

相关研究

《政策积极：“适度”发力——2023年12月政治局会议解读》2023.12.08

《11月经济：结构分化，政策积极——11月全国PMI数据解读》2023.11.30

《上游利润占比较高——10月工业企业利润数据点评》2023.11.28

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

## 基准修订，影响几何？ ——2024年1月美国非农数据点评

### 投资要点:

- **美国非农偏强。**1月美国新增非农就业35.3万人，服务业是最主要贡献。连续3个月平均新增就业人数也上行至28.9万人，远高于美联储主席鲍威尔认为的合意新增就业人数。失业率继续保持在历史低位3.7%，劳动参与率维持在62.5%，与疫情前（2020年2月）有约0.8个百分点的缺口。薪资增长有所反弹，增加核心通胀上行压力。
- **基准修订有何影响？**1月公布的数据与往年口径上略有不同，除了常规的季节性因素调整外，还包括机构调查数据的年度修订、家庭调查反映了最新的人口估计。修订后，2023年3月基准数据较此前估算有所下修，服务业下修幅度最大；行业分类延续2022年版本；家庭人口更新后，2023年4月至2023年12月净出生人数相比之前估算增加9.3万人。
- **核心焦点依然在通胀。**偏强的非农数据在一定程度上反映了美国经济短期依然具有韧性，美国当前的核心焦点依然在通胀。我们认为，在美国经济下行较慢的影响下，美国核心通胀的回落或难以一帆风顺，美联储降息仍需等待。根据CME观察显示，截至2月2日，市场预期美联储大概率降息的时点在5月；仍预期有6次左右降息可能。

风险提示：美国经济超预期；美联储货币政策超预期。

## 目 录

1. 非农：就业偏强，失业率低.....	3
2. 修订：基准调整，影响几何？ .....	4

## 图目录

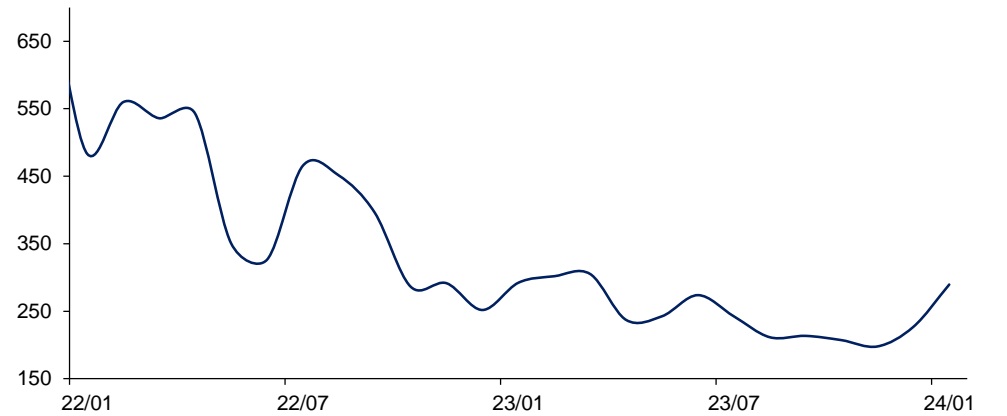
图 1 美国新增非农就业人数（千人，连续 3 个月平均） .....	3
图 2 1 月美国各行业新增就业（万人） .....	3
图 3 美国官方失业率（%） .....	4
图 4 美国黄金年龄劳动力参与率早已恢复（%） .....	4
图 5 美国每个失业者对应 1.46 个职位缺口（非农职位空缺数/总失业人数） .....	4
图 6 美国 2023 年 3 月各行业就业总人数修订幅度对比（%） .....	5
图 7 美国过去 10 年年度修订变动幅度（%） .....	5
图 8 人口最新数据对家庭调查的影响（千人） .....	5
图 9 市场预期美联储加息概率分布 .....	6

## 1. 非农：就业偏强，失业率低

美国非农就业仍偏强。1月美国新增非农就业 35.3 万人，为 2023 年 1 月以来高点，表现偏强；并且 2023 年 12 月和 11 月被上修至 33.3 万人和 18.2 万人，共上修了 12.6 万人。

同时，连续 3 个月平均新增就业人数也上行至 28.9 万人，远高于美联储主席鲍威尔认为的合意新增就业人数，即每个月 10 万人左右。

图1 美国新增非农就业人数（千人，连续 3 个月平均）

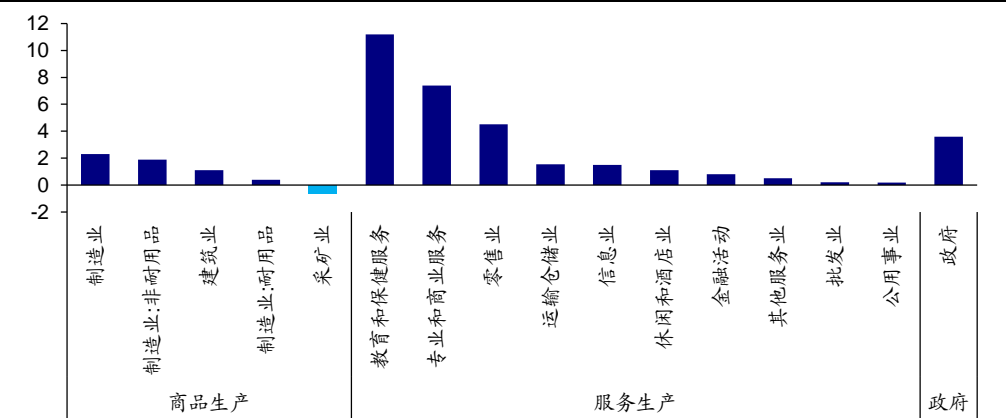


资料来源：Wind，海通证券研究所

分行业来看，服务业是主要贡献。1月服务业新增就业 28.9 万人，贡献了新增就业的 81.8%；政府就业贡献了 10.2%（新增就业 3.6 万人）。此外，商品生产贡献了 7.9%（新增就业 2.8 万人）。服务业的贡献主要来自教育和保健业、休闲和酒店业，分别贡献了新增就业的 31.7%和 21.1%。此外，零售业表现也较好，连续 2 个月新增超 4 万人。

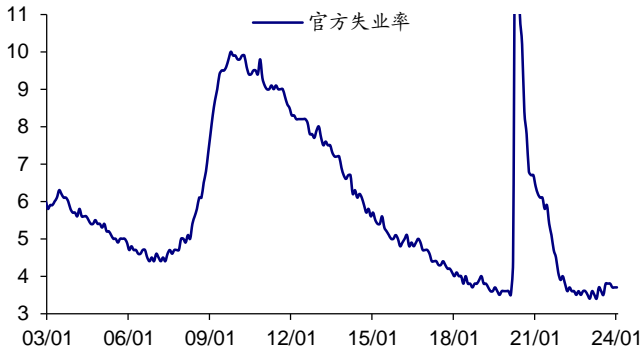
从行业修复来看，截止 1 月，仅休闲和酒店业较 2020 年 2 月仍有 7.5 万人的缺口（除临时支持服务业外），此前缺口较大的政府就业总数也在 2023 年 9 月恢复正常。按照目前平均 2 万人的新增人数来估算，休闲和酒店业也有望在 4 个月左右修复完全。

图2 1月美国各行业新增就业（万人）

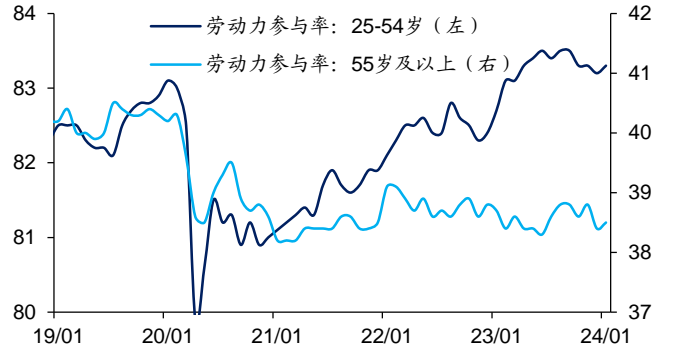


资料来源：Wind，海通证券研究所

失业率保持低位。1月失业率为 3.7%，已经连续 3 个持平，整体仍处于历史相对低位。1月美国劳动力参与率为 62.5%，较上一月持平，与疫情前（2020 年 2 月）约有 0.8 个百分点的缺口。进一步来看，25-54 岁黄金年龄劳动力参与率为 83.3%，与上一月持平，较 2020 年 2 月高出 0.3 个百分点；而 54 岁以上劳动力参与率为 38.5%，较 2020 年 2 月仍有 1.8 个百分点的缺口。

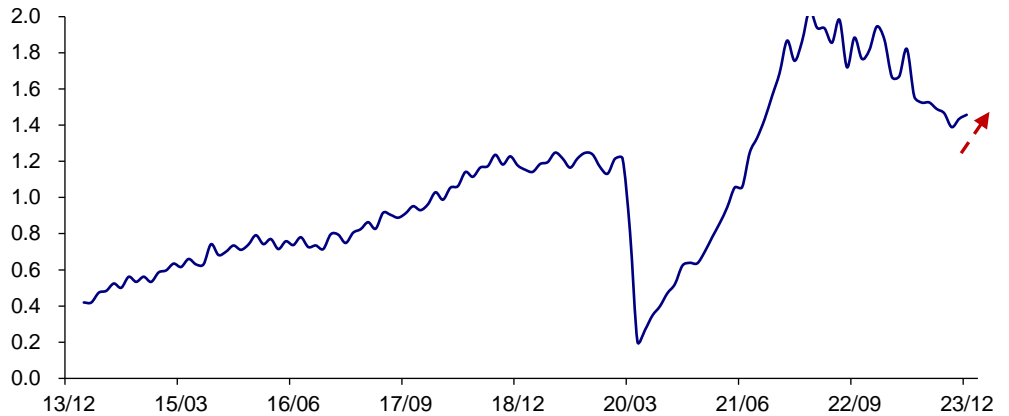
**图3 美国官方失业率 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图4 美国黄金年龄劳动力参与率早已恢复 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**薪资增长有所反弹。**1月劳动力平均时薪同比为4.5%，为2023年9月以来高点，较上一月上升0.2个百分点；**环比为0.6%，为2022年3月以来高点。**并且，12月美国职位空缺人数回升至900万以上，为2023年9月以来高点，每一个失业者对应1.46个职位缺口。可见，**劳动力市场缓解或有所停滞，增加核心通胀上行压力。**

**图5 美国每个失业者对应1.46个职位缺口（非农职位空缺数/总失业人数）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

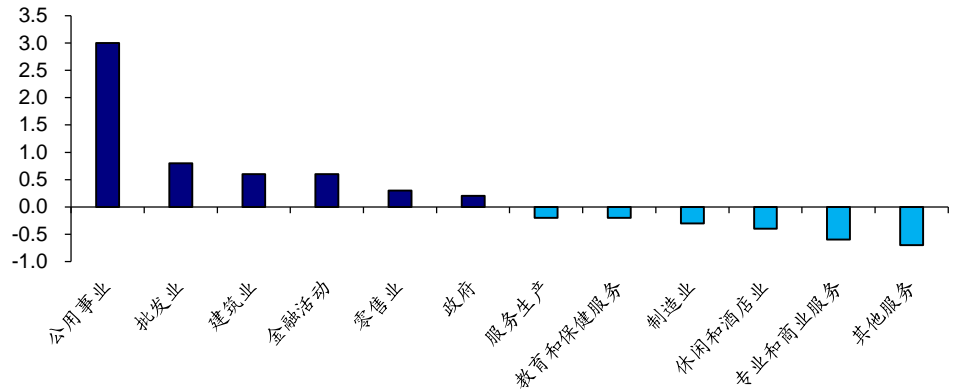
## 2. 修订：基准调整，影响几何？

**非农数据例行修订。**1月公布的数据与往年口径上略有不同，除了常规的季节性因素调整外，还包括机构调查数据（美国对企业 and 政府机构的调查）的年度修订、NAICS（北美工业分类体系）修订以及家庭调查反映了最新的人口估计。

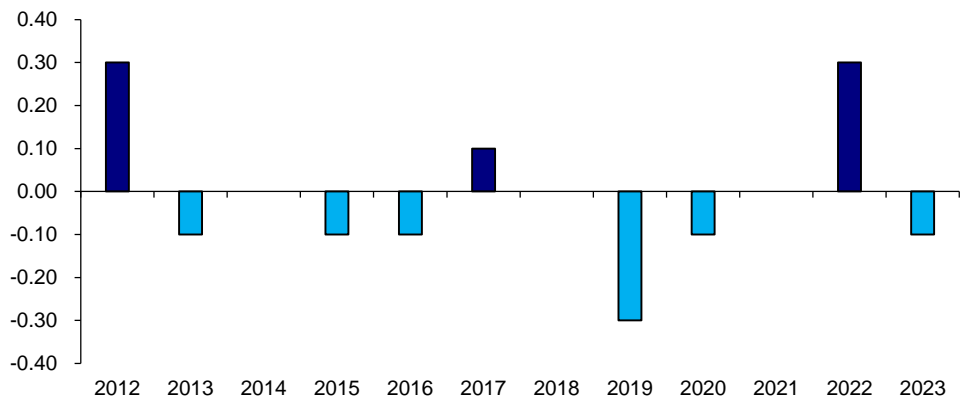
根据惯例，美国劳工局每年会对机构调查数据进行年度修订，以使得机构调查估算的就业数据与基于失业保险（UI）覆盖的雇员的行政档案的人口统计数据相一致。**在机构调查中，约97%的非农就业人口可以被UI所覆盖；剩余3%来自其他方面。**一般来说，是将修订当年的3月就业估算数据替换成人口统计数据，并以此为基准，对机构调查数据进行重新估算。

**那么，基准数据的调整有何影响呢？**

**一方面，2023年3月基准有所下修。**根据美国劳工局报告《2024年1月就业情况》显示，修订后，2023年3月非农总就业人数为15520.6万人，比修订前减少了26.6万人，变动幅度为-0.2%。其中，服务业下修人数最多，下修了27.3万人，零售业上修人数最多，上修了5.0万人；运输仓储业下修幅度最大，下修了2.5%，公用事业下修幅度最大，上修了3.0%。**进一步来看，2023年非农就业总人口修订幅度为-0.2%，低于2012-2022年的平均水平（0.1%）。**

**图6 美国 2023 年 3 月各行业就业总人数修订幅度对比 (%)**


资料来源：BLS，海通证券研究所

**图7 美国过去 10 年年度修订变动幅度 (%)**


资料来源：BLS，海通证券研究所，注：2014/2018/2021 年变动幅度均小于 0.05%。

另一方面，NAICS（北美工业分类体系）延续使用 2022 年版本。根据美国劳工局报告显示，北美工业分类体系基于 2022 年版本，即 NAICS2022。而且该行业分类在 2023 年数据中就已经开始使用，对数据并无影响。

此外，家庭调查中人口估算的更新影响或也较小。根据美国劳工局报告显示，1 月家庭调查纳入了最新的人口估算数据，根据最新模型估算，2022 年 4 月至 2023 年 3 月，净出生人数比之前估算大约少 33.0 万人；2023 年 4 月至 2023 年 12 月净出生人数相比之前估算高出 9.3 万人。

**图8 人口最新数据对家庭调查的影响 (千人)**

Benchmark 2023	2022												Total
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	
Actual Net Birth-Death	455	202	50	236	89	-74	311	1	-32	-192	117	-31	1,132
Forecast Net Birth-Death	323	254	93	327	120	-153	511	21	-37	-144	176	-29	1,462
Difference	132	-52	-43	-91	-31	79	-200	-20	5	-48	-59	-2	-330
Cumulative Difference	132	80	37	-54	-85	-6	-206	-226	-221	-269	-328	-330	

资料来源：BLS，海通证券研究所，

**核心焦点依然在通胀。**偏强的非农数据在一定程度上反映了美国经济短期依然具有韧性，美国当前的核心焦点依然在通胀。我们认为，在美国经济下行较慢的影响下，美国核心通胀的回落或难以一帆风顺，美联储降息仍需等待。

根据 CME 观察显示，截至 2 月 2 日，市场预期美联储大概率降息的时点在 5 月；仍预期有 6 次左右降息可能。

**图9 市场预期美联储加息概率分布**

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.0%	62.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.2%	59.6%	6.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	38.5%	50.7%	5.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	38.2%	50.6%	5.5%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	6.3%	38.5%	49.7%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.1%	3.9%	25.8%	45.2%	22.9%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	3.4%	23.0%	42.8%	25.7%	4.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至2月3日。

**风险提示：美国经济超预期；美联储货币政策超预期。**

## 信息披露

### 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。