



高瑞东：非农传递的三大 边际信号



核心观点

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，市场不急于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。

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
消费品	31	14	27	14	23	-1	0	12
汽车及零部件	12	4	3	6	10	-5	0	3
耐用消费品	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
运输服务	0	11	10	-49	-55	15	7	-29
教育和保健	92	80	85	95	71	107	74	91
医疗、健康和美容	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 2

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，但依然超过市场预期的 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。

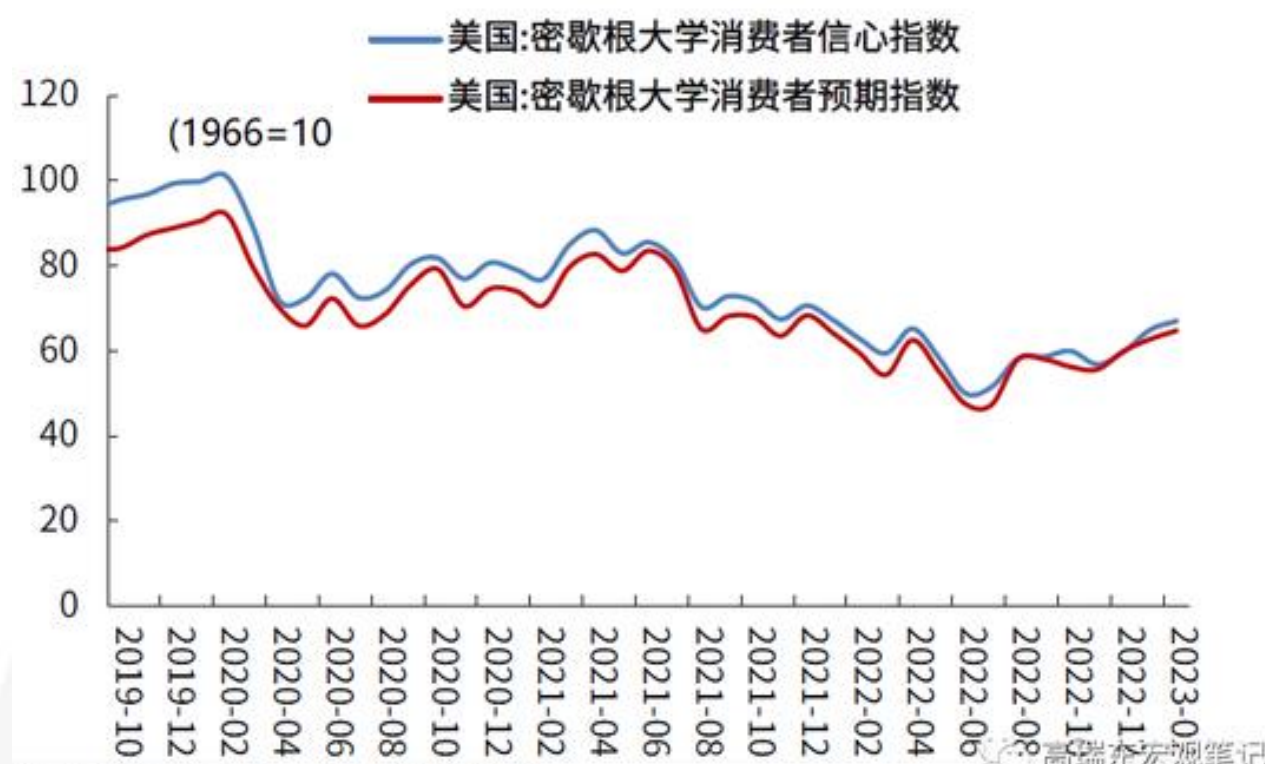
一是，新增就业依然集中于餐饮行业，但相比 1 月有所降温。教育保健、专业商务服务的新增就业同步回落：

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。

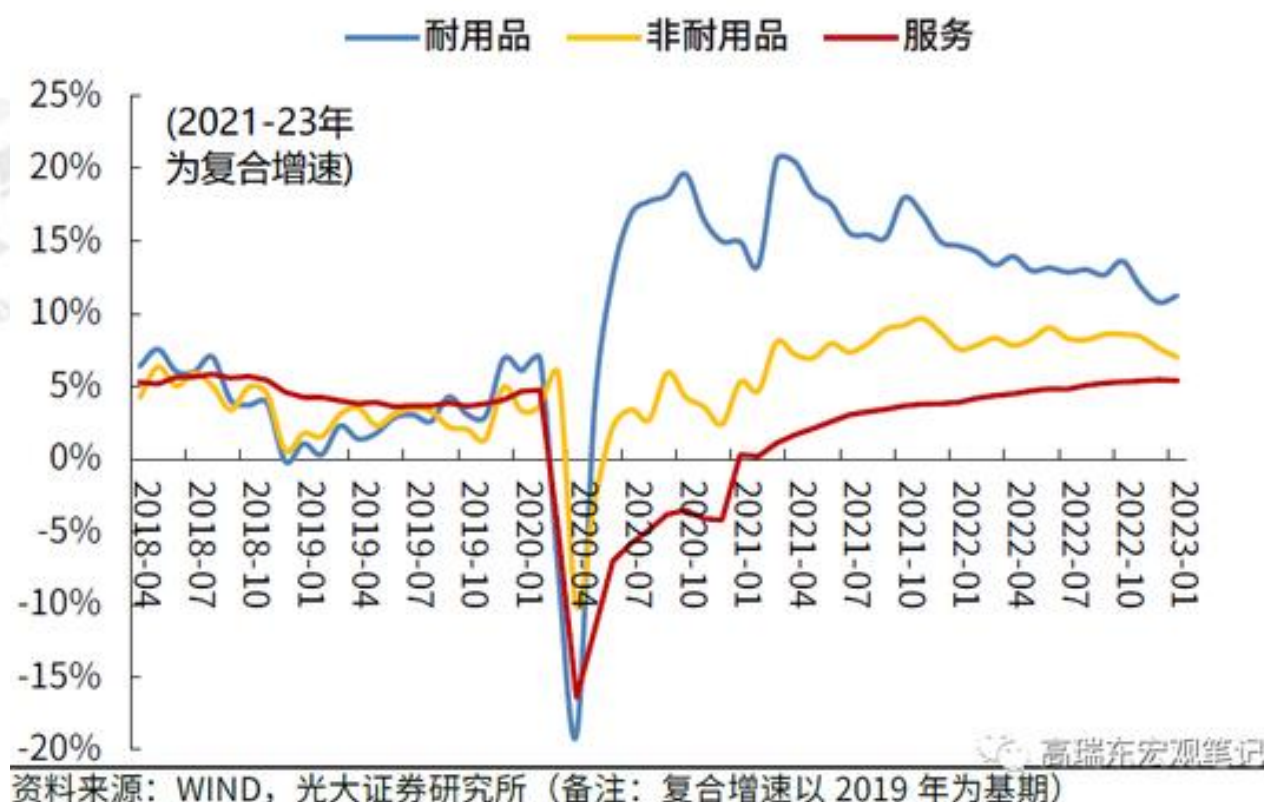
2023 年 2 月 21 日，拜登政府发布最严厉移民入境措施草案；3 月 8 日新华社消息，美国拜登政府正在考虑重启针对非法移民家庭的羁押政策。预计针对移民的强力措施将持续冲击餐饮行业的就业供给。

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



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

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_53328

