

劳动力市场仍有望带来美国经济“软着陆”

——美国4月劳动力市场数据

核心要点：

新增非农就业不及预期，失业率略降至3.9%，时薪环比降至0.2%：单位调查（establishment survey）方面，4月新增非农就业17.5万人，低于24万人的市场预期；同时，非农数据整体还在下修。时薪增速同比放缓至3.92%，环比降至0.20%，三月均环比缓和至0.23%。家庭调查（household survey）方面，失业率从3月的3.8%升至3.9%，略高于预期的3.8%；劳动参与率保持62.7%，兼职就业减少而全职就业回升，累计兼职工作人数同比增速降至3.92%，累计全职工作人数同比增速为-0.41%。

“软着陆”和两次降息的窗口仍然敞开：4月份劳动数据显现出就业市场在高利率环境下降温，不仅劳动缺口进一步闭合，薪资增速也进一步放缓，这有利于中期通胀水平的降低。不过，这种缓和尚未达到能触发降息的“超预期弱化”。短期来看，薪资增速的韧性暂时不会向二、三季度的价格水平传导，通胀缓慢放缓仍然可期；同时，失业率在移民供给偏强、需求可能进一步弱化的情况下易出现抬升，**美联储对失业率4%的全年预期意味着劳动力市场的进一步弱化也会成为降息的理由。综合来看，劳动力市场的弱化大方向没有改变，高利率环境和二次通胀预期下需求还在下行，4月不及预期的ISM制造业PMI也是佐证，这利于经济逐步降温达成“软着陆”。结合5月FOMC会议看，三季度出现首次降息的窗口期依然存在，我们也维持乐观情况下全年累计50BP降息的判断。当然，由于美联储的“数据依赖”式抉择，市场还会跟随数据波动在“软着陆”和“再通胀”的预期之间往返。**

供需缺口继续收窄，移民是供给端的核心并可能推升失业率：从供需考虑，3月职位空缺数降低至868.3万人，领先的职位招聘数预示需求还会进一步降低，尽管下行斜率偏缓；4月平均周工时在34.3左右震荡，至少没有表明劳动市场和经济存在加速风险。供给方面，非本地出生劳动人口4月稍降低至3172.6万人，仍延续着疫情后较高的增长，供需缺口收窄持续。**失业率的小幅回升主要是由于失业人口上行17.1万人，劳动人口4月则处于增加状态；这符合移民增加劳动人口，但需求弱化导致失业人口边际增多的叙事，美国3月职位空缺率进一步降至5.1%也是辅证。值得注意的是，近期新增失业金初请人数稳定但失业率有所上行，这可能是因为新移民人口由于在美国境内工作时长不足以申请失业金所致。未来劳动供给的进一步增长很可能带动失业率高于美联储4%左右的预测，进而触发首次降息。**

市场重拾年内两次降息的信心，长端美债收益率区间回落的趋势等待通胀数据确认：市场在劳动数据弱于预期后重拾了对一次以上降息的预期，进而带动资产价格回升。CME联邦基金利率期货显示市场重拾了年内两次降息的预期，首次降息在9月出现，第二次在年末进行。美国国债收益率下行，两年期降5.4BP至4.829%，十年期降6.6BP至4.518%；美国三大股指集体上行，纳指涨近2%；美元指数下行至105.0851。伦敦金现价格略跌至2301.93美元/盎司。目前美联储仍然保持了略微鸽派的态度，尽管开启降息的时间随着一季度偏强的数据而全面推后，但通胀二、三季度的弱化和劳动力市场的放缓为降息留出空间，因此不必对降息预期过度悲观。**长端美债方面，近期量化紧缩的缩量 and 财政部回购尝试均是边际利好，在劳动数据弱化的情况下，美债收益率的上行压力暂时解除；如果4月CPI数据也走低，那么长端美债收益率的回落趋势可能进一步形成。**

