

降息仍由通胀主导，年内降息概率略有下降

2024年4月10日

宏观经济

事件点评

——美国3月非农数据点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国3月季调后非农就业增30.3万，预期21.4万，前值27.5万；失业率3.8%，预期3.8%，前值3.9%。

主要观点：

- 1、就业紧绷程度进一步下降，非常接近疫情前的高位，二季度非农总量无忧。
- 2、就业主力医疗和政府为非周期性行业，扣除后非农环比新增较为低迷。
- 3、美联储降息的诉求是在经济不出现衰退的前提下，政策利率能够匹配回落的通胀水平，即从限制性区域回落至略微限制~中性利率的区间，因此降息仍由通胀主导。
- 4、降息最佳窗口为5月至三季度中期，但5月几无可能，降息窗口很窄，降息幅度进一步下降，由50bp降至50~25bp。
- 5、维持美国十年期国债利率下限3.65~3.85%，上限4.35~4.6%；美股维持短期没有明显风险点，长期中性。

就业紧绷程度进一步下降，二季度非农总量无忧。 岗位空缺数与非农就业总和仍显著高于劳动力供给，二季度就业无忧，但紧绷程度进一步下降。以岗位空缺数与非农就业总和作为衡量劳动力市场的需求方，以劳动力人数作为供给方，2月需求占供给百分比从疫情后期高点103.68%进一步降至101.37%（前值101.57%），非常接近疫情前的高点100.91%。（疫情前2019~2020年2月，美国劳动力市场处于历史上较为紧绷的时期），但短期仍难以下降至合理范围（图7）。分行业看，部分行业岗位空缺数已显著低于疫情前，如贸易运输和能源（79%）、零售（70%），仍显著高于疫情前的有医疗保健（163%）、制造业（145%）和建筑业（146%）（图8）。受基建项目支持，建筑业岗位需求旺盛，推断年内建筑业投资仍旧稳健。3月就业增加显著的医疗、政府、娱乐休闲、餐饮和建筑的岗位空缺数在2月均有边际上扬，预计二季度非农数据总量上仍较为强劲。

医疗、政府继续高位增长，专业与商业继续低迷，与前两月特征相仿。 3月就业主要集中于医疗（7.2万）、政府（7.1万）、娱乐休闲（含餐饮）（4.9万）和建筑（3.9万），此外，零售（1.8万）、其他服务业（1.6万）也有所增长，其中其他服务业增速显著高于过去12个月的平均值水平（0.8万）。专业与商业服务（0.8万）的低速增长延续了前几个月的特征，即专业、科学技术服务继续增长0.85万（前值1.6万），其他细分行业小幅变化。信息业不变，连续4个月就业不再收缩，或预示疫情后的行业回落暂告一段落；此外，制造业止跌（0万，前值-0.4万），非耐用品仍处于趋势性回落中（-0.4万，前值-0.6万），耐用品就业（0.4万，前值0.2万）主要来自汽车制造（1.1万）（图4）。赌博娱乐行业近两月恢复良好，或预示三季度旅游旺季消费可期（图17）。

周期性行业就业略显低迷。 近期就业主力集中在医疗和政府，占非农总量约25%（图14），对非农影响显著，但这两个行业周期性不强。扣除医疗与政府就业，则非农新增处于历次经济周期较低水平（图15，图16），当然本轮周期不排除政府和医疗就业对其他行业的替代效应。劳动力市场数据在经济周期中一般属于滞后项，降息仍由通胀主导，只要年内通胀继续下行趋势，降息仍在选择范围内。

时薪（或周薪）同比降至4%以下才可看到通胀压力实际下降，需至少一个季度才能确定不会反弹。 3月时薪同比虽继续回落，但仍有4.2%（图6）。时薪回落主要由中高收入带动，中低收入变化不大（图13）。在前期基数较高的基础上，时薪同比仍能达到4%以上是劳动力市场较为紧绷的佐证之一。横向比较，4%属于正常经济周期的高位，特别是CPI同比低于时薪的情况下。因此，从时薪角度看，降息时机尚未成熟。

