

美国就业市场缓慢降温，年内降息可能性不大

——海外观察：2023年3月美国就业数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**美国3月新增非农就业23.6万人，前值32.6万人，预期23万人；失业率3.5%，预期3.6%，前值3.6%。
- **核心观点：**3月美国就业市场缓慢降温，供需缺口有所收敛。就业结构继续表现出制造业弱、服务业强的特征，就业质量有所下滑。时薪继续增长，3月除住房外的核心服务通胀或难降温。数据发布后，市场上调了加息预期。我们预计5月美联储仍将加息25bps，随后在今年内将利率区间保持不变。
- **美国就业市场缓慢降温，供需缺口小幅收敛。**3月美国就业数据基本符合预期，就业市场继续冷却，但仍有韧性。一方面，劳动力供给修复的斜率正在变大：劳动参与率连续5个月上升，3月升至62.6%，较上月增加0.1%，已经修复至2020年同期水平，但较疫情前仍有距离；住户调查中显示的劳动力水平达到1.66亿人，比上月增加48万人。另一方面，需求侧边际降温，职业空缺数连续2个月下降，截至2月降至993万人，较1月减少63万人，但住户调查中显示的就业水平增加了57万人，说明劳动力需求的边际减少还未完全传达至就业市场。通过住户调查数据估算，截至2月，美国劳动力缺口仍有将近4百万人，较1月减少87万人。
- **就业结构进一步分化，就业质量下滑。**就业结构上，制造业弱、服务业强的趋势持续。3月，非服务业部门（采矿业、建筑业和制造业）就业减少了7000人，首次跌入负值区间；而服务业就业则增加了24万人，虽然增速较上月有边际放缓，但仍有韧性。就业市场的边际冷却导致不得已从事非全职工作的人数增加，3月出于经济原因从事弹性工作的人数增加3.5万人，连续6个月增加。尽管从总量数据来看，美国就业市场依然强劲，但就业结构和质量的变化提示了需求的降温正在加速。
- **时薪继续增长，核心通胀难以降温。**3月非农企业整体时薪环比增长0.27%，前值0.21%，基本符合市场预期；同比增加4.2%，前值4.6%，预期4.6%。非管理人员的时薪环比增长0.32%，高于整体增速；服务业时薪环比增长0.21%，与上月持平。3月除住房外的核心服务通胀或难降温，将支撑美联储在5月的会议上继续加息。
- **市场上调加息预期。**本次数据是5月FOMC会议前最后一份公开的就业报告，对市场加息预期有显著影响。由于失业率低于预期、时薪继续增长，提示美国就业市场韧性仍在、通胀有上行风险，CME联储观察工具显示的5月加息25bps的概率从50%左右上升至70%以上。美债利率曲线上移，长短端利率倒挂程度小幅加深。4月7日，10年期、2年期美债利率分别上行15bps和9bps。
- **预计美联储5月加息25bps，年内降息可能性不大。**3月就业数据降温缓慢，但仍显强劲，不足以成为美联储对抗通胀的掣制，预计美联储仍将加息25bps以巩固去通胀成果。由于劳动力的供需缺口已有加速收敛趋势，二季度开始，时薪和住房价格增速的放缓可能推动核心通胀加速下行，减轻美联储抗通胀的负担，将利率终点稳定在4.75%-5%之间。然而，年内降息的可能性依然不大。一方面是因为整体就业水平依然较好，3.5%的失业率显著低于3月SEP中4.5%的预测中值，美联储对于失业率上行有较大容忍度。另一方面，除非爆发严重的流动性危机，美联储仍倾向于使用数量型、结构性的工具应对金融风险。
- **风险提示：**美国通胀回升；欧洲金融市场风险。

正文目录

1. 美国就业市场缓慢降温，供需缺口小幅收敛	4
2. 就业结构进一步分化，就业质量下滑	5
3. 时薪继续增长，核心通胀难以降温	7
4. 市场上调加息预期	7
5. 预计美联储 5 月加息 25bps，年内降息可能性不大	8
6. 核心观点	8
7. 风险提示	8

