绪升温，10 年和 2 年期国债收益率分别回落 23bp 和 30bp。美股大跌，截至收盘道指、标普 500、纳斯达克分别下跌 1.07、1.45 和 1.76 个百分点。

核心观点：

2 月新增非农降回至 2022 年三季度水平，餐饮服务、医疗服务依然是就业的主力支撑。关注 2 月非农数据传递的三大信号，指向就业市场供需紧张的格局持续缓解：一是前期科技娱乐行业裁员潮影响逐步体现；二是劳动参与率攀升至疫情以来的高点，中青年群体积极回归，就业市场供需缺口自年初以来持续缩窄，拉动失业率上行；三是薪资环比增速降至近一年最低水平。

2 月就业市场再次回到降温轨道，我们认为：一是，3 月是否扩大加息幅度尚需观察 2 月通胀和消费数据成色；二是，前期紧缩预期快速集中释放后，市场不急于去交易 6 月之后的加息预期，因此二季度美债收益率将高位波动，难以进一步上行；三是下半年 CPI 将进入平台期，下行速度放缓，美联储降息概率较低，需要等待前期的高利率继续“飞一会”。

图 1：2023 年 2 月，新增非农有所降温，但绝对值依然处于高位

(单位：千人)	2022/08	2022/09	2022/10	2022/11	2022/12	2023/01	2023/02	前三个月平均
新增非农总计	352	350	324	290	239	504	311	344
私人部门	306	344	299	228	232	386	265	282
商品生产	37	44	57	41	36	51	20	43
采矿业	-2	2	3	8	4	3	0	5
建筑业	8	16	17	19	26	35	24	27
制造业	31	26	37	14	6	13	-4	11
耐用品	31	14	27	14	23	-1	0	12
汽车及零部件	12	4	3	6	10	-5	0	3
非耐用品	0	12	10	0	-17	14	-4	-1
服务生产	269	300	242	187	196	335	245	239
批发业	13	8	16	0	10	9	11	6
零售业	37	-11	-6	-46	27	34	50	5
运输和仓储业	9	10	20	-37	0	16	-22	-7
公用事业	1	0	1	-1	-1	-2	-1	-1
信息业	8	3	3	13	-9	-20	-25	-5
金融活动	9	2	18	11	4	5	-1	7
专业和商业服务	48	48	36	0	23	53	45	25
临时服务	0	11	10	-49	-55	15	7	-29
教育和保健	92	80	85	95	71	107	74	91
医疗、社会救助	78	72	74	83	73	76	63	77
休闲和酒店业	48	139	61	123	58	114	105	98
其他服务	4	21	8	29	13	19	9	20

资料来源：WIND，光大证券研究所；注：“前三个月滚动平均”指 2022 年 11 月至 2023 年 1 月的平均值

备注：单月格的颜色是指，横向与历史数据对比来看，红色数值代表偏热，绿色数值表示偏冷

二、2 月非农数据重回降温轨道

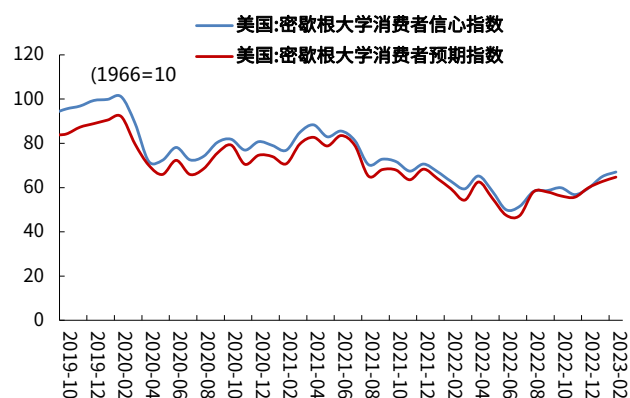
2023 年 2 月非农就业人口增 31.1 万人，相对于前值 50.4 万人有所降温，但仍然超过市场预期的 20.8 万人。1 月非农数据一度大超市场预期，2 月单月新增非农的规模相对 1 月大幅回落，但依然高于 2022 年 11 月和 12 月的水平，小幅低于 2022 年三季度表现。

