

海外宏观周报

美国就业仍趋平衡

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

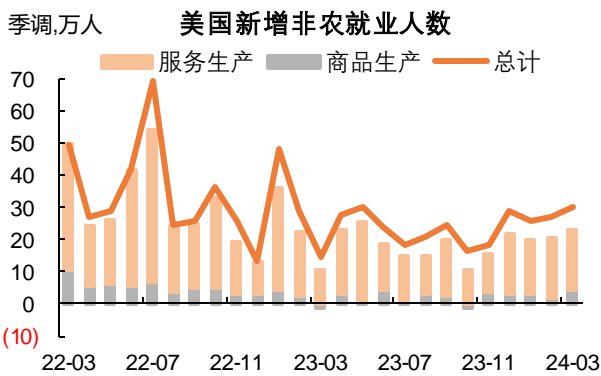
- **美国就业仍趋平衡。**美国3月非农就业超预期增长逾30万人，劳动参与率积极回升，失业率、薪资与工时等数据基本符合预期。近期有关BLS可能高估非农就业数据的讨论增多，背景包括费城联储季度报告“拆台”、非农家庭和企业调查持续背离、兼职工作增长过快等。近期公布的其他就业数据显示，就业市场整体仍然趋于平衡，例如2月职位空缺与失业人数比值下降至四个月低点，PMI中的就业分项处于荣枯线以下等。相比就业数据，美国通胀走势更具变数，意味着美联储真正取得降息的“信心”道阻且长，市场“紧缩交易”可能维持一段时间。
- **海外经济政策。**1) **美国：**多位美联储官员发声，整体延续“不急于降息”论调，多数官员对通胀回落的方向仍有信心，但“鹰王”卡什卡利提及今年可能不降息。美国3月ISM制造业PMI录得50.3，一年半以来重新扩张；ISM和Markit服务业PMI均下降，但仍保持扩张。美国2月制造业订单环比增长1.4%，高于预期。美国最新初请失业金人数升至两个月新高。GDPNow模型最新预测一季度GDP环比折年率为2.5%。CME降息预期继续推迟，6月降息概率由64%下降至53%，全年降息次数预期由3.0次减少至2.6次。2) **欧洲：**欧元区3月综合PMI重回扩张，摆脱连续9个月的衰退；国别服务业PMI数据显示，西班牙和意大利超预期上升，德国转为扩张，法国降幅收窄。
- **全球大类资产。**1) **股市：**全球股市整体承压，美欧日韩等主要市场均下跌，部分新兴市场上涨。美国方面，纳斯达克综指、标普500指数和道琼斯工业指数整周分别下跌0.8%、1.0%和2.3%。美联储“放鹰”继续令降息预期推迟，美债利率上升，打击市场风险偏好。欧洲方面，欧洲STOXX600指数整周下跌1.2%，终结了此前连续10周连涨记录。亚洲方面，日经225整周大跌3.4%，主要受美联储放鹰、美股下跌与油价上涨等多因素波及。2) **债市：**2年及以上期限美债利率大涨。10年美债收益率上涨19BP至4.39%、创年内新高；10年TIPS利率（实际利率）整周上升14BP至2.02%，隐含通胀预期整周上涨5BP至2.37%、创年内新高。2年期美债利率整周上涨14BP至4.73%。3) **商品：**原油和黄金继续上涨，且涨幅扩大；白银、铜、铝等也大幅涨价。布伦特和WTI原油整周分别上涨4.2%和4.5%，至91.2和86.9美元/桶。黄金现货价整周上涨3.8%，接近2300美元/盎司；白银现货价大幅上涨9.1%。4) **外汇：**美元指数整周回落0.20%至104.30，终结连续三周的上涨；澳新货币和欧元走强，日元仍承压。
- **风险提示：**美国经济和通胀超预期上行，美联储降息预期超预期推迟，国际金融风险超预期上升等。

一、美国就业仍趋平衡

美国 3 月非农就业超预期增长逾 30 万人，劳动参与率积极回升，失业率、薪资与工时等数据基本符合预期。近期有关 BLS 可能高估非农就业数据的讨论增多，背景包括费城联储季度报告“拆台”、非农家庭和企业调查持续背离、兼职工作增长过快等。除了 BLS 数据外，近期公布的其他就业数据显示，就业市场整体仍然趋于平衡，例如 2 月职位空缺与失业人数比值下降至四个月低点，PMI 中的就业分项处于荣枯线以下等。我们认为，相比就业数据，美国通胀走势更具变数，意味着美联储真正取得降息的“信心”道阻且长，市场“紧缩交易”可能维持一段时间。

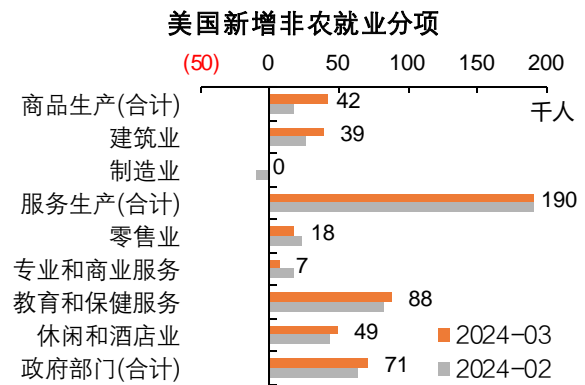
美国 3 月新增非农就业 30.3 万人，显著高于预期的 21.4 万人。4 月 5 日，美国劳工统计局 (BLS) 数据显示，美国 3 月新增非农就业人数为 30.3 万人，预期为 21.4 万人；前值由 27.5 万人下修至 27 万人，今年 1-2 月的就业人数合计上调了 2.2 万人。结构上，建筑、教育和医疗保健、休闲和酒店等新增就业加快增长。

图表1 美国 3 月新增非农就业 30.3 万人



资料来源: Wind, 平安证券研究所

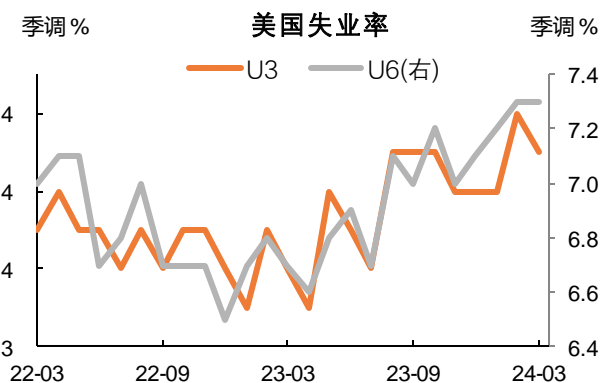
图表2 建筑、教育、休闲和酒店等新增就业加快增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

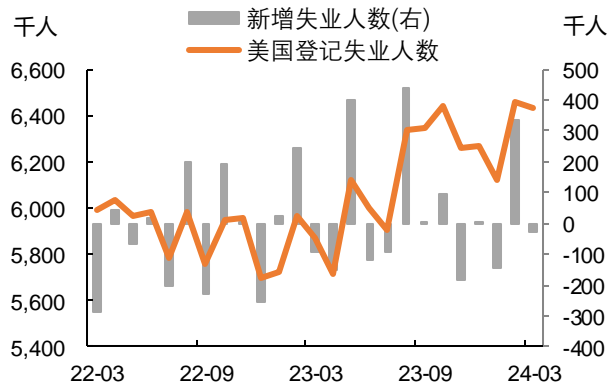
美国 3 月 U3 失业率为 3.8%，如期回落至 3.8%，但 U6 失业率仍高企于 7.3%。美国 3 月 U3 失业率为 3.8%，预期为 3.8%，前值 3.9%；U6 失业率为 7.3%，前值为 7.3%。3 月失业人数为 642.9 万人，环比减少 2.9 万人，但同比增长了 56.3 万人。

图表3 美国 3 月 U3 失业率为 3.8%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国 3 月失业人数环比减少 2.9 万人

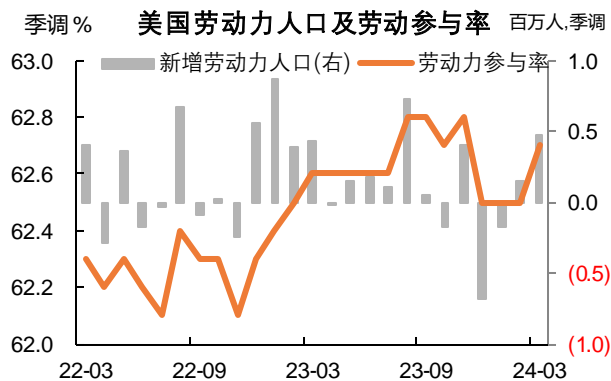


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国 3 月劳动参与率回升 0.2 个百分点。美国 3 月劳动参与率为 62.7%，前值为 62.5%；劳动人口环比增长 0.28%，为

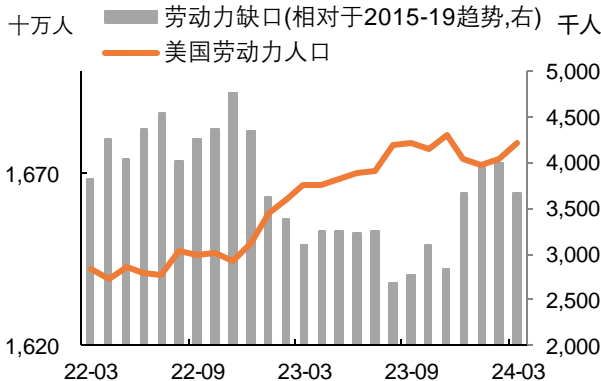
2023年8月以来最高增幅。值得注意的是，2023年12月以来劳动力增长倒退，“跑输”新冠疫情前趋势增长水平，好在3月劳动力增长重新加速。我们测算，以2015-19年劳动人口复合增速为基准，截至2024年3月美国劳动力缺口为367万人，较前值399万人缩窄。

图表5 美国3月劳动参与率为62.7%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

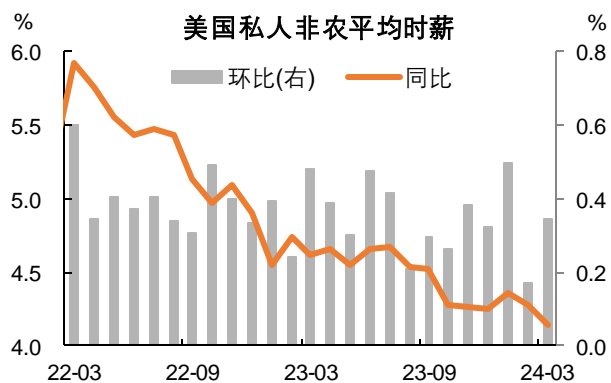
图表6 美国3月劳动力缺口缩窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

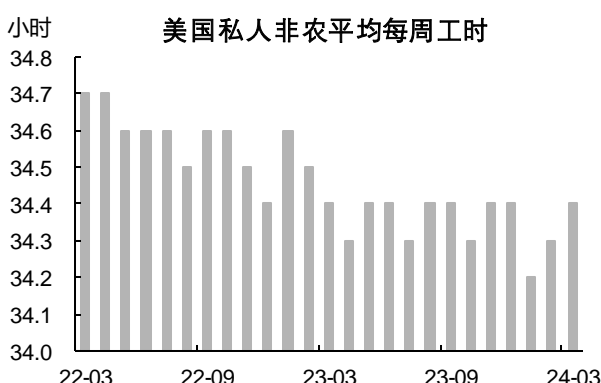
美国3月非农平均时薪同比回落至4.1%，符合预期。美国3月非农平均时薪环比增速为0.3%，符合预期，2月前值由0.1%上修至0.2%；平均时薪同比增速较上月下滑，为4.1%，前值维持4.3%不变，符合预期，为2021年6月以来的最低水平。同时，3月非农平均每周工作时间小幅上升了0.1小时，达到34.4小时。

图表7 美国3月非农平均时薪同比回落至4.1%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国3月非农平均每周工时回升



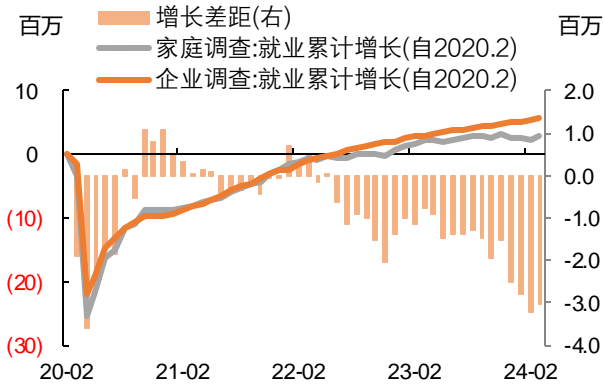
资料来源: Wind, 平安证券研究所

近期，市场关于BLS可能高估非农就业数据的讨论增多，暗示“强非农”或不足以反映就业市场全貌。

- 首先，费城联储在最新的季度报告（就业和工资普查，QCEW）中指出，目前BLS至少高估了就业人数达80万。事实上，费城联储早于2022年四季度的报告，就已经指出数据高估问题。
- 其次，自2022年下半年以来，BLS的企业调查（Establishment Survey）和家庭调查（Household Survey）之间出现了显著差异。以2020年2月为基准，截至2024年3月，企业调查的非农就业总数累计增长了582.4万人，而家庭调查的“16岁以上就业人数”同比仅增长278.3万人，二者差异达到约300万人。
- 最后，市场也关注到，美国兼职就业人数大幅上涨的同时，全职工作增长停滞。2024年3月，全职工作总量减少了

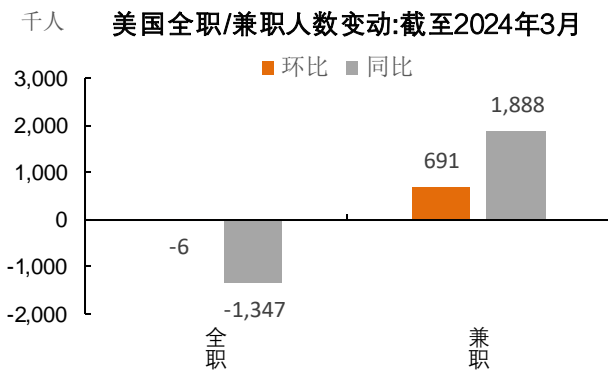
6000 个，而兼职工作总量却大幅增加了 69.1 万个。

图表9 BLS 家庭和企业调查的就业数据差距较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

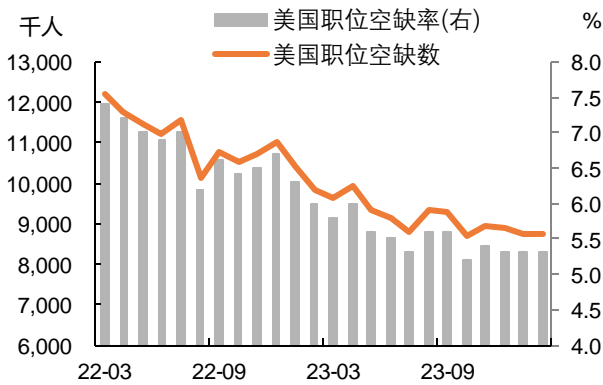
图表10 美国兼职工作快速增长, 全职工作增长停滞



资料来源: BLS, 平安证券研究所

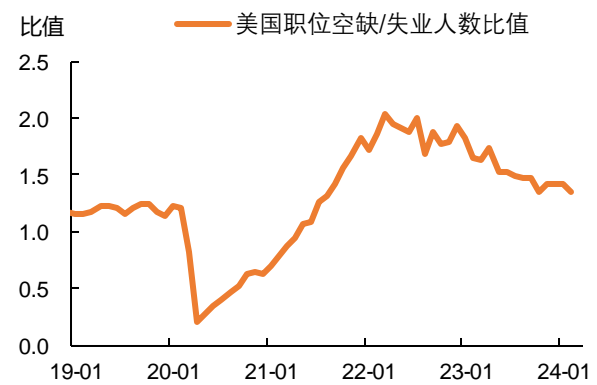
所以, 当前更需要多指标“拼凑”美国就业市场真实图景。除了 BLS 数据外, 近期公布的其他就业数据显示, 就业市场整体仍然趋于降温: 2 月职位空缺稳定, 与失业人数比值下降至四个月低点; 3 月“小非农”高于预期但不算夸张; ISM 制造业和非制造业 PMI 中的就业分项均处于荣枯线以下。美国 2 月 JOLTS 职位空缺 875.6 万人, 预期 873 万人, 1 月前值从 886.3 万人修正为 874.8 万人。同时, 职位空缺与失业人口之比降至 1.36, 为四个月低点。美国 3 月 ADP 私人部门新增就业人数为 18.4 万人, 预期为 14.8 万人, 前值为 15.5 万人。美国 3 月制造业 PMI 就业分项录得 47.4, 前值 45.9, 连续 6 个月处于荣枯线以下; 非制造业 PMI 就业分项为 48.5, 前值为 48.0, 连续 2 个月处于荣枯线以下。

图表11 美国 3 月职位空缺率持平于 5.3%



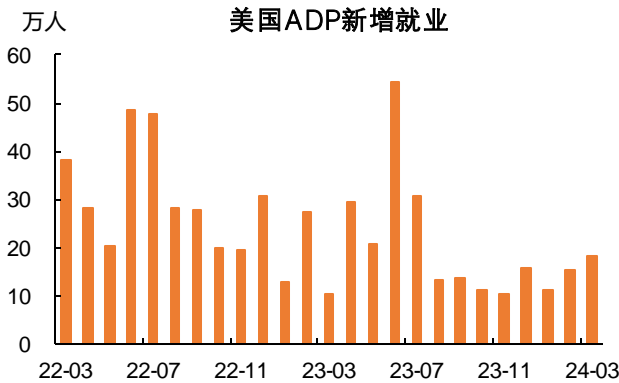
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 美国职位空缺与失业人口之比降至 1.36



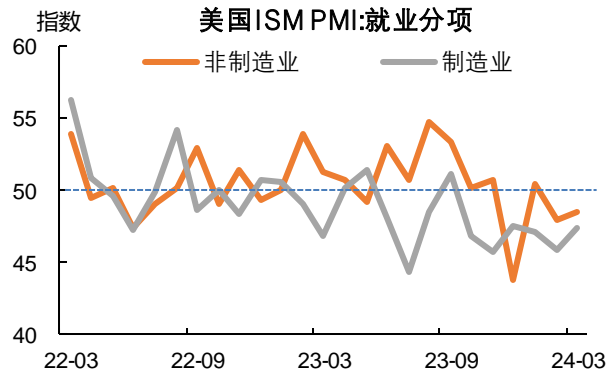
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 美国3月“小非农”新增就业人数上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 美国制造业和非制造业PMI就业分项低于50



资料来源: Wind, 平安证券研究所

总的来看,美国非农就业增长持续超出市场预期,看似“过热”,但综合其他指标,就业市场逐步降温的趋势仍然成立。相比就业市场,当前美国通胀走势更为关键。我们在报告《美国通胀再审视:基于房租的视角》中判断,全年来看,仍然存在一种路径,即房租通胀降温并驱动PCE通胀率趋近2%目标,为美联储降息创造条件;然而,非住房核心服务通胀变数较大,加上近期国际油价等商品价格较快上涨,美联储真正取得降息的“信心”道阻且长。当前,市场对于经济和通胀数据“过热”的敏感度上升,“紧缩交易”可能维持一段时间。

二、海外经济政策

2.1 美国: 美联储提及年内不降息, 制造业 PMI 重回扩张

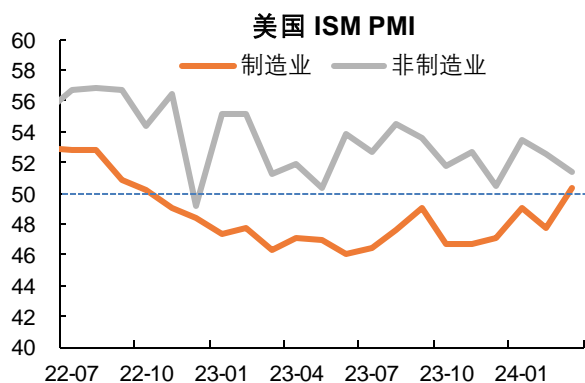
近一周(截至4月5日)多位美联储官员发声,整体延续“不急于降息”论调,多数官员对通胀回落的方向仍有信心,但“鹰王”卡什卡利提及今年可能不降息;前纽约联储主席杜德利提及长期利率水平上行风险。具体来看:

- **美联储主席鲍威尔:** 美联储在决定降息之前需要对通胀持续回落到2%的目标水平持有更充分的信心; 尽管今年前两个月的数据显示通胀有所上升,但通胀沿着波动的道路下降的总体趋势并未发生显著变化; 美联储有时间根据未来的数据来做出利率决策,暗示目前并不急于降息。
- **明尼阿波利斯联储主席卡什卡利:** 如果通胀进展停滞,尤其是在美国经济保持强劲的情况下,美联储今年可能不需要降息; 降息取决于通胀进展,如果通胀横盘整理,那么就会质疑美联储是否需要降息。
- **克利夫兰联储主席梅斯特:** 今年晚些时候将达到适宜降息的状态,并表示很快就会对FOMC放慢缩表感到安心; 预计美国将在通胀朝着2%回落方面继续取得进展。
- **芝加哥联储主席古尔斯比:** 尽管1月和2月的通胀数据高于预期,但这不太可能改变物价增长放缓的整体趋势; 随着供应链的改善和劳动力供应的增加,服务类价格可能会进一步降低。
- **里士满联储主席巴尔金:** 美联储在降息之前花些时间更清楚地了解通胀轨迹是明智的; 美联储所实施的所有紧缩政策将进一步令经济放缓,希望看到价格降温扩大到更广范围的商品和服务。
- **费城联储主席哈克:** 尽管美国经济一直保持弹性且就业增长依然强劲,但通胀仍然过高,尚未达到美联储的目标。
- **前纽约联储主席杜德利:** 未来几年利率可能不会像美联储官员目前预期的那样下降; 市场预计的长期利率比美联储预计的高出近一个百分点,这表明市场认为美联储不会像其经济预测中显示的那样采取行动。

美国 3 月 ISM 制造业 PMI 录得 50.3，一年半以来重新扩张；ISM 和 Markit 服务业 PMI 均下降，但仍保持扩张。4 月 1 日公布的数据显示，美国 3 月 ISM 制造业 PMI 升至 50.3，前值 47.8，是 1 年半以来首次重回扩张区间。4 月 3 日公布的数据显示，美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 下降至 51.4，低于预期 52.8，前值 52.6；其中，服务价格支付分项指数下降至 53.4，这是自 2020 年 3 月以来的最低水平；新订单指数下降至 54.4，为三个月新低；供应商交货指数下降至 45.4，为 1997 年以来的最低水平。同日公布的 3 月 Markit 服务业 PMI 终值为 51.7，与初值持平，前值 52.3。

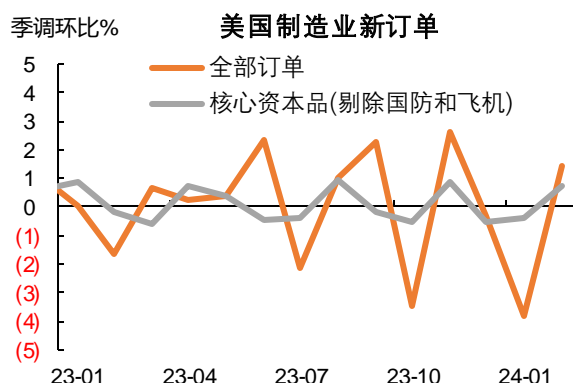
美国 2 月制造业订单环比增长 1.4%，高于预期。4 月 2 日公布的数据显示，美国 2 月制造业订单环比增长 1.4%，超出市场预期的增长 1%，总额达到 5768 亿美元。其中，运输设备订单增长 3.3%，推动耐用品订单上升 1.3%；非国防资本货物订单（不包括飞机）也实现了三个月来的首次增长，环比上升 0.7%，反映出企业投资意愿的增强。

图表 15 美国 ISM 制造业 PMI 重回扩张区间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 16 美国 2 月制造业订单环比增长 1.4%



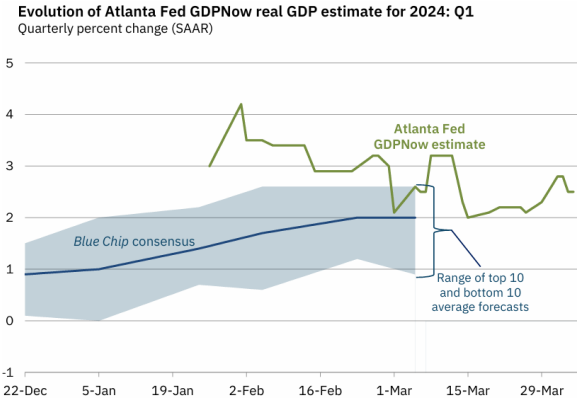
资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国最新初请失业金人数升至两个月新高。4 月 4 日，美国劳工部公布数据显示，截至 3 月 30 日当周，初请失业金人数录得 22.1 万人，高于预期的 21.4 万人，前值由 21.0 万人上修至 21.2 万人；截至 3 月 23 日，续请失业金人数录得 179.1 万人，创 2023 年 10 月以来新低，前值由 181.9 万人下修至 181.0 万人。

GDPNow 模型最新预测一季度 GDP 环比折年率为 2.5%。据亚特兰大联储数据，截至 4 月 4 日，GDPNow 模型预测一季度 GDP 环比折年率为 2.5%，较 3 月 29 日预测上修 0.2 个百分点。

CME 降息预期继续推迟，6 月降息概率由 64% 下降至 53%，全年降息次数预期由 3.0 次减少至 2.6 次。CME 数据显示，截至 4 月 5 日，市场认为 5 月首次降息的概率为 4.8%，前一周为 4.2%；认为 6 月首次降息的概率为 53.2%，前一周为 63.6%；认为 2024 全年降息次数（加权平均）为 2.6 次，前一周为 3.0 次；10 年美债利率在近一周上升 19BP 至 4.39%。

图表17 GDPNow 最新预测 Q1 GDP 环比折年 2.5%



资料来源：亚特兰大联储, 平安证券研究所

图表18 美国降息预期近一周继续推迟

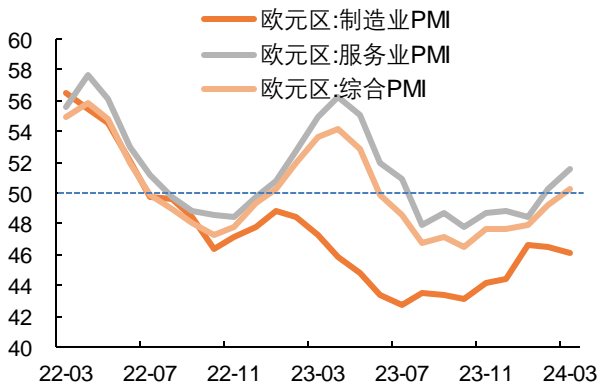
CME FedWatch	2024.4.5	2024.3.29
5月降息概率	4.8%	4.2%
6月降息概率	53.2%	63.6%
全年降息次数	2.6	3.0
10年美债利率	4.39%	4.20%

资料来源：CME, 平安证券研究所

2.2 欧洲：欧元区综合 PMI 重回扩张

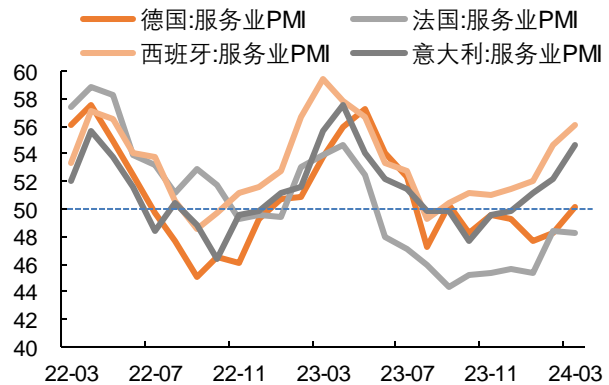
欧元区 3 月综合 PMI 重回扩张，摆脱连续 9 个月的衰退；国别服务业 PMI 数据显示，西班牙和意大利超预期上升，德国转为扩张，法国降幅收窄。欧元区 3 月综合 PMI 从 2 月份的 49.2 上升至 50.3，表明在经历了 9 个月的衰退后，整体商业活动重回扩张区间。服务业 PMI 显著回升，特别是在西班牙和意大利，其 PMI 分别为 56.1 和 54.6，均高于预期和前置。德国服务业 PMI 修正后为 50.1，表明服务业处于扩张状态。法国服务业 PMI 虽然继续收缩，但降幅有所收窄，为 48.3。此外，企业信心达到 2022 年 2 月以来最乐观的水平，而就业创造率连续第三个月上升，尽管增长速度有所减弱。

图表19 欧元区 3 月综合 PMI 重回扩张



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表20 德国服务业 PMI 转为扩张，法国降幅收窄



资料来源：Wind, 平安证券研究所

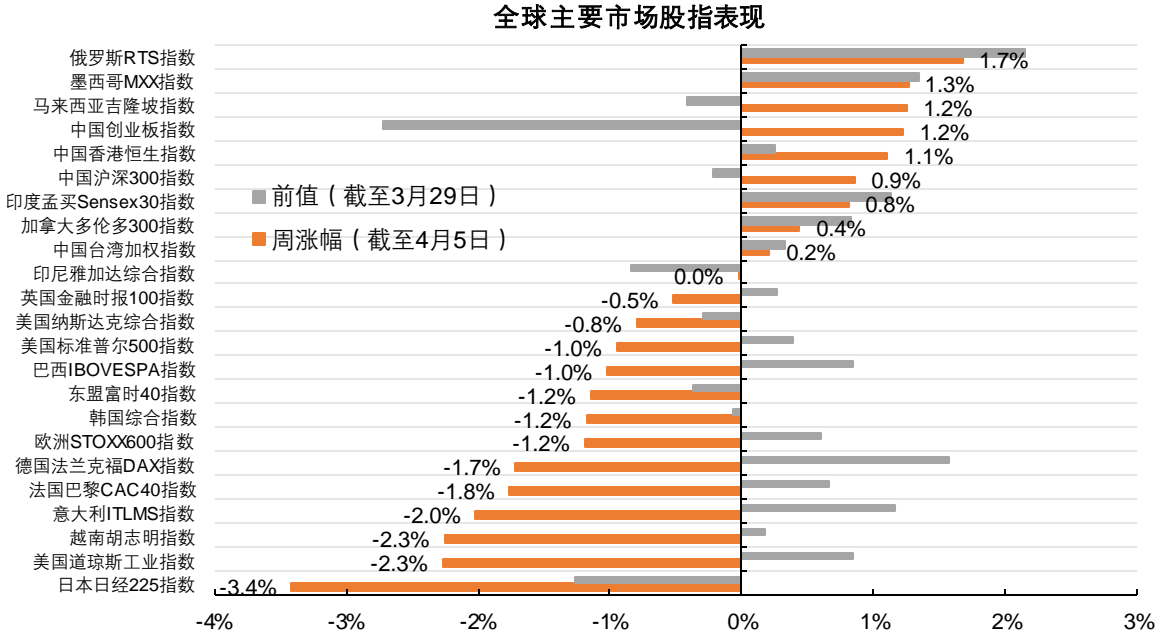
三、全球大类资产

3.1 股市：美欧日集体承压

近一周（截至 4 月 5 日），全球股市整体承压，美欧日韩等主要市场均下跌，部分新兴市场上涨。美国方面，纳斯达克综指、标普 500 指数和道琼斯工业指数整周分别下跌 0.8%、1.0%和 2.3%。宏观层面，美联储“放鹰”继续令降息预期推迟，美债利率上升，打击市场风险偏好。微观层面，费城半导体指数整周下跌 1.8%。欧洲方面，欧洲 STOXX600 指数整周下跌 1.2%，终结了此前连续 10 周连涨记录。亚洲方面，日经 225 整周大跌 3.4%，主要受美联储放鹰、美股下跌与油价上涨

等多因素波及。其他亚洲地区股市表现各异，越南、韩国等股市承压，马来西亚、印度等股市上涨。

图表21 全球股市整体承压，美欧日韩等主要市场均下跌，部分新兴市场上涨

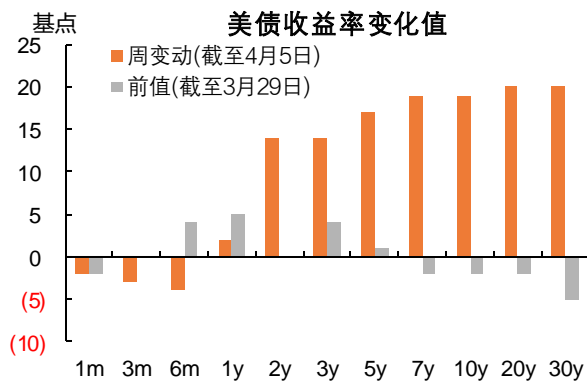


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 债市：美债利率大涨

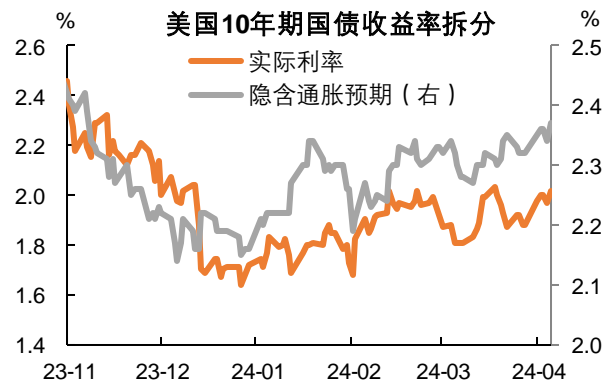
近一周（截至4月5日），2年及以上期限美债利率大涨。10年美债收益率上涨19BP至4.39%、创年内新高；10年TIPS利率（实际利率）整周上升14BP至2.02%，隐含通胀预期整周上升5BP至2.37%、创年内新高。2年期美债利率整周上升14BP至4.73%。非美地区方面，10年德国国债收益率整周上升5BP至2.36%；10年日本国债收益率整周上升2.2BP至0.772%。

图表22 2年及以上期限美债利率大涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 10年美债实际利率和通胀预期上升



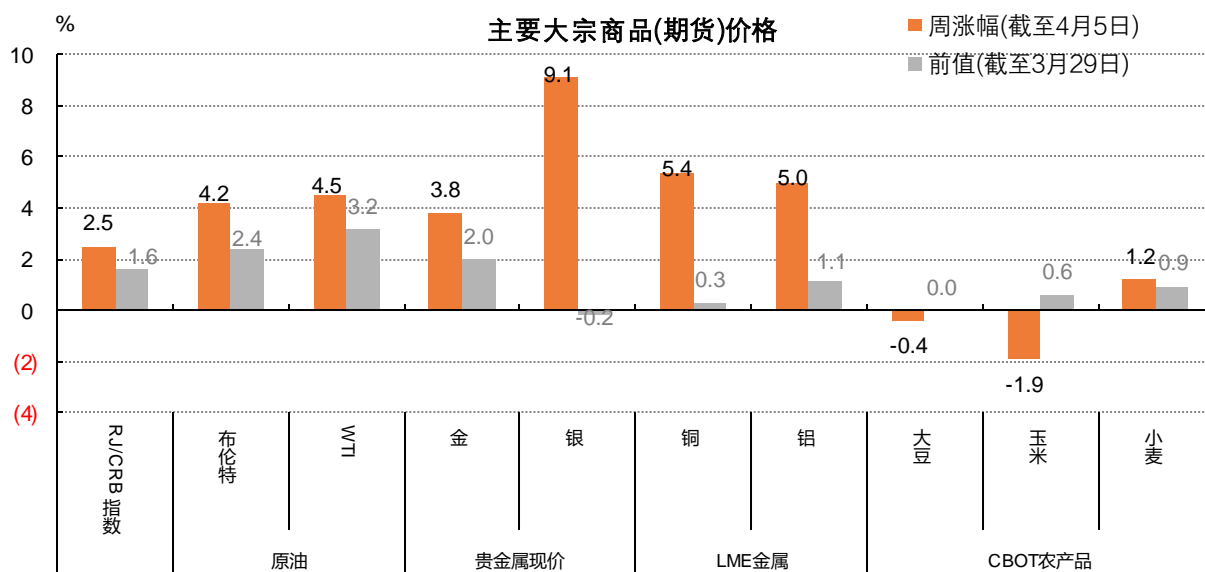
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 商品：油金连续大涨

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

近一周（截至4月5日），原油和黄金继续上涨，且涨幅扩大；白银、铜、铝等也大幅涨价。原油方面，布伦特和 WTI 原油整周分别上涨 4.2%和 4.5%，至 91.2 和 86.9 美元/桶。美国能源信息署（EIA）最新数据显示，美国商业原油库存在截至 3 月 29 日的一周内增加了 320 万桶，增长超出了预期；汽油产量有所增加，而馏分燃料产量下降。此外，美国原油日均进口量为 660 万桶，比前一周减少了 8.5 万桶。近期油价上涨主要由全球经济复苏带动的实物油需求增加、供应端不稳定因素，以及市场对供需缺口的预期所推动。同时，原油基差的扩大和库存水平变化也加剧了市场的紧张局势，而市场对价格的过度预期可能为未来油价带来下行风险。**贵金属方面**，黄金现货价整周上涨 3.8%，接近 2300 美元/盎司；白银现货价大幅上涨 9.1%。**金属方面**，LME 铜和铝整周分别上涨 5.4%和 5.0%。**农产品方面**，CBOT 大豆、玉米和小麦整周分别下跌 0.4%、下跌 1.9%和上涨 1.2%。

图表24 原油和黄金继续上涨，且涨幅扩大；白银、铜、铝等也大幅涨价

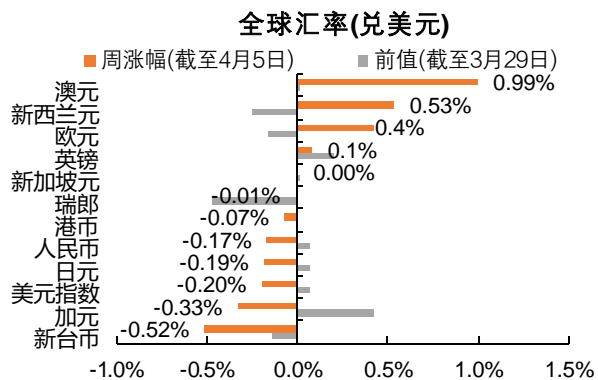


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 外汇：美元指数回落

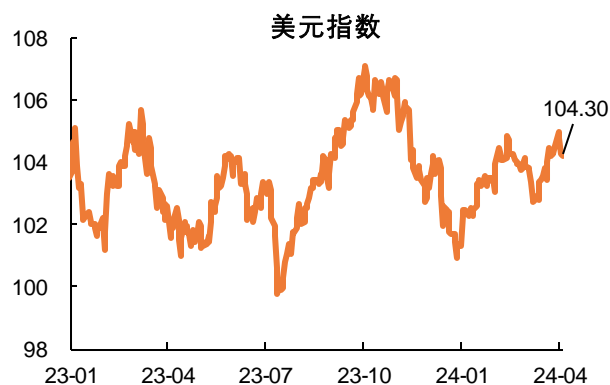
近一周（截至4月5日），美元指数整周回落0.20%至 104.30，终结连续三周的上涨；澳新货币和欧元走强，日元仍承压。美国方面，尽管美联储“放鹰”且非农就业强劲，但初请失业金人数意外上升，削弱降息预期推迟的影响。欧元区方面，欧元区综合 PMI 数据积极，助力欧元走强。欧元兑美元整周上涨 0.4%。英国方面，英镑兑美元整周涨 0.1%，涨幅落后于欧元。日本方面，日元兑美元整周跌 0.2%，美元兑日元收于 151.63，曾于 4 月 3 日升至 151.70，创本轮新高。

图表25 澳新货币和欧元走强，日元仍承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表26 美元指数回落至 104.30



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美国经济和通胀超预期上行，美联储降息预期超预期推迟，国际金融风险超预期上升等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层