

2023 年 04 月 08 日

宏观研究团队

就业市场韧性或助推美联储 5 月继续加息——美国 3 月非农就业数据点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● 美国就业市场韧性凸显，薪资增速环比提速

1. 劳动力市场紧张程度边际缓解，但韧性凸显

3 月美国新增非农就业数量继续下降至 23.6 万人，劳动参与率上行至 62.6%，平均时薪增速同比放缓至 4.2%，2 月职位空缺数与职位空缺率均持续下行，美国总体就业缺口亦收窄至 400 万，显示当前美国就业市场的紧张态势持续缓解。但 3 月份新增就业仍然同 2022 年 12 月水平相当，每个求职者对应的工作岗位仍较多，3.5% 的失业率处于历史低位，显示当前美国劳动力市场韧性仍较足。

2. 新增就业结构上仍以服务业为主

(1) 从行业分布来看，服务业依旧占据了本次新增就业的绝大部分。具体来看：一是休闲和酒店业新增就业超过 7 万人，成为总体就业中的最重要部分；二是金融业持续两月就业维持负增长，或与当前美国银行业风险事件爆发有关，后续可能将会持续发酵。往后看，随着联储保持高利率水平，美国新增非农就业数量或将减少，但离美联储的合意区间仍有一段距离。

(2) 失业率和劳动参与率方面，3 月份少数族裔失业率均有较大幅度下降。20 岁以上男性劳动参与率上升 0.4 个百分点至 70.6%，带动总体劳动参与率上行至 62.6%，达到 2020 年疫情发生以来的最高值，并带动失业率下行至 3.5%。

3. 薪资增速隐忧尚存

薪资增长同比增速下行，但环比增速提升。3 月份平均时薪同比增速较 2 月下降 0.4 个百分点，但环比上涨 0.3%，较 2 月份提升 0.1 个百分点。平均薪资的环比增速再度上升，特别是休闲和酒店业的环比增速仍高，当前薪资同比增速放缓或将偏慢，隐忧尚存，还需要密切观察亚特兰大联储薪资增速等指标。不过往后看，伴随着联储保持较高利率水平，我们认为薪资增速放缓仍是大概率事件。

● 美联储 5 月或将继续加息 25bp

从 3 月份的就业数据来看，劳动力市场边际放缓的迹象亦较明显，但韧性还比较足。在此情况下，美联储有动力维持既定的加息路径，一则可以更好的稳定当前通胀持续缓慢下行的态势，避免出现反复；二则可以稳定市场预期，避免引发市场的猜测和恐慌。若 3 月通胀数据未明显低于预期，**美联储 5 月或将继续加息 25bp，后续停止继续加息，维持较高利率水平一段时间。**从数据发布后的市场表现来看，CME 利率期货显示 5 月份加息 25bp 的概率为 71.2%，已经较前期有所上升。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

《消费不弱——兼评 3 月 PMI 数据——宏观经济点评》-2023.3.31

《国企利润承压不改中特估全年向上判断——3 月企业利润点评——宏观经济点评》-2023.3.28

《两会后政策加强落实——宏观周报》-2023.3.26

目 录

1、 美国就业市场韧性凸显，薪资增速环比提速.....	3
1.1、 劳动力市场紧张程度边际缓解，但韧性凸显.....	3
1.2、 新增就业结构上仍以服务业为主	5
1.3、 薪资增速隐忧尚存	6
2、 美联储 5 月或将继续加息 25bp	6
3、 风险提示	7

图表目录

图 1： 美国 3 月新增非农就业数量继续下降.....	3
图 2： 3 月劳动参与率上升，失业率下降	3
图 3： 3 月平均时薪同比增速下降，环比增速上升.....	3
图 4： 2 月职位空缺数与空缺率均再次下降.....	4
图 5： 2 月美国劳动力缺口下降	4
图 6： 3 月服务业构成新增就业的主要部分.....	5
图 7： 3 月少数族裔失业率均下降	5
图 8： 3 月 20 岁以上男性劳动参与率上行.....	5
图 9： 3 月休闲和酒店业、公用事业薪资同比增速较快.....	6

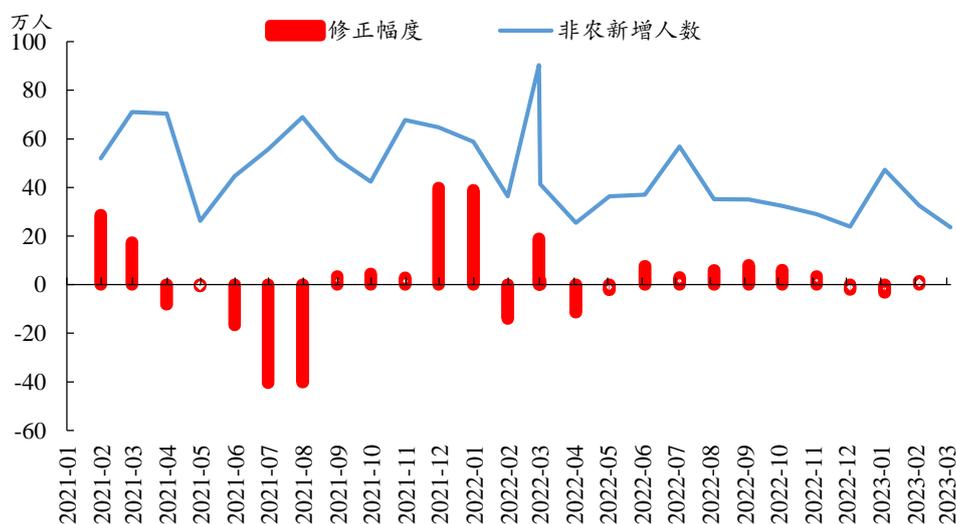
美国公布 3 月最新就业数据。其中新增非农就业 23.6 万，超过市场预期的 23 万；劳动参与率为 62.6%，高于市场预期；平均时薪同比增长 4.2%，略低于市场预期。

1、美国就业市场韧性凸显，薪资增速环比提速

1.1、劳动力市场紧张程度边际缓解，但韧性凸显

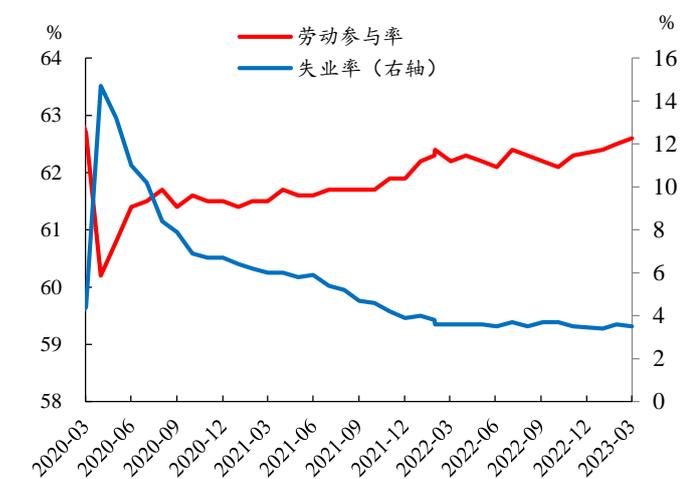
3 月新增非农就业 23.6 万人，较 2 月份继续下降，但仍高于市场预期的 23 万。2 月新增非农就业人数上修 1.5 万至 32.6 万人，1 月新增非农就业由 50.4 万人下修至 47.2 万人，两个月累计下修 1.7 万人。失业率为 3.5%，较 2 月下降 0.1 个百分点。劳动参与率为 62.6%，较 2 月上升 0.1 个百分点，均超出市场预期。时薪同比上涨 4.2%，较 2 月下降 0.1 个百分点，但环比上涨 0.3%，较 2 月上涨 0.1 个百分点。

图1：美国 3 月新增非农就业数量继续下降



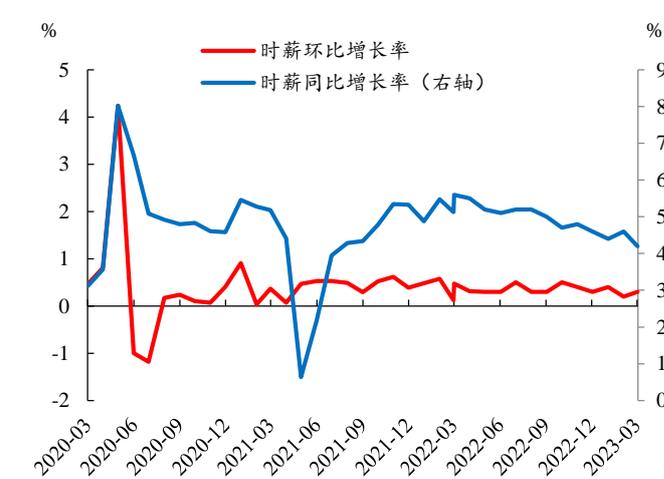
数据来源：BLS、开源证券研究所

图2：3 月劳动参与率上升，失业率下降



数据来源：BLS、开源证券研究所

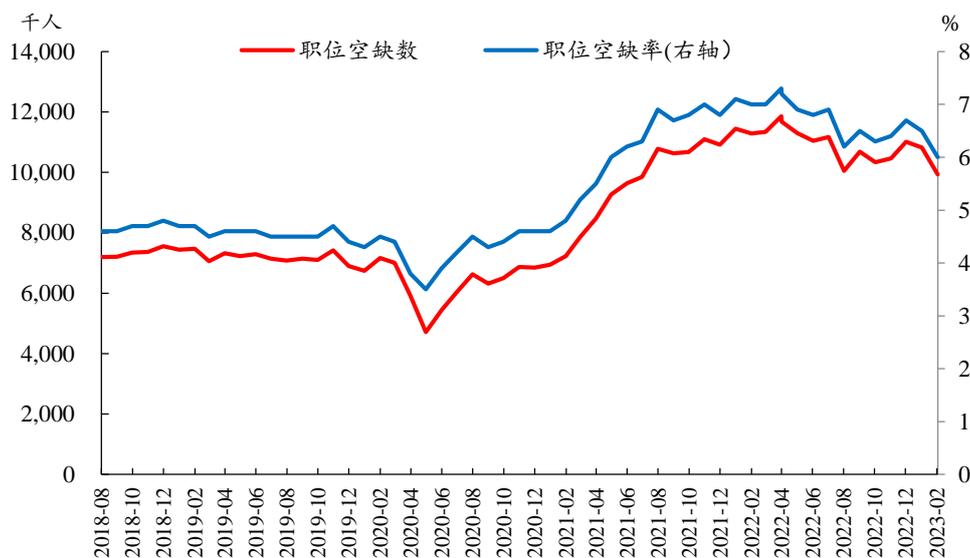
图3：3 月平均时薪同比增速下降，环比增速上升



数据来源：BLS、开源证券研究所

从2月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为993.1万人，较1月下降89.3万人，职位空缺率再度下降0.5个百分点至6.0%，目前每个求职者对应约1.7个工作岗位，较1月亦有所下降，显示当前美国劳动力市场的紧张态势持续缓解。但职工主动离职率略有上升，其中专业和商业服务离职较多，或与当前美国科技巨头加强AI研发有关。2月份企业在在职工员工的工资增速继续上行，说明企业目前依旧倾向于挽留现有职工，而不是更多的去招聘新员工。

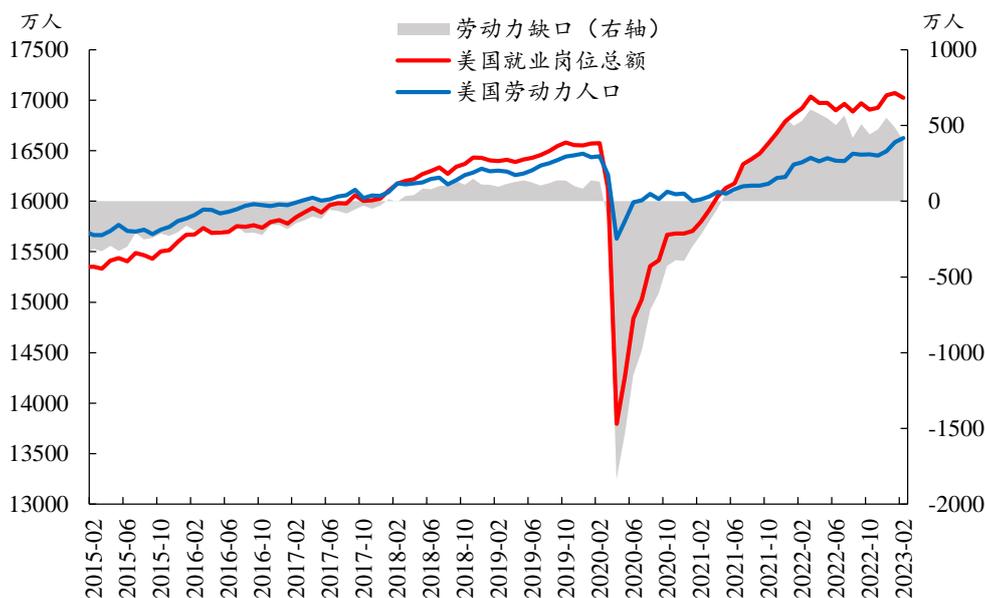
图4：2月职位空缺数与空缺率均再次下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

总的来看，3月美国新增非农就业数量继续下降，职位空缺数与职位空缺率均持续下行，且美国总体就业缺口亦收窄至400万，显示当前美国就业市场的紧张态势持续缓解。但3月份新增就业仍然同2022年12月水平相当，失业率处于历史低位，每个求职者对应的工作岗位仍较多，显示当前美国劳动力市场韧性仍较足。

图5：2月美国劳动力缺口下降

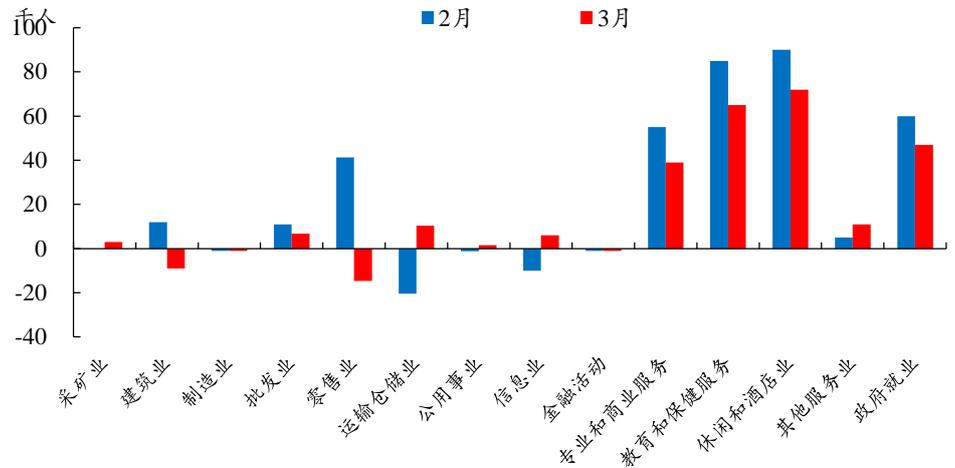


数据来源：Fred、开源证券研究所

1.2、新增就业结构上仍以服务业为主

(1) 从细分行业来看，3月新增非农就业的主要行业为：休闲和酒店业新增就业7.2万，教育和保健服务新增就业6.5万，政府新增就业4.7万人，三项合计新增18.4万，占全部新增非农的78%。其它新增就业较多的则为专业和商业服务就业（新增3.9万）和其他服务业（新增1.1万）。从行业分布来看，服务业依旧占据了本次新增就业的绝大部分。具体来看：一是休闲和酒店业新增就业超过7万人，成为总体就业中的最重要部分；二是金融业持续两月就业维持负增长，或与当前美国银行业风险事件爆发有关，后续可能将会持续发酵。往后看，随着联储保持高利率水平，美国新增非农就业数量或将继续减少，但离美联储的合意区间仍有一段距离。

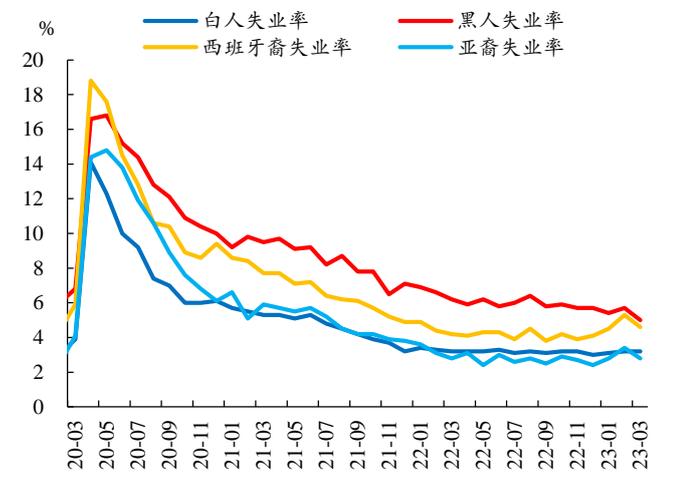
图6：3月服务业构成新增就业的主要部分



数据来源：BLS、开源证券研究所

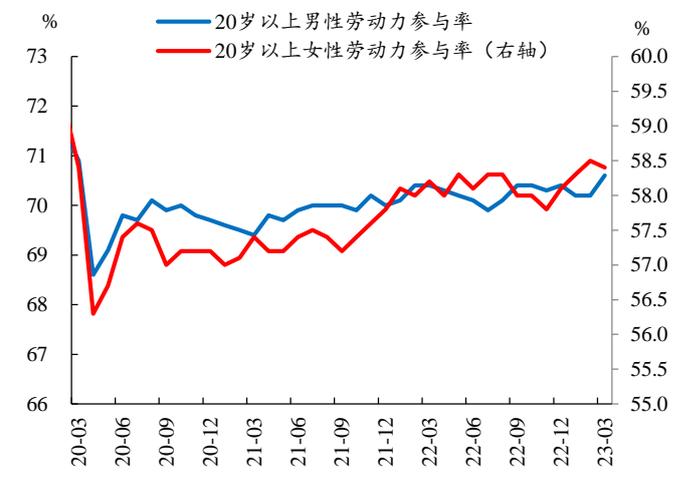
(2) 失业率和劳动参与率方面，从各种族人群失业率来看，白人、黑人、西班牙裔、亚裔失业率分别持平、下降0.7个百分点、下降0.7个百分点、下降0.6个百分点至3.2%、5.0%、4.6%、2.8%。此外，20岁以上男性劳动参与率上升0.4个百分点至70.6%，带动总体劳动参与率上行至62.6%，达到2020年疫情发生以来的最高值，并带动失业率下行至3.5%。

图7：3月少数族裔失业率均下降



数据来源：BLS、开源证券研究所

图8：3月20岁以上男性劳动参与率上行

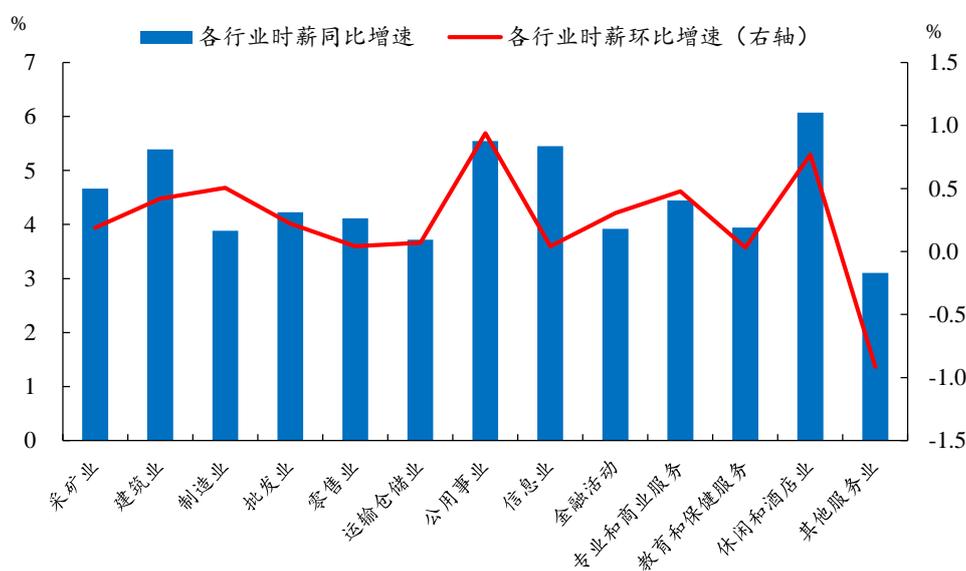


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、薪资增速隐忧尚存

薪资增长同比增速下行，但环比增速提升。3月份平均时薪为33.18美金，同比增长4.2%，较2月下降0.4个百分点。但环比上涨0.3%，较2月份提升0.1个百分点，略高于市场预期；平均周工作时长为34.4小时，较2月下降0.1个小时。分行业来看，3月休闲和酒店业、信息业、公用事业同比增长较多，而金融业、其他服务业薪资增速较慢，拖累整体薪资同比增速有一定程度的下降。此外，平均薪资的环比增速再度上升，特别是休闲和酒店业的环比增速仍高，当前薪资同比增速放缓或将偏慢，隐忧尚存，我们还需要密切观察亚特兰大联储薪资增速等指标。往后看，我们认为薪资增速放缓仍是大概率事件，但是由于目前劳动力市场韧性尚存，服务通胀压力虽将持续减小，但回落速度仍存在不确定性。

图9：3月休闲和酒店业、公用事业薪资同比增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、美联储5月或将继续加息25bp

在3月美联储FOMC会议的点评中，我们认为劳动力市场保持韧性、通胀仍有黏性是美联储3月加息25bp的重要原因。美联储如果过早放松货币紧缩，后续通胀水平可能会出现反弹。而硅谷银行等相关的银行业风险事件，虽然造成了一定程度的金融风险动荡，但美联储已经提供了相关的流动性管理工具（BTFP），风险得到了较为充分的隔离与管控。因此当前继续保持25bp的小幅加息，并根据最新的经济与金融风险发展情况进行调整，对美联储而言是一个较为合适的选择（可参考报告《通胀仍是重点，但加息终点或已确定——美联储3月FOMC会议点评》）。从最新披露的美联储3月加息的细节来看，美联储官员们认为其采取的措施有助于稳定和提振美国银行体系，银行业动荡并未进一步在美国蔓延，在通胀仍高的情况下，不加息反而会向市场释放错误信号，引发不必要的恐慌¹。

从3月份的就业数据来看，新增就业数量、失业率、职位空缺率等指标的连续下降，劳动力市场边际放缓的迹象亦较明显，就业市场对通胀的支撑力度或也将迎来边际下降。但是从失业率、薪资环比增速等指标来看，劳动力市场韧性还比较足。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3685896>

在此情况下，美联储有动力维持既定的加息路径，一则可以更好的稳定当前通胀持续缓慢下行的态势，避免出现反复；二则可以稳定市场预期，避免引发市场的猜测和恐慌。若3月通胀数据未明显低于预期，**美联储5月或将继续加息25bp，后续停止继续加息，维持较高利率水平一段时间**。从数据发布后的市场表现来看，CME利率期货显示5月份加息25bp的概率为71.2%，已经较前期有所上升。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn