

就业市场需求端继续缓解，美联储仅剩最后一次加息

——美国3月非农数据点评

相关研究：

- 1.《劳动力市场强劲，供需仍紧张持续通胀上行压力》 2022.11.09
- 2.《非农数据继续超预期，给美联储放松加息带来扰动》 2022.12.21
- 3.《平均时薪增速减缓，市场预期软着陆概率回升》 2023.01.07
- 4.《剔除年度调整后韧性仍存，市场预期提高加息预期》 2023.02.07
- 5.《非农就业仍超预期但边际缓解，平均时薪增速回落》 2023.03.13

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：周可

Tel: 021-50295364

Email: zk06926@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

美国劳工部公布3月非农数据，新增非农就业人数23.6万人，预期23.9万，前值上修为32.6万。失业率为3.5%。劳动就业率62.6%，前值62.5%。平均时薪环比增长0.3%，前值0.2%。当日股市休市，美债收益率、美元指数小幅上行。

□ 就业市场仍超预期，休闲和酒店、政府、专业和商务服务、医疗保健为主要贡献项

失业率再次回落至历史低水平的3.5%。原因在于分母劳动人口一直处于上升状态，较2月上升48万，但失业人口较前期下降9.7万。新增非农就业23.6万人，过去6个月平均增加33.5万人。主要贡献项依然是休闲和酒店、政府、专业和商务服务、医疗保健，主要拖累项为零零售业、临时支持服务业、建筑业。劳动力人口增长以35-44、55岁以上人群为主。但55岁以上劳动参与率距离疫情前还有一定差距，表明没有疫情影响之后老年人就业意愿仍然较弱。

□ 劳动力供给增加，需求回落，市场紧缺继续缓解

劳动力数据表明市场紧缺程度持续缓解。劳动力供给增加，需求回落，表明就业市场继续走弱。自去年12月以来，美国劳动力人口增速加快，带动劳动参与率回升。原因一是持续的高通胀增加了居民生活消费压力；二是居民超额储蓄率持续下降。平均时薪同比增速回落至4.2%。平均时薪的持续回落进一步缓解了市场对“工资-通胀”螺旋的担忧。但距离美联储平均时薪3-3.5%目标仍有差距。

□ 加息周期即将迎来终点，控制通胀仍是第一目标

数据公布后，5月最后一次加息概率大幅上行至七成左右。表明美国银行业流动性危机已暂时得到缓解，劳动力市场紧张有所缓和但未达到美联储的目标区间，控制通胀仍然是美联储的第一目标。非农数据还是超预期的，美联储合意非农数据为10万人每月。我们认为如果5月为最后一次加息，仍然超标的就业需求和较低的失业率需要终端利率在高位保持一段时间，等待加息滞后影响的到来。市场对于年内降息幅度过于乐观。考虑到通胀粘性，降息节奏大概率会慢于市场预期。

□ 风险提示

全球疫情反复；海外流动性收紧；地缘冲突进一步升级。

1 就业市场仍超预期，休闲和酒店、政府、专业和商业服务、医疗保健为主要贡献项

失业率为 3.5%，预期 3.6%，前值 3.6%，小幅下跌 0.1 个百分点，再次回落至历史低水平的 3.5%。原因在于分母劳动人口一直处于上升状态，较 2 月上升 48 万，但失业人口较前期下降 9.7 万。

新增非农就业 23.6 万人，过去 6 个月平均增加 33.5 万人。主要贡献项依然是休闲和酒店、政府、专业和商业服务、医疗保健，主要拖累项为零售业、临时支持服务业、建筑业。1 月新增非农就业下修至 47.2 万，2 月非农就业人数上修至 32.6 万，合计较修正前下降 1.7 万人。

休闲和酒店业增加 7.2 万人，低于过去 6 个月的平均值 9.5 万。其中大部分就业增长来自食品服务和饮水场所，贡献了 5 万人。休闲酒店业就业总人数还低于疫情前水平（36.8 万人）。

