

## 劳动市场仍然偏强，警惕全年降息幅度压缩

### ——美国3月劳动市场数据

#### 核心要点：

**新增非农就业显著强于预期，失业率略降至3.8%，时薪环比仍在0.35%附近：**单位调查（establishment survey）方面，3月新增非农就业30.3万人，远超过20万人的市场预期；同时，2月新增非农就业从27.5万人下修至27.0万人，1月从22.9万人上修至25.6万人。非农时薪增速同比放缓至4.14%，但环比加速至0.35%，三月均环比稍抬升至0.34%。家庭调查（household survey）方面，失业率从2月的3.9%降至3.8%，低于预期的3.9%并延续历史低位；劳动参与率上行0.2%至62.7%，55岁及以上参与率升0.1%至38.6%，25-54岁参与率略降至83.4%。虽然2月数据出现了边际弱化，但3月非农就业与薪资表明劳动市场仍然偏强，供需缺口持续的情况下薪资粘性也在短期难以下降。短期来看，劳动市场的韧性暂时不会显著影响二、三季度通胀的缓慢放缓，但美国工业的改善对大宗商品价格的带动正与服务业的粘性叠加，为四季度通胀的回升幅度埋下隐患。尽管还需要观察PCE通胀的走势，但劳动数据使美联储2024年降息的天平从75BP向50BP开始倾斜。

**非农就业与全职和兼职就业的分歧可能源于移民劳动供给的增长，移民因素支持劳动市场偏强：**3月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速升至4.17%，总计2863万人，比上月增加69.1万人；累计全职工作人数的三月均同比增速下行至-0.3%，总计1.3294亿人，比上月减少0.6万人。3月家庭调查和非农就业继续出现明显分歧，减少的全职工作意味着新增非农就业的超预期中可能包含重复统计兼职的因素；同时，这种背离也体现了美国新增劳动供给中移民较多的特征，移民劳动力的增加和灵活就业增多、全职就业较弱的情况较为匹配，但并不能说明美国劳动市场因为兼职较多而出现明显弱化。目前劳动市场的风险是，在薪资不弱带动需求、移民劳动供给增长较快的情况下，供需缺口的收窄不及预期并使薪资保持高位，增大中期的通胀压力。

**劳动数据中的四个要点：**（1）1、2月数据比初值出现下调，但一季度新增非农就业仍十分强劲，弱化幅度不及预期，劳动缺口收窄的速度缓慢，劳动市场的韧性是不争的事实。（2）薪资增速环比加速，三月均值依然没有顺利向0.3%靠拢，这导致同比增速在下半年回落至与2%通胀目标更匹配的3.5%左右的难度加大；虽然未必推迟降息的开启，但年内降息幅度会受到限制。（3）失业率小幅回落，一方面有劳动人口增加的帮助，另一方面失业人口环比减少近15万人。（4）2月职位空缺数边际回升，职位空缺率保持5.3%，3月平均周工时也小幅回升至34.4小时，劳动市场短期不具备明显恶化的基础，不过中小企业乐观指数的下降可能预示劳动需求缓和。

**市场对劳动数据的理解存在分歧，但开始警惕降息延后和降息幅度压缩：**在强劲的数据下，美国国债收益率全线回升，2年期上行9.2BP至4.750%，10年期上行8.3BP至4.399%；美元指数跳升后回落，收104.2968；美国三大股指集体回升；同时，黄金价格似乎在避险需求等因素的支撑下无视了降息预期的回落，伦敦金现价格上升至2329.57美元/盎司。CME联邦基金利率期货显示市场暂时维持了6月进行首次降息、全年降息3次的预期，但首次降息时间推迟至7月的概率有所增加。3月的CPI数据在大宗商品价格回升的背景下预计仍难向3%靠拢，但核心CPI有望降至3.7%左右，同时CPI在四季度回升的压力增加。近期发言的美联储官员也保持了相对鹰派的态度，市场中出现了首次降息推迟至9月的观点。总体上，在通胀中枢较2023年回落、实际利率处于高位的基础上，如果二季度通胀数据延续曲折回落，那么年中PCE通胀的相对低位仍是进行首次降息的合适时机，同时全年降息幅度可能在6月FOMC会议的点阵图上压缩至50BP。

#### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：移民增长可能解释非农和全职就业的背离



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

#### 风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

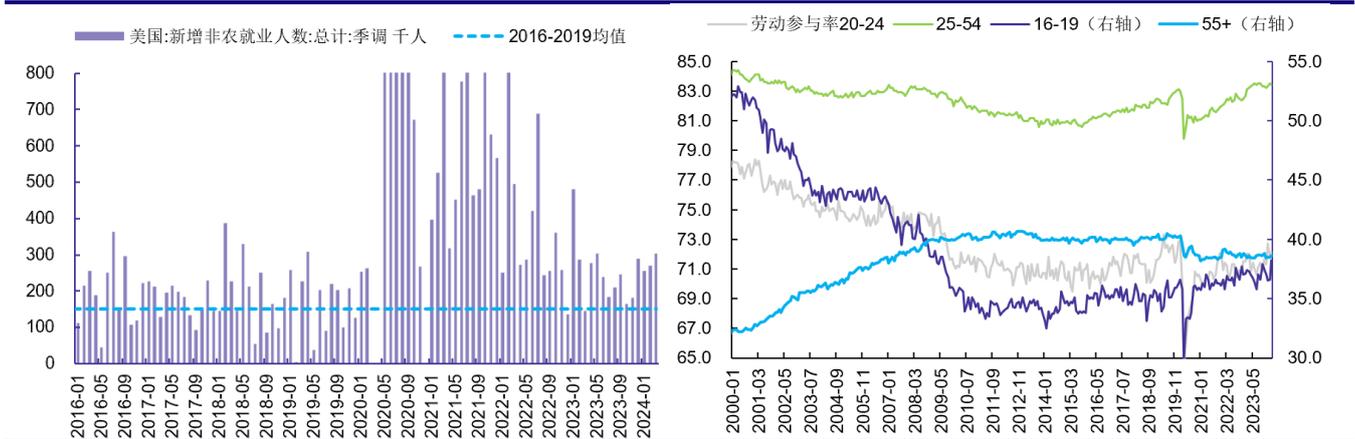
美国劳工数据局（BLS）4月5日公布了2024年3月劳动数据。单位调查（establishment survey）方面，3月新增非农就业30.3万人，远超过20万人的市场预期，继续大幅高于2016-2019年新增就业均值18.1万人；同时，2月新增非农就业从27.5万人下修至27.0万人，1月从22.9万人上修至25.6万人。非农时薪增速同比放缓至4.14%，但环比加速至0.35%，三月均环比稍抬升至0.34%。虽然2月数据出现了边际弱化，但3月非农就业与薪资表明劳动市场仍然偏强，供需缺口持续的情况下薪资粘性也在短期难以下降；短期来看，劳动市场的韧性暂时不会显著影响二、三季度通胀的缓慢放缓，但美国工业的改善对大宗商品价格的带动正与服务业的粘性叠加，为四季度通胀的回升幅度埋下隐患。尽管还需要观察PCE通胀的走势，但劳动数据使美联储2024年降息的天平从75BP向50BP开始倾斜。

家庭调查（household survey）方面，失业率从2月的3.9%降至3.8%，低于预期的3.9%并延续历史低位；劳动参与率上行0.2%至62.7%，55岁及以上参与率升0.1%至38.6%，25-54岁参与率略降至83.4%。兼职就业增加和全职就业减少，累计兼职工作人数同比增速升至7.06%，累计全职工作人数同比增速降至-1.00%。

3月劳动数据继续强于预期，1、2月数据虽然较初值进行了下修，但2024年一季度新增非农就业依然稳定于25万人/月上方，即使考虑到移民的影响也可能对通胀构成一定上行压力；在劳动缺口维持、需求依旧不弱的情况下，失业率短期也难以出现大幅上行。因此，劳动市场虽然不易在高利率环境下出现加速，但放缓的幅度可能不及预期，这正在放大“软着陆”转向通胀回升至3%上方的风险。我们认为需要注意：（1）1、2月数据比初值出现下调，但一季度新增非农就业仍十分强劲，弱化幅度不及预期，这暗示劳动缺口收窄的速度缓慢。同时，家庭调查中兼职就业较高的环比增幅暗示非农可能依然存在重复统计，但劳动市场的韧性是不争的事实。（2）薪资增速环比加速，三月均值依然没有顺利向0.3%靠拢，这导致同比增速在下半年回落至与2%通胀目标更匹配的3.5%左右的难度加大；虽然未必推迟降息的开启，但年内降息幅度会受到限制。（3）失业率小幅回落，一方面有劳动人口增加的帮助，另一方面失业人口环比减少近15万人；在职位空缺率持平、劳动需求和收入较好的情况下，失业率短期将继续维持4%或更低，但突破这一水平可能为美联储的降息提供更充足的理由。（4）2月职位空缺数边际回升，职位空缺率保持5.3%，3月平均周工时也小幅回升至34.4小时，劳动市场短期不具备明显恶化的基础，不过中小企业乐观指数的下降可能预示劳动需求缓和。（5）综合来看，劳动市场的韧性强于预期，尽管这在短期并不显著增加价格压力并利于美国经济回暖，但服务需求带来的价格粘性和经济向好的预期都在增加未来（特别是2024年四季度）的价格压力。从通胀的走势和美联储当前的态度来看，年中还是相对利于美联储进行货币政策转向的时机，不过2024年仅累计降息50BP的概率在增加。

图 1：新增非农就业

图 2：劳动参与率回升，55 岁以上缺口保持（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

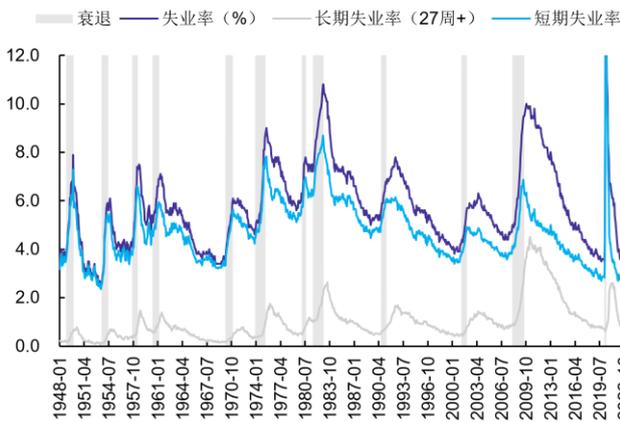
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

市场方面，不同资产类别似乎反映出对偏强劳动数据的不同理解。在强劲的数据下，美国国债收益率全线回升，2年期上行9.2BP至4.750%，10年期上行8.3BP至4.399%；美元指数跳升后回落，收104.2968；美国三大股指集体回升；同时，黄金价格似乎在避险需求等因素的支撑下无视了降息预期的回落，伦敦金现价格上升至2329.57美元/盎司。CME联邦基金利率期货显示市场暂时维持了6月进行首次降息、全年降息3次的预期，但首次降息时间推迟至7月的概率有所增加。3月的CPI数据在大宗商品价格回升的背景下预计仍难向3%靠拢，但核心CPI有望降至

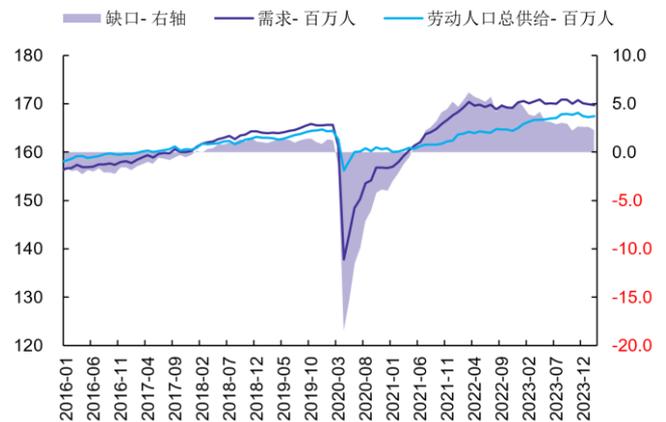
3.7%左右，同时 CPI 在四季度回升的压力增加。近期发言的美联储官员也保持了相对鹰派的态度，市场中出现了首次降息推迟至 9 月的观点。总体上，在通胀中枢较 2023 年回落、实际利率处于高位的基础上，如果二季度通胀数据延续曲折回落，那么年中 PCE 通胀的相对低位仍是进行首次降息的合适时机，同时全年降息幅度可能在 6 月 FOMC 会议的点阵图上压缩至 50BP。

图 3：失业率略降，长期失业率仍较稳定

图 4：粗略劳动市场缺口 2 月下行，劳动供需均有减少



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

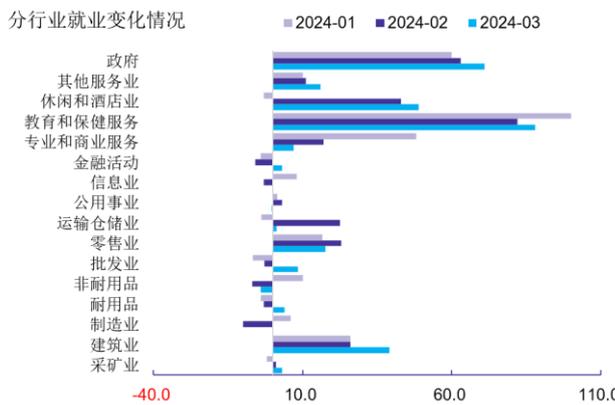
## 一、服务延续韧性，商品就业改善，全职就业和非农就业差距继续扩大

结构方面，商品生产相关的就业回升，服务业稳定扩张，政府就业偏强与财政力度匹配。新增的 30.3 万人中，商品生产增加 4.2 万人，建筑业增长 3.9 万人，制造业从减少 1.0 万人转为不增不减。3 月份制造就业环比稍有改善但仍处于低位，但制造业新订单的改善可能在未来带动制造业就业边际回暖。服务生产多增 19.0 万人，与调低后的 2 月数据持平，存在供需缺口的服务行业表现依然强劲；政府部门多增 7.1 万人，2 月上调至 6.3 万人，与扩张的财政力度较为匹配。剔除政府影响后，私人非农就业新增 23.2 万人，明显高于 2016-2019 年均值 16.8 万人。全部非农就业三个月均值从上月的 27.2 万人（从 26.5 万人上修）进一步升至 27.6 万人，表明就业市场有活力。

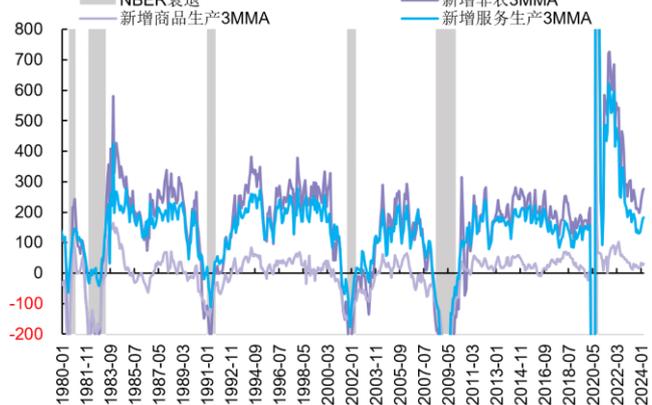
私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务业 8.8 万人、休闲和酒店业 4.9 万人、建筑业 3.9 万人、零售业 1.8 万人和运输仓储业 1.6 万人；2 月负增长的行业有非耐用品制造业和公用事业。以新增非农就业作为商业周期的信号，商品生产新增就业三月均值上升至 3.0 万人，服务业三月均值上升至 18.2 万人左右，离-5 万的衰退阈值有很大距离，也在成为降息幅度的阻碍；经济的韧性一方面利于“软着陆”预期，同时也加大了“不着陆”风险。

图 5：各行业新增就业人数变化（千人）

图 6：新增就业三月移动平均显示服务业仍偏强（千人）

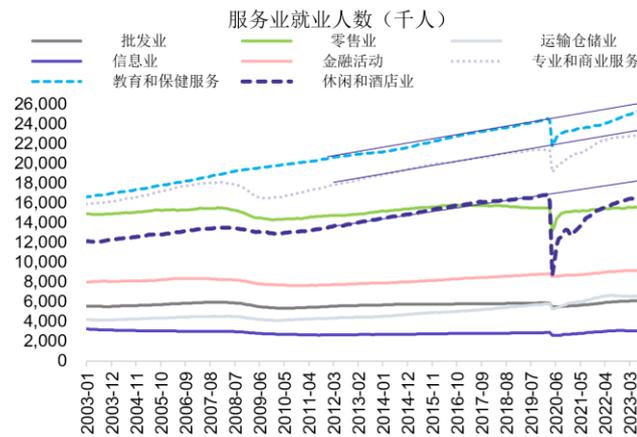


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：服务业依然存在修复的空间，支持新增就业



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

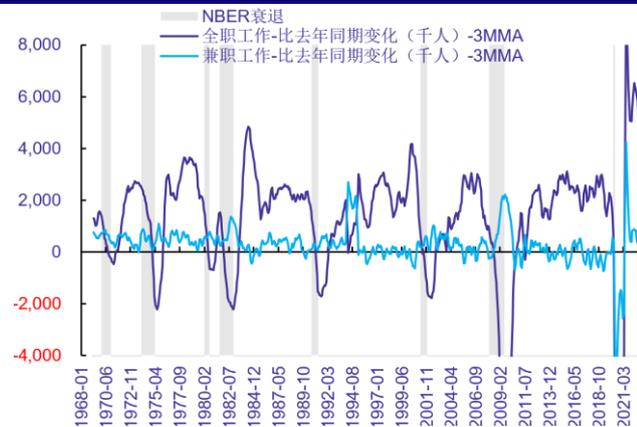
图 8：非农平均每周工时略有回升（小时）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

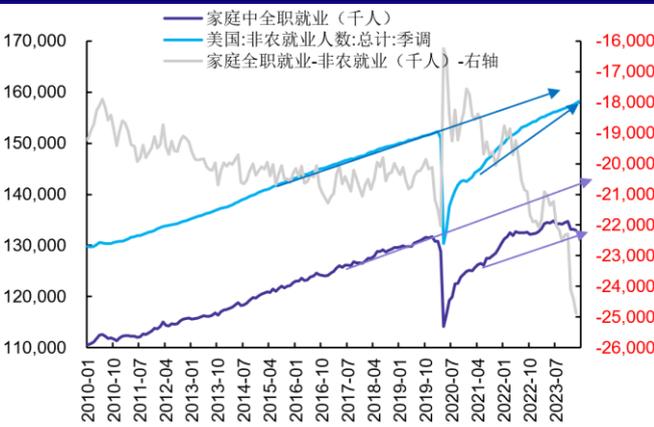
3 月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速升至 4.17%，总计 2863 万人，比上月增加 69.1 万人；累计全职工作人数的三月均同比增速下行至 -0.3%，总计 1.3294 亿人，比上月减少 0.6 万人。3 月家庭调查和非农就业继续出现明显分歧，减少的全职工作意味着新增非农就业的超预期中可能包含重复统计兼职的因素；同时，这种背离也体现了美国新增劳动供给中移民较多的特征，移民劳动力的增加和灵活就业增多、全职就业较弱的情况较为匹配，但并不能说明美国劳动市场因为兼职较多而出现明显弱化。目前劳动市场的风险是，在薪资不弱带动需求、移民劳动供给增长较快的情况下，供需缺口的收窄不及预期并使薪资保持高位，增大中期的通胀风险。

图 9：兼职就业上行，全职就业下降



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 10：家庭调查和企业调查的差距有所扩大

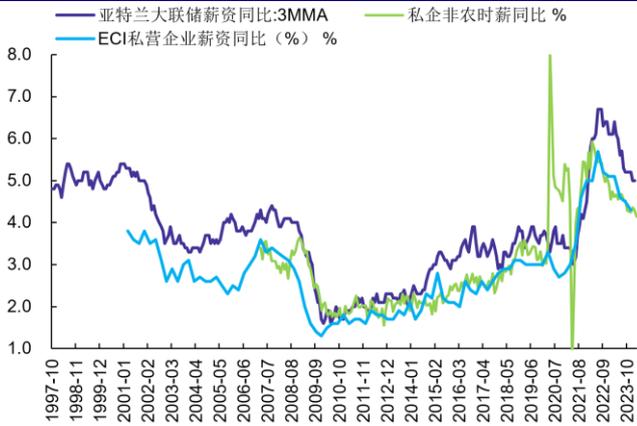


资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

## 二、时薪增速维持韧性，对中期通胀的压力没有减弱

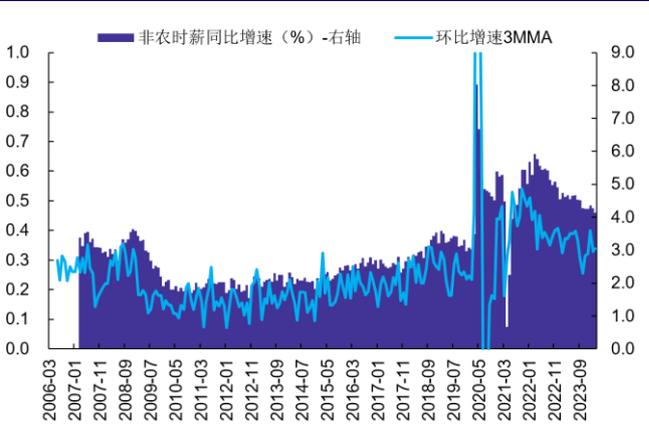
3 月时薪环比增速回升，同比小幅回落，对 2 月薪资环比增速略上修至 0.17%（前值 0.15%），三月均环比增长从前值 0.33% 加快至 0.34%。薪资对核心服务通胀的短期压力并不算强，但持续偏高的薪资在中期可能影响服务业价格的回落；以目前的薪资粘性来看，乐观情况下薪资同比增速可能在四季度缓和至 3.5% 下方，而如果当前的韧性保持，则薪资在四季度末仍有保持在 3.8% 左右的可能，这将加剧通胀的压力。同时，薪资的韧性也会帮助抬高中期的通胀中枢。这一情况下，需要注意我们在《探讨美联储降息的多重演绎路径》中提示的 2024 全年降息幅度下行至 50BP 的可能性。

图 11: 薪资增速延续下降趋势, 但速度偏缓



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 12: 美国非农时薪增速略有降低

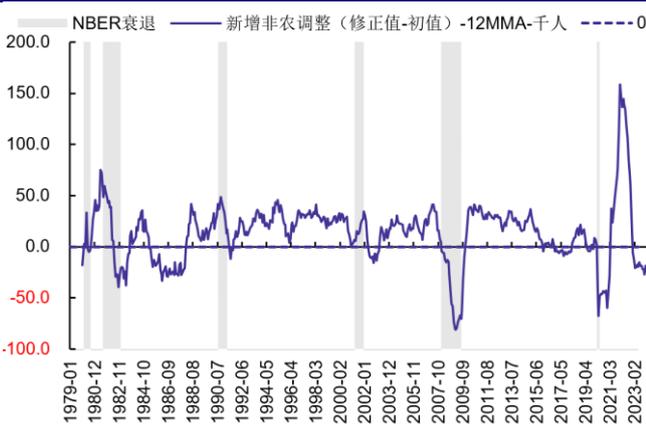


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

具体来看, 3 月私人部门非农工资同比增速降低至 4.14%, 环比增速 0.35%。商品业的同比和环比时薪增速分别为 5.36%和 0.57%, 服务业为 3.88%和 0.29%。服务业薪资环比回升, 制造业同样上行。从细项来看, 同比增速最快的行业为耐用品制造业的 6.10%、运输仓储业 5.97%、金融活动业的 5.80%、建筑业的 5.03%和采矿业的 4.88%。环比薪资上, 增速居前的有耐用品业、批发业、金融活动业、建筑业和休闲与酒店业。2024 年一季度薪资环比增速目前为 0.34%, 处于不会明显加速但也难以快速放缓的状态(2016-2019 环比均值约 0.24%, 2021-2022 为 0.4%)。总体上, 劳动市场的新增就业和薪资均明显偏强, 尽管较难加速, 但对价格水平的压力没有降低, 也令美联储官员更加警惕。考虑到 3 月 FOMC 会议上的点阵图结构, 全年降息的幅度较易从 75BP 向 50BP 倾斜。

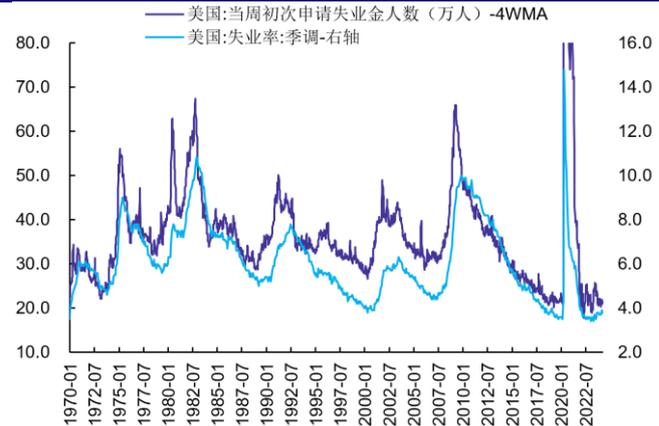
### 三、非农就业小幅上修, 领先指标边际改善, 市场 6 月的降息预期可能向后推迟

图 13: 非农就业近期上修, 整体仍是下修趋势



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 14: 失业金初请人数领先于失业率, 近期延续震荡



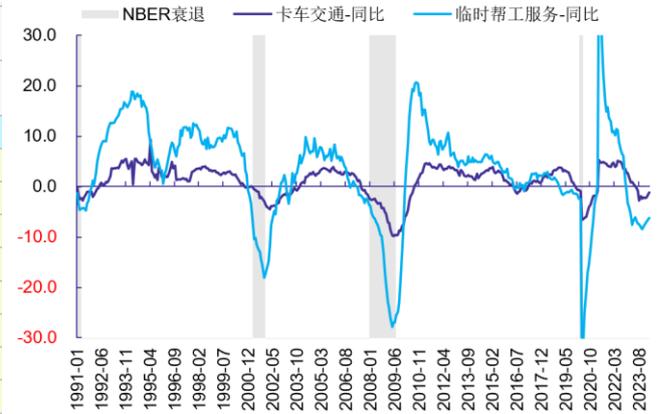
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 市场暂时维持 6 月出现首次降息的预期

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	95.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	50.8%	46.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	22.4%	49.1%	27.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	15.1%	40.1%	34.8%	9.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.6%	23.7%	38.3%	26.0%	6.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	17.5%	33.2%	30.3%	13.0%	2.1%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.7%	9.5%	24.1%	32.0%	23.0%	8.4%	1.2%
2025/3/19	0.0%	0.9%	5.8%	17.2%	28.3%	27.2%	15.3%	4.6%	0.6%
2025/4/30	0.4%	2.7%	10.1%	21.3%	27.9%	22.8%	11.3%	3.1%	0.4%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 16: 临时帮工和卡车交通就业增速低位企稳 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 17: 非农数据概览

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调-环比 (%)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2024-03	2024-02	2024-01	2024-03	2024-02	2024-01	2024-02	2024-01	2023-12	
非农总计	303.0	270.0	256.0				-544.0	370.0	-71.0	
非农私人合计	232.0	207.0	196.0	0.35	0.17	0.50	-519.0	364.0	-81.0	
商品生产	42.0	17.0	30.0	0.57	0.20	0.49	-1.0	6.0	-4.0	
采矿业	3.0	1.0	-2.0	-0.61	0.61	0.88	-18.0	12.0	-12.0	
建筑业	39.0	26.0	26.0	0.53	0.00	0.78	-41.0	53.0	-2.0	
制造业	0.0	-10.0	6.0	0.60	0.24	0.36	-32.0	45.0	-10.0	
耐用品	4.0	-3.0	-4.0	0.68	0.28	0.63	-9.0	8.0	7.0	
非耐用品	-4.0	-7.0	10.0	0.46	0.03	-0.07	6.0	-20.0	49.0	
服务生产	190.0	190.0	166.0	0.29	0.17	0.53	-37.0	-19.0	-44.0	
批发业	8.5	-2.9	-6.7	0.64	0.21	0.21	-45.0	4.0	-21.0	
零售业	17.6	23.0	16.6	0.08	0.37	-0.04	-8.0	34.0	-16.0	
运输仓储业	1.2	22.5	-3.8	0.23	0.07	0.73	-27.0	40.0	-1.0	
公用事业	-0.4	3.1	1.5	0.08	-0.02	0.69	-25.0	17.0	-28.0	
信息业	0.0	-3.0	8.0	0.47	0.22	0.06	-97.0	58.0	-14.0	
金融活动	3.0	-6.0	-4.0	0.53	0.47	0.61	-194.0	145.0	-8.0	
专业和商务服务	7.0	17.0	48.0	0.41	0.19	0.46	-33.0	38.0	19.0	
教育和保健服务	88.0	82.0	100.0	-0.03	0.18	0.42	-1.0	-3.0	2.0	
休闲和酒店业	49.0	43.0	-3.0	0.50	0.55	0.37	0.0	0.0	0.0	
其他服务业	16.0	11.0	10.0	-0.38	0.10	0.29	-60.0	71.0	-18.0	
政府	71.0	63.0	60.0							

资料来源: BLS, Wind, 中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊 中国银河证券首席经济学家。**

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn