

2024年04月06日

美联储 2024 年降息决策面临强就业挑战

——美国 3 月非农就业数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

● 新增非农就业再度提升，平均薪资增速略有回落

1. 新增非农就业再度提升，但 1-2 月合计值经历小幅上修

3 月新增非农就业 30.3 万人，较 2 月份初值有所提升，且远高于市场预期。1 月、2 月新增非农就业累计上修 2.2 万。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 27.6 万人，较 2023 年 12 月-2024 年 2 月季调后数据微幅上行，显示当前美国就业市场相当有韧性。结构上看，私人部门新增就业有较大幅度提升，政府就业亦有一定增幅。其中建筑业、休闲和酒店业、教育和保健服务新增就业较多。

2. 劳动参与率略有提升，失业率小幅走低，薪资同比增速继续下行

3 月美国劳动参与率录得 62.7%，失业率为 3.8%，失业率较 2 月份有所下降。但劳动参与率有所提升，显示美国总体民众就业意愿上升。3 月美国非农就业时薪录得 34.69 美金，同比上升 4.1%，环比上升 0.3%，分别较 2 月份下行 0.2 个百分点、上行 0.2 个百分点。结合劳动参与率和失业率的变化来看，美国劳动力市场的再平衡进程短期陷入停滞，并出现一定程度的边际走强。

3. 劳动力市场供需关系几乎未变

从 LOJTS 数据来看，2 月份职位空缺数为 875.6 万人，较 1 月上升约 0.8 万人，职位空缺率为 5.3%，与 1 月基本持平。目前每个求职者对应约 1.36 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度几乎未变。

● 美联储 2024 年降息决策面临挑战，通胀数据将更为关键

我们认为，3 月非农数据会使得美联储在 2024 年的降息决策面临挑战，需要后续的通胀数据来确定进一步的行动，因此通胀数据将较就业数据更加重要。

第一，当前新增非农就业数量仍相对较高，且失业率也下降，机构调查与家庭调查数据开始趋于一致，均指向美国就业市场的供需再平衡进程受阻，劳动力市场韧性超乎预期。但另一方面，薪资同比增速暂未出现反弹，且 3 月美国就业扩散指数有所下行，因此后续劳动力市场的走势有较大的不确定性；

第二，从美联储主席鲍威尔在 3 月 FOMC 及近期的表态来看，其认为强劲的就业不会成为降息的阻碍，因 2023 年通胀下行过程中，就业市场维持了较强的韧性。此外，根据布鲁金斯学会近期的研究，其认为近期美国就业强劲是因为移民数量提升，且由于移民会同时提升产出和需求，因此不会对通胀带来非常大的上行压力，因此货币政策所对应的就业均衡水平需要上修；

最后，美国劳动力市场对美联储降息决策的关键在于是否会对通胀产生支撑，而联储内部的分歧或较大。达拉斯联储主席洛根近期表示，通胀数据在当前就业以及 GDP 数据更重要，如果通胀停止下降，美联储应做好回应。

我们认为，从前期的经济数据看，就业市场到核心通胀的传导相对较顺利，后续是否会发生变化还有待观察。但若 3 月 CPI 数据出现较为明显的反弹，亦或有信号显示去通胀进程将持续陷入停滞，美联储将会削减 2024 年降息次数，较极端情况下，甚至有可能会考虑不降息。事实上，美联储 6 月降息的隐含假定是避开 2024 年总统大选附近时段（彰显独立性），并尽最大可能引导经济软着陆（通胀下行+失业率不明显提升），若其中的条件发生变化，则其降息决策将会面临挑战。就业数据发布后，美股收涨，黄金亦录得较大涨幅，CME 期货显示 6 月降息概率仍超过 50%，或显示当前市场仍在交易美国经济保持韧性且 2024 年仍有数次降息，并提升美国中期的通胀水平中枢。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

- 《亮点在于外需回暖、供需结构改善——兼评 3 月 PMI 数据》-2024.4.1
- 《挖机销量与开工时间亮眼表现的背后——宏观周报》-2024.3.31
- 《库销比指向供需再平衡时点临近——3 月企业利润点评》-2024.3.27

目 录

1、新增非农就业再度提升，平均薪资增速略有回落.....	3
1.1、新增非农就业再度提升，但 1-2 月合计值经历小幅上修.....	3
1.2、劳动参与率略有提升，失业率小幅走低.....	4
1.3、薪资同比增速继续下行，但工作时长略有增长.....	4
1.4、劳动力市场供需关系几乎未变.....	5
2、美联储 2024 年降息决策面临挑战，通胀数据将更为关键.....	6
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国新增非农就业人数再度提升.....	3
图 2：3 月失业率下降、劳动参与率上升.....	4
图 3：3 月 16-24 岁等区间人口劳动参与率上升.....	4
图 4：3 月时薪增速同比下行、环比上行.....	5
图 5：3 月美国周工作时长继续上升.....	5
图 6：金融业、运输仓储业薪资同比增速较高.....	5
图 7：2 月职位空缺数上升、空缺率不变.....	6
图 8：2 月美国劳动力缺口略有下降.....	6
图 9：3 月美国就业扩散指数有所下行.....	7
图 10：3 月美国周工资总额指数同比、环比均上升.....	7
表 1：3 月非农新增就业细项及变动.....	4

事件：美国公布3月最新就业数据。其中新增非农就业30.3万，高于市场预期的21.4万；失业率为3.8%，平均时薪同比增长4.1%，均符合市场预期。

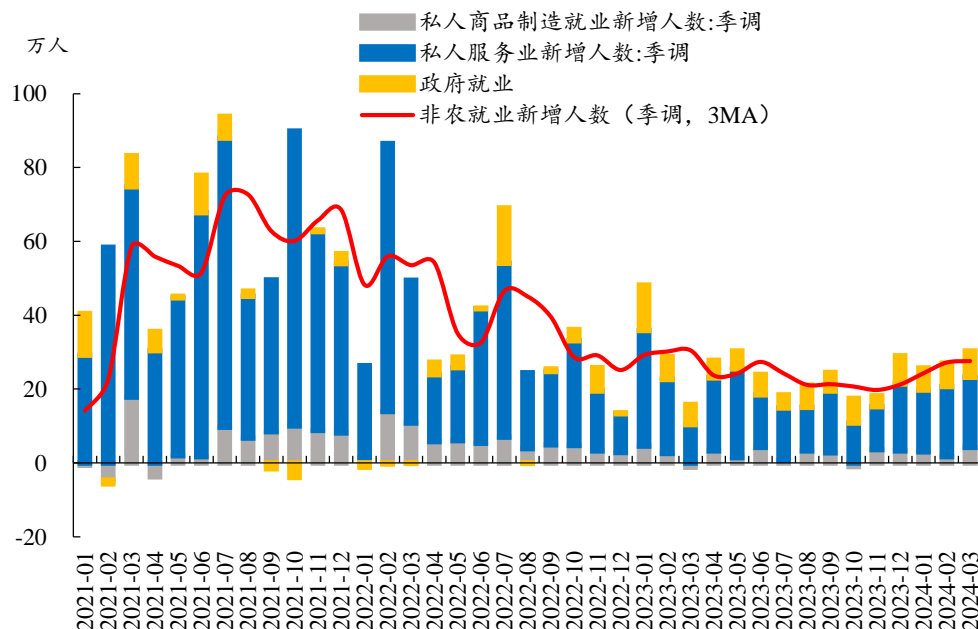
1、新增非农就业再度提升，平均薪资增速略有回落

1.1、新增非农就业再度提升，但1-2月合计值经历小幅上修

3月新增非农就业30.3万人，较2月份初值有所提升，且远高于市场预期的21.4万。1月、2月新增非农就业分别上修2.7万、下修0.5万，两个月累计上修2.2万。在2月非农报告中，我们曾判断2月非农数据或会经历一定程度的下修，但从3月修正值来看，整体下修幅度较小，需要等待4月数据的进一步修正。往后看，3月份的新增非农就业或也会经历一定程度的下修。趋势上看，近3个月平均新增就业27.6万人，较2023年12月-2024年2月季调后数据微幅上行，显示当前美国就业市场相当有韧性。

结构上看，私人部门新增就业有较大幅度提升，政府就业亦有一定增幅。其中建筑业、休闲和酒店业、教育和保健服务新增就业较多。3月私人部门就业新增23.2万（制造业+4.2万，服务业+19万），政府就业新增7.1万。分行业来看，建筑业、休闲和酒店业、教育和保健服务新增就业较多，分别新增3.9万、4.9万、8.8万。此外，运输仓储业3月新增就业较2月回落较多，建筑业新增就业回升较多，或与当前美国地产持续复苏有关。教育和保健服务、休闲和酒店业目前仍是新增就业的最主要行业，反映出美国服务业仍是当前经济的主要支撑。

图1：美国新增非农就业人数再度提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

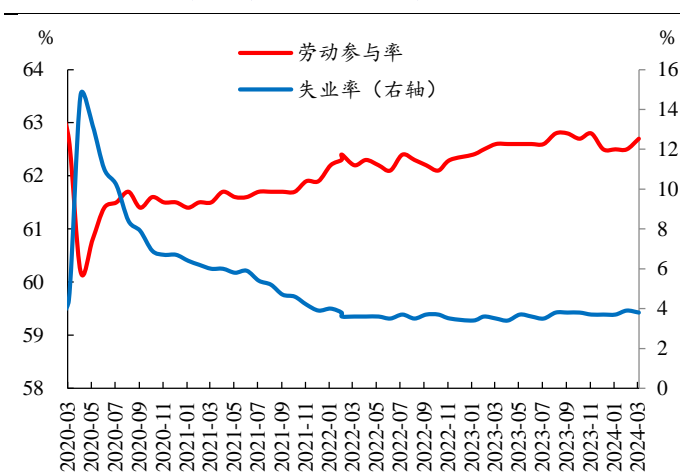
表1: 3月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比(%)	较2月变化	2024-03	2024-02	2024-01	近3月平均
总体新增非农	100.0	33	303	270	257	276
私人部门	76.6	25	232	207	197	212
采矿业	1.0	2	3	1	-2	1
建筑业	12.9	3	39	26	26	30
制造业	0.0	0	0	-10	6	-1
批发业	2.8	1	9	-3	-7	0
零售业	5.8	5	18	23	17	19
运输仓储业	0.4	21	1	23	-4	7
公用事业	-0.1	4	0	3	2	1
信息业	0.0	3	0	-3	8	2
金融活动	1.0	9	3	-6	-4	-2
专业和商业服务	2.3	10	7	17	48	24
教育和保健服务	29.1	6	88	82	100	90
休闲和酒店业	16.2	6	49	43	-3	30
其他服务业	5.3	5	16	11	10	12
政府就业	23.4	8	71	63	60	65

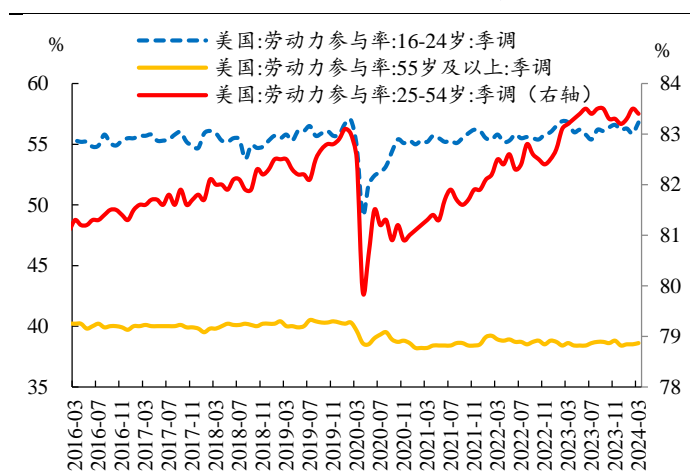
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率略有提升, 失业率小幅走低

3月美国劳动参与率录得**62.7%**, 失业率为**3.8%**, 失业率较2月份有所下降。具体来看, 3月份调查城市人口增加17.3万, 劳动力人口增加46.9万。总就业人口上升49.8万, 失业人口下降2.9万, 导致失业率下降0.028个百分点。但劳动参与率的再度提升, 显示美国总体民众就业意愿上升。年龄段来看, 25-54岁区间劳动参与率出现小幅下行0.1个百分点, 但仍处于历史较高水平, 且16-24岁人群劳动参与率提升0.9个百分点, 显示当前主力劳动人群就业意愿较强劲的同时, 年轻群体就业意愿上升。失业率方面, 黑人失业率有所上行, 亚裔、西班牙裔失业率均录得较大幅度下行。3月劳动参与率提升, 且带动失业率下行, 或显示当前美国劳动力市场出现一定程度的边际走强。

图2: 3月失业率下降、劳动参与率上升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 3月16-24岁等区间人口劳动参与率上升


数据来源: Wind、开源证券研究所

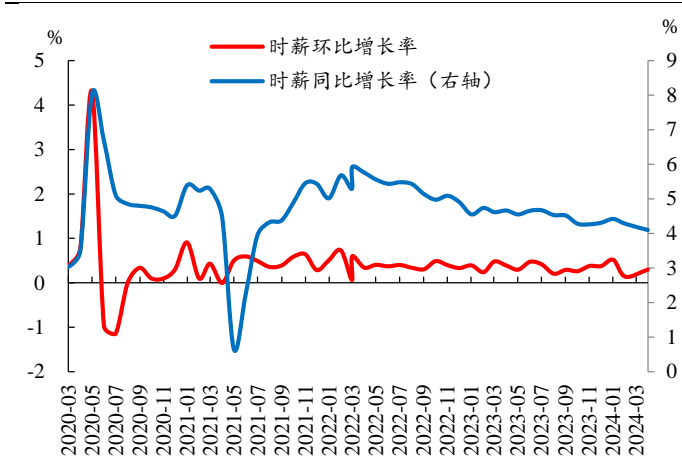
1.3、薪资同比增速继续下行, 但工作时长略有增长

3月美国非农就业时薪录得34.69美金, 同比上升4.1%, 环比上升0.3%, 分别较2月份下行0.2个百分点、上行0.2个百分点, 但均符合市场预期。具体来看,

制造业、金融活动、运输仓储薪资同比增长较多，制造业、批发业薪资环比增长较多。总的看，教育和保健服务同比增速较低，或是整体薪资同比增速下降的重要原因。

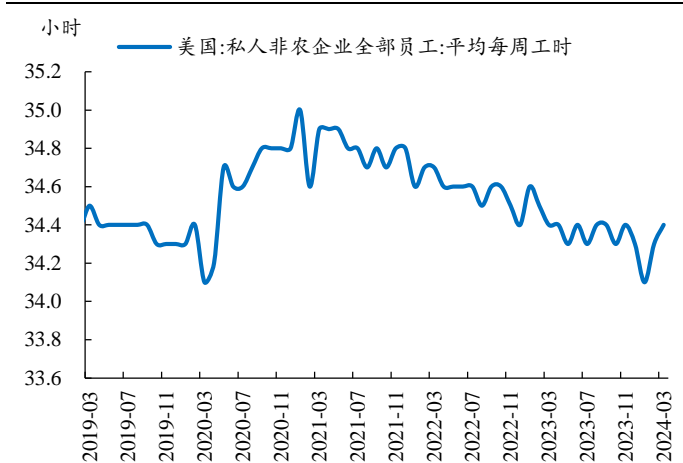
我们认为，结合劳动参与率和失业率的变化来看，美国劳动力市场的再平衡进程短期陷入停滞，并显现出了较为明确的韧性。此外，我们看到，3月美国周工作时长较2月继续提升了0.1个小时，后续薪资增速的回落斜率可能亦不乐观。若失业率持续处于低位，薪资增速或仍将保持一定韧性，2月亚特兰大工资增长指数(3MA)录得5.0%，较1月未再下降，且处于较高区间，需要我们持续关注。

图4：3月时薪增速同比下行、环比上行



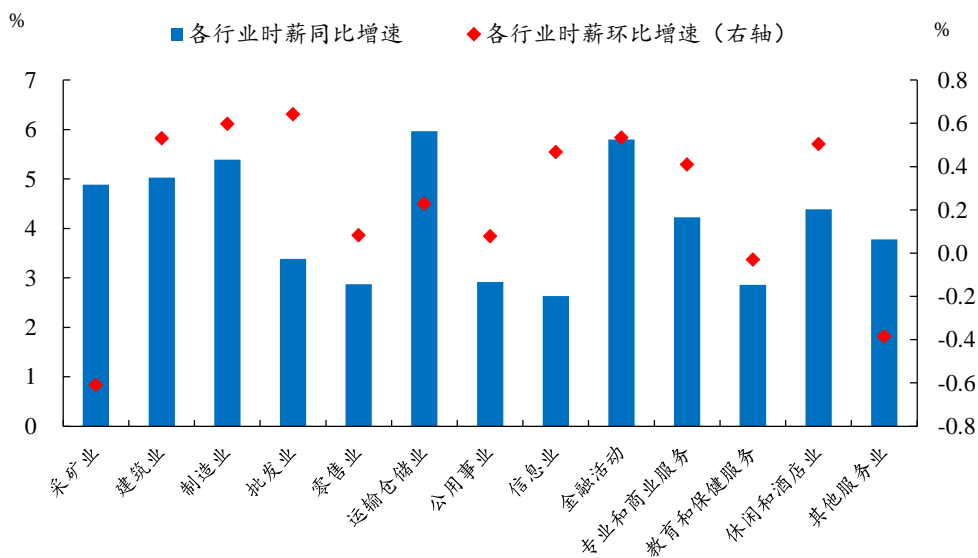
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：3月美国周工作时长继续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

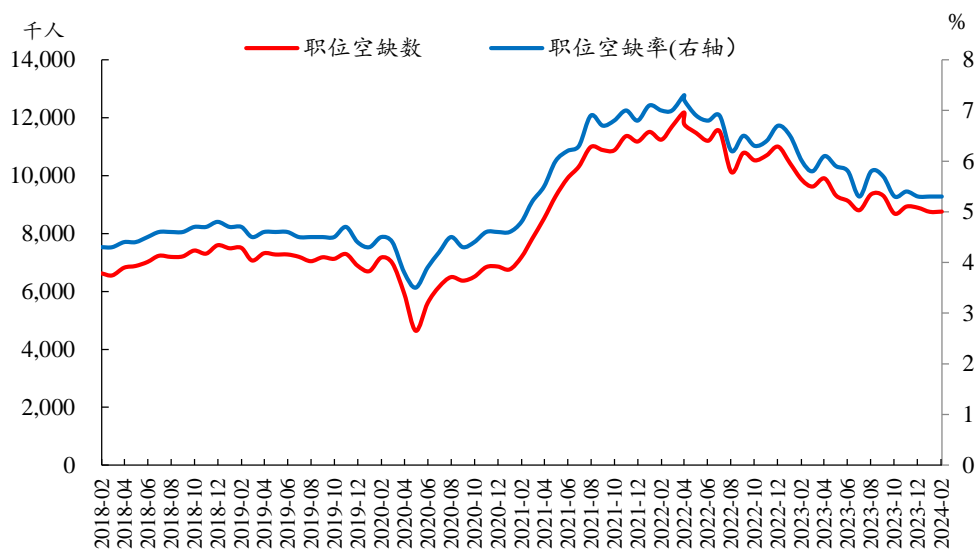
图6：金融业、运输仓储业薪资同比增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

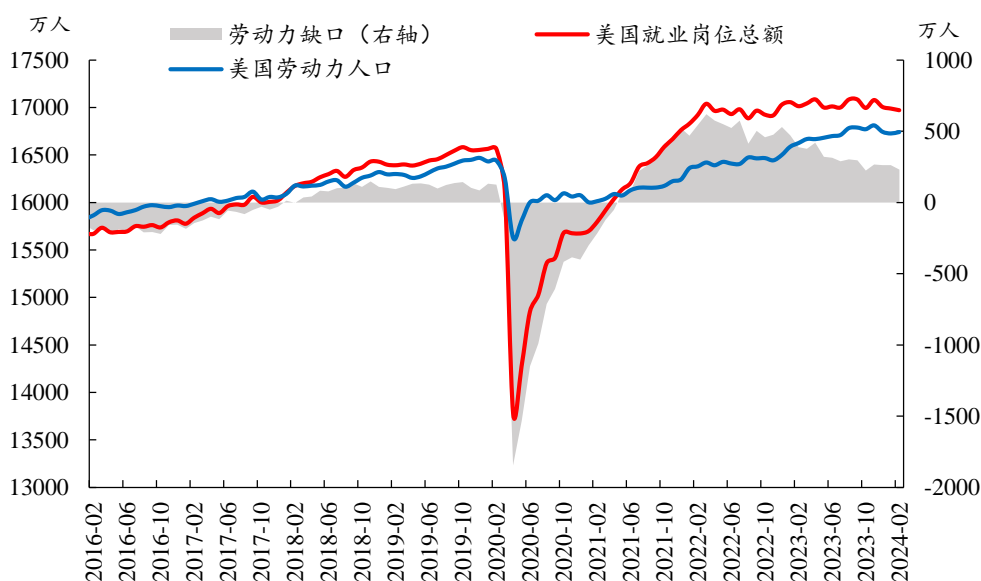
1.4、劳动力市场供需关系几乎未变

从 LOJTS 数据来看，2 月份职位空缺数为 875.6 万人，较 1 月上升约 0.8 万人，职位空缺率为 5.3%，与 1 月基本持平。目前每个求职者对应约 1.36 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度几乎未变。同时，职工主动离职率录得 2.2%，较 1 月份略有上升，或表明当前企业与员工的招人/换工作的意愿边际略有提升。

图7：2月职位空缺数上升、空缺率不变


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，2月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较1月下降32.6万至229.8万，稍有下降，但离历史均值水平仍有下行空间。往后看，若劳动力市场供需关系短期无法继续改善，相关缺口恐难以持续下行，但长期来看，相关缺口收窄或仍是较为确定的趋势。

图8：2月美国劳动力缺口略有下降


数据来源：Fred、开源证券研究所

2、美联储2024年降息决策面临挑战，通胀数据将更为关键

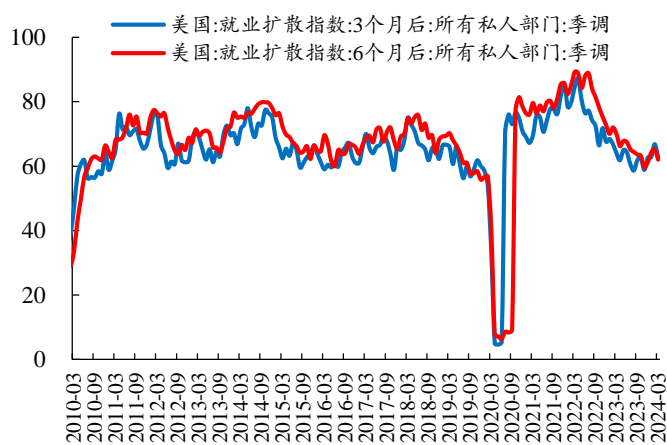
我们认为，3月非农数据会使得美联储在2024年的降息决策面临挑战，即首次降息时点是否应该在年中，2024年是否应该有3次降息？从当前联储官员的表态来看，其内部意见或将出现明显分化，需要后续的通胀数据来确定进一步的行动，从这个角度看，通胀数据将较就业数据更加重要。

第一，当前新增非农就业数量仍相对较高，且失业率也出现了下降，机构调查与家庭调查数据开始趋于一致，均指向美国就业市场的供需再平衡进程受阻，劳动

力市场韧性超乎预期。但另一方面，我们观察到薪资同比增速暂未出现反弹，且 3 月美国就业扩散指数有所下行，因此后续劳动力市场的走势有较大的不确定性；

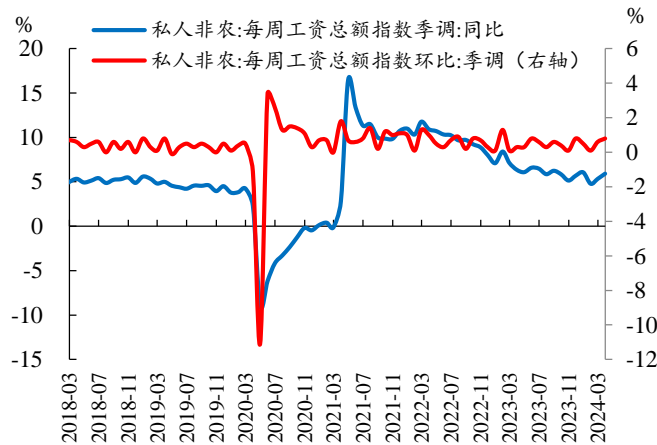
第二，从美联储主席鲍威尔在 3 月 FOMC 及近期的表态来看，其认为劳动力市场如果出现超预期下行，则货币政策会及时应对，但强劲的就业不会成为降息的阻碍，因 2023 年通胀下行过程中，就业市场维持了较强的韧性（详见《美联储表态偏鸽，首次降息或将在年中开启——3 月 FOMC 会议点评》）。此外，根据布鲁金斯学会近期的研究，其认为近期美国就业强劲是因为移民政策放松后，带动了就业水平和劳动参与率的提升，且由于移民会同时提升产出和需求，因此不会对通胀带来非常大的上行压力，因此货币政策所对应的就业均衡水平需要上调；

图9：3 月美国就业扩散指数有所下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：3 月美国周工资总额指数同比、环比均上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

最后，从上述数据来看，美国劳动力市场对美联储降息决策的症结在于是否会对通胀产生支撑，根据鲍威尔的论调来看，当前其或认为就业市场的结构有所改变，因此新增就业水平的中枢上行不会带动通胀抬升，但我们看到美国 3 月周工资总额同比与环比均继续上行，这意味着经济需求端有可能会进一步走强，从而可能会对通胀形成支撑。从达拉斯联储主席洛根的发言来看，其认为通胀数据在当前比就业以及 GDP 数据更重要，越来越担心通胀僵持于高位水平，如果通胀停止下降，美联储应做好回应¹，其他联储官员亦纷纷给予了较为鹰派的表态。

我们认为，从前期的经济数据来看，就业市场到核心通胀的传导相对较顺利，后续是否会发生变化还有待观察。考虑到当前美联储是依赖数据进行决策，因此后续通胀数据的重要性将会提升，若 3 月 CPI 数据出现较为明显的反弹，亦或有信号显示去通胀进程将持续陷入停滞，我们认为美联储将会削减 2024 年降息次数，较极端情况下，甚至有可能不降息。事实上，美联储 6 月降息的隐含假定是避开 2024 年总统大选临近时段（彰显独立性），并尽最大可能引导经济软着陆（通胀下行+失业率不明显提升），若其中的条件发生变化，则其降息决策将会面临挑战。就业数据发布后，美股收涨，黄金亦录得较大涨幅，CME 期货显示 6 月降息概率仍超过 50%，或显示当前市场仍在交易美国经济保持韧性且 2024 年仍有数次降息，并提升美国中期的通胀水平中枢。

1

<https://wallstreetcn.com/articles/3712085?keyword=%E7%BE%8E%E8%81%94%E5%82%A8%E9%AB%98%E5%AE%98%E2%80%9C%E6%AF%94%E9%B9%B0%E2%80%9D>

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

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13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	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	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