

偏强的就业市场让降息预期进一步下行

——美国3月非农就业数据点评

事件：

失业率回到3.8%，同时新增非农30.3万人，高于多数分析师的预期，显示就业市场仍偏强；时薪环比增速较上月上升，但是同比下降到4.1%。尽管债券市场收益率上行，但股票继续上行。美联储2024年5月会议降息的概率不到5%，期货市场预期的6月降息概率也降到50%左右。我们仍然认为美国经济总需求较高，劳动市场仍偏热，6月降息的可能性进一步下行。

► 失业率走低，劳动参与率上升

失业率回到3.8%，同时新增非农30.3万人，显示就业市场仍偏强。来自于家庭调查的新增就业数据3月高于雇主调查。2月数据第一次修正下修0.5万人，下修幅度较小。我们认为就业市场目前仍偏强，劳动力的供需仍位于需求略高于供给的水平。

► 工资通胀的压力继续缓解

时薪环比增速较上月上升，但是同比下降到4.1%，这对于缓解美联储的通胀担忧来讲是有利的。美联储主席鲍威尔在3月会议上说，就业市场强并不构成降息的阻碍，工资通胀持续回落或是重要条件。分行业看共8个行业时薪跑赢通胀，在13个行业中超过半数。3月每周工作时间34.4小时，较2月34.3小时上升。

► 非农就业新增又超预期，休闲酒店业也已经恢复到超过疫情前

3月新增非农又超预期，高于多数分析师预测，之前数据修正虽然下修，但是没有显著下修。3月季调同比就业增长还有近300万人。目前来看，同比新增就业衡量的劳动力市场热度开始回升，而且仍然略高于疫情前的水平。累计就业上，休闲酒店业已经恢复到超过疫情前水平1万人。

风险提示：美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《失业率上升但非农新增仍高：——美国2月非农就业数据点评》2024.03.11
- 2、《薪资就业数据或推迟联储降息时点：——美国1月非农就业数据点评》2024.02.05

正文目录

1. 失业率回落到 3.8%，就业市场仍强	4
1.1 失业率回到 3.8%	4
1.2 劳动参与率上升	5
2. 非农就业增长再超预期	7
2.1 非农就业增长又超预期	8
2.2 仅 1 个行业就业减少	11
2.3 非农存量就业总体恢复	12
2.4 休闲和酒店业存量就业也恢复到超过疫情前	13
3. 时薪环比较上月上升，但同比下降到 4.1%	15
3.1 时薪同比增长较上月下降，工时微升	15
3.2 分行业时薪：8 个行业跑赢通胀	17
4. 职位空缺数保持 900 万以下	17
4.1 职位空缺等数据不弱	17
4.2 初次申请失业金 21.3 万人	19
5. 美联储降息迫切性仍低	20
5.1 降息预期降温，股市继续上行	20
5.2 美联储 6 月降息仍存较大不确定性	22
6. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 近 3 年美国失业率 (%)	4
图表 2: 美国历史失业率 (%)	4
图表 3: 3 月 FOMC 经济预期概要 (SEP) 中位数	5
图表 4: Sahm 法则失业率平均值 (%)	5
图表 5: Sahm 法则 (%)	5
图表 6: 疫情以来美国劳动参与率 (%)	6
图表 7: 历史美国劳动参与率 (%)	6
图表 8: 16-19 岁人群劳动参与率 (%)	7
图表 9: 20-24 岁人群的劳动参与率 (%)	7
图表 10: 25-54 岁人群劳动参与率 (%)	7
图表 11: 55 岁以上人群的劳动参与率 (%)	7
图表 12: 环比新增非农就业 (万人)	8
图表 13: 疫情后环比新增非农就业 (万人)	8
图表 14: 近几年 3 月的非季调非农 (万人)	9
图表 15: 近几年 2 月的非季调非农 (万人)	9
图表 16: 新增非农就业 (万人)	9
图表 17: 新增非农就业修正变化 (万人)	9
图表 18: 疫情前同比新增非农就业 (万人)	10
图表 19: 疫情后同比新增非农就业 (万人)	10
图表 20: 环比新增非农就业 (万人)	11
图表 21: 12 月平均环比新增非农就业 (万人)	11
图表 22: 3 月新增非农就业分行业 (单位: 万人)	12
图表 23: 3 月累积新增非农就业分行业 (单位: 万人)	12
图表 24: 非农就业总人数 (单位: 百万人)	13
图表 25: 3 月美国存量非农就业分行业 (单位: 百万人)	14
图表 26: 3 月美国存量非农就业分行业 (单位: 万人)	15

图表 27:	非农全部员工时薪同比(%)	16
图表 28:	非农全部员工时薪环比(%)	16
图表 29:	工资通胀拆解, 工资=时薪*工时 (对数化结果)	16
图表 30:	时薪分行业	17
图表 31:	职位空缺数 (万人)	18
图表 32:	职位空缺率(%)	18
图表 33:	空缺失业比	18
图表 34:	当周初次申请失业金人数 (万人)	19
图表 35:	持续领取失业金人数 (万人)	19
图表 36:	月均值: 当周初次申请失业金人数 (万人)	20
图表 37:	劳动力供给和劳动力需求 (百万人)	21
图表 38:	美国股市收盘的反应(%)	22
图表 39:	美国国债利率收盘变化(基点)	22
图表 40:	美联储降息概率(%)	22

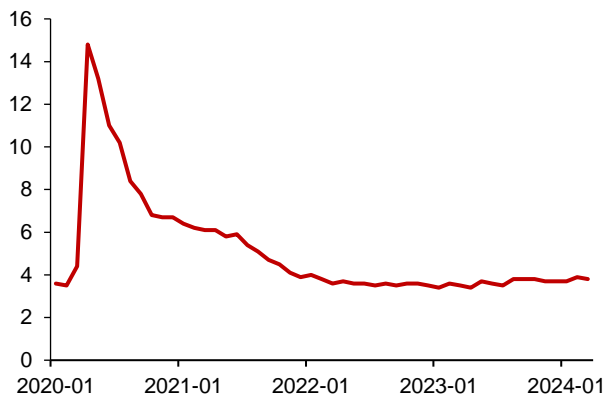
1. 失业率回落到 3.8%，就业市场仍强

具体数据上看，失业率回到 3.8%，劳动参与率上升，整体就业市场仍强。本轮美联储加息到目前为止，通胀已经较高点显著回落，但还没有付出多少失业率的代价，失业率仍低于 4%。

1.1 失业率回到 3.8%

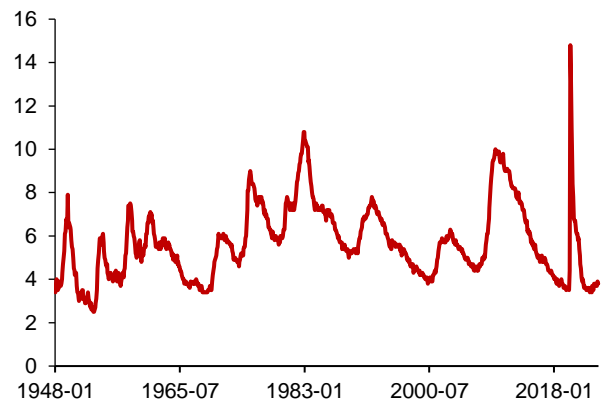
美国 3 月失业率为 3.8%，符合预期，较上月下降 0.1pct。失业率自 2022 年 1 月达到 4% 后，已经连续 26 个月低于 4%。失业率在疫情后的 4 月上升到 14.7% 的最高点，然后一路回落，最低到过 3.4%。

图表1：近 3 年美国失业率 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：美国历史失业率 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

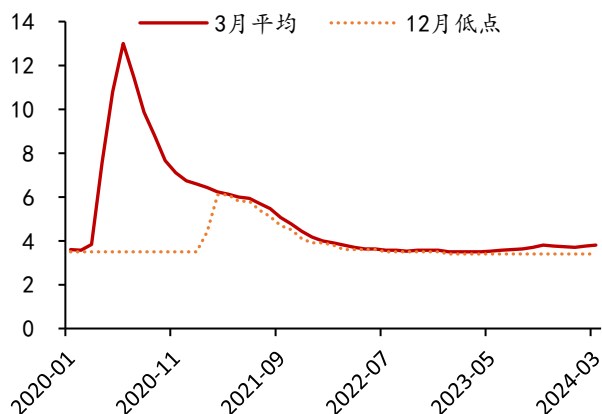
对比美联储 3 月公布的经济预期概要，美联储认为到 2024 年底失业率为 4%。目前失业率仍然低于 4%。2023 年全年实际的平均失业率为 3.6%。

图表3：3月FOMC经济预期概要(SEP)中位数

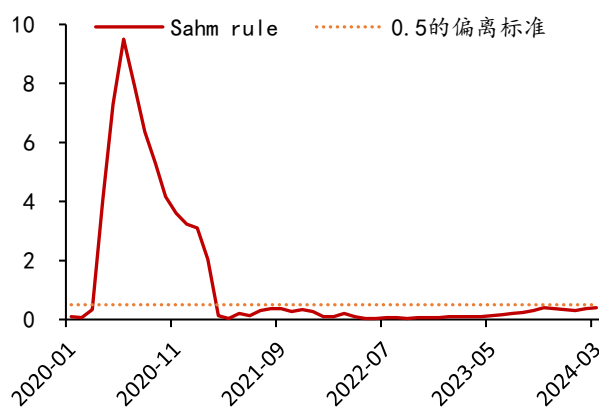
变量	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP		2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
12月会议	2.6%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
失业率		4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
12月会议	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
PCE通胀		2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
12月会议	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀		2.6%	2.2%	2.0%	
12月会议	3.2%	2.4%	2.2%	2.0%	
政策利率		4.6%	3.9%	3.1%	2.6%
12月会议	5.4%	4.6%	3.6%	2.9%	2.5%
注：数字颜色含义	变差	变好	不变		

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

美国3月失业率的数据显示近3月的均值较近12个月的低点上升了0.4%，上月是0.37%。根据Sahm法则，如果这个数值超过了0.5%时，那么经济就即将步入衰退。根据Sahm法则衰退的可能3月又略微变大了一些。

图表4：Sahm法则失业率平均值(%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：Sahm法则(%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

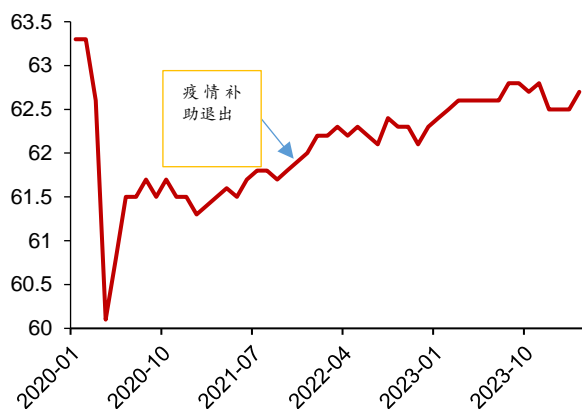
1.2 劳动参与率上升

劳动参与率上升，意味着失业率的下降还要克服有劳动力增长的影响。劳动参与率和疫情前水平差距较大的仍然是55岁以上人群，较疫情前高点有2%的差距

1.2.1 劳动参与率

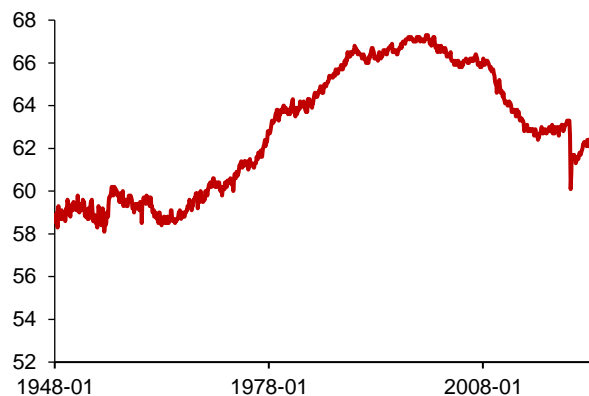
3月劳动力参与率为62.7%，较2月上升0.2pct，距离疫情前的高点63.3%，还有0.6pct的差距。劳动参与率上升，同时失业率下降，失业率的下降不仅是失业人数变化的影响，也有劳动力增长的贡献。

图表6：疫情以来美国劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：历史美国劳动参与率(%)

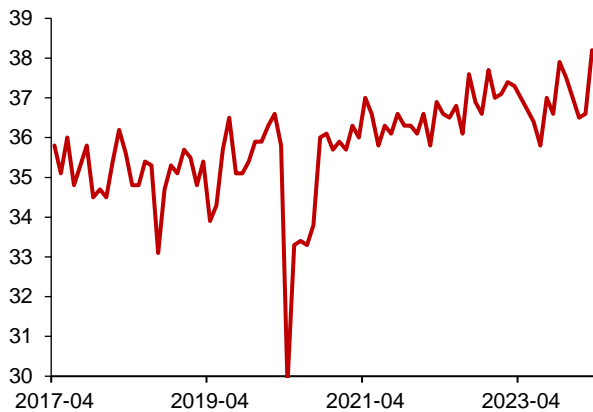


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2.2 劳动参与率结构

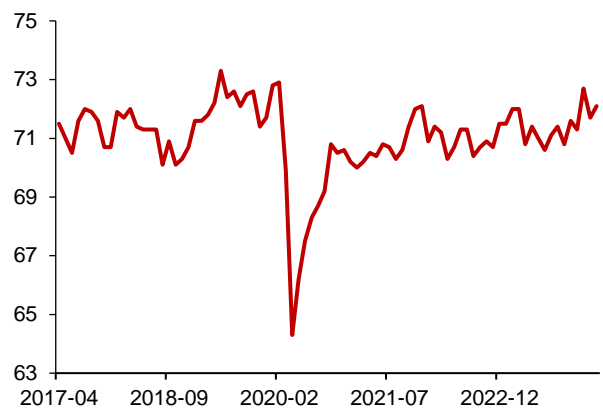
从劳动参与率年龄结构的分解来看，3月份3个年龄组的劳动参与率都较上月上升，16-19岁人群的劳动参与率上升1.6%，20-24岁人群的劳动参与率上升0.4%；55岁以上人群劳动参与率上升0.1%；只有25-54岁人群的劳动参与率下降0.1%。从绝对水平上看，25-54岁人群的劳动参与率虽然3月较上月下降，但是仍然高于疫情前高点，现在和疫情前水平差距较大的仍然只有55岁以上人群，较疫情前高点有2%的差距。

图表8：16-19 岁人群劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：20-24 岁人群的劳动参与率(%)



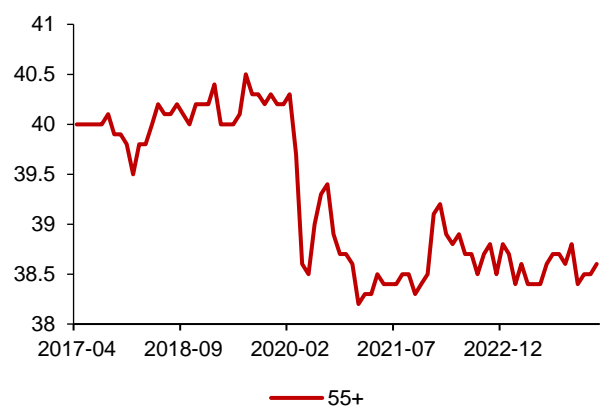
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：25-54 岁人群劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：55 岁以上人群的劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 非农就业增长再超预期

3月新增非农再超预期，高于多数分析师预测，2月数据第一次修正下修0.5万人，下修幅度较小。家庭调查3月的新增就业高于雇主调查。

疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间，3月季调同比就业增长还有近300万人。目前来看，同比新增就业这个角度数据衡量的劳动力市场的热度开始回升，而且仍然略高于疫情前的水平。

仅1个行业就业减少，多数行业都实现就业的增长，就业的增长并不是集中特定

的少数行业。休闲酒店业已经恢复到超过疫情前水平 1 万人。

2.1 非农就业增长又超预期

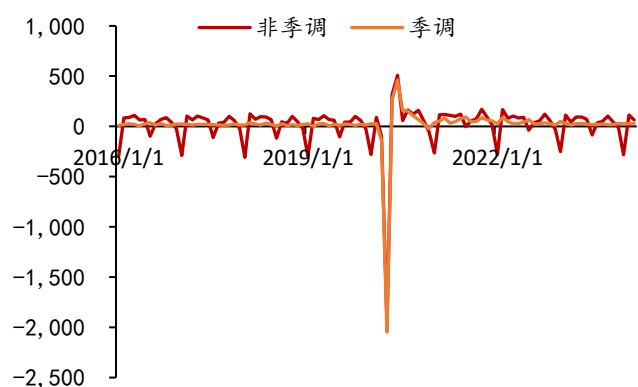
新增非农就业又超预期，新增就业 30.3 万人，再次高于多数分析师的预期，就业增长仍较快。2 月数据第一次修正下修 0.5 万人，下修幅度较小。1 月数据第二次修正较第一次修正上修 2.7 万人，但较初值仍是下修了 9.7 万人。

2.1.1 新增非农就业总量

美国 3 月非农新增就业 30.3 万人，高于预期的 20.3 万人，高于多数分析师的预期，高于上月。华尔街主要投行对于非农预测中最低预测 15 万，最高预测是 23.5 万。

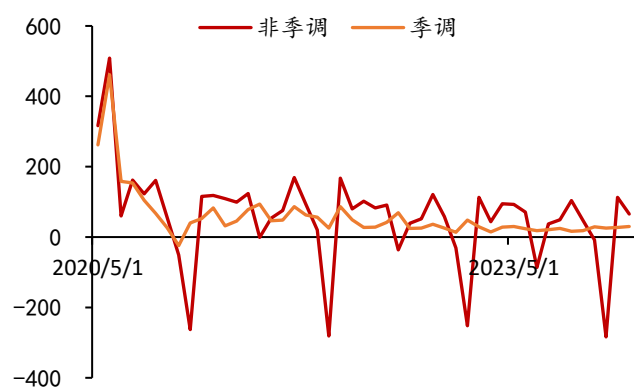
非季调的非农环比 3 月上升了 65.9 万，对比疫情前几年的情况来看，3 月非季调的数据低于 2016 年，但是和 2017-2019 年的水平都比较接近。3 月的非农新增数据考虑到季节因素仍然不弱。

图表12：环比新增非农就业(万人)



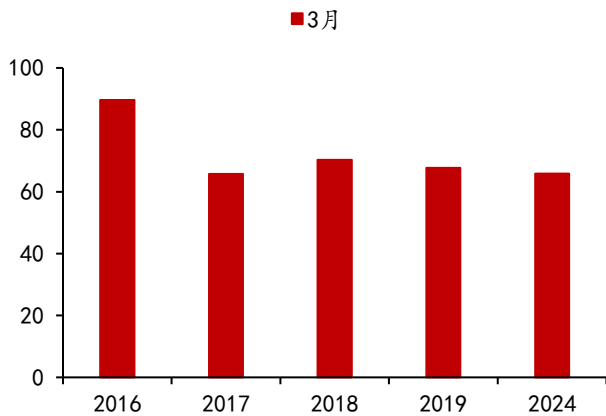
资料来源：FRED，国联证券研究所

图表13：疫情后环比新增非农就业(万人)



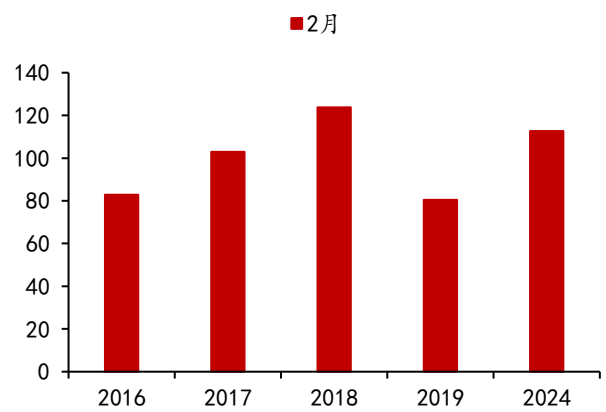
资料来源：FRED，国联证券研究所

图表14: 近几年3月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 近几年2月的非季调非农(万人)



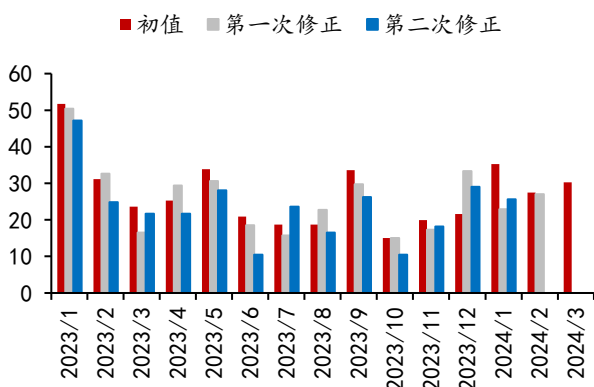
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.1.2 新增非农就业数据修正

2024年2月的新增就业第一次修正下修0.5万人,下修幅度较小。1月数据第二次修正较第一次修正上修2.7万人,但较初值仍是下修了9.7万人。2024前3个月合计下修了10.2万人。

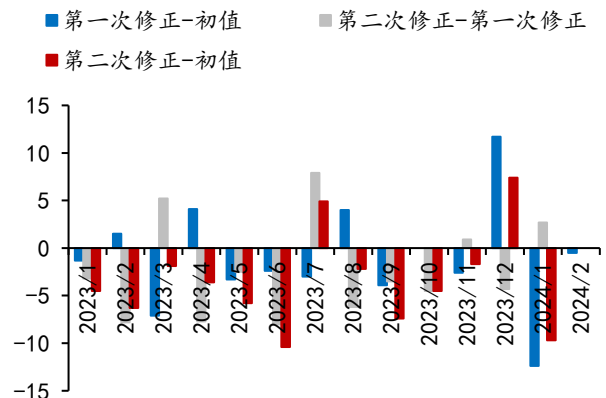
2023年以来新增非农第二次修正相对于初值的变化向下修正的居多,全年累计向下修正了36万。其中6月份的修正幅度最大,初值是20.9万,而第二次修正后变成了10.5万,向下修正了10.4万。

图表16: 新增非农就业(万人)



资料来源: BLS, 国联证券研究所

图表17: 新增非农就业修正变化(万人)



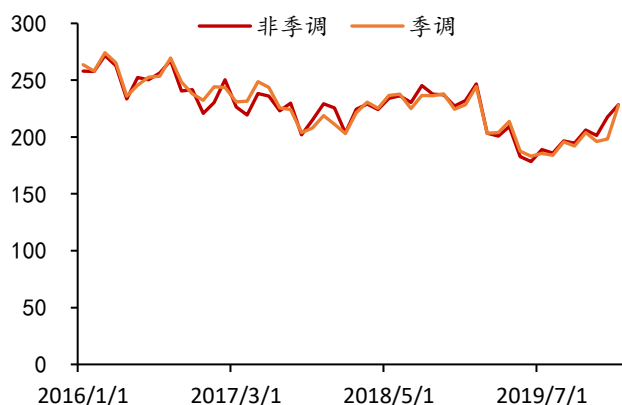
资料来源: BLS, 国联证券研究所

2.1.3 新增非农就业同比

从同比增长的数据看，3月非季调的非农同比增长296.5万，月均24.7万，上月为274.2万；季调同比增长292.7万人，月均24.4万，上月277万人¹。同比新增就业3月较2月增长，再次接近300万人。

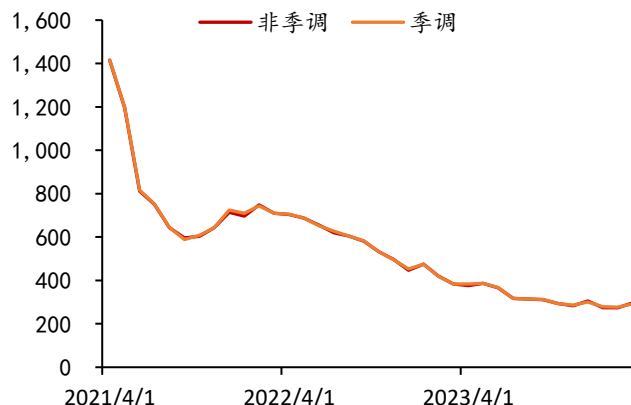
疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间，季调同比就业增长还有近300万人。目前来看，同比新增就业衡量的劳动力市场热度开始回升，而且仍然略高于疫情前的水平。

图表18：疫情前同比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表19：疫情后同比新增非农就业(万人)



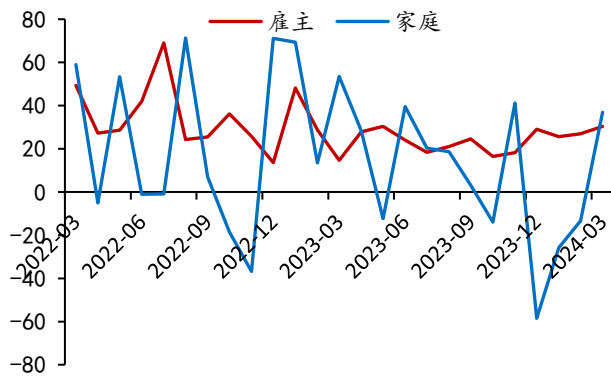
资料来源：FRED，国联证券研究所

2.1.1 雇主调查和家庭调查

另外一个观察角度来自于对雇主调查和家庭调查的对比，雇主调查显示3月非农就业增长30.3万人，而家庭调查计算的非农就业增长为上升36.9万人。近几个月来，家庭调查的数据首次高于雇主调查。从12月平均的角度看家庭调查显示的就业市场热度略低一些。

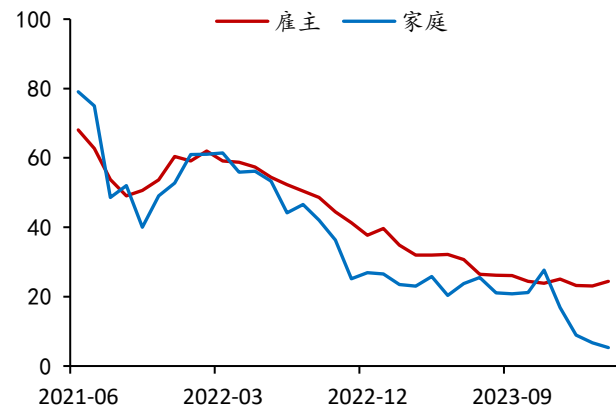
¹ 同比的增长不会被季节调整影响，另外同比数据相当于考虑了12个月的变化，也更不易受一两个月数据波动的影响。

图表20: 环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 12月平均环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 仅 1 个行业就业减少

分行业看，多数行业就业增长，3月仅 1 个行业就业减少。

2.2.1 新增非农分行业

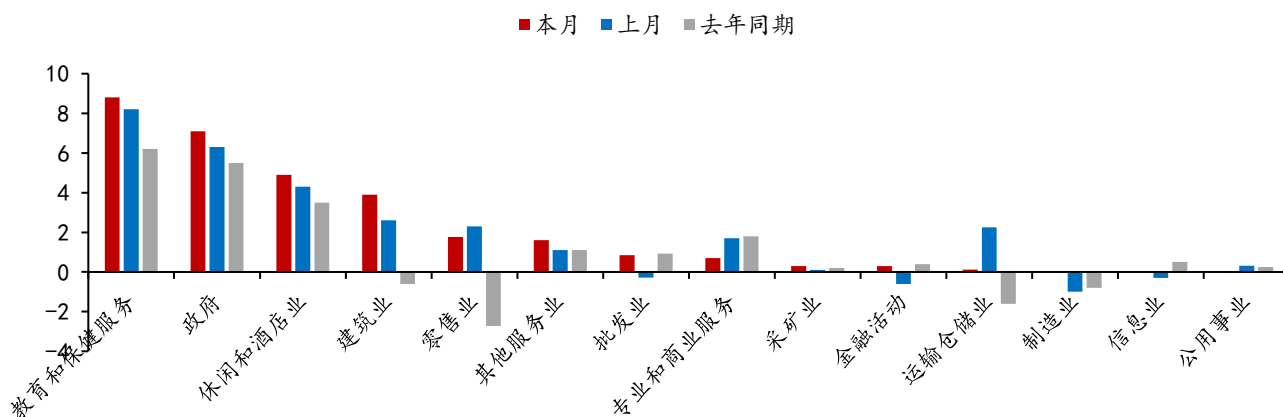
从新增非农就业的行业结构看，3月就业减少的部门仅 1 个，2月就业减少的部门有 2 个。公共事业减少 0.04 万人，其他行业就业则实现增长。

在就业增长的私人部门行业中，最大增幅前三的私人行业为教育和保健服务、休闲和酒店业、建筑业，最大增幅前三个行业加起来的新增就业占到 3 月全部新增就业的 58%，2 月占全部新增就业的 60%，集中度本月较上月下降。

具体数字上来看，教育和保健服务新增 8.8 万人，其次是休闲和酒店业新增 4.9 万人，建筑业新增 3.9 万人。

其他行业中，零售业增加 1.76 万人，其他服务业增加 1.6 万人，批发业增加 0.85 万人，专业和商业服务业增加 0.7 万人，采矿业增加 0.3 万人，金融活动业增加 0.3 万人，运输仓储业增加 0.12 万，制造业和信息业就业不增不减。另外政府新增 7.1 万人。如果去除政府的话，私人部门的新增就业 3 月为 23.2 万人。

