

# 美国3月非农点评：就业延续强势，降息再推后



沈夏宜 分析师  
Email:shenxiayi@lczq.com  
证书:S1320523020004



杨见一 研究助理  
Email:yangjianyi@lczq.com

## 核心观点：

**美国3月非农新增30.3万人，失业率小幅降至3.8%，降息预期回落。**3月彭博一致预期新增就业为21.4万，失业率预期为3.9%，非农就业与失业率双双超预期。3月美国就业数据为一季度最强劲的一期，原因有三：①3月家庭调查和企业调查口径下的就业数据均指向就业市场强劲；②1月数据上修2.7万人，而2月仅下修0.5万人，一季度就业超预期；③3月劳动参与率超预期修复至62.7%的情况下失业率仍然回落，可能的解释只能是失业人数减少，就业市场韧性较强。

**粘性服务业和建筑业就业超预期上升可能是关键。**3月服务业新增就业19.0万人同前，其中医疗保健新增就业保持较高水平(+8.8万)，为最大拉动项。休闲酒店业新增就业延续上涨势头，3月新增4.9万，为第二拉动项。3月商品业新增就业超预期，新增4.2万，前值1.7万。其中建筑业就业较上月明显回温，3月新增3.9万人，前值2.6万，为商品业就业主力。采矿和伐木业、制造业均小幅回升。

**美国3月非农平均时薪同比增速4.1%，前值4.3%，仍在回落。**3月美国平均时薪\$34.69美元，环比增加0.3%，合上升\$0.12美元。美国3月名义工资同比增速持续回落，释放粘性服务通胀压力缓解的积极信号。按行业划分，2月商品业时薪增速上涨0.11%至5.36%；服务业时薪回落0.17%至3.88%。整体来看，美国当前时薪同比增速水平仍然较高，但趋势上持续放缓。

**美国3月就业数据延续强势，降息紧迫性和必要性均下降。**非农继续走强，失业率超预期下降，降息紧迫性和必要性均下降。非农数据公布后美联储官员集中放鹰，先后公开“警告”市场降息不会过早到来，其中美联储理事鲍曼还称“如果（降）通胀进展停滞或逆转，美联储愿意再次加息”。截至数据发布当日，市场大幅下调降息预期，6月首次降息可能性跌破50%，上半年降息不再是大概率事件，68.3%概率预计7月首降。2024年下半年整体降息路径上移，节奏放缓，全年降息幅度预期由73bps下降至61bps。

**风险提示：**美国通胀粘性超预期，美联储货币政策紧缩超预期。

## 相关报告

2月金融数据点评：社融增速回落，宽信用有待观察

2024.03.18

低基数效应显现，进出口数据迎来“开门红”——1-2月进出口数据解读

2024.03.12

2024年政府工作报告点评：新质生产力与稳增长并重

2024.03.06

## 目 录

---

1. 美国 3 月就业市场表现持续超预期 .....	4
2. 3 月就业数据显示美国劳动力供需结构改善.....	7
3. 市场影响：降息预期继续下降，首降或推迟至 7 月 .....	8
4. 风险提示 .....	9

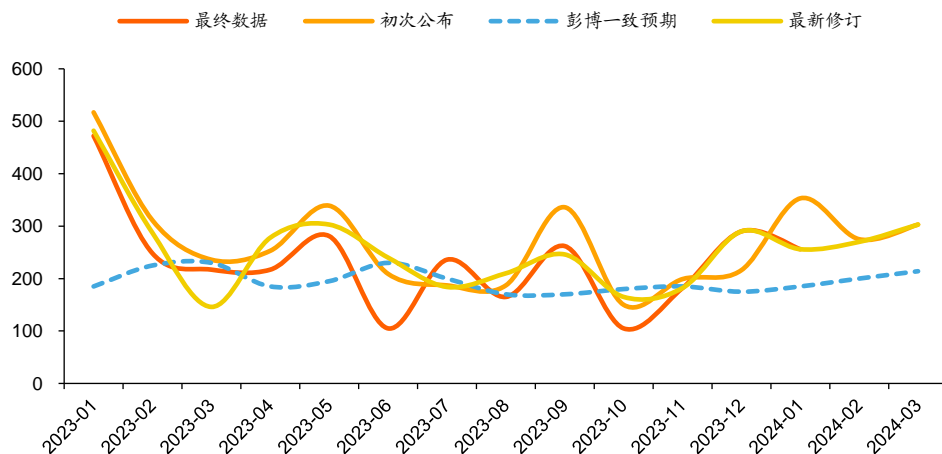
## 图表目录

图 1	2024 年 3 月美国非农就业数据公布同时修正前 2 个月数据	4
图 2	最近 12 个月美国新增非农就业分布，按行业（千人）	5
图 3	美国 3 月失业率小幅降至 3.8%（%）	5
图 4	美国就业需求收缩，供给回升，缺口有缩小趋势（千人）	5
图 5	美国 3 月劳动力参与率升至 62.7%（%）	6
图 6	美国 3 月非农平均时薪同比增速 4.1%（%）	6
图 7	美国近 1 年各行业平均时薪同比增速（%）	6
图 8	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平（%）	7
图 9	美国各年龄段劳动力人数分布（千人，%）	7
图 10	美国企业职位空缺数，按企业大小（3MA，千个）	7
图 11	美国企业职位空缺数同比，按企业大小（3MA，%）	7
图 12	美国 2 月职位空缺率持平 5.3%，就业市场需求端保持放缓趋势（%）	8
图 13	Indeed 领先指标显示未来美国岗位空缺数继续下降趋势	8
图 14	非农公布后 2024 年降息概率预期回落（%）	9
图 15	非农公布后降息路径后推（%）	9

## 1. 美国 3 月就业市场表现持续超预期

美国 3 月非农新增 30.3 万人，失业率小幅降至 3.8%，市场降息预期继续回落。3 月彭博一致预期新增就业为 21.4 万，失业率预期为 3.9%，非农就业与失业率双双超预期。3 月美国就业数据为一季度最强劲的一期，原因有三：①相较前月失业率和非农新增背离的情形，3 月家庭调查和企业调查口径下的就业数据均指向就业市场强劲；②劳工部上修 1 月数据至 25.6 万（+2.7 万人），而 2 月仅下修 0.5 万人至 27 万人，一季度就业整体超预期；③3 月劳动参与率超预期修复，由 62.5% 上升至 62.7%。在劳动力供给修复的情况下失业率仍然回落，可能的解释只能是失业人数减少，就业市场韧性较强。

图1 2024 年 3 月美国非农就业数据公布同时修正前 2 个月数据



资料来源：BLS，联储证券研究院

拆分行业结构来看，粘性服务业和建筑业就业超预期上升可能是关键。3 月服务业新增就业 19.0 万人持平前值，其中医疗保健新增就业保持较高水平，新增 8.8 万，前值 8.2 万，为最大拉动项。休闲酒店业新增就业延续 2 月的上涨势头，3 月 4.9 万，前值 4.3 万，为第二拉动项。服务业其他分项中，批发（+0.9 万，前值-0.3 万）、金融活动（+0.3 万，前值-0.6 万）等不同程度的回温。而零售（+1.8 万，前值+2.3 万）、运输和仓储（+0.1 万，前值+2.3 万）、专业和商业服务（+0.7 万，前值+1.7 万）等新增就业明显回落。3 月商品业新增就业超预期，新增 4.2 万，前值 1.7 万，是上月增长的两倍。其中建筑业就业较上月明显回温，3 月新增 3.9 万人，前值 2.6 万，为商品业就业主力。采矿和伐木业（+0.3 万，前值+0.1 万）、制造业（0 万，前值-1 万）均小幅回升。

薪资方面，美国 3 月非农平均时薪同比增速 4.1%，前值 4.3%。3 月美国平均时薪 \$34.69 美元，环比增加 0.3%，合上升 \$0.12 美元。美国 3 月名义工资同比增速持续回落，释放粘性服务通胀压力缓解的积极信号。按行业划分，2 月商品业时薪增速上涨 0.11% 至 5.36%；服务业时薪回落 0.17% 至 3.88%。整体来看，美国当前时薪同比增速水平仍然较高，但趋势上持续放缓，后续仍需紧密关注薪资可能对通胀带来的压力和对内需的支撑。

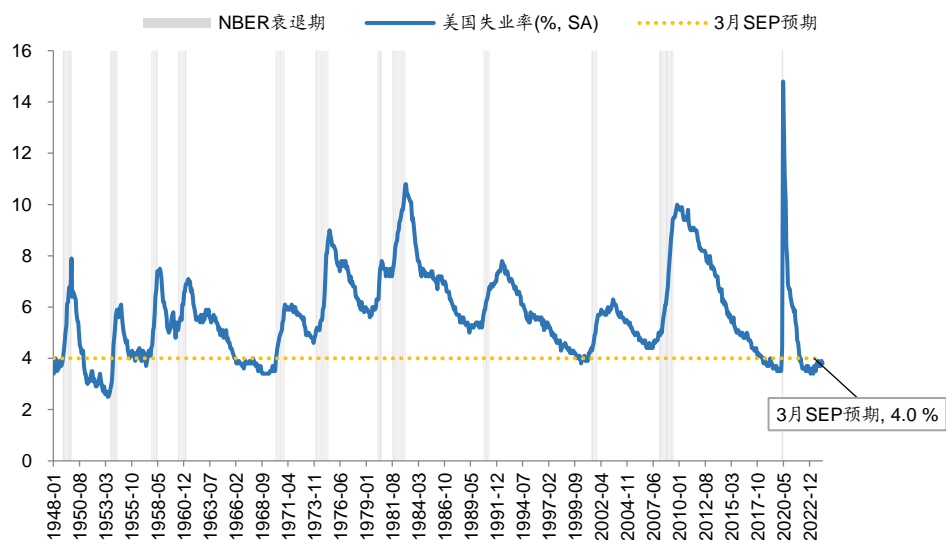
美国 3 月就业数据延续强势，降息紧迫性和必要性均下降。非农继续走强，失业率超预期下降，降息紧迫性和必要性均下降。非农数据公布后美联储官员集中放鹰，先后公开“警告”市场降息不会过早到来，其中美联储理事鲍曼还称“如果（降）通胀进展停滞或逆转，美联储愿意再次加息”。截至数据发布当日，市场大幅下调降息预期，6 月首次降息可能性跌至 48.6%，上半年降息不再是大概率事件；68.3% 概率预计 7 月首降。2024 年下半年整体降息路径上移，节奏放缓，全年降息幅度预期由 73bps 下降至 61bps。

图2 最近 12 个月美国新增非农就业分布，按行业（千人）

项目	趋势	当月增加 (千人)												
		2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03
总量	非农总量	146	278	303	240	184	210	246	165	182	290	256	270	303
私人	商品	-12	33	14	42	7	33	27	-10	36	33	30	17	42
	采矿业	2	4	3	0	2	0	1	-1	-4	3	-2	1	3
	建筑业	-6	20	16	33	11	31	13	22	15	18	26	26	39
	制造业	-8	9	-5	9	-6	2	13	-31	25	12	6	-10	0
	服务	103	198	240	143	141	117	169	108	116	181	166	190	190
	批发	9	-1	7	1	16	2	12	12	7	7	-7	-3	9
	零售	-27	6	13	-6	6	-6	18	1	-43	32	17	23	18
	运输和仓储	-16	7	20	-12	-11	-28	9	-9	-11	-18	-4	23	1
	公用事业	3	2	1	1	-2	3	2	2	2	2	2	3	0
	信息	5	-1	-3	-7	-28	-18	11	-26	17	13	8	-3	0
	金融活动	4	29	13	9	18	4	0	0	4	6	-4	-6	3
	专业和商务服务	18	30	49	7	-17	-1	-5	10	35	48	17	7	7
	私立教育和医疗保健	62	79	91	77	109	93	81	77	110	84	100	82	88
	休闲和酒店	35	42	39	60	41	52	27	57	10	41	-3	43	49
	其他服务	11	4	10	12	9	16	9	-1	10	0	10	11	16
	政府	政府	55	47	49	55	36	60	50	67	30	76	60	63

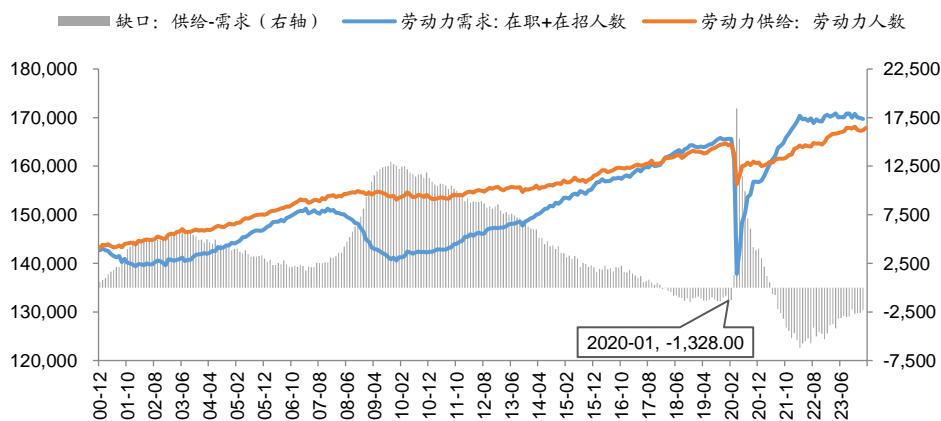
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图3 美国 3 月失业率小幅降至 3.8% (%)



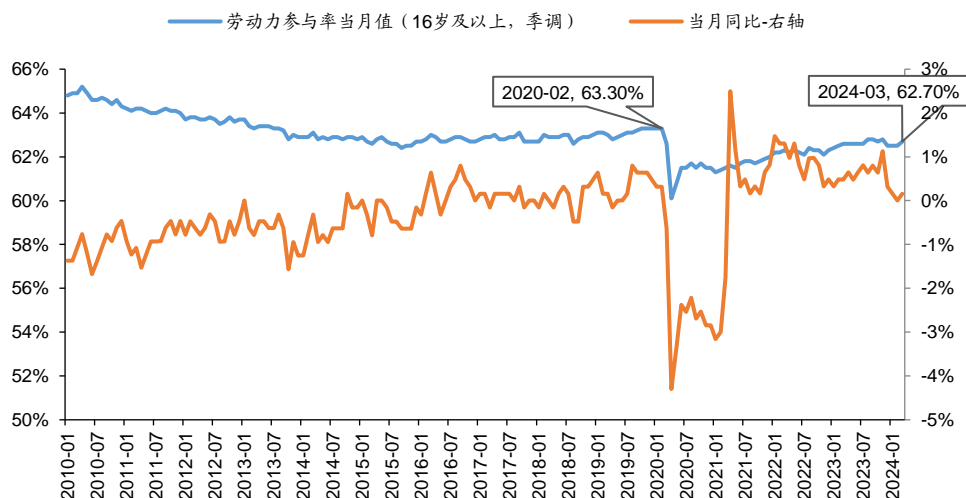
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图4 美国就业需求收缩，供给回升，缺口有缩小趋势（千人）



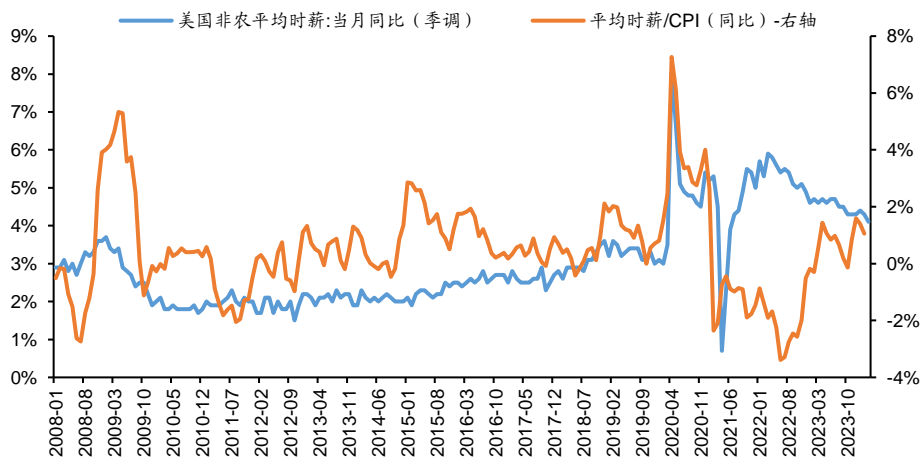
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图5 美国3月劳动力参与率升至62.7% (%)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

图6 美国3月非农平均时薪同比增速4.1% (%)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

图7 美国近1年各行业平均时薪同比增速 (%)

部门	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03
<b>非农平均</b>	4.30%	4.38%	4.34%	4.41%	4.36%	4.29%	4.15%	4.10%	3.96%	4.10%	4.48%	4.28%	4.14%
<b>商品生产</b>	4.65%	4.59%	4.70%	5.09%	5.32%	5.15%	5.32%	5.02%	5.33%	5.41%	5.17%	5.15%	5.36%
采矿业和伐木业	4.78%	7.12%	6.91%	5.62%	4.79%	4.50%	5.62%	6.02%	5.90%	5.92%	5.79%	5.90%	4.88%
建筑业	5.42%	5.18%	5.01%	4.87%	5.43%	5.16%	5.14%	4.96%	4.94%	4.61%	5.18%	4.66%	5.03%
制造业	4.05%	3.92%	4.24%	5.05%	5.13%	4.99%	5.23%	4.79%	5.32%	5.66%	4.99%	5.33%	5.39%
<b>服务提供</b>	4.25%	4.33%	4.28%	4.26%	4.12%	4.07%	3.88%	3.86%	3.63%	3.80%	4.36%	4.05%	3.88%
贸易、运输和能源	4.45%	4.99%	4.57%	4.85%	4.69%	4.89%	4.87%	4.35%	4.15%	4.46%	4.31%	3.70%	4.04%
零售	3.98%	4.66%	4.43%	4.28%	4.04%	4.16%	4.24%	3.62%	2.90%	3.75%	3.10%	1.68%	2.87%
批发	4.75%	5.11%	5.27%	5.20%	4.69%	5.14%	5.67%	4.30%	4.34%	3.51%	2.78%	3.23%	3.38%
信息	5.67%	4.25%	4.56%	3.60%	3.76%	1.82%	0.86%	1.38%	2.32%	3.56%	3.10%	1.81%	2.63%
金融活动	4.02%	3.77%	4.42%	4.41%	4.39%	5.55%	4.92%	5.11%	5.48%	5.00%	5.34%	5.85%	5.80%
专业和商业服务	4.44%	4.23%	4.30%	4.63%	4.58%	4.16%	4.28%	4.47%	4.14%	4.45%	4.63%	4.27%	4.23%
教育和健康服务	3.88%	3.90%	3.60%	3.33%	2.87%	3.08%	3.24%	3.00%	2.49%	2.46%	3.68%	3.76%	2.86%
休闲接待	5.92%	5.89%	5.81%	5.78%	5.60%	4.98%	4.68%	4.50%	4.56%	3.95%	4.38%	4.66%	4.39%
其他服务	3.35%	4.30%	4.54%	3.70%	2.88%	3.63%	3.30%	3.98%	2.92%	3.88%	5.62%	5.25%	3.78%

资料来源: BLS, 联储证券研究院

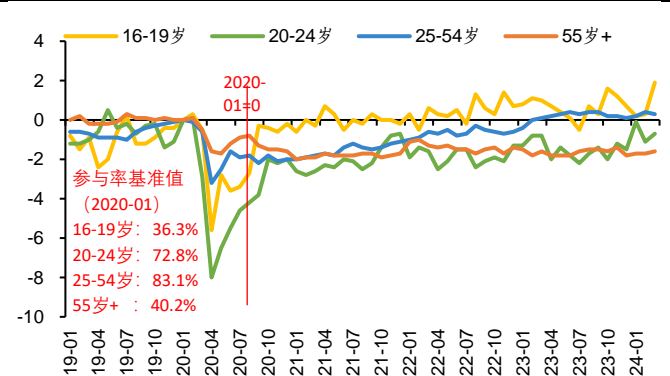
\*颜色以当月非农平均时薪为基准 (白色)

## 2.3 月就业数据显示美国劳动力供需结构改善

从供给端来看，3月劳动力人数回升，参与率上升0.2个百分点至62.7%。3月美国16岁以上劳动力人数延续2月上漲趋势，大幅上升46.9万，劳动参与率经历前3个月的低位后有所回升。3月劳动供给较前月有所改善，但由于CPS就业人口大幅上升49.8万人，超过劳动人口上升幅度，3月失业率总体有所回落。

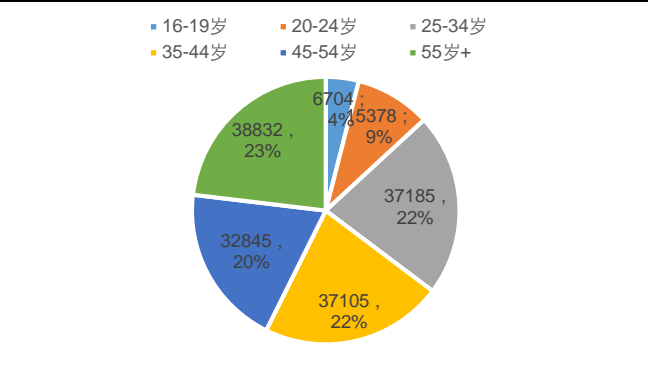
按年龄划分，青少年和黄金年龄段劳动力是3月劳动参与率恢复的主力。16-19岁青少年参与率上升1.6个百分点，是整体劳动参与率和劳动力人数上漲的主要动力；20-24岁人群上升0.4个百分点；25-54岁人群参与下降0.1个百分点；55岁以上人群参与率上升0.1个百分点。青少年和黄金年龄人群参与率基本恢复至疫情前水平，且趋势上稳步上升，但20-24岁以及55岁以上人口参与率仍在缓慢修复，符合我们之前的判断。

图8 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



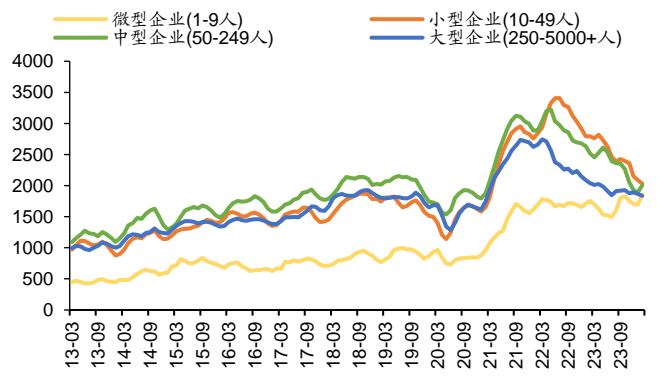
资料来源: FRED, 联储证券研究院

图9 美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)



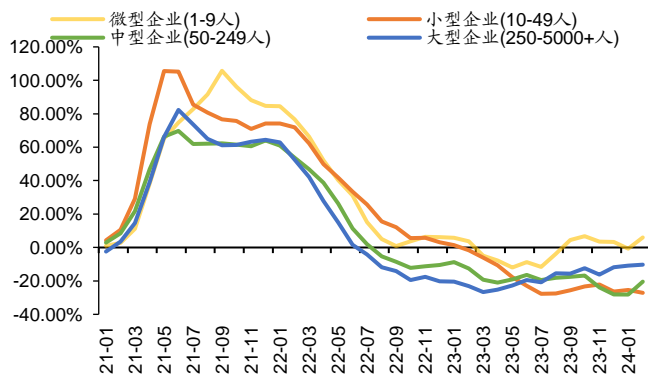
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图10 美国企业职位空缺数, 按企业大小 (3MA, 千个)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

图11 美国企业职位空缺数同比, 按企业大小 (3MA, %)



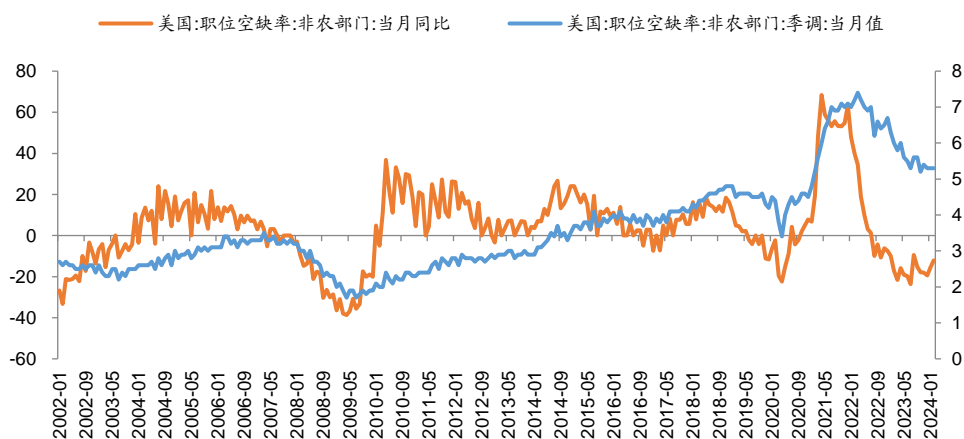
资料来源: BLS, 联储证券研究院

从需求端来看，2月美国各类企业职位空缺率持平5.3%，未来有望继续放缓。最新JOLTS数据显示，美国近半年整体在岗+在招人数持续回落，就业市场需求端进一步放缓。三个月移动平均值显示美国近期微、中型企业职位空缺数量有所反弹，抵消了小型、大型企业招聘需求下降进展。从同比来看，企业需求整体的下降趋势不变，劳动力需求结构性放缓。另外，领先指标Indeed job posting index显示，未来一个月美国职位空缺还有下降空间，就业市场需求端将持续降温的总体趋势不变。

从供需结构来看，美国就业市场供给端偏紧的总体状态正在改善。需求逐渐放缓叠加供给回升，劳动力缺口有改善趋势。美国新增就业连续高增，且劳动力市场的强劲表现得到了结构改善的支撑，侧面反映美国经济基本面较强，美联储降息的操作空间较大，或不急于在通胀彻底放缓前降息。

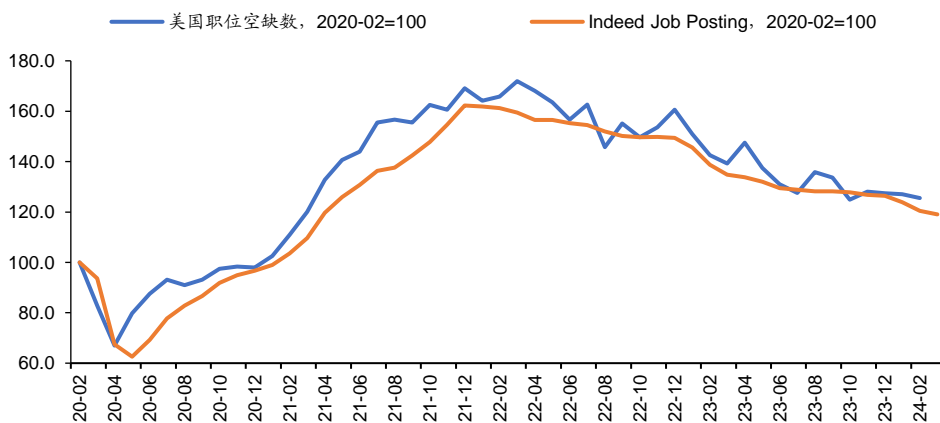


图12 美国 2 月职位空缺率持平 5.3%，就业市场需求端保持放缓趋势（%）



资料来源：BLS，联储证券研究院

图13 Indeed 领先指标显示未来美国岗位空缺数继续下降趋势



资料来源：FRED，联储证券研究院

### 3. 市场影响：降息预期继续下降，首降或推迟至 7 月

其他就业数据也指向 3 月美国非农新增就业继续走强。3 月美国失业率回落，新增就业超 30 万人，结合从其他就业数据来看，近期美国兼职比例走高，周工作时长回升，离职率小幅升至 3.5%，解雇和裁员率由 1 月的 1.3% 降至 0.9%，劳动力供给缺口缩小。这些均表明美国就业结构较为健康，美联储对过度紧缩后就业环境恶化的担忧减轻，降息紧迫性降低。

4 月 5 日至 6 日美联储官员集中发言，鲍曼等人先后放鹰。其中，里士满主席巴尔金表示“美联储在放心地降息之前需要看到‘更广泛的’降通胀进展。”明尼阿波利斯主席卡什卡利表示“如果我们继续看到通胀回落停滞，那么降息的必要性值得质疑。”达拉斯主席洛根表示“当前考虑降息为时过早。”理事鲍曼更是强势发言称“如果（降）通胀进展停滞或逆转，美联储愿意再次加息。”美联储梅斯特和戴利的发言则偏鸽派，称“数据可能支持六月降息”，以及“2024 年三次降息是合理基准。”

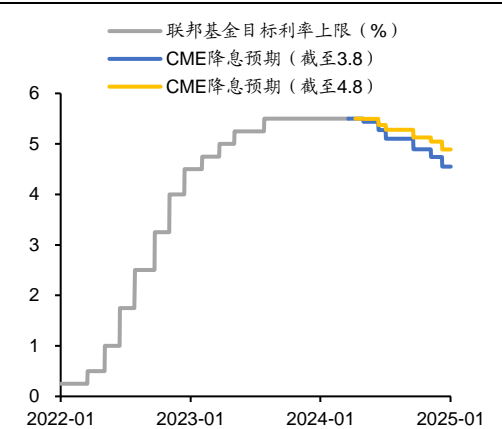
结合官员鹰派表态，市场降息预期继续后推，上半年或难迎来首降。数据公布后，市场对后续降息信心下降，预计首次降息时间延后。美联储 5 月维持当前利率可能性增加至 98.2%，6 月降息可能性则下降至 48.6%，7 月降息概率也仅有 68.3%。市场对 2024 年内降息次数的预期变为 2 次，全年降息幅度预期由 73bps 下降至 61bps。我们认为，美国就业结构性改善仍在继续，但就业市场仍然较为健康，或难以推动美联储转向降息。后续应紧密关注 3 月 CPI 等经济指标变化。



**图14 非农公布后 2024 年降息概率预期回落 (%)**

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
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%	1.8%	98.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	48.6%	50.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	18.6%	49.3%	31.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	11.5%	37.3%	38.6%	12.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	20.3%	37.8%	29.7%	8.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	14.1%	31.1%	32.8%	16.3%	3.1%
2025/1/29	0.0%	0.0%	1.1%	7.3%	21.1%	31.8%	26.0%	10.9%	1.8%
2025/3/19	0.0%	0.5%	4.2%	14.2%	26.4%	28.9%	18.5%	6.4%	0.9%
2025/4/30	0.2%	1.7%	7.4%	18.1%	27.2%	25.6%	14.6%	4.6%	0.6%

资料来源：CME，联储证券研究院

**图15 非农公布后降息路径后推 (%)**


资料来源：CME，联储证券研究院

## 4. 风险提示

美国通胀粘性超预期；美联储货币政策紧缩超预期。

### 免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F  
 邮编：200120

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F  
 邮编：518000