



## 美国劳动市场仍在“软着陆”道路上

### ——美国 9 月劳动数据解读

2024 年 10 月 4 日

- **新增非农就业大幅超预期，失业率回落至 4.1%，时薪增速反弹至 3.97%：**单位调查 (establishment survey) 方面，9 月新增 25.4 万个非农就业岗位，强于 15 万人的市场中位数预期和 2016-2019 年新增就业均值 18.1 万；8 月新增就业从 14.2 万个岗位上修至 15.9 万个，7 月从 7.4 万个岗位上修至 14.4 万个。非农时薪增速好于预期，环比 0.37%，同比增速继续回升至 3.97%，环比三月均值升至 0.35%。家庭调查 (household survey) 方面，失业率从 8 月的 4.2% 下行至 4.1%，好于 4.2% 的预期；劳动参与率保持 62.7%，55 岁及以上参与率维持 38.6%，25-54 岁参与率略降至 83.8%。兼职和全职就业均增加，累计兼职工作人数同比增速升至 5.25%，累计全职工作人数同比增速回升至 -0.36%。
- **失业率的意外回落主要是非暂时性失业和再进入劳动力人数降低所贡献：**9 月失业人口回落 16.2 万人至 691.7 万人，作为分母的劳动力人口继续增加也帮助了失业率走低。从构成来看，失业率下行的 0.1% 一方面是非暂时性失业人口降低贡献了 0.07%；此外，代表供给的再进入劳动力人口降低也贡献了 0.05%。虽然美联储已经开始降息，但劳动市场在供给端推动下仍易出现边际弱化，预计失业率年内可能震荡上升接近 4.4% 的自然失业率水平
- **劳动市场韧性依然是美国经济“这次不一样”的核心支撑：**(1) 新增非农就业的环比反弹仍集中在教育保健和休闲酒店业等中低端服务类别，但结合薪资增速来看劳动市场的总需求并未严重下行，可以继续吸纳供给端的增长。(2) 供给端的持续增加并未改变，失业率面临的上行压力没有解除，尽管美联储转向宽松与积极的预期引导可能利于招聘的边际恢复。(3) 就业增长、薪资粘性与工时稳定是支持美国消费正向循环的核心，在美联储开启连续降息、财政力度不弱、通胀继续回落、私人部门预期难再显著下滑的情况下，这三类指标依然不易显著弱化，美国经济在消费支撑下充满韧性。总体上，9 月劳动数据进一步加强了“软着陆+预防性降息”的预期，阻碍了衰退交易卷土重来；美联储 2024 年累计降息 100BP，2025 年前置降息 100BP 的概率较高。虽然 Sahm 法则的衰退预警继续触发，但劳动数据的细节似乎显示这次真的“不一样。”美联储在本次货币政策周期中达成 1995 年式“软着陆”的概率还在增加，近期不论是数据还是美联储官员近期的态度均显示未来 25BP 的连续降息才是常态
- **市场放弃 11 月 50BP 降息的预期，“软着陆+预防性降息”还是基准假设：**市场在劳动数据公布后放弃了 2024 年 11 月降息 50BP 的预期，美股上涨，美元指数和美债收益率反弹。CME 联邦基金利率期货显示交易者认为 11 月和 12 月各降息 25BP 概率最高，已经和美联储年内引导的累计 100BP 降息幅度符合。美国国债收益率显著回升，两年期升 21.3BP 至 3.918%，十年期升 11.5BP 至 3.961%。美元指数反弹至 102.4930，除了美国经济强势外，此前日本首相石破茂与英央行的鸽派发言也支持了美元连续多日回升。美国三大股指集体上行，纳指涨 1.22% 至 18137.85，标普 500 涨 0.90% 至 5751.07。伦敦黄金震荡，收 2653.27 美元/盎司。短期来看，市场对“衰退交易”的押注降低，“软着陆+预防性降息”假设下美元资产的机会依然大于风险。

#### 分析师

章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130523070003

于金潼

☎: 186-5320-7096

✉: yujintong\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130524080003

#### 风险提示

1. 美国劳动市场大幅下滑的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 劳动市场不同统计序列和方式存在误差的风险

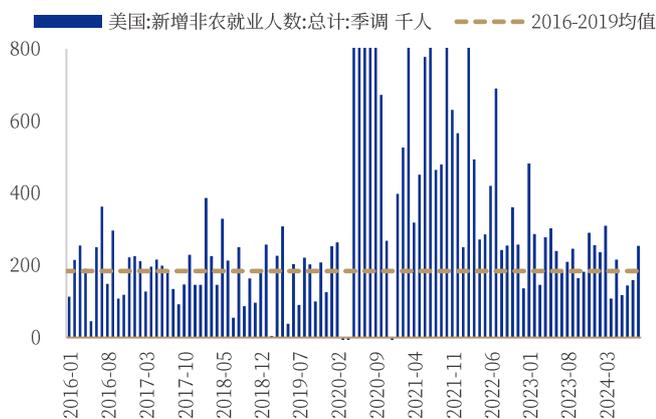
## 一、 劳动力市场 9 月全面强于预期

美国劳工数据局（BLS）10月4日公布了2024年9月劳动数据，新增非农就业、失业率、家庭就业和非农薪资增速全面强于预期。单位调查（establishment survey）方面，9月新增25.4万个非农就业岗位，强于15万人的市场位数预期和2016-2019年新增就业均值18.1万；8月新增就业从14.2万个岗位上修至15.9万个，7月从7.4万个岗位上修至14.4万个。非农时薪增速好于预期，环比0.37%，同比增速继续回升至3.97%，环比三月均值升至0.35%。

家庭调查（household survey）方面，失业率从8月的4.2%下行至4.1%，好于4.2%的预期；劳动参与率保持62.7%，55岁及以上参与率维持38.6%，25-54岁参与率略降至83.8%。兼职和全职就业均增加，累计兼职工作人数同比增速升至5.25%，累计全职工作人数同比增速回升至-0.36%。

虽然7月份劳动数据全面弱化，8月份新增非农就业低于预期且前值大幅下修，但美国劳动力市场9月依然展现了强劲的就业和薪资增长，印证美国短期难以陷入衰退且“软着陆”概率较高的假设，美联储也没有短期再进行单次50BP降息的紧迫性。（1）新增非农就业的环比反弹仍集中在教育保健和休闲酒店业等中低端服务类别，但结合薪资增速来看劳动市场的总需求并未严重下行，可以继续吸纳供给端的增长。（2）虽然如此，供给端的持续增加并未改变，失业率面临的上行压力没有解除，尽管美联储转向宽松与“软着陆”引导可能利于招聘的边际恢复。（3）就业增长、薪资粘性与工时稳定是支持美国消费正向循环的核心，在美联储开启连续降息、财政力度不弱、通胀继续回落、私人部门预期难再显著下滑的情况下，这三类指标依然不易显著弱化，美国经济在消费支撑下充满韧性。总体上，9月劳动数据进一步加强了“软着陆+预防性降息”的预期，阻碍了衰退交易卷土重来；美联储2024年累计降息100BP，2025年前置降息100BP的概率较高。虽然Sahm法则的衰退预警继续触发，但劳动数据的细节似乎显示这次真的“不一样。”

图1：新增非农就业环比反弹



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

图2：劳动参与率整体稳定，供给仍然充足（%）



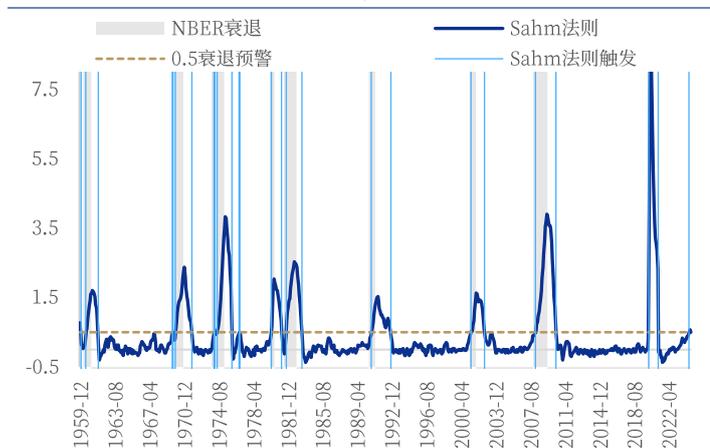
资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

本月劳动数据需要注意：（1）新增非农就业强于预期且前值全面上修，三个月非农就业均值从修正前8月的11.6万个大幅反弹至修正后的18.6万个；虽然这类单月大超预期的新增非农就业容易随着问卷的回收出现下修，但数据的强劲反映劳动市场的弱化幅度慢于市场预期。本月家庭调查统计的兼职和全职就业也全面回升，共计增加43万人，佐证9月劳动力市场偏强的状况，两者均表明衰退短期难以发生。我们在8月新增就业显著低于预期时认为薪资和家庭就业的韧性表明劳动力市场并不会快速恶化导致大幅降息，9月数据更加支持这一观点，CME数据也显示交易者打消了11月再度降息50BP的期望。

（2）名义时薪增速环比再度超出预期，其年末同比增速大概率略高于我们此前3.5%左右的预测，这意味着消费韧性更强。9月名义非农时薪增速环比均值走高至0.35%，三季度均值高于上半年，即使作为滞后指标，薪资的韧性也证明劳动力市场需求弱化并不明显且短期难以冲击消费增速。

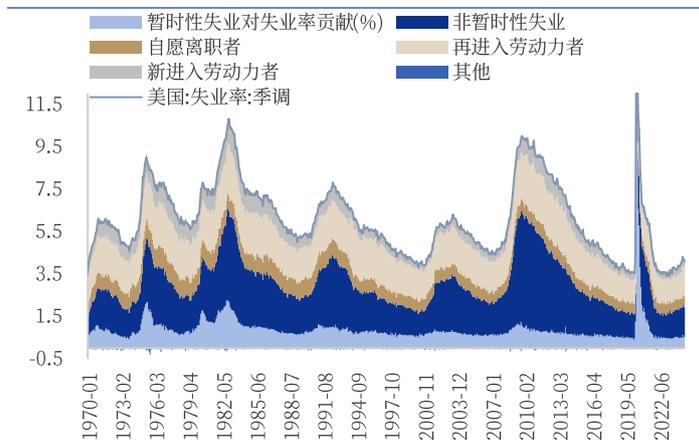
(3) 失业率边际回落至 4.1%，好于 4.2% 预期，非暂时性失业人数和再进入劳动力人数的回落是失业率超预期下降的主要原因。9 月失业人口回落 16.2 万人至 691.7 万人，作为分母的劳动力人口继续增加也帮助了失业率走低。从构成来看，失业率下行的 0.1% 一方面是非暂时性失业人口降低贡献了 0.07%，另一方面代表供给的再进入劳动力人口降低也贡献了 0.05%。虽然美联储已经开始降息，但劳动市场在供给端推动下仍易出现边际弱化，预计失业率年内可能震荡上升接近 4.4% 的自然失业率水平。

图3: Sahm 法则警示经济进入衰退, 但经济实际并未衰退 (%)



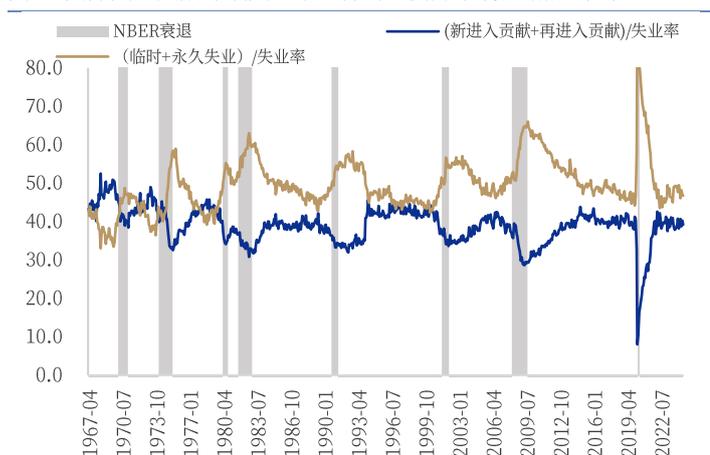
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图4: 失业率贡献拆解显示 8 月暂时性失业回落