图表22: 3月新增非农就业分行业(单位:万人)

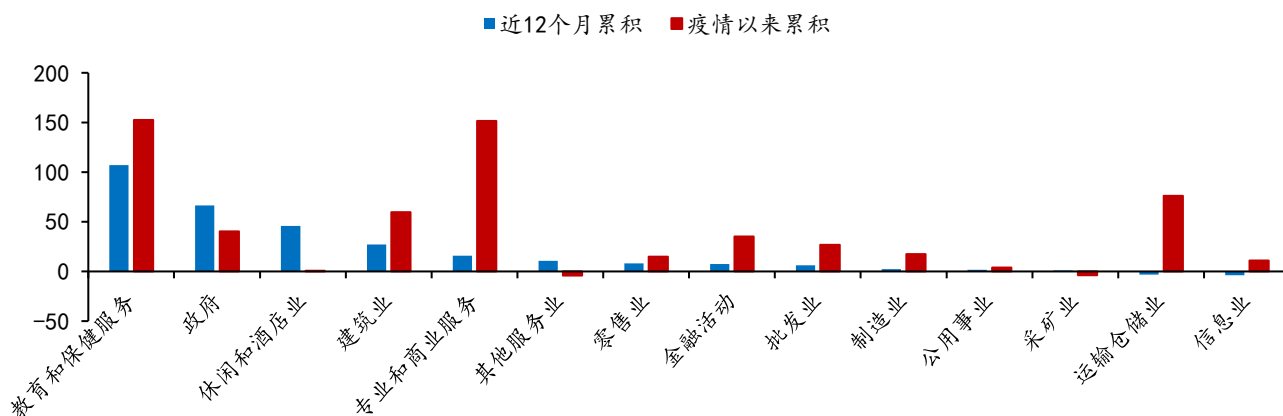


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.2.1 新增非农分行业累积增长

从分行业累积的就业增长来看,近12个月新增就业最大增幅来自教育和保健服务,近12个月新增就业107.1万,休闲和酒店业近12个月新增就业45.8万人,仅次于教育和保健服务,除了信息业和运输仓储业外所有行业都为正增长。

图表23: 3月累积新增非农就业分行业(单位:万人)



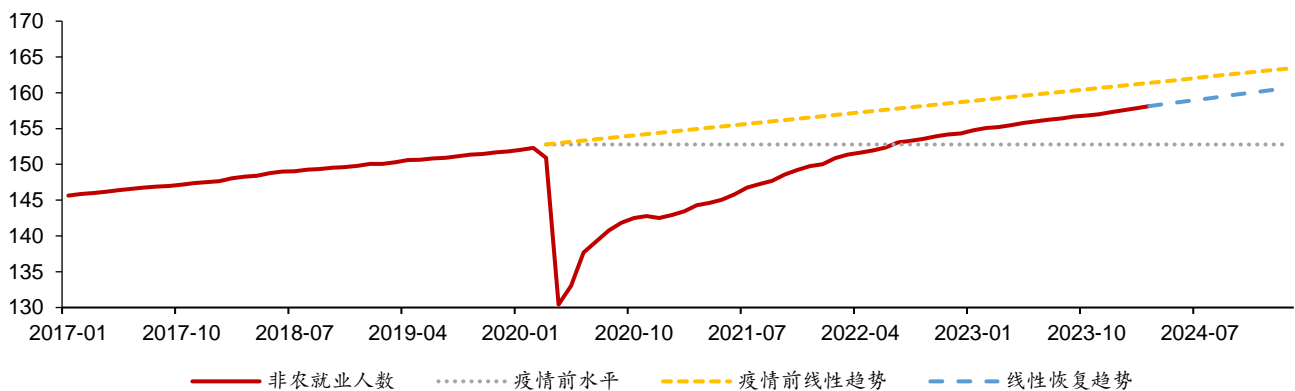
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.3 非农存量就业总体恢复

3 月份的美国非农就业总人数为 1.58 亿人，比 2020 年 2 月疫情前创下的历史新高多 580 万人。非农就业在 2022 年 6 月就已经超过了疫情前的历史新高。

相比疫情前的线性趋势，3 月份的美国非农就业存量仍有明显的差距。最近恢复速度逐渐减慢，近 12 个月的就业增长速度，图中的斜率不断在下降。按照近 12 个月的就业增长速度线性外推的话，存量的就业在 2025 年初仍无法追上疫情前的趋势，存在约 270 万人的差距。

图表24：非农就业总人数（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.4 休闲和酒店业存量就业也恢复到超过疫情前

休闲和酒店业就业人数超过疫情前 1 万人，恢复得最好的专业和商业服务行业已经是超过疫情前水平 152 万人。其他服务业变成缺口最大的行业。

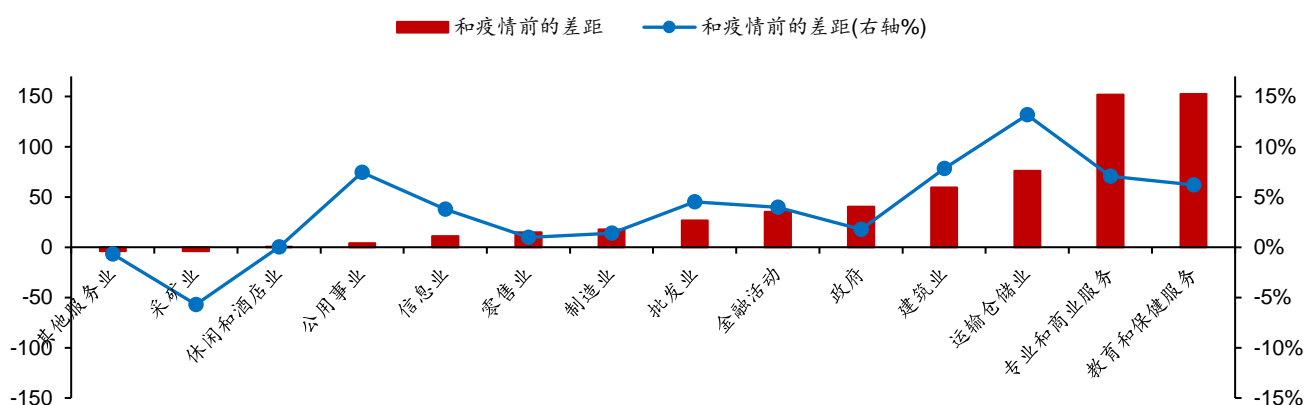
2.4.1 非农存量就业分行业

虽然总量上非农就业已经超过疫情前，是疫情前的 103.8%；从分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况仍有差异，到 3 月为止只有 2 个行业没有完全修复，较上月较少一个，分别是其他服务业、采矿业。差距最大的行业是其他服务业，其他服务业就业人数较疫情前仍有 4 万人左右的缺口（下图中显示为负值）。休闲和酒店业就业人数超过疫情前 1 万人。

和疫情前相比的缺口人数次之的行业为采矿业,其中采矿业的缺口虽然只有4万人,但是缺口的比例最高,达到了5.7%。和疫情前相比有待恢复比例差距其次的行业是其他服务业。

剩下的其他行业都已经恢复到略超过疫情前水平。恢复得最好的专业和商业服务行业已经是超过疫情前水平152万人;恢复比例最高的运输和仓储业已经是疫情前水平的113.2%。

图表25: 3月美国存量非农就业分行业(单位:百万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.4.2 非农存量就业分行业增速

分行业存量就业的增速来看,私人部门里教育和保健服务业的同比增速最快,其次是建筑业和公用事业;政府就业的增速也较快。从环比上看,增速最快的是建筑业,其次是采矿业,接下来是教育和保健服务业。

