



韧性仍有支撑

——美国就业数据点评（2024年4月）

4月美国就业超预期转冷。新增非农就业人数17.5万（市场预期24万），失业率从3.8%上升至3.9%（市场预期3.8%），劳动参与率维持在62.7%（市场预期62.7%），平均时薪环比增速下降至0.2%（市场预期0.3%），同比增速下降至3.9%。

拉长时间看，2023年中以来，美国就业市场在高利率下极为缓慢地降温。2023年下半年美国失业率中枢为3.7%，2024年至今失业率中枢为3.8%，上行幅度仅0.1pct。背后的原因在于，需求侧受到地产补库和人工智能等内生因素的托举，供给侧则受到劳动参与率修复停滞的影响。前瞻地看，美国就业市场或仍将呈现出较强韧性，此次数据可能只是降息预期逆转后产生的波动，而非趋势性反转。

一、新增就业：意外转冷

受建筑、休闲酒店和政府就业共同拖累，4月美国新增就业超预期走弱。一是降息预期收敛带来金融条件大幅收紧，新屋开工随之转冷，并驱动建筑业就业大幅降温。降息预期收敛驱动利率水平再度上行，对新屋开工构成压制，3月新屋开工量年化值大幅下行至132.1万（2月154.9万），受此影响3月建筑业职位空缺数大幅下跌至27.4万（2月45.6万），并拖累4月建筑业新增就业跌至0.9万（3月4.0万）。二是服务消费降温驱动休闲酒店就业显著收缩。财政力度减弱降低收入增速，通胀粘性侵蚀实际购买力，服务消费出现降温，休闲酒店就业未能延续高增。4月美国服务业PMI自2023年以来首度跌至荣枯线以下，持续高增的休闲酒店新增就业跌至0.5万（3月5.3万）。三是财政扩张降速开始传导至就业端。4月政府新增就业断崖式滑落至0.8万（3月7.2万），创2023年以来新低。

值得注意的是，由于美国反移民情绪日益高涨，移民对新增就业的支撑也有所减弱。4月国外出生就业人数减少了0.6万，兼职就业人数减少了8.9万，但国内出生和全职就业人数仍在保持增长，移民与兼职就业同步走强的趋势发生了逆转。

二、劳动参与率：持平前值

4月美国劳动参与率录得62.7%，持平前值。从人种看，黑人及非洲裔劳动参与率见顶回落，白人劳动参与率未见显著变动，指向移民对劳动力供给的支撑或已见顶。

各年龄段劳动参与率均已企稳，指向劳动参与率或已位于疫后新中枢位置。55岁以下人口劳动参与率稳定高出疫前水平1-1.5pct，55岁以上人口劳动参与率则稳定低于疫前水平4-5pct。

三、失业率：小幅上行

劳动力市场转冷令失业率再度小幅反弹0.1pct至3.9%。职位空缺比进一步降至1.3，仍然略高于疫前水平（2020年初为1.2，对应失业率3.5%），表明当前美国劳动力市场供求仍然偏紧，大概率将对失业率进一步上行形成制约。

从结构看，临时性失业上行幅度相对更大。3-4月临时裁员数从78万升至87万，短期失业者（5周以内）从219万升至226万。

四、薪资增速：继续下行

就业市场转冷，薪资增速亦随之下行。4月平均时薪环比增速回落至0.2%，同比增速下行0.2pct至3.9%，是2021年6月后首度低于4%。

从结构看，商品制造和休闲酒店是薪资增速的主要拖累项。由于商品价格持续处于通缩状态，企业利润难以支撑制造业薪资高增，商品制造业平均时薪环比增速转负至-0.1%。休闲酒店行业薪资高增亦告暂停，平均时薪环比



增速跌至 0.1%。值得注意的是，服务通胀与薪资增速走向背离的格局仍在持续，指向消费韧性而非“工资-价格”螺旋是现阶段服务通胀粘性的主要支撑。

五、市场：转鸽交易

由于此份就业报告里的数据全面不及预期，并显著低于近期的趋势，引发市场进行“鸽派”重定价。美元隔夜利率曲线（OIS）暗示美联储将于9月开启降息的概率上升到90%以上，2024年全年降息46bp（约2次）。美国国债收益率全面下行。其中，2年期下降6bp至4.82%，5年期下降7bp至4.50%，10年期下降7bp至4.51%，30年期下降6bp至4.66%。美元今日小幅下跌。美元指数从105.299下跌至105.066，美元兑换离岸人民币下降至7.1876。降息预期重燃，股票市场信心大振，美股三大指数全面收涨。标普500指数收涨1.26%，纳斯达克指数收涨1.99%，道琼斯指数收涨1.18%。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5.38%左右，1w5.45%，1m5.55%，3m5.70%，6m5.70%。