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：移民供给可能带动失业率上行



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

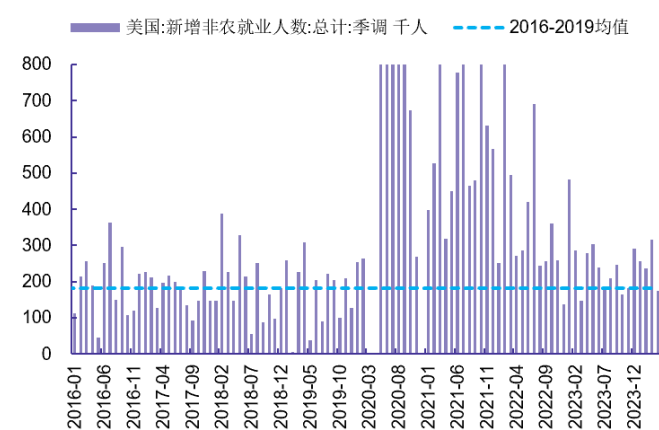
美国劳工数据局（BLS）5月3日公布了2024年4月劳动数据。单位调查（establishment survey）方面，4月新增非农就业17.5万人，低于24万人的市场预期，接近于2016-2019年新增就业均值18.1万人；同时，3月新增非农就业从30.3万人上修至31.5万人，2月从27.0万人下修至23.6万人，整体还在下修。非农时薪增速同比放缓至3.92%，环比降至0.20%，三月均环比缓和至0.23%。

家庭调查（household survey）方面，失业率从3月的3.8%升至3.9%，略高于预期的3.8%；劳动参与率保持62.7%，55岁及以上参与率降低0.2%至38.4%，25-54岁参与率略升至83.5%。兼职就业减少而全职就业回升，累计兼职工作人数同比增速降至3.92%，累计全职工作人数同比增速为-0.41%。

在一季度数据偏强的情况下，4月份劳动数据显现出就业市场在高利率环境下降温，不仅劳动缺口进一步闭合，薪资增速也出现进一步放缓，这有利于中期通胀水平进一步降低。不过，这种缓和尚未达到能触发降息的“超预期弱化”。短期来看，薪资增速的韧性暂时不会向二、季度的价格水平传导，通胀缓慢放缓仍然可期；同时，失业率在移民供给偏强、需求可能进一步弱化的情况下易出现抬升，美联储对失业率4%的全年预期意味着劳动市场的进一步弱化也会成为降息的理由。总体上，在鲍威尔5月FOMC会议给出的三种路径中，我们认为通胀进一步下行和劳动市场超预期弱化的概率更高，乐观情况下2024年降息两次的窗口依然敞开。

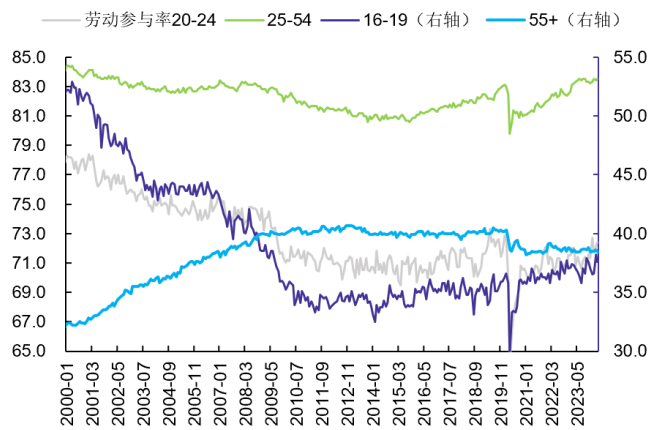
在一季度劳动数据持续强于预期后，4月数据的边际走弱显示劳动市场有进一步弱化的基础，而并非能在高利率环境下持续偏热。这整体利于美国经济逐渐放缓并达成“软着陆”，降低美联储由于经济与通胀持续过热而不降息甚至加息，最终带来“硬着陆”的风险。我们认为需要注意：（1）劳动市场短期依然偏热，不过移民导致的供给增加和高利率下需求的缓慢降低在收窄劳动缺口。一季度新增非农就业初值为93.1万人，而目前修正值降低至80.7万人，依旧符合劳动市场下行期的特征，劳动市场放缓的大方向没有改变。（2）薪资环比增速再度出现弱化，三月均值降至0.3%以下。回顾过往趋势，环比增速保持下行的方向，因此在温和假设下四季度的时薪增速有望降至与2%通胀更匹配的3.5%左右，利于降低美联储保持利率高位的必要性，年内两次降息仍没有淡出视野。（3）失业率小幅回升，主要是由于失业人口上行17.1万人，劳动人口4月则处于增加状态；这符合移民增加劳动人口，但需求弱化导致失业人口边际增多的叙事，美国3月职位空缺率进一步降至5.1%也是辅证。美联储目前的失业率假设低至4%，未来劳动供给的进一步增长很可能带动失业率高于美联储目标，进而触发首次降息。（4）从供需考虑，3月职位空缺数降低至868.3万人，领先的职位招聘数预示需求还会进一步降低，尽管下行斜率偏缓；4月平均周工时在34.3左右震荡，至少没有表明劳动市场和经济存在加速风险。供给方面，非本地出生劳动人口4月稍降低至3172.6万人，仍延续着疫情后较高的增长。总体上，供需缺口在收窄。（5）综合来看，劳动市场的弱化大方向没有改变，高利率环境和二次通胀预期下需求还在下行，4月不及预期的ISM制造业PMI也是佐证，这利于经济逐步降温达成“软着陆”。结合5月FOMC会议来看，三季度出现首次降息的窗口期依然存在，我们也维持乐观情况下全年累计50BP降息的判断。当然，由于美联储的“数据依赖”式抉择，市场还会跟随数据波动在“软着陆”和“再通胀”的预期之间往返。

图 1：新增非农就业



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 2：劳动参与率回升，55岁以上缺口保持（%）

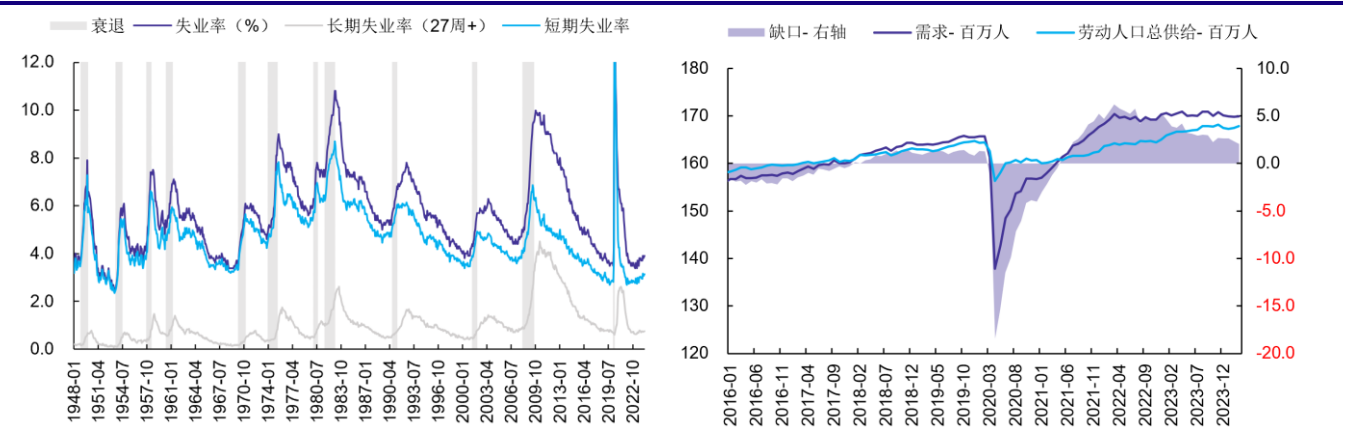


资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

市场在劳动数据弱于预期后重拾了对一次以上降息的预期，进而带动资产价格回升。CME 联邦基金利率期货显示市场重拾了年内两次降息的预期，首次降息在 9 月出现，第二次在年末进行。美国国债收益率下行，两年期降 5.4BP 至 4.829%，十年期降 6.6BP 至 4.518%；美国三大股指集体上行，纳指涨近 2%；美元指数下行至 105.0851。伦敦金现价略跌至 2301.93 美元/盎司。目前美联储仍然保持了略微鸽派的态度，尽管开启降息的时间随着一季度偏强的数据而全面推后，但通胀二、第三季度的弱化和劳动市场的放缓为降息留出空间，因此不必对降息预期过度悲观。长端美债方面，量化紧缩的缩量 and 财政部回购尝试均是边际利好，在劳动数据弱化的情况下，美债收益率的上行压力暂时解除；如果 4 月 CPI 数据也走低，那么长端美债收益率的回落趋势可能进一步形成。