我们去年四季度关于降息时间点的观点基本印证，即最早不会早于今年5月，目前市场对二季度降息已不抱希望。我们在

2020年疫情开始后就提出，随着地产周期复苏，中性利率可能有所抬升，即目前的政策利率水平虽处于限制性区域，但可能离中性利率并不太远。降息方面，我们认为，劳动力市场虽有所缓和但仍处于紧绷状态，过早降息可能会引起后期通胀的反弹；今年先考虑降息50bp以缓和高利率对经济的限制，更多的降息仍需观察。此外，最佳的降息窗口在二季度末三季度初。由于美国是消费主导的经济体，三四季度为传统消费旺季，若一二季度不出现衰退，则大概率三四季度经济表现大概率尚可。若三四季度消费尚可，则通胀存在反弹压力。降息拖到三季度后期至年末，可能会遇到通胀下行趋势减弱而经济增速维持一定水平这种不利降息的局面，届时很难实现年内50bp的降幅。

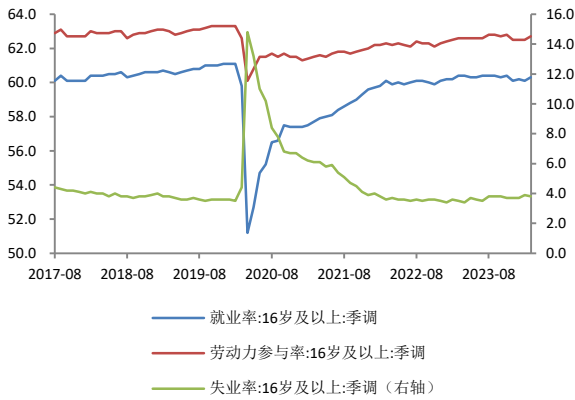
降息必要性进一步降低。本轮美联储降息的诉求是在经济不出现衰退的前提下，政策利率能够匹配回落的通胀水平，即从限制性区域回落至略微限制~中性利率的区间。从这一角度理解，若通胀不改下降趋势，今年小幅降息的概率尚存。虽然我们一直认为降息幅度比美联储要小（50bp vs 75bp），但无论从GDP增速、非农、时薪同比以及制造业PMI（图21）的最新表现来看，年内降息的必要性进一步降低。按照2008年以前的政策风格，高于2%的GDP增速以及高于4%的时薪增速的情景中，美联储没有降息的理由。

美国十年期国债利率下限维持3.65~3.85%，上限4.35~4.6%（图18）。目前美十债利率水平隐含的降息幅度从50bp降至28bp（图20，以一年期国债与FFR利差衡量），但从我们模型来看，隐含的降息幅度已经为0。随着通胀中枢以及GDP增长中枢上移，美十债很难回到2008~2022年间的长期低利率水平，定价应参照2008年之前。

股市方面，美国短期经济衰退风险不大，实体经济投资止跌，叠加AI技术突破，股市短期风险不大。但长期泡沫再次出现，类似1997-2000年科技泡沫时期。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，鉴于美联储仍保留降息可能，我们在2023年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是因为目前尚没有货币政策导致的流动性问题（图19）。

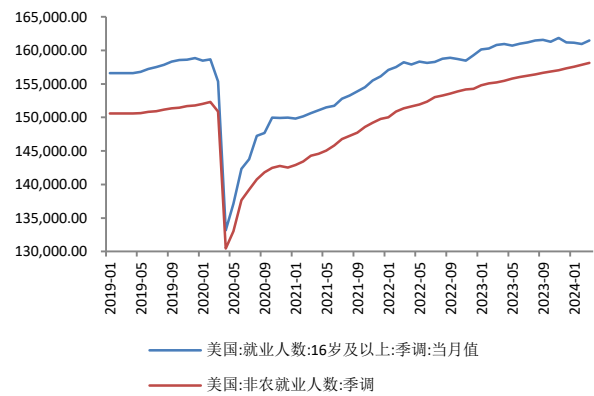
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1：劳动参与率略有回升（%）



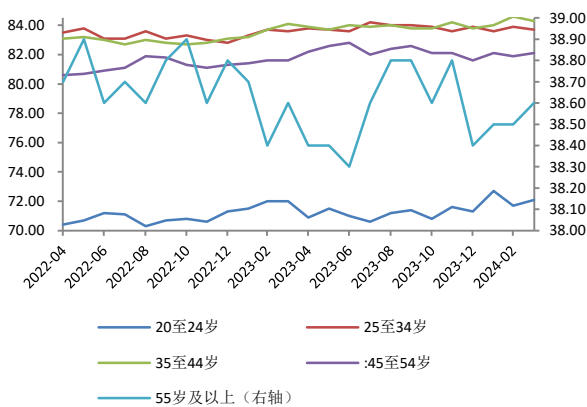
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

图2：家庭调查就业与企业调查就业均超过疫情前（千人）



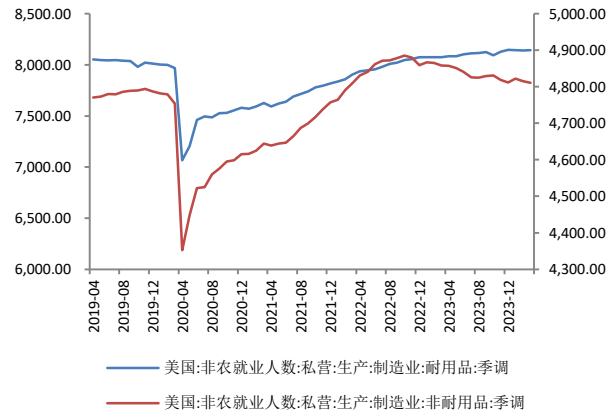
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

图3：劳动参与率：分年龄（%）



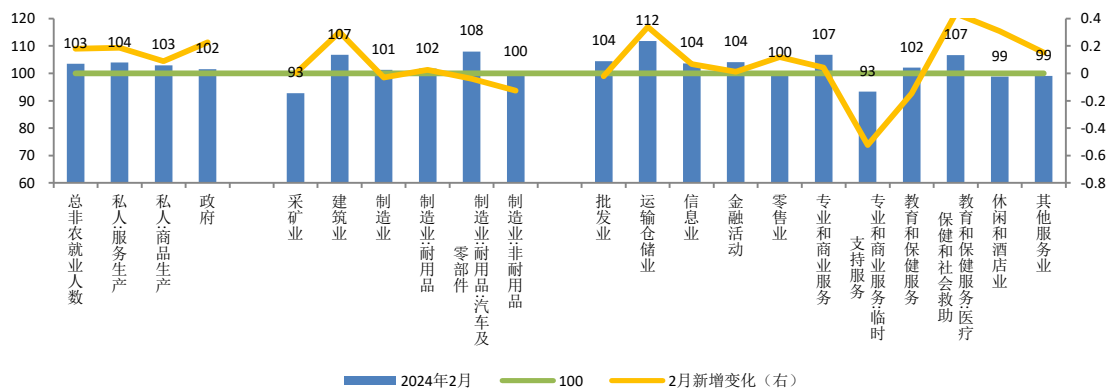
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图4：制造业就业仍在平台期，非耐用品继续回落（千人）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图5：非农细分行业新增环比（2020年2月=100）



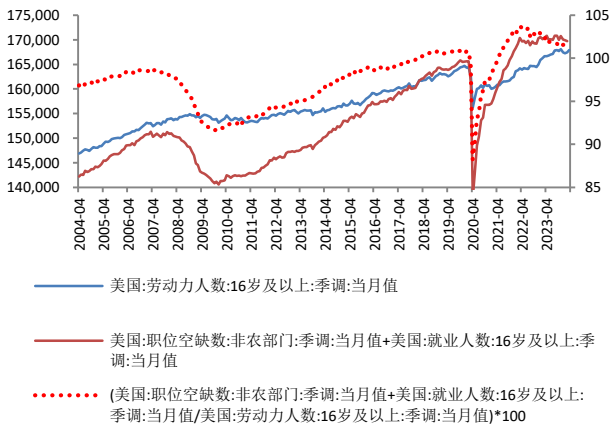
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图6：周薪同比位于至正常周期末期高位，但基数效应明显，至少需半年时间验证是否为有效回落（%）



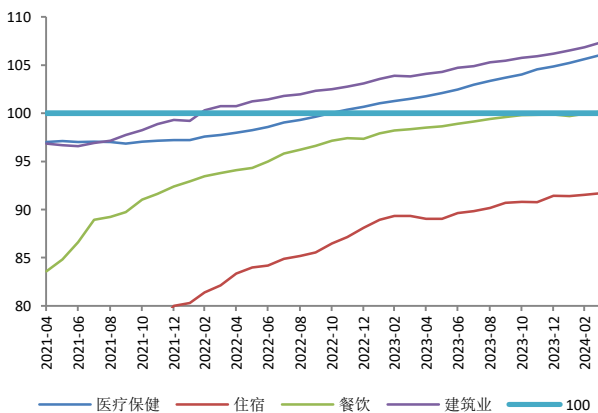
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图7：就业紧绷进一步下降（千人）



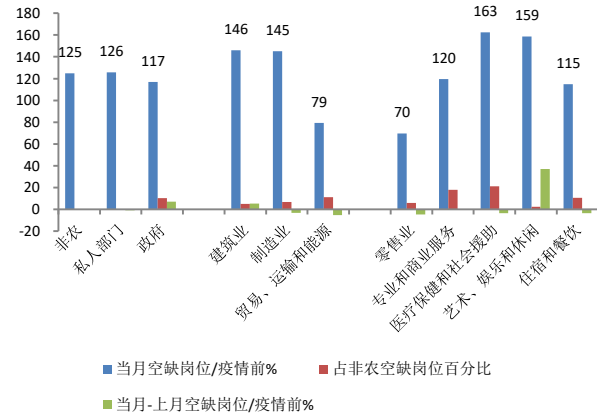
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图9：部分行业就业恢复距离（2020年2月=100）



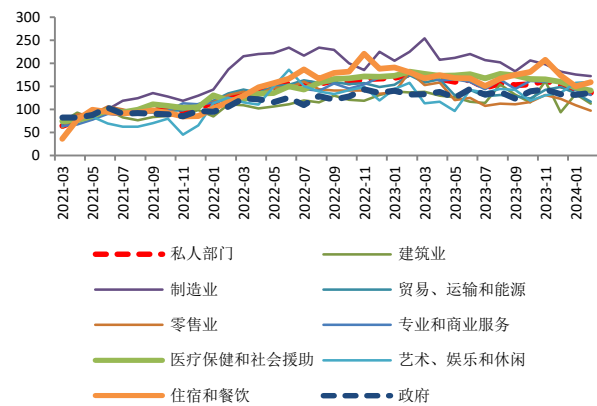
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图8：建筑、医疗等就业市场需求旺盛（2020年2月=100）



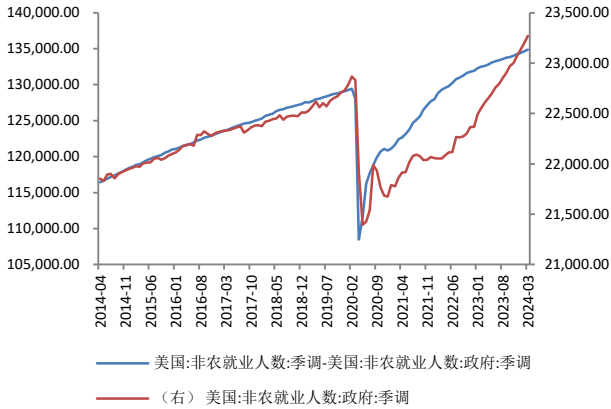
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图10：除政府、休闲娱乐和医疗，其他岗位需求继续回落（2020年2月=100）



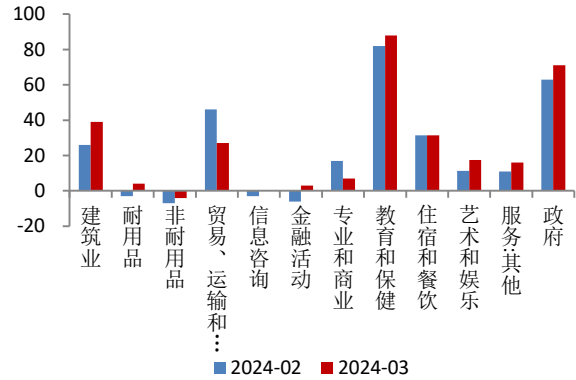
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图11：政府部门就业支撑非农（千人）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图12：非农新增（按行业，单位：千人）



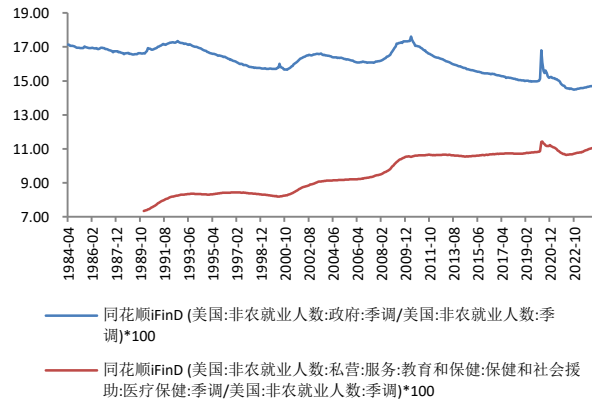
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图13：中高收入阶层时薪同比迅速回落（%）



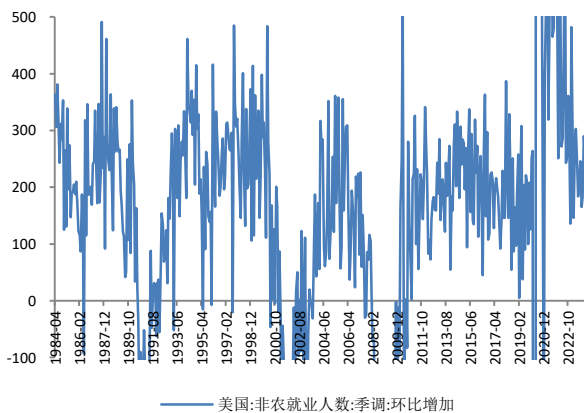
资料来源：美联储, 东兴证券研究所

图14：政府和医疗占非农就业百分比（%）



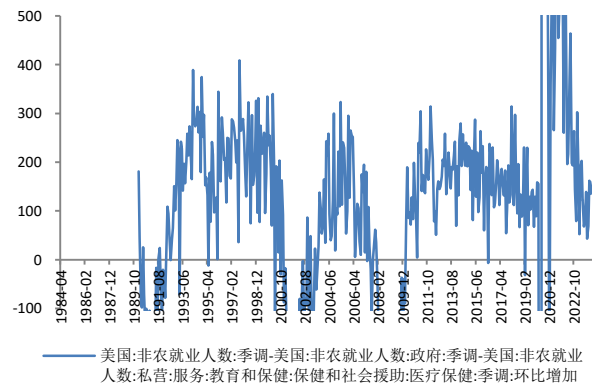
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图15：非农环比新增（千人）



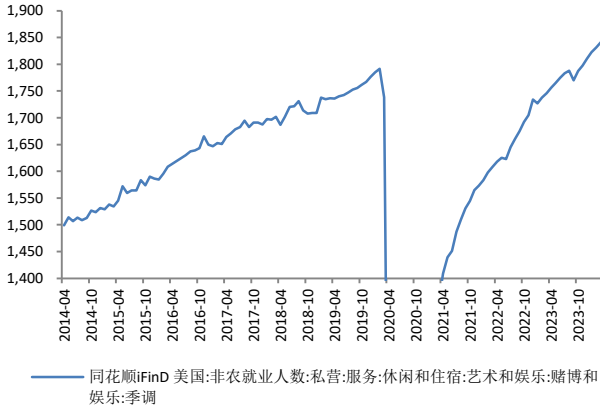
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图16：扣除医疗和政府就业，非农环比新增（千人）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图17：赌博娱乐业就业恢复加速（千人）