六、影响及前瞻：韧性延续

前瞻地看，尽管经济与就业边际转冷令降息预期再度升温，但随之而来的金融条件再度放松或令经济与就业动能再度走强。单单一个月的数据并不足以锁定未来的降息。当前美国就业市场仍然存在较大供需缺口。从供给看，劳动参与率大概率已经止增，老龄化则可能在中长期带来劳动参与率的进一步下行。从需求侧看，地产补库和人工智能投资均是长期支撑，大选年财政政策易松难紧。

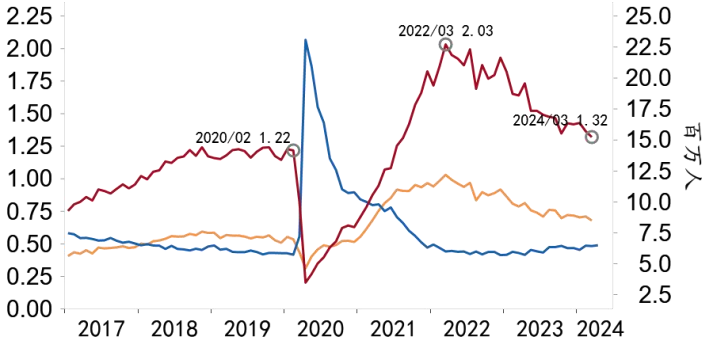
（评论员：谭卓 刘一多 陈诚 王天程）

附录

图1：劳动力市场供求平衡缓步重启

美国劳动力市场供求关系

-需求/供给（职位空缺比） -供给（失业人数，右轴）
-需求（职位空缺数，右轴）

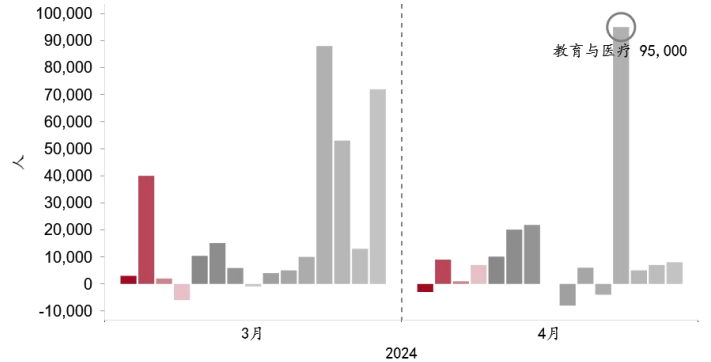


资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图2：建筑、休闲酒店、政府拖累新增就业

美国非农就业行业分布

■采掘业 ■建筑业 ■耐用品制造业 ■非耐用品制造业 ■批发 ■零售 ■仓储物流 ■公用事业
■信息 ■金融 ■专业及商业服务 ■教育与医疗 ■休闲酒店 ■其他服务 ■政府

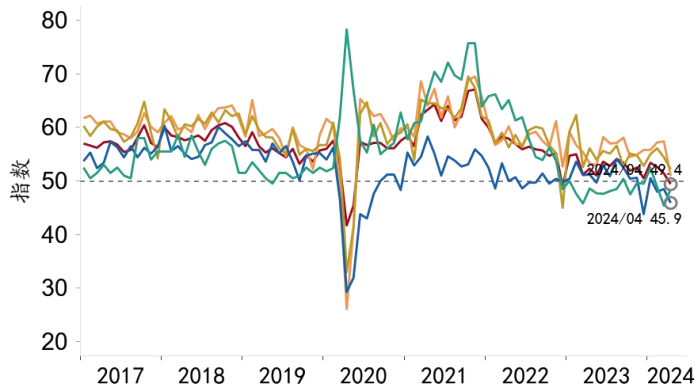


资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图3：4月服务业PMI跌至荣枯线以下

美国服务业ISM-PMI指数

-供应商 -就业 -新订单 -商业活动 -服务业PMI

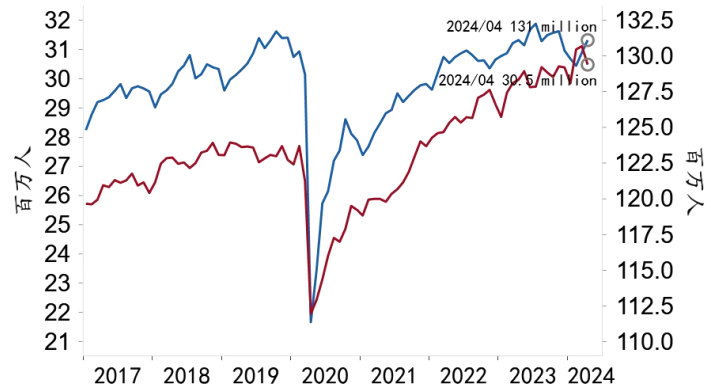


资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图4：移民对劳动力市场的贡献有所回落

按出生地划分的美国劳动力供给

-国外出生 -本土出生（右轴）

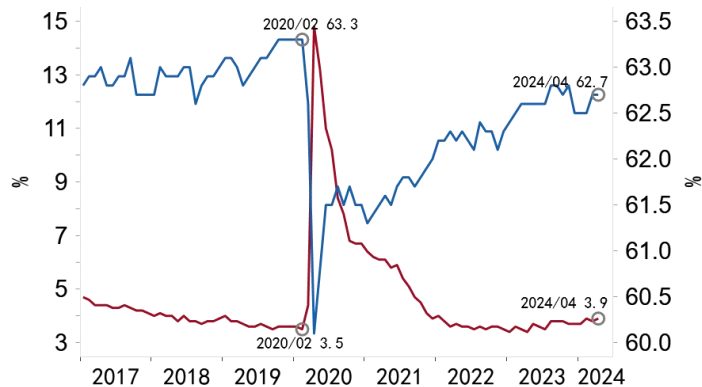


资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图5：劳动参与率止增，失业率超预期上行

美国失业率与劳动参与率

-劳动参与率（右轴） -失业率

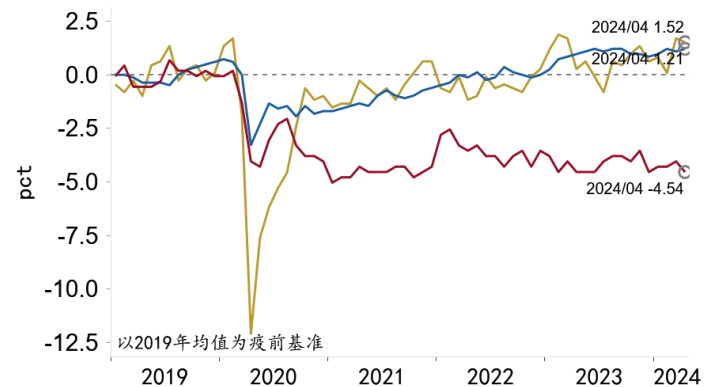


资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图6：各年龄段劳动参与率均已企稳

美国各年龄段劳动参与率较疫前变化

-55以上 -25-54 -16-24



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图7：4月薪资增速显著放缓

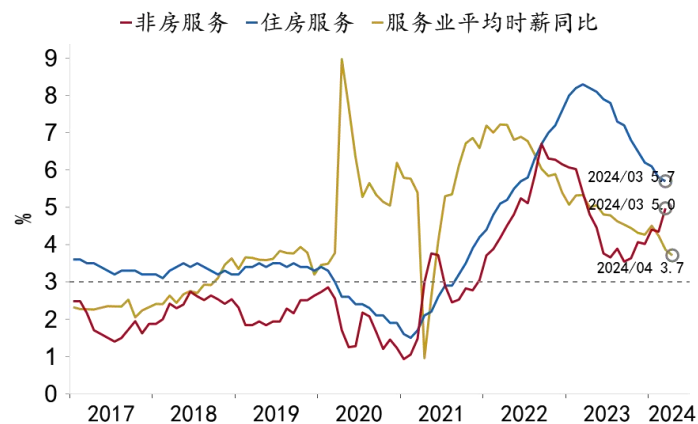
美国平均时薪同比与环比



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图8：非房服务通胀与薪资增速发生背离

美国工资-价格螺旋



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院