图 3：失业率略升，长期失业率仍较稳定

图 4：粗略劳动市场缺口 3 月下行，劳动供需均有减少



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院整理

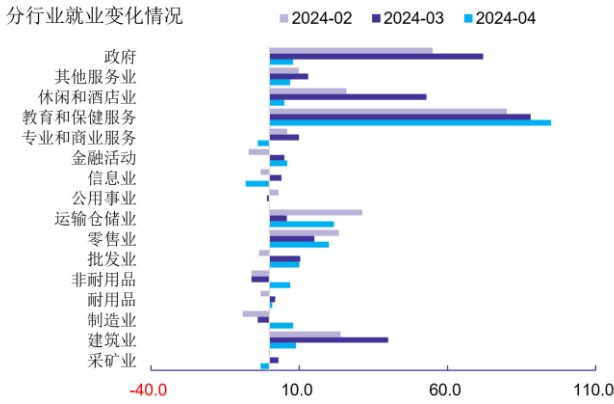
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整

一、服务与商品就业均有下行，政府就业显著缩量，失业率可以在失业金申领稳定的情况下抬升

结构方面，商品生产相关的就业下行，服务业稳定缓和，政府就业明显降低可能预示二季度财政力度稍有弱化。新增的 17.5 万人中，商品生产增加 1.4 万人，建筑业增长 0.9 万人，制造业增加 0.8 万人。4 月份制造就业环比略有回升，前值则出现下修；结合 ISM 制造业 PMI 来看，制造业带动库存周期回暖的幅度有限，高利率依然压制产需，相关就业难以恢复。服务生产增 15.3 万人，前值上修至 20.4 万人，存在供需缺口的低技能服务行业表现依然不弱，可以进一步吸纳移民供给。政府部门多增 0.8 万人，比 3 月的 7.2 万人显著降低。剔除政府影响后，私人非农就业新增 16.7 万人，接近 2016-2019 年均值 16.8 万人。全部非农就业三个月均值从上月的 26.9 万人降低至 24.2 万人。部分研究认为，考虑移民影响后，新增非农就业不提升失业率的阈值可能在 20 万上方，因此失业率在移民供给持续增加下，年内超过 4% 的概率较高。

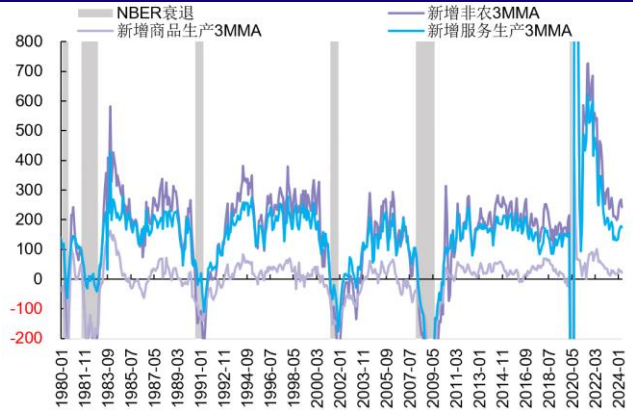
私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务业 9.5 万人、运输仓储有 2.2 万人、零售业 2.0 万人和批发业 1.0 万人，其他行业新增均不足 1 万人。当月新增就业减少的行业有采矿业、信息业与专业和商业服务业。以新增非农就业作为商业周期的信号，商品生产新增就业三月均值降低至 2.3 万人，而服务业三月均值下行至 17.4 万人左右，离-5 万的衰退阈值有很大距离。结合劳动市场同步指标 CEI 来看，缓慢弱化的劳动市场依然支持物价进一步回落和软着陆的情况。

图 5：各行业新增就业人数变化（千人）



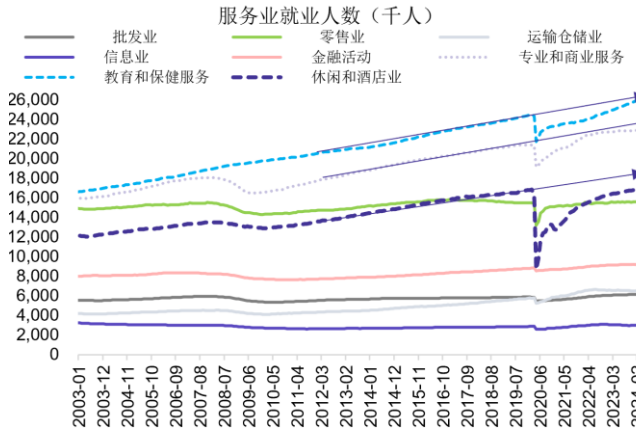
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：新增就业三月移动平均显示服务业仍偏强（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：服务业依然存在修复的空间，支持新增就业



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

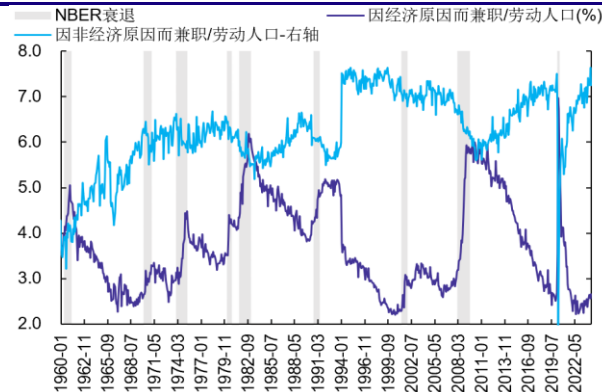
图 8：非农平均每周工时略有降低（小时）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

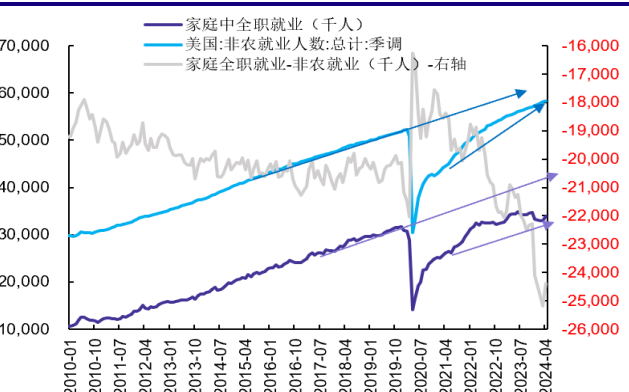
4月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速升至4.80%，当月总计2772万人，比上月减少91.4万人；累计全职工作人数的三月均同比增速下行至-0.54%，当月总计1.3389亿人，比上月增加94.9万人。4月家庭调查和非农就业继续出现明显分歧，尽管全职工作有所回升。需要注意到兼职工作增速偏高并不意味着劳动市场快速弱化，兼职工作被BLS分为两类，即因经济或者非经济原因进行的兼职，而非经济原因的兼职表明劳动市场是健康的，目前是新增兼职就业的主流。而在失业方面，近期新增失业金初请人数稳定但失业率有所上行，这可能是由于新移民人口由于在美国境内工作时长不足以申请失业金所致。

图 9：兼职就业以健康的非经济原因为主



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 10：家庭调查和企业调查的差距依然较大

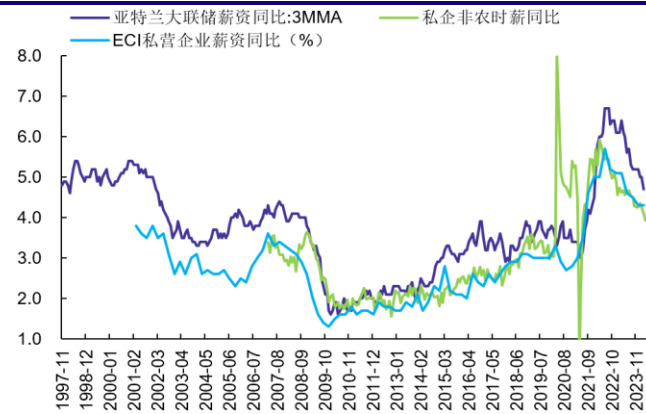


资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

二、时薪增速降温，年内仍可能达到和 2%通胀目标匹配的 3.5%下方

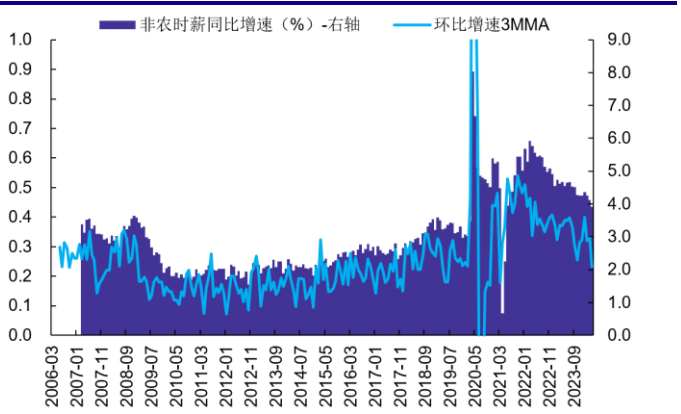
4 月时薪环比增速下行，同比继续回落，3 月薪资环比增速维持 0.35%，三月均环比增长从前值 0.35%回落至 0.20%，主要受到 2 月和 4 月环比较低的影响。3 月薪资环比偏强产生了非农时薪同比增速在四季度仍在 3.8%左右的担忧，这可能导致通胀回升幅度增强，但 4 月的薪资增速信号较为积极，显示服务成本进一步的降低有基础。如果薪资环比三月均值可以稳定向 0.25%靠近，那么四季度工资通胀就可以回到 3.5%下方。当然，从一季度的雇佣成本指数（ECI）来看，薪资压力仍然存在，能否持续缓和还需要观察后续的数据。

图 11：薪资增速延续下降趋势，但速度偏缓



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 12：美国非农时薪增速降低

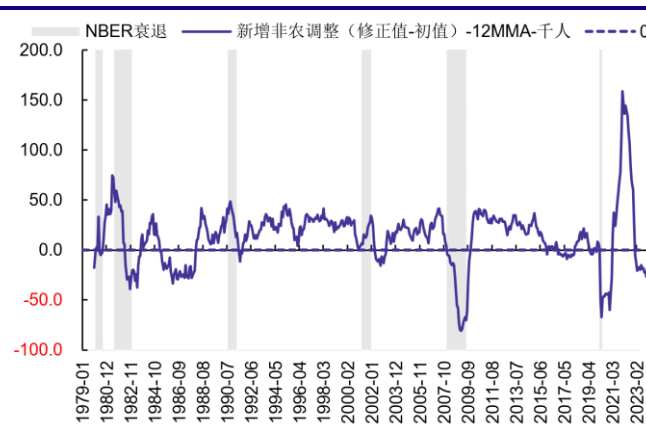


资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

具体来看，4 月私人部门非农工资同比增速降低至 3.92%，环比增速 0.20%。商品业的同比和环比时薪增速分别为 5.07% 和 0.51%，服务业为 3.69% 和 0.23%，两者均出现缓和。从细项来看，同比增速最快的行业为金融活动业的 6.01%、耐用品制造业的 5.57%、采矿业的 5.38%、运输仓储业的 5.24% 和建筑业的 5.23%。环比薪资上，增速居前的有采矿业、建筑业、批发业、公用事业和专业与商业服务业。2024 年一季度薪资环比增速目前为 0.33%，但 4 月的 0.2% 展现出相对积极的信号（2016-2019 环比均值约 0.24%，2021-2022 为 0.4%）。总体上，劳动市场的新增就业和薪资本月回落，虽然支持劳动市场放缓的大方向，但仍然不算弱；失业率中枢逐渐向 4% 靠近和薪资的下行依然有助于“软着陆”的达成。

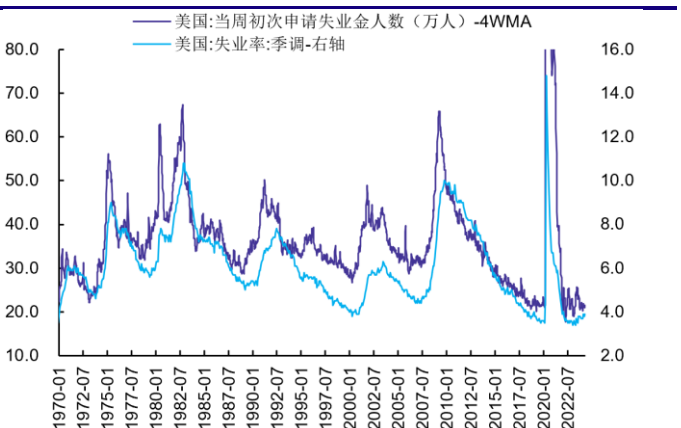
三、非农就业转为下修，领先指标边际改善，市场重拾两次降息预期

图 13：非农就业整体仍是下修趋势



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 14：失业金初请人数领先于失业率，近期延续震荡



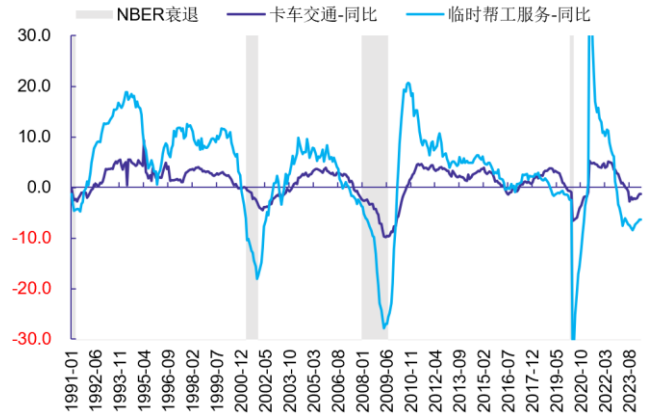
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 15: 市场重拾年内两次降息的预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	91.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	32.5%	65.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	17.4%	48.8%	32.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	7.4%	29.3%	42.6%	20.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	4.4%	20.1%	37.0%	29.7%	8.5%
2025/1/29	0.0%	0.1%	2.1%	11.4%	27.6%	33.8%	20.3%	4.8%
2025/3/19	0.1%	1.2%	7.0%	19.9%	30.8%	26.7%	12.1%	2.2%
2025/4/30	0.5%	3.3%	11.8%	24.0%	29.3%	21.2%	8.4%	1.4%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 16: 临时帮工和卡车交通就业增速指向软着陆 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 17: 非农数据概览

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调-环比 (%)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2024-04	2024-03	2024-02	2024-04	2024-03	2024-02	2024-03	2024-02	2024-01	
非农总计	175.0	315.0	236.0				158.0	-489.0	370.0	
非农私人合计	167.0	243.0	181.0	0.20	0.35	0.14	153.0	-468.0	364.0	
商品生产	14.0	39.0	15.0	0.17	0.60	0.20	-1.0	-2.0	6.0	
采矿业	-3.0	3.0	0.0	1.27	-0.38	0.72	22.0	-19.0	12.0	
建筑业	9.0	40.0	24.0	0.61	0.59	-0.08	13.0	-39.0	53.0	
制造业	8.0	-4.0	-9.0	-0.12	0.63	0.27	11.0	-33.0	45.0	
耐用品	1.0	2.0	-3.0	-0.17	0.71	0.34	3.0	-6.0	8.0	
非耐用品	7.0	-6.0	-6.0	0.10	0.36	0.07	-6.0	11.0	-20.0	
服务生产	153.0	204.0	166.0	0.23	0.26	0.15	0.0	-18.0	-19.0	
批发业	10.1	10.4	-3.6	0.40	0.54	0.21	18.0	-49.0	4.0	
零售业	20.1	15.1	23.4	-0.25	-0.04	0.33	-10.0	-9.0	34.0	
运输仓储业	21.8	5.9	31.3	0.03	0.20	0.03	-7.0	-43.0	40.0	
公用事业	0.0	-0.9	3.0	0.37	0.04	0.00	73.0	-22.0	17.0	
信息业	-8.0	4.0	-3.0	0.14	0.37	0.06	23.0	-61.0	58.0	
金融活动	6.0	5.0	-7.0	0.35	0.42	0.38	50.0	-190.0	145.0	
专业和商业服务	-4.0	10.0	6.0	0.36	0.41	0.17	-23.0	-29.0	38.0	
教育和保健服务	95.0	88.0	80.0	0.12	0.03	0.15	-1.0	-1.0	-3.0	
休闲和酒店业	5.0	53.0	26.0	0.14	0.55	0.46	0.0	0.0	0.0	
其他服务业	7.0	13.0	10.0	0.26	-0.45	0.10	34.0	-60.0	71.0	
政府	8.0	72.0	55.0							

资料来源: BLS, Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系
中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn