



## 停滞的再平衡

### ——美国就业数据点评（2024年3月）

3月美国就业数据继续超出市场预期。新增就业人数**30.3万**（市场预期**21.4万**），失业率**3.8%**（市场预期**3.9%**），劳动参与率**62.7%**（市场预期**62.6%**），平均时薪环比增速**0.3%**（市场预期**0.3%**），同比增速**4.1%**。

劳动力市场供求再平衡进程或已阶段性停滞，美联储降息将持续受到掣肘。从需求侧看，当前利率水平对居民消费、制造业投资、地产投资、科技投资四大部门的限制性均不算强，政府部门的扩张态势也持续受到财政主导的支撑；从供给侧看，老龄化对供给的压缩是长期趋势，可持续性存疑的移民效应则只能起到缓解的作用。基于以上分析，在人工智能发展实质性提升劳动生产率之前，劳动力市场供不应求，名义薪资高增支撑通胀粘性的现状很难出现根本性改变。

#### 一、新增就业：持续走强

3月美国新增非农就业人数**30.3万**，超出彭博调查全部**74**位经济学家的预期，不但服务业就业保持强劲，而且制造业就业显著走强。此外，美国劳工部将1-2月新增非农就业人数合计上修**2.2万**，至此一季度月均新增就业人数录得**27.6万**，高于去年四季度的**21.2万**，走强趋势得到进一步确认。从PMI数据看，3月服务业景气度边际走弱但仍然位于荣枯线上方，制造业景气度则自2022年11月以来首次回归荣枯线上方，职位空缺率随之持续高于疫前水平，指向经济韧性仍是雇佣需求的核心支撑。

美国新增就业结构特征未见显著改变，私人服务、政府、建筑业仍是主要支撑，教育与医疗仍是领跑分项。一是医疗行业继续面临结构性用工荒，高职位空缺率支撑就业高增。2月医疗行业职位空缺率仍高达**7.8%**，继续领跑主要分项，新增就业随之领跑主要分项；二是地方政府雇佣需求继续支撑



政府部门就业韧性。相比起去年的政府部门新增就业全面扩张，今年政府部门对新增就业的拉动主要来自地方政府，反映财政力度退坡并未从中央传导至地方；三是建筑业就业随地产补库存进程继续走强。当前美国住房库存位于历史极低位，补库存进程或将长期持续；四是制造业就业亦随补库进程重新回暖。耐用品制造业就业人数重回扩张，非耐用品制造业就业人数跌幅亦显著收窄。

我们同时观察到，移民对美国新增就业结构的影响不断增强，兼职就业的占比不断提升，且多数为主动兼职而非被动兼职。3月美国兼职占比进一步提升，其中被动兼职人数保持稳定，主动兼职人数则大幅上升了60万。

## 二、劳动参与率：大幅跳升

天气转暖令劳动参与率意外跳升。继连续一个季度低位企稳后，3月美国劳动参与率超预期跳升0.2pct至62.7%，从年龄看贡献来自24岁以下及55岁以上人口，从人种看贡献来自白人而非黑人及亚裔。

移民对劳动力供给的支撑或比数据表现得更为显著。根据美国国会预算办公室（CBO）预测，2024-2026年非法移民人数年均值高达170万。然而，如若特朗普重回白宫，这一支撑就将不复存在。

## 三、失业率：低位回落

供给扩张但需求更旺，美国劳动力市场供不应求的现状仍未改变。失业率于低位回落0.1pct至3.8%。

从结构看，劳动力市场的卖方市场特征十分清晰。3月被动失业人数大幅下降17万至304万，在失业者中的占比从49.6%下降至47.1%。主动离职人数则大幅上升11万至82万，在失业者中的占比从11.0%上升至12.7%。新进入者和再入者人数及占比同样显著提升，指向劳动力市场仍在持续扩张。

## 四、薪资增速：再度反弹



平均时薪环比动能再度反弹，与劳动力市场供求关系相一致。3月平均时薪环比增速反弹至0.3%，同比增速继续位于4%上方。

从结构看，制造业薪资大幅反弹，服务业薪资保持韧性，与制造业重回扩张、服务业保持强劲的经济现状相一致。在建筑业和商品制造业的双重托举下，3月制造业平均时薪环比增速大幅提升0.4pct至0.6%，服务业平均时薪环比增速则小幅反弹0.1pct至0.3%。

### 五、市场：雄鹰盘旋

美国就业表现依旧强劲，市场继续进行“鹰派”定价。美元隔夜利率曲线（OIS）暗示美联储将于6月开启降息的概率从前一日的74%下降至今日收盘的50%左右，2024年全年降息约64.7bp（2.5次）。美国国债收益率整体大幅上涨，各期限均创去年11月以来新高的。2年期上涨10.1bp至4.75%，5年期上涨9.4bp至4.39%，10年期上涨9.0bp至4.40%，30年期上涨7.7bp至4.55%。美元小幅震荡。美元指数从104.121上涨至104.288，美元兑换离岸人民币于7.2470附近企稳。美股三大指数全面收涨，继续定价软着陆。标普500指数收涨1.11%，纳斯达克指数收涨1.24%，道琼斯指数收涨0.80%。境外美元流动性相对宽松。根据今日境外银行间美元拆借加权成交利率，隔夜5.35%左右，1w5.40%，1m5.55%，3m5.65%，6m5.65%。

### 六、影响及前瞻：停滞的再平衡

劳动力市场供不应求的状况仍将持续，市场预期转鹰的趋势亦将随之持续。站在当前时点评估，美国劳动力市场“再平衡”进程或已停滞，失业率低企和名义薪资高增将对美联储降息持续构成掣肘。

（评论员：谭卓 刘一多 王天程 陈诚）

附录

图 1: 劳动力市场“再平衡”进程大幅放缓



图 3: 制造业 PMI 重回扩张区间



图 2: 新增就业稳定强于疫前水平

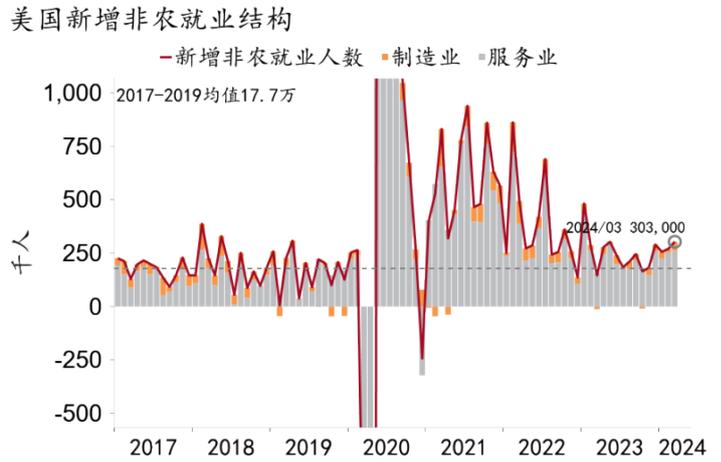


图 4: 新增就业结构未见显著变化

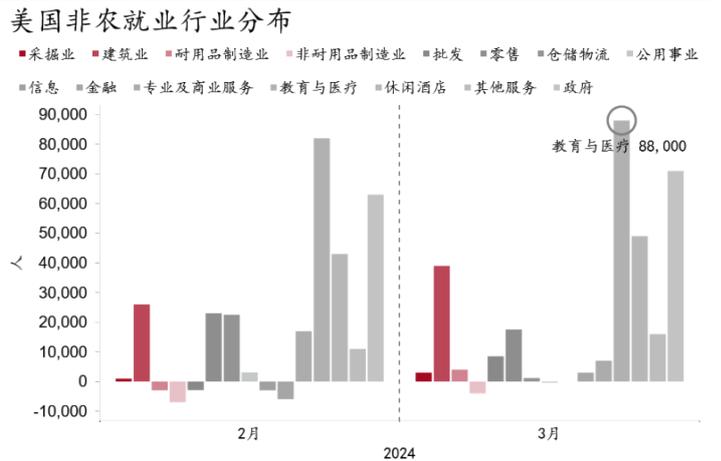




图 5：移民对劳动力供给的支撑不断增强

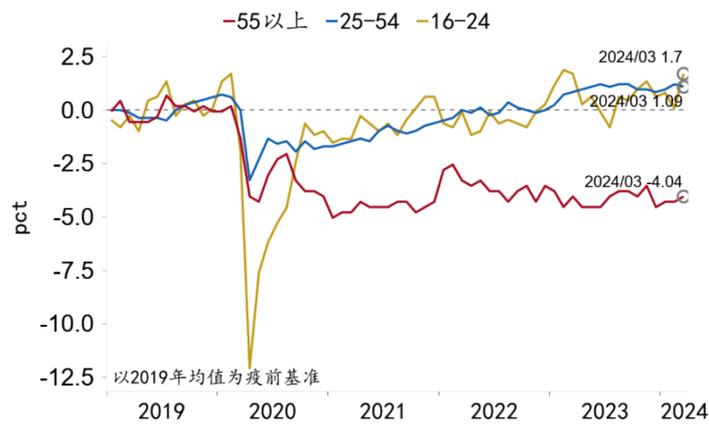
按出生地划分的美国劳动力供给



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 7：非适龄人口劳动参与率大幅反弹

美国各年龄段劳动参与率较疫前变化



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 6：劳动参与率意外跳升，失业率低位回落

美国失业率与劳动参与率



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 8：平均时薪环比动能再度反弹

美国平均时薪同比与环比



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院