图表26：3月美国存量非农就业分行业（单位万人）

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的差距(右轴%)
其他服务业	590.1	588.5	579.5	0.3%	1.8%	-4	-0.7%
采矿业	64.5	64.2	63.5	0.5%	1.6%	-4	-5.7%
休闲和酒店业	1690.5	1685.6	1644.7	0.3%	2.8%	1	0.0%
公用事业	58.8	58.84	57.16	-0.1%	2.9%	4	7.5%
信息业	301.7	301.7	305.4	0.0%	-1.2%	11	3.8%
零售业	1565.99	1564.23	1557.96	0.1%	0.5%	15	1.0%
制造业	1295.6	1295.6	1293.2	0.0%	0.2%	18	1.4%
批发业	615.84	614.99	609.62	0.1%	1.0%	27	4.5%
金融活动	922.6	922.3	915	0.0%	0.8%	35	4.0%
政府	2327	2319.9	2260.6	0.3%	2.9%	40	1.8%
建筑业	821.1	817.2	794.1	0.5%	3.4%	60	7.8%
运输仓储业	654.05	653.93	657.19	0.0%	-0.5%	76	13.2%
专业和商业服务	2295.4	2294.7	2279.7	0.0%	0.7%	152	7.1%
教育和保健服务	2610.1	2601.3	2503	0.3%	4.3%	152	6.2%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 时薪环比较上月上升，但同比下降到 4.1%

时薪增长环比虽较上月上升，但同比下降到 4.1%，工资通胀的缓解有助于缓解美联储对通胀的担忧。分行业看共 8 个行业时薪跑赢通胀，在 13 个行业中超过半数。

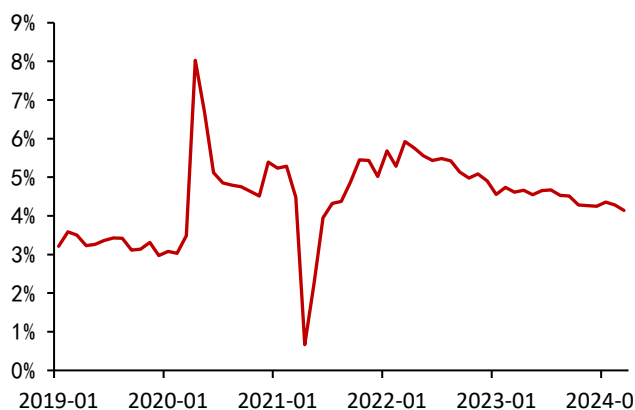
3.1 时薪同比增长较上月下降，工时微升

工资通胀的压力还是在往缓解方向发展。3 月份平均时薪同比增长 4.1%，较上月 4.3% 下降；环比增长 0.35%，符合预期，每周工作时间 34.4 小时。

3.1.1 总体时薪

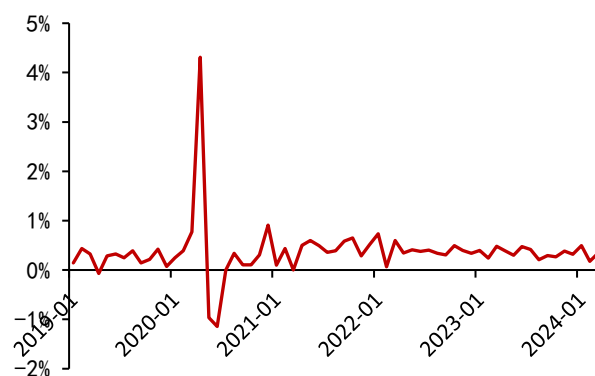
3 月份平均时薪同比增长 4.1%，较上月 4.3% 下降，符合预期；环比增长 0.35%，符合预期，高于上月。3 月时薪的增长同比下降，是 2021 年 6 月以来最低，对于实现美联储通胀目标来讲是个好消息，但环比较上月却回升。综合下来，工资通胀仍然让降息需要权衡。每周工作时间 3 月为 34.4 小时，较上月 34.3 小时上升。

图表27：非农全部员工时薪同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表28：非农全部员工时薪环比(%)



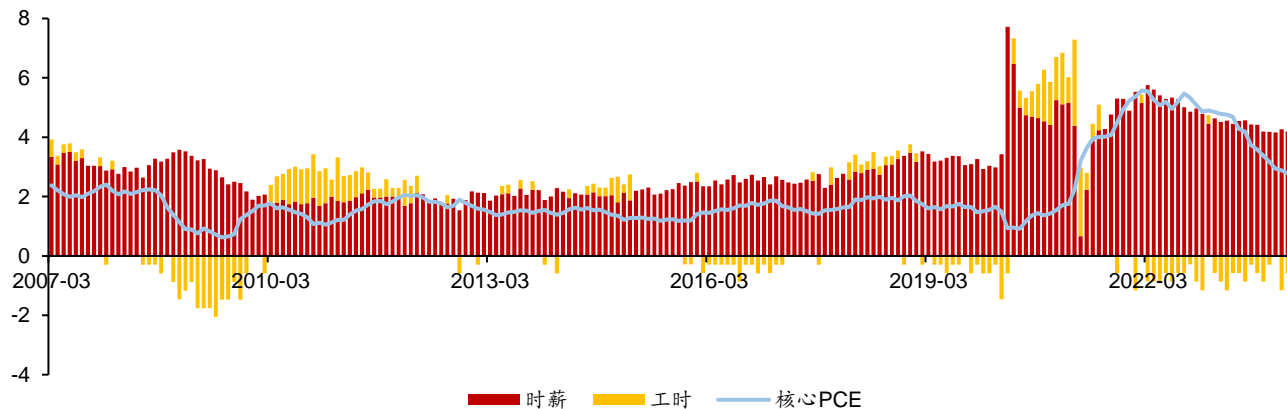
资料来源：Wind，国联证券研究所

3.1.2 时薪和工时

周工资等于时薪乘以周工时，我们可以把工资的通货膨胀分解为时薪的贡献和工时的贡献。对数化后， $\ln(\text{工资}) = \ln(\text{时薪}) + \ln(\text{工时})$ 。近期的数据显示，工资通胀已经从高点超过 7% 回落到 4% 附近波动。

详细拆解显示，数据中工时的贡献已经较 2020 年的高点明显回落，近期工时的贡献都为负，与工资通胀高峰期工时明显增长有较大差异。平均周工时 2021 年 1 月最高达到 35 小时，3 月最新为 34.4 小时，2018 年以来最低值为 34 小时。

图表29：工资通胀拆解，工资=时薪*工时（对数化结果）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.2 分行业时薪：8 个行业跑赢通胀

分行业的时薪增长来看，休闲酒店业的增幅仍最大，较疫情前累计增长了 29.6%。但是由于休闲酒店业的时薪绝对值较低，休闲酒店业的就业增长将拉低平均时薪。

CPI 和核心 CPI 相比疫情前上涨 20%和 18%，如果以 CPI 增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的有 8 个行业，持平上月，它们分别是休闲和酒店业、金融业、运输仓储业、专业和商业服务、其他服务业、教育和医疗服务业、零售业以及建筑业。13 个行业中超过半数的行业时薪增长跑赢了通胀。