政府部门增长 4.7 万人，与过去六个月均值持平。政府部门就业人数也低于疫情前 22 年 2 月的水平（31.4 万人）。

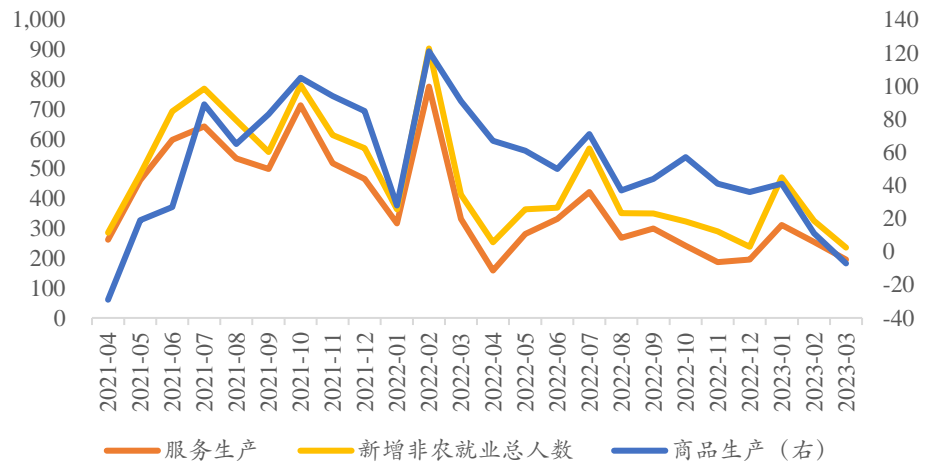
专业和商业服务业延续上涨趋势，就业人数上涨 3.9 万人，其中专业、科学和技术服务就业分项贡献了 2.6 万人。

医疗保健增加 3.4 万人，低于过去 6 个月的平均值 5.4 万人。其中家庭医疗服务增加 1.5 万，医院增加 1.1 万人，护理和住宿护理设施增加 0.8 万人。

零售业就业下降 1.5 万人，其中建筑材料和园林设备及用品经销商分项就业减少 0.85 万，家具、家居用品、电子产品和电器零售商分项就业减少 0.87 万人。百货商店就业增长 1.5 万人抵消了部分下降。裁员潮蔓延至零售业，零售巨头沃尔玛由于利润下降，在美国武戈电商运营中心将裁员超 2000 人，此外麦当劳、迪士尼等企业也在推进裁员程序。

劳动参与率为 62.6%，前值 62.5%，继续上升趋势，距离疫情前 63.3% 水平进一步缩小。劳动力人口增长以 35-44、55 岁以上人群为主。但 55 岁以上劳动参与率距离疫情前还有一定差距，表明没有疫情影响之后老年人就业意愿仍然较弱。

图 1 美国新增非农就业人数:季调 (千人)



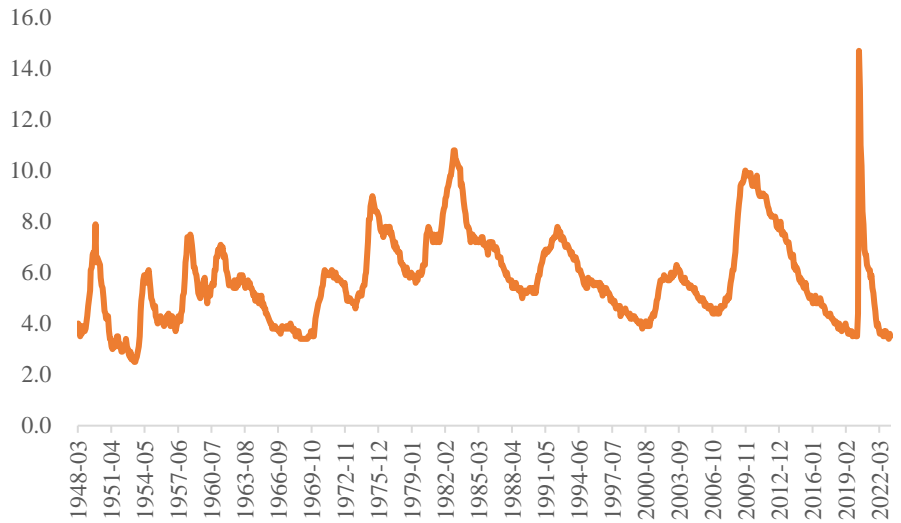
资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 2 各行业非农新增就业人数 (千人)

指标名称	2023-01	2023-02	2023-03
商品生产	41.0	11.0	-7.0
采矿业	4.0	0.0	3.0
建筑业	26.0	12.0	-9.0
制造业	11.0	-1.0	-1.0
耐用品	0.0	-2.0	1.0
汽车及零部件	-4.6	1.3	3.7
非耐用品	11.0	1.0	-2.0
服务生产	312.0	255.0	196.0
批发业	8.9	10.9	6.7
零售业	22.3	41.3	-14.6
运输仓储业	31.7	-20.5	10.4
公用事业	-1.6	-1.2	1.5
信息业	-23.0	-10.0	6.0
金融活动	-1.0	-1.0	-1.0
专业和商业服务	44.0	55.0	39.0
临时支持服务	16.6	3.4	-10.7
教育和保健服务	111.0	85.0	65.0
医疗保健和社会救助	77.3	73.0	50.8
休闲和酒店业	99.0	90.0	72.0
其他服务业	21.0	5.0	11.0
政府	119.0	60.0	47.0

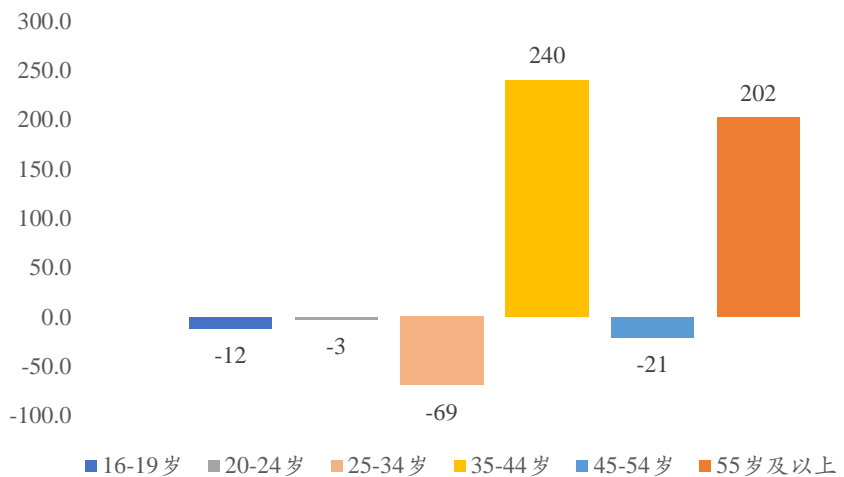
资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 3 非农失业率再次回落至 3.5%



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 劳动力增加以 35-44、55 岁以上人群为主



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 劳动力供给增加，需求回落，市场紧缺继续缓解

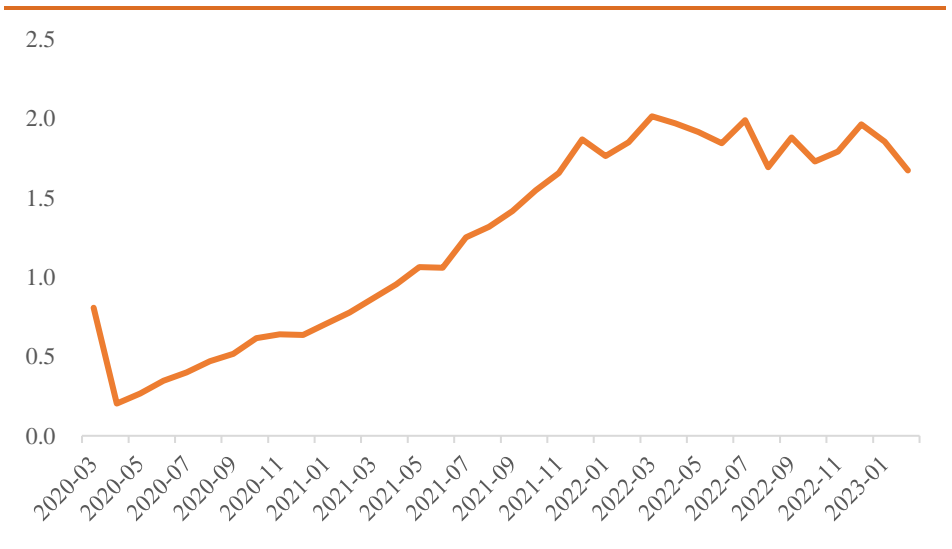
劳动力数据表明市场紧缺程度持续缓解。劳动力供给增加，需求回落。失业人群中新进入劳动力市场的人数较前期下降 2.3 万，兼职工作人群中认为只能找到兼职工作的人群上升 2.3 万。JOLTS 数据显示 1 月职位空缺数回落至 993 万人，前值 1056 万人。劳动力缺口也从 487 万回落至 400 万。从求人倍率来看，职位空缺数/失业人数之比由 1.86 回落至 1.67。U3-U6 失业率差与上月持平，且低于去年 12 月水平，表明就业前景走弱。U3 失业率是指

目前处于失业，但是正在积极找工作的人口占总劳动力人口的比重，而 U6 失业率，则将失去继续寻找工作信心人口、暂时没有积极寻找工作人口以及有意愿寻找工作但暂时出于各种原因无法立即找到工作的人口都纳入考量。

自去年 12 月以来，美国劳动力人口增速加快，带动劳动参与率回升。这可能源于两方面因素，一是持续的高通胀增加了居民生活消费压力；二是居民超额储蓄率持续下降。

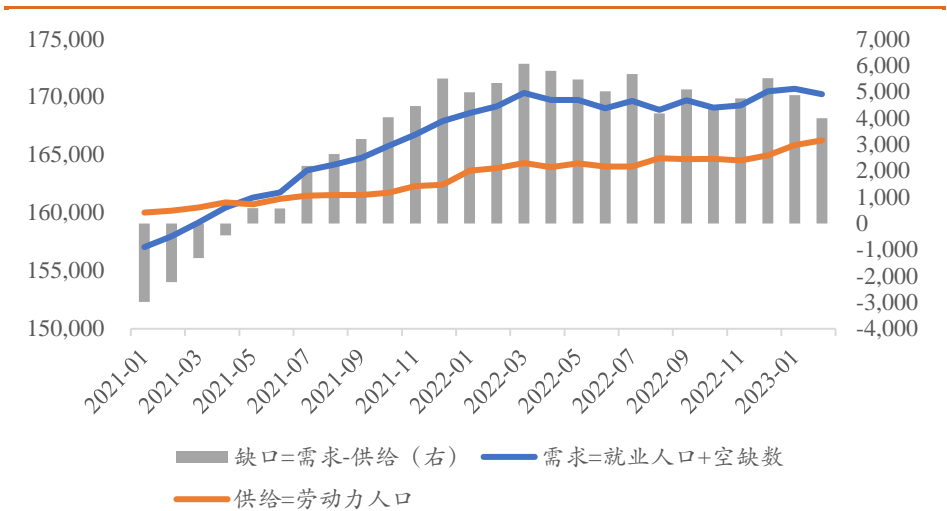
供需边际缓和也体现在了平均时薪上。3 月平均时薪环比上涨 0.3%，高于前值的 0.2%。其中商品生产时薪环比上涨 0.5%，服务生产环比上涨 0.2%。平均时薪同比增速回落至 4.2%。平均时薪的持续回落进一步缓解了市场对“工资-通胀”螺旋的担忧。但距离美联储平均时薪 3-3.5% 目标仍有差距。

图 5 职位空缺数/失业人数之比回落



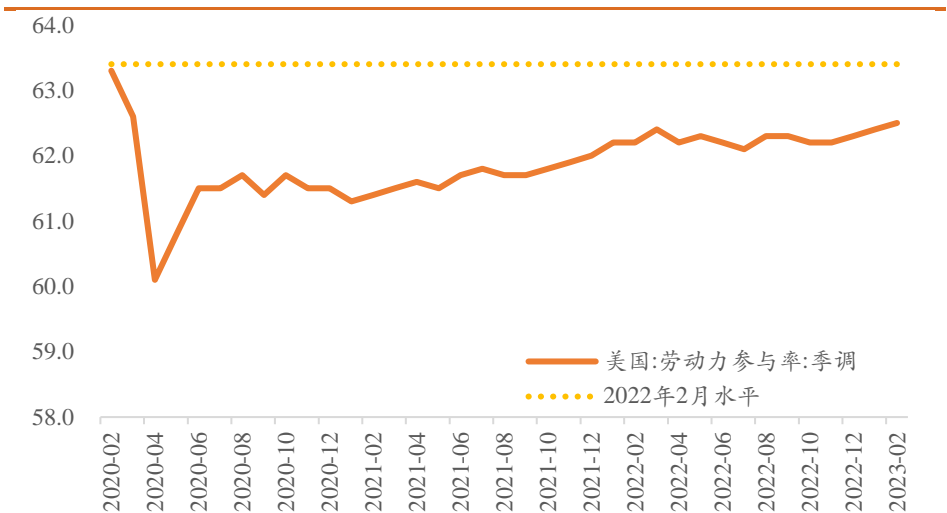
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 劳动力缺口边际缓解



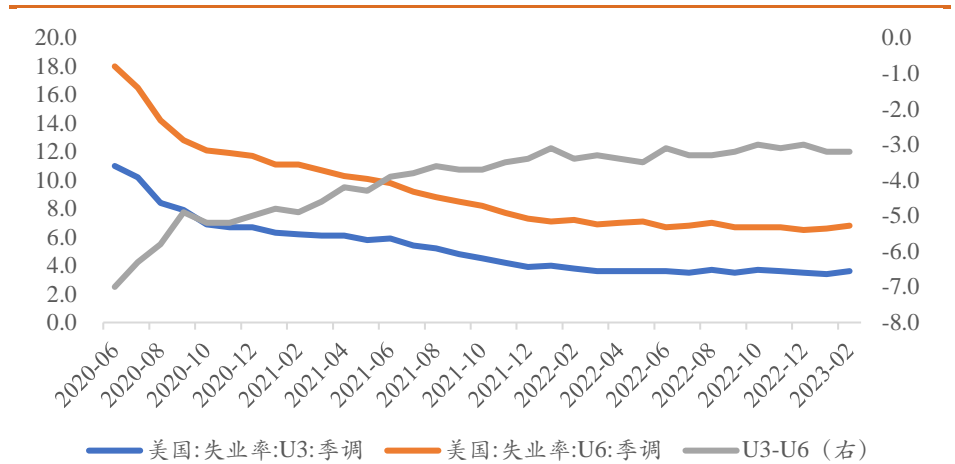
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 美国劳动参与率:季调 (%)



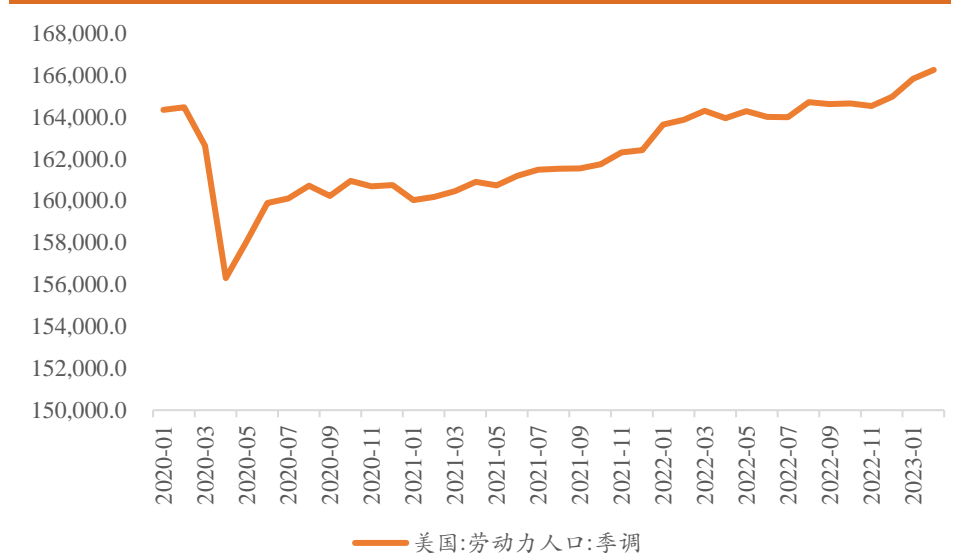
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8 U3-U6 失业率差与前期持平



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 美国劳动力人口持续增长



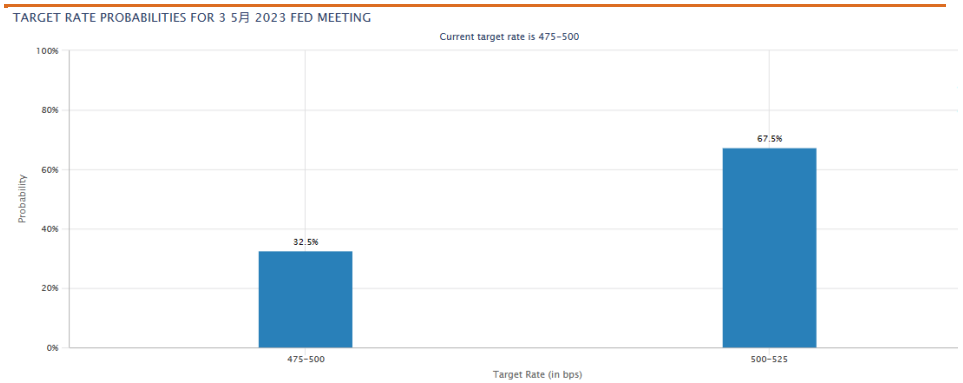
资料来源：Wind、湘财证券研究所

3 加息周期即将迎来终点，控制通胀仍是第一目标

非农数据公布前，CME 显示期货市场定价 5 月加息 25BP 和不加息的概率均为 50%。数据公布后，5 月最后一次加息概率大幅上行至七成左右。表明美国银行业流动性危机已暂时得到缓解，劳动力市场紧张有所缓和但未达到美联储的目标区间，控制通胀仍然是美联储的第一目标。非农数据还是超预期的，美联储合意非农数据为 10 万人每月。但美联储认为银行业危机会使得银行信贷收缩，对经济产生负面影响，有利于通胀的下行。市场预期至今年年底将降息 75BP 至 4.25%-4.5% 区间。

市场对于年内降息幅度可能过于乐观。金融稳定可以看作美联储第三个目标，如果后续银行流动性确认不会再次出现风险，美联储会继续将重心移回通胀方面。通胀粘性较强，降息节奏大概率会慢于市场预期。我们认为如果5月为最后一次加息，考虑到仍然超标的就业需求和较低的失业率，那么大概率终端利率将在高位保持一段时间，等待加息滞后影响的到来。非农数据公布当日4月7日为西方的受难节，股市休市，10年期美债收益率、美元指数小幅上行。

图 10 Fed Watch 预测 5 月议息会议大概率加息 25BP



资料来源：CME、湘财证券研究所

图 11 Fed Watch 预测年底终端利率将下降至 4.25-4.5%

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES													
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.5%	67.5%	0.0%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.5%	63.2%	8.3%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.8%	45.3%	36.7%	4.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	33.3%	39.9%	16.6%	1.6%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	23.6%	37.3%	25.7%	7.5%	0.6%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	19.7%	34.4%	28.2%	11.4%	2.1%	0.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	16.8%	31.7%	29.4%	14.5%	3.8%	0.5%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	15.4%	30.2%	29.6%	16.0%	4.9%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.2%	16.9%	30.1%	28.2%	14.9%	4.5%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.2%	2.4%	10.9%	23.9%	29.1%	21.2%	9.4%	2.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.8%	8.8%	20.7%	27.8%	23.2%	12.3%	4.2%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	1.1%	6.0%	15.9%	25.0%	25.0%	16.6%	7.5%	2.2%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、湘财证券研究所

4 风险提示

全球疫情反复；海外流动性收紧；地缘冲突进一步升级。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。