一是，新增就业依然集中于餐饮行业，但相比 1 月有所降温。教育保健、专业商务服务的新增就业同步回落：

休闲和酒店业新增 10.5 万人（前值 11.4 万人，前值为 2023 年 1 月，下同），是当前新增非农就业的最主要的支撑，其中食品服务和饮酒场所新增 6.99 万人（前值 8.88 万人）。从去年下半年以来，休闲和酒店业一直是非农就业的主力构成部门，指向该部门一直存在结构性的就业紧张压力。一方面，稳定的薪资增速，支撑居民服务消费持续向上补缺口。而去年下半年以来，随通胀压力回落，美国消费者信心触底上行，进一步拉动消费需求的释放。另一方面，美国在过去两年大幅驱逐非法移民，使得低端服务业的劳动力供给来源受到冲击。

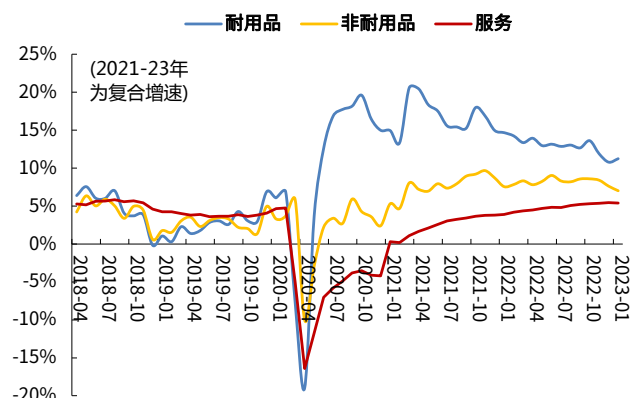
2023 年 2 月 21 日，拜登政府发布最严厉移民入境措施草案；3 月 8 日新华社消息，美国拜登政府正在考虑重启针对非法移民家庭的羁押政策。预计针对移民的强力措施将持续冲击餐饮行业的就业供给。

图 2：美国消费者信心指数在 2022 年底触底上升



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 3：美国耐用品消费持续回落，但非耐用品消费保持韧性，服务消费向上恢复



资料来源：WIND，光大证券研究所（备注：复合增速以 2019 年为基期）

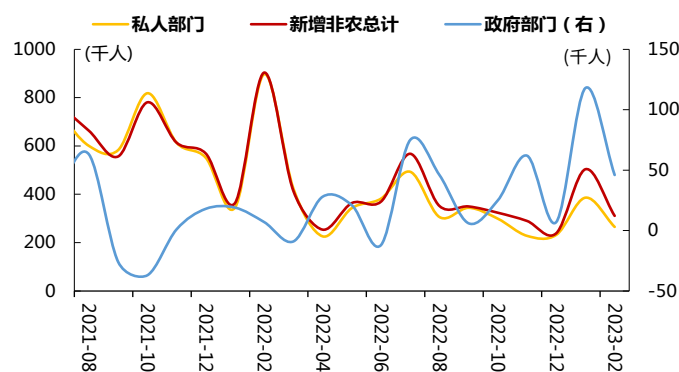
教育和保健服务业新增 7.4 万人（前值 10.7 万人），其中医疗保健服务新增 4.4 万人（前值 5.3 万人）。去年秋冬季，美国出现“多重疫情”，医疗服务的就业需求保持强劲。1 月 31 日，猴痘疫情作为美国公共卫生紧急事件正式结束，但近年来反复出现的公共卫生安全事件，导致医疗行业就业保持韧性。

专业和商业服务新增就业 4.5 万人（前值 5.3 万人），其中行政和支持服务新增 2.08 万人（前值 1.96 万人），兼职就业新增 0.68 万人（前值为 1.53 万人）。据劳工部表态，部分本来更喜欢全职工作的人被迫兼职工作，或是因为他们无法找到全职时间工作，这也指向劳动力市场降温趋势没有变化。

二是，政府部门新增就业大幅降温。1 月，前期罢工的教职人员逐步回归，导致政府部门新增就业人数升至 11.8 万人。而随罢工潮回归带来的边际效应回落，2 月政府部门新增就业回落至 4.6 万人。