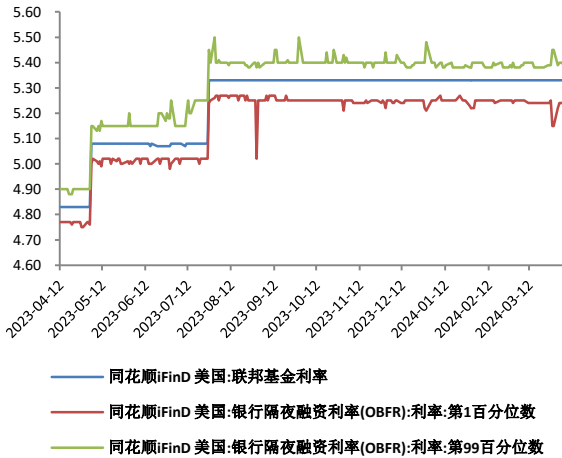
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：美十债模型（%）



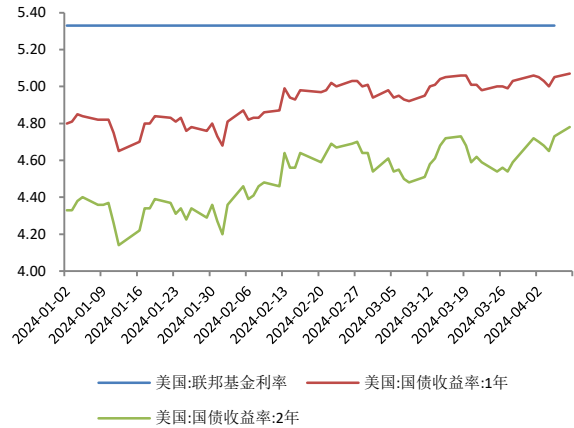
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图19：短期货币市场没有出现流动性问题（%）



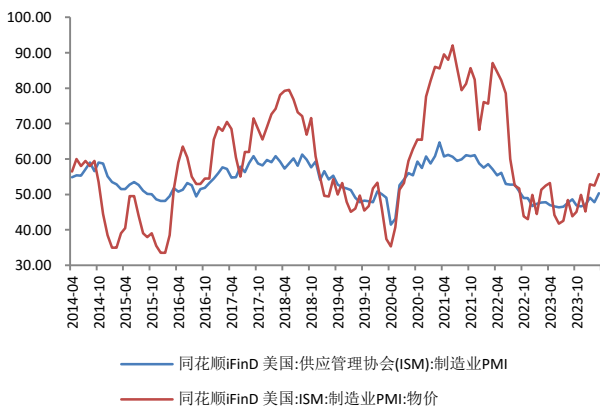
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：短期国债利率与 FFR（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图21：制造业 PMI 回升至 50 以上



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	点阵图对降息幅度有边际收窄倾向—美国 3 月 FOMC 点评	2024-03-22
宏观深度报告	衰退继续延迟，海外进入降息通道—2024 海外经济展望 PPT	2024-03-14
宏观普通报告	美国通胀仍有粘性，降息窗口较窄—美国 2 月 CPI 数据点评	2024-03-14
宏观普通报告	美国劳动力市场仍较为稳健，降息窗口较窄—美国 2 月非农数据点评	2024-03-13
宏观深度报告	对 2024 年政府工作报告的几点理解—	2024-03-07
宏观普通报告	美国商品价格止跌，服务价格粘性不变—美国 12 月 CPI 数据点评	2024-01-18
宏观普通报告	美国劳动力市场仍较为稳健—美国 12 月非农数据点评	2024-01-10
宏观普通报告	宏观普通报告：降息进入美联储视野，略超市场预期	2023-12-20
宏观普通报告	宏观普通报告：美国商品价格稳定下降，服务价格尚有一定粘性	2023-12-15
宏观深度报告	宏观深度报告：衰退继续延迟，海外进入降息通道	2023-12-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526