图表30：时薪分行业

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的增幅
休闲和酒店	21.9	21.79	20.98	0.5%	4.4%	5	29.6%
金融业	45.23	44.99	42.75	0.5%	5.8%	8.34	22.6%
运输仓储业	30.55	30.48	28.83	0.2%	6.0%	5.5	22.0%
专业和商业服务	41.68	41.51	39.99	0.4%	4.2%	7.27	21.1%
其他服务业	31.06	31.18	29.93	-0.4%	3.8%	5.39	21.0%
教育和医疗服务	33.83	33.84	32.89	0.0%	2.9%	5.83	20.8%
零售业	24.35	24.33	23.67	0.1%	2.9%	4.14	20.5%
建筑业	37.8	37.6	35.99	0.5%	5.0%	6.42	20.5%
公用事业	50.81	50.77	49.37	0.1%	2.9%	8.13	19.0%
制造业	33.63	33.43	31.91	0.6%	5.4%	5.34	18.9%
批发业	37.61	37.37	36.38	0.6%	3.4%	5.69	17.8%
信息业	49.48	49.25	48.21	0.5%	2.6%	6.47	15.0%
采矿业	39.1	39.34	37.28	-0.6%	4.9%	4.58	13.3%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 职位空缺数保持 900 万以下

职位空缺数略微下降，保持在 900 万以下，职位空缺失业比下行。职位空缺失业比下降到 1.36，工作岗位的需求仍然不算低。

4.1 职位空缺等数据不弱

JOLTS 报告也显示劳动力市场绝对水平并不弱，尽管大趋势是在走弱。职位空缺数 2 月较 1 月略微上升，但仍低于 900 万。

图表31：职位空缺数（万人）

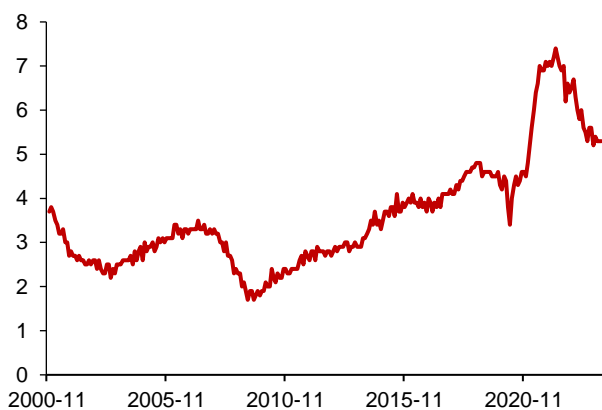


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度 2 月较 1 月下降，每一个失业的人平均面对 1.36 个潜在的就业机会。2022 年初时的峰值超过 2，目前高位明显回落。但还处于超过 2020 疫情前的经济扩张周期的位置，2020 年疫情开始前仅略高于 1.2。

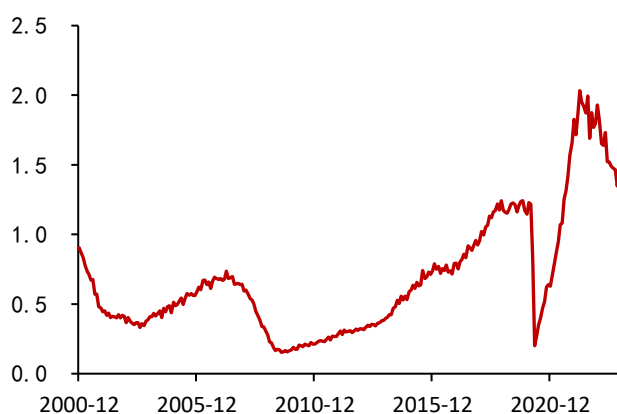
职位空缺率的数据显示就业市场也仍不弱，2 月的职位空缺率为 5.3%，和上月持平，较 2022 年 3 月的峰值 7.4%回落了 2.1%。

图表32：职位空缺率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表33：空缺失业比

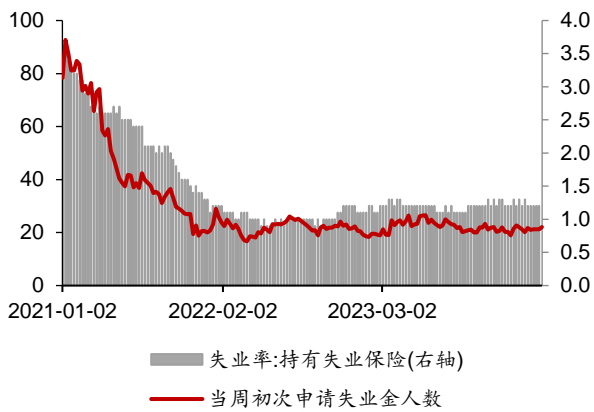


资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 初次申请失业金 21.3 万人

周度数据中,持有失业保险的失业率3月23日为1.2%,较最低点上升了0.3pct。持续领取失业金人数3月30日为179.1万,较2022年中达到的最低值已经上升了约49万人。

图表34: 当周初次申请失业金人数(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

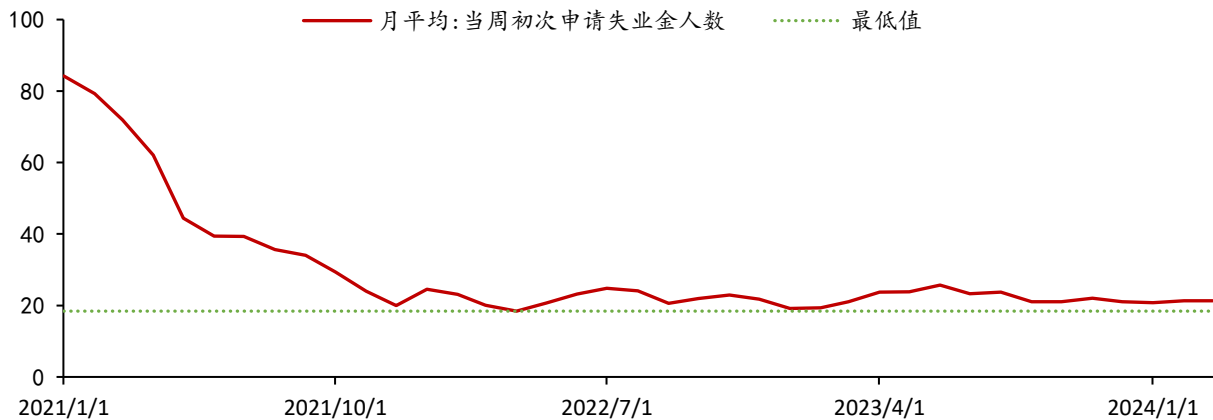
图表35: 持续领取失业金人数(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

当周初次申请失业金的人数仍然在大概20多万人波动,8月曾一度上升到24万人左右波动。从月度的均值来看,3月均值21.3万,较2月略微上升。

图表36：月均值：当周初次申请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

5. 美联储降息迫切性仍低

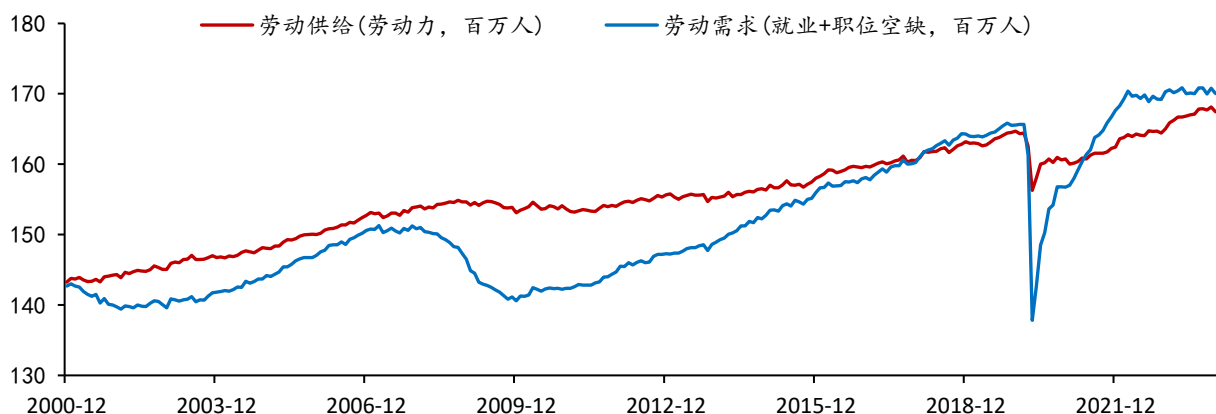
我们认为就业市场的整体表现仍偏强，或意味着美国总需求目前仍较高，失业率再次回到 3.8%，新增非农数据今年以来连续好于预期，职位空缺失业比也仍高于疫情前。就业市场目前仍偏强，短期消费或仍有较好支撑。美国经济或仍将超预期，和我们之前报告《为何我们预测 2024 年美国或超预期？》的观点吻合。亚特兰大联储和纽约联储 2024Q4 的 GDP 当期预测都是美国 2024 年 1 季度 GDP 环比折年增长 2.5%，同比增长将是 3.2%；纽约联储 2024Q5 的 GDP 当期预测美国 2024 年 1 季度 GDP 环比折年增长 2.25%，同比增长将是 3.1%。

5.1 降息预期降温，股市继续上行

- 失业率回落到 3.8%，就业市场仍较强，部分失业率回落来自于劳动参与率上升，同时新增非农 30.3 万人，高于多数分析师的预期。家庭调查的新增就业 3 月高于了雇主调查。新增非农最近的下修幅度也不大，我们认为就业市场仍处于总体较热的状态。
- 时薪环比较上月略微上行，但是同比回落到 4.1%，这对于美联储的通胀担忧来讲是有利的。

- 职位空缺数略微上升, 不过仍在 900 万以下, 职位空缺失业比下降到 1.36, 工作岗位的需求仍然不算低。劳动力市场的供需总体来讲还处于需求略超过供给的状态。

图表37: 劳动力供给和劳动力需求 (百万人)



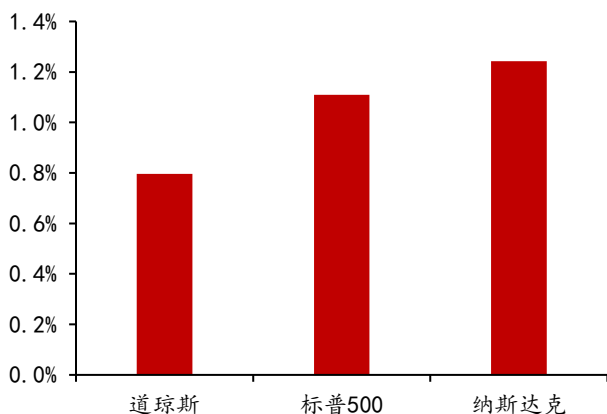
资料来源: Fred, 国联证券研究所整理

在非农数据公布后, 市场的反应上, 股市上行, 债券收益率上行。一方面, 美联储降息的预期边际上下降, 债券收益率上涨。另一方面, 劳动力市场数据显示美国经济仍然较强, 股市不惧高息可能持续而继续上行。

当地时间周五交易日非农公布后, 美国三大股指收盘上行, 其中道琼斯指数收盘上涨 0.8%, 标普 500 上涨 1.11%, 纳斯达克上涨 1.24%。失业率下降, 但仍高于低点, 因此以 Sahm 法则来看, 衰退的可能性略微上行。

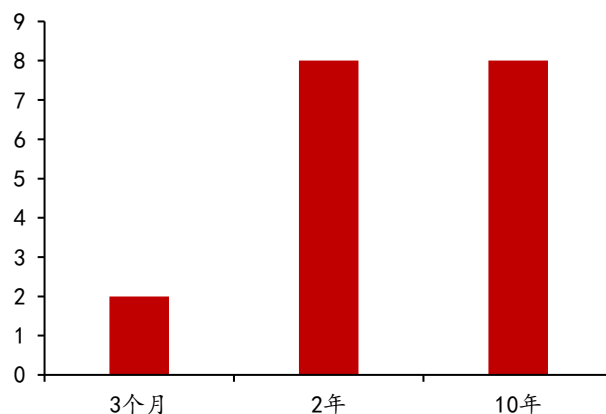
其他资产在数据公布后的变化, 3 个月的国债收益率上升 2 个基点, 2 年期国债收益率上升 8 个基点, 10 年期国债收益率上升 8 个基点。美元指数走高, 现货黄金也上行。降息预期下降, 但是黄金上行, 所以推动黄金上行的因素或是地缘政治风险等催生的安全资产需求的持续。

图表38: 美国股市收盘的反应(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表39: 美国国债利率收盘变化(基点)



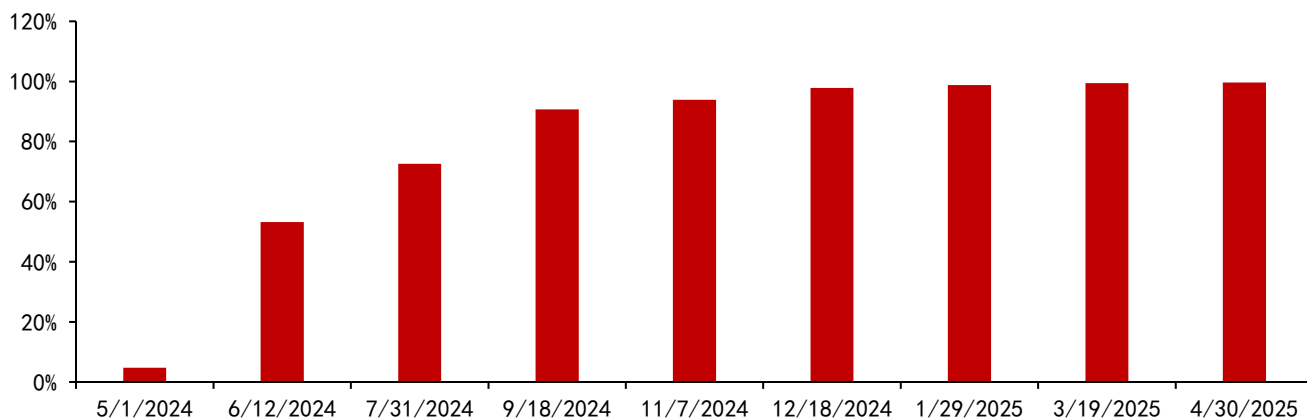
资料来源: Wind, 国联证券研究所

5.2 美联储6月降息仍存较大不确定性

美联储2024年5月会议降息的概率已经不到5%，降息的时点争论还是集中在6月，现在6月降息概率仅略超过50%。6月降息的概率之前还在70%左右波动，期货市场对于6月降息还有期待。现在在非农数据强劲的表现下，市场对于6月降息的信心进一步下降。我们认为6月是否能降息还存在较大不确定性。

劳动力市场仍强劲，我们认为美联储或不用急于降息，经济软着陆下还能控制住通胀恰是美联储最希望看到的结果，目前实现的可能仍较大。降息可能提前的主要风险或在于金融体系的压力，应关注缩表后期对流动性的影响。

图表40: 美联储降息概率(%)



资料来源: CME, 国联证券研究所整理

6. 风险提示

美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