图表目录

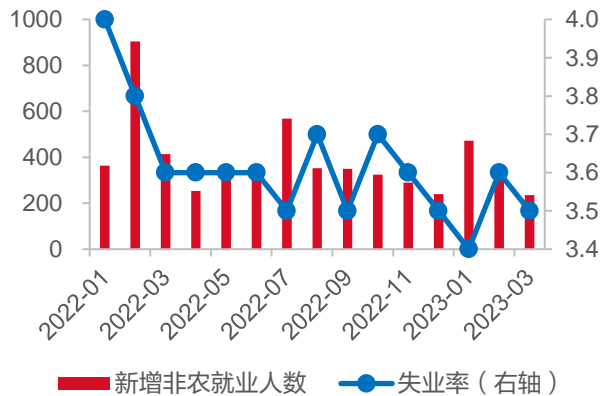
图 1 新增非农就业人数和失业率, 千人, %	4
图 2 劳动参与率, %	4
图 3 美国劳动力供需, 百万人	5
图 4 服务业与非服务业部门新增就业人数, 千人.....	5
图 5 3 月分行业新增就业人数, 千人	6
图 6 非自愿从事弹性工作人数占比	6
图 7 美国非农企业员工平均时薪环比增速, %.....	7
图 8 美债收益率, %	8

事件: 美国 3 月新增非农就业 23.6 万人, 前值 32.6 万人, 预期 23 万人; 失业率 3.5%, 预期 3.6%, 前值 3.6%。

1. 美国就业市场缓慢降温, 供需缺口小幅收敛

3 月美国就业数据基本符合预期, 就业市场继续冷却, 但仍有韧性。一方面, 劳动力供给修复的斜率正在变大: 劳动参与率连续 5 个月上升, 3 月升至 62.6%, 较上月增加 0.1%, 已经修复至 2020 年同期水平, 但较疫情前仍有距离; 住户调查中显示的劳动力水平达到 1.66 亿人, 比上月增加 48 万人。

图1 新增非农就业人数和失业率, 千人, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

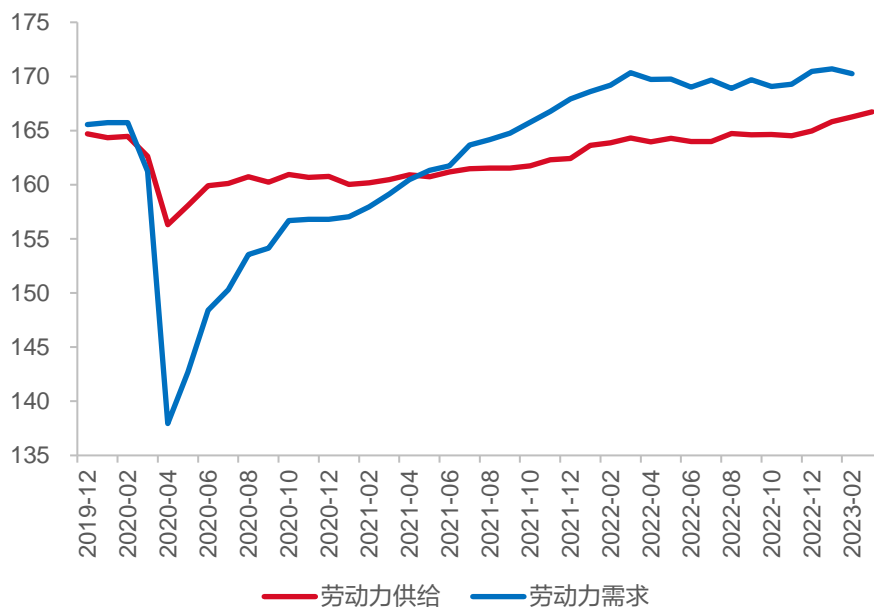
图2 劳动参与率, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

另一方面, 需求侧边际降温, 职业空缺数连续 2 个月下降, 截至 2 月降至 993 万人, 较 1 月减少 63 万人, 但住户调查中显示的就业水平增加了 57 万人, 说明劳动力需求的边际减少还未完全传达至就业市场。通过住户调查数据估算, 截至 2 月, 美国劳动力缺口仍有将近 4 百万人, 较 1 月减少 87 万人。

图3 美国劳动力供需，百万人

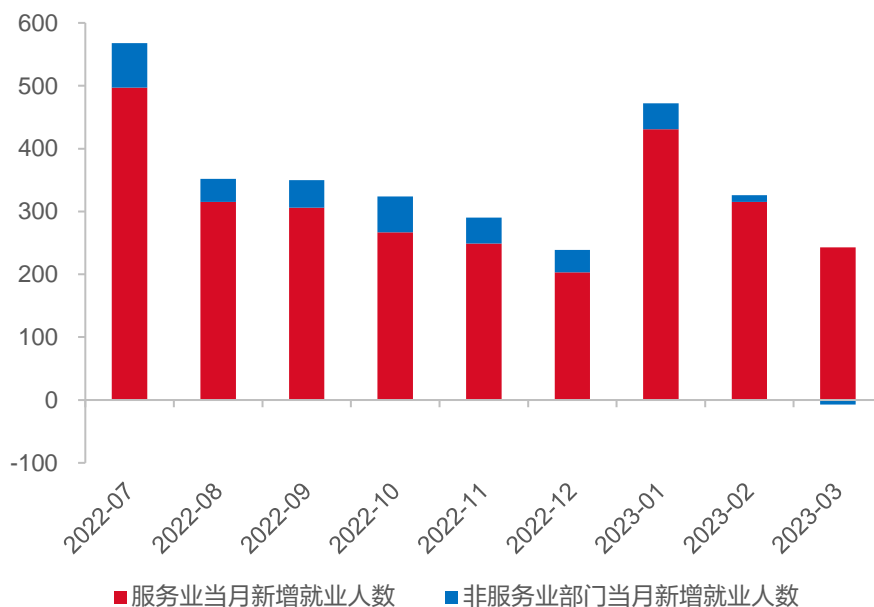


资料来源：FRED，东海证券研究所

2. 就业结构进一步分化，就业质量下滑

就业结构上，制造业弱、服务业强的趋势持续。3月，非服务业部门（采矿业、建筑业和制造业）就业减少了7000人，首次跌入负值区间；而服务业就业则增加了24万人，虽然增速较上月有边际放缓，但仍有韧性。

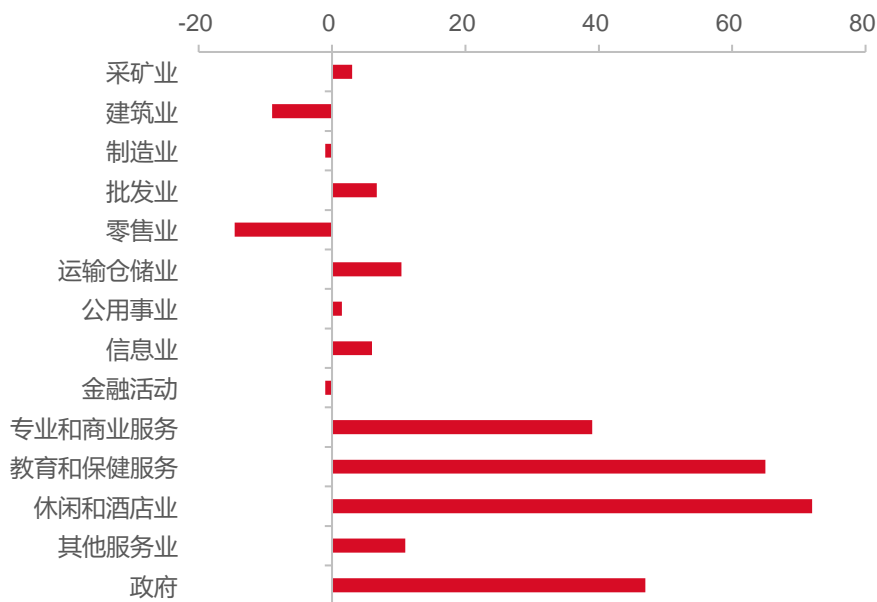
图4 服务业与非服务业部门新增就业人数，千人



资料来源：FRED，东海证券研究所

分行业看，休闲和酒店业、教育和保健业形势持续向好，分别贡献了 7.2 万人、6.5 万人的就业；零售、建筑、金融等利率敏感型行业就业人数出现回落。

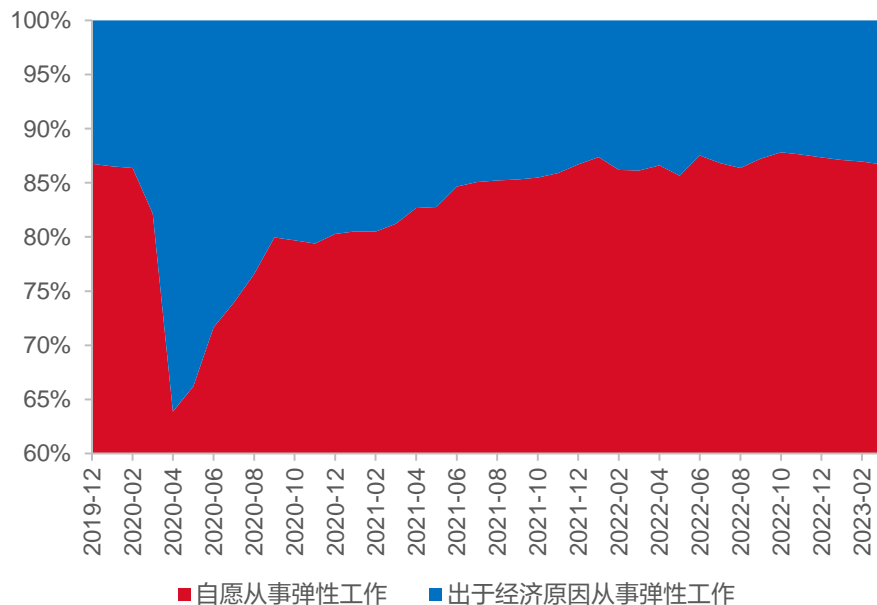
图5 3月分行业新增就业人数，千人



资料来源：FRED，东海证券研究所

就业市场的边际冷却导致不得已从事非全职工作的人数增加，3月出于经济原因从事弹性工作的人数增加 3.5 万人，连续 6 个月增加。

图6 非自愿从事弹性工作人数占比



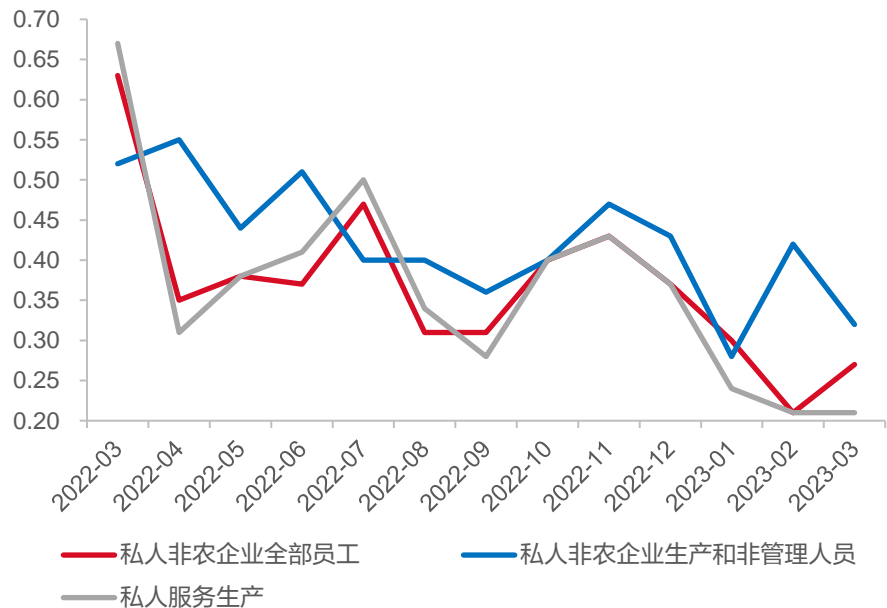
资料来源：FRED，东海证券研究所

尽管从总量数据来看，美国就业市场依然强劲，但就业结构和质量的变化提示了需求的降温正在加速。

3.时薪继续增长，核心通胀难以降温

3月非农企业整体时薪环比增长0.27%，前值0.21%，基本符合市场预期；同比增加4.2%，前值4.6%，预期4.6%。非管理人员的时薪环比增长0.32%，高于整体增速；服务业时薪环比增长0.21%，与上月持平。3月除住房外的核心服务通胀或难降温，将支撑美联储在5月的会议上继续加息。

图7 美国非农企业员工平均时薪环比增速，%

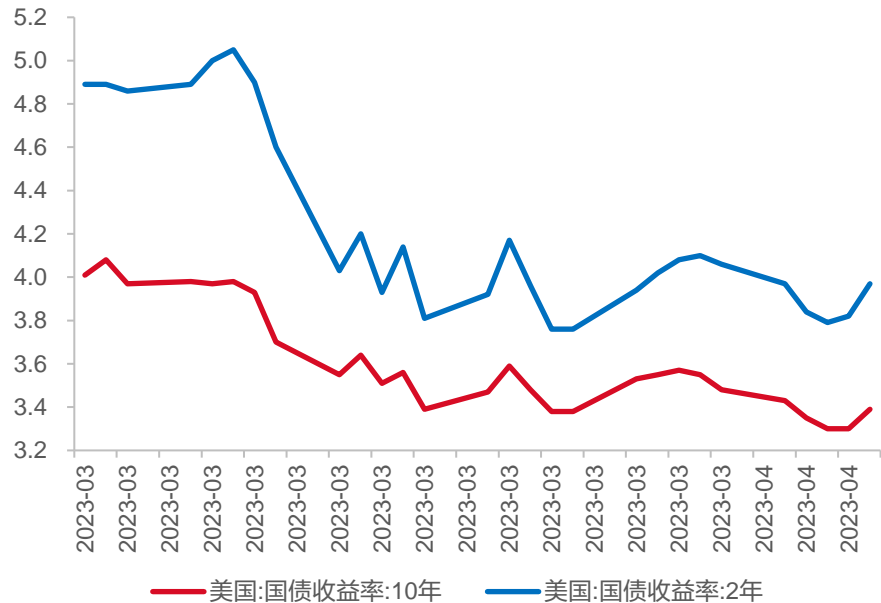


资料来源：FRED，东海证券研究所

4.市场上调加息预期

本次数据是5月FOMC会议前最后一份公开的就业报告，对市场加息预期有显著影响。由于失业率低于预期、时薪继续增长，提示美国就业市场韧性仍在、通胀有上行风险，数据发布后，CME 联储观察工具显示的5月加息25bps的概率从50%左右上升至70%以上。受此影响，美债利率曲线上移，长短端利率倒挂程度小幅加深。4月7日，10年期、2年期美债利率分别上行15bps和9bps。美债期货市场计价的降息起始时点有所后移，目前计价的利率终点为在5月达到5%，随后在6月、7月的两次会议上政策利率区间保持不变，9月开始降息，年内降息50bps。

图8 美债收益率，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

5. 预计美联储 5 月加息 25bps，年内降息可能性不大

3 月就业数据降温缓慢，但仍显强劲，不足以成为美联储对抗通胀的掣制，预计美联储仍将加息 25bps 以巩固去通胀成果。由于劳动力的供需缺口已有加速收敛趋势，二季度开始，时薪和住房价格增速的放缓可能推动核心通胀加速下行，减轻美联储抗通胀的负担，将利率终点稳定在 4.75%-5% 之间。然而，年内降息的可能性依然不大。一方面是因为整体就业水平依然较好，3.5% 的失业率显著低于 3 月 SEP 中 4.5% 的预测中值，美联储对于失业率上行有较大容忍度。另一方面，除非爆发严重的流动性危机，美联储仍倾向于使用数量型、结构性的工具应对金融风险。

6. 核心观点

3 月美国就业市场缓慢降温，供需缺口有所收敛。就业结构继续表现出制造业弱、服务业强的特征，就业质量有所下滑。时薪继续增长，3 月除住房外的核心服务通胀或难降温。数据发布后，市场上调了加息预期。我们预计 5 月美联储仍将加息 25bps，随后在今年内将利率区间保持不变。

7. 风险提示

美国通胀回升；欧洲金融市场风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089