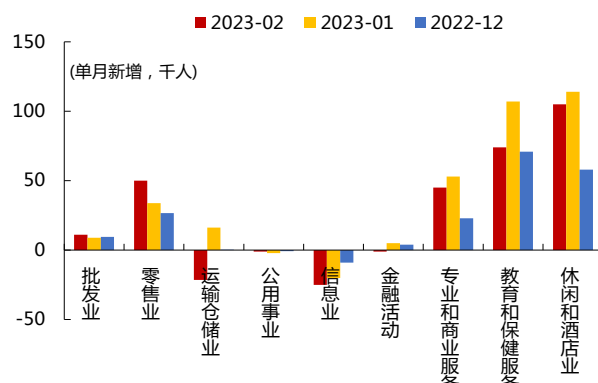
三是，美国科技企业和传媒行业的裁员潮对于非农的拖累逐步体现。2 月计算机系统设计及相关服务就业减少 2400 人（前值为 6600 人），信息业就业减少 2.5 万人（前值为 2 万人）。自去年年底以来，多家大型科技、媒体公司宣布裁员，但其对整体新增非农的数据迟迟没有显现，一是因为科技企业员工普遍具有较高学历和技能，在当前整体就业供需依然失衡的背景下，容易再次找到工作，二是因为大企业往往提前宣布裁员计划，其对于就业数据的影响更为滞后。但随着就业市场持续降温，裁员潮对于非农数据的拖累也逐步体现出来。

图 4：2 月政府部门新增就业大幅回落



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 5：教育保健、休闲酒店、专业和商务服务依然是新增非农的主力构成

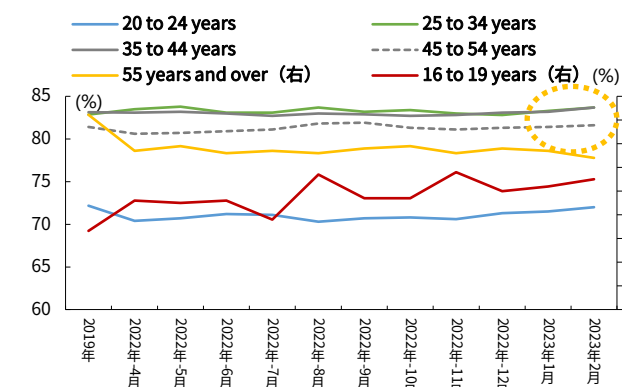


资料来源：WIND，光大证券研究所

三、就业意愿上升、供需缺口收敛，薪资增速回落

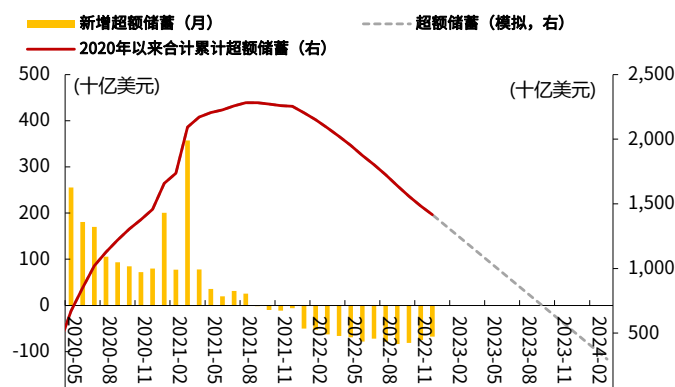
劳动参与率小幅攀升至疫情以来的高点，主因中青年群体劳动参与率小幅回升。劳动参与率自 2022 年底以来持续上升，2 月上行至 62.50%，达到疫情以来的高点。结构来看，55 岁以上老年群体的就业参与率继续小幅回落，但中青年的劳动参与率持续上升。相比于 2022 年 11 月的低点来看，20 至 24 岁、25 岁至 34 岁、35 岁至 44 岁群体就业参与率分别上升 1.4、0.7 和 0.9 个百分点。

图 6：20 至 44 岁群体就业意愿持续上升



资料来源：美国劳工部，光大证券研究所

图 7：居民超额储蓄持续回落



资料来源：WIND，光大证券研究所

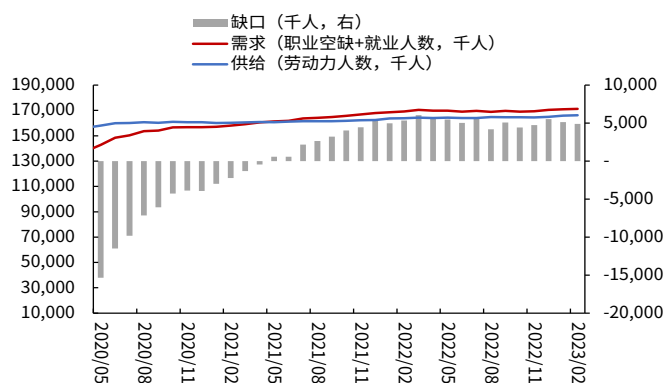
就业供给上升，但需求端开始降温，导致失业率上升。2 月劳动力人口比 1 月增加了 41.9 万，其中就业人口增加了 17.7 万人，失业人口增加 24.2 万。失业人口提升拉动 2 月失业率反弹至 3.6%，高于预期和前值的 3.4%。

广义失业率 U6 自 1 月开始上升，2 月继续抬头，指向就业市场持续边际降温。市场主要关注失业率 U3，主要包括近期（4 周）积极寻找工作的失业者；而 U6

所包含范围更为广泛，除了积极寻找就业人员，也包括了失去求职信心以及寻找不到全职工作，进而兼职的人员。失业率 U3 虽在 1 月跌至历史低位，但广义失业率 U6 自 1 月开始上行，2 月继续抬头，体现出部分劳动力开始丧失求职信心，劳动力市场持续边际降温。

失业率或会在上半年出现小幅波动，但基本确认拐点，将步入上行通道。一是，目前需求端的主力支撑是医疗服务和餐饮服务，随度过假期、天气转暖，二者就业需求均会回落；二是，随超额储蓄逐步消耗，部分劳动力会继续重返就业市场。但是，本轮美国就业的结构性矛盾，不仅来自于需求端的韧性，也来自于疫情冲击年龄偏大群体的就业意愿、移民政策持续收紧等因素对供给侧带来的冲击。因此，失业率上行的道路也将是曲折而漫长的，不排除假期等因素冲击供给，导致失业率低位波动。

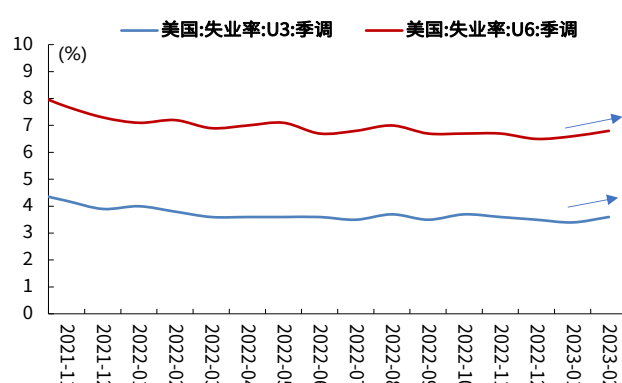
图 8：近两个月，就业供需缺口持续缩窄



资料来源：WIND，光大证券研究所

备注：2 月职位空缺数未公布，假设其与 2023 年 1 月相同

图 9：失业率（U3）触顶回升，广义失业率（U6）继续上行



资料来源：WIND，光大证券研究所

时薪环比增速回落，低于预期，大幅缓解市场担忧。1 月新增非农大超预期，市场普遍担心就业市场过热，导致薪资存在上行压力，进一步抬升通胀粘性。但 2 月时薪同比增长 4.6%，低于预期的 4.8%；环比增长 0.24%，达到近一年最低水平，低于预期的 0.4% 和前值 0.3%。时薪增速符合预期，进一步缓解了市场关于“薪资-通胀”螺旋的担忧，也是促使美国市场对于通胀的担忧回落，美债收益率回落。

图 10：2 月非农时薪环比增速回落

■ 非农整体时薪（环比，右） ■ 商品生产时薪同比增速

图 11：教育和医疗服务薪资环比增速大幅回落，休闲与酒店业薪资环比增速回升

..... 私人服务 贸易、运 专业和商 教育和医 休闲和酒

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53271