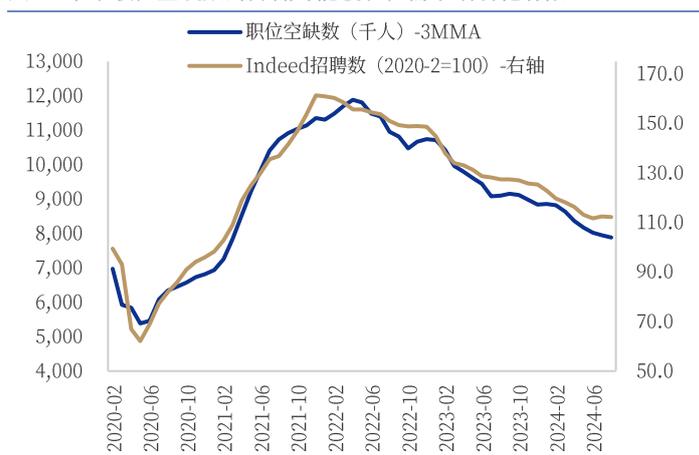
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图5: 实际失业人数导致失业率上行的比例并未明显增加 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图6: 未来职位空缺数的降低可能缓和, 需求端弱化有限

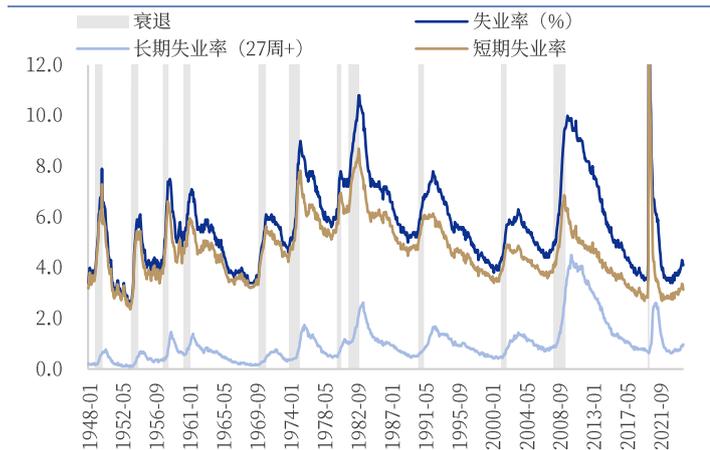


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

(4) 从供需考虑, 8 月职位空缺数降低至 788.7 万人, 整体下行趋势继续, 但弱化缓慢。一方面, 稍领先的 Indeed 招聘数反映未来需求弱化依然较慢, 另一方面 JOLTs 显示裁员导致的离职人数还处在低位。供给方面, 劳动参与率较稳定, 劳动人口和移民供给维持增长趋势, 非本地出生劳动人口 9 月稍降低至 3278.1 万人, 未来预计在需求略降低的情况下温和抬升失业率。9 月平均工时降低 34.2 小时。总体上, 供需缺口收窄较为缓和, 支持经济软着陆。

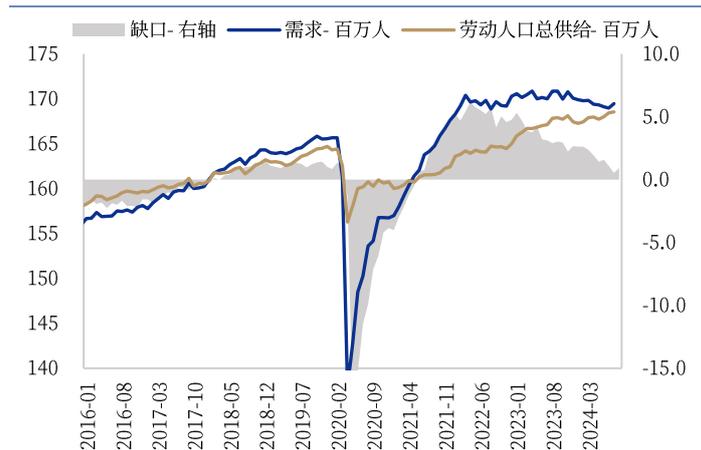
(5) 综合来看, 劳动数据 9 月的超预期继续证实美国经济的韧性, 虽然供给小幅走弱与供给持续增加还会缓慢抬升失业率, 但美联储在本次货币政策周期中达成 1995 年式“软着陆”的概率还在增加。尽管美联储在 9 月 FOMC 首次降息 50BP 的选择略超预期, 但不论是数据还是美联储官员近期的态度均显示未来 25BP 的连续降息才是常态; 同时, 通胀四季度同比增速的阶段性反弹也不阻碍美联储继续降息并逐渐向 2.75%-3.0% 的中性利率水平靠拢。

图7：失业率延续上行，长期失业率稍有抬升



资料来源：BLS，中国银河证券研究院

图8：粗略劳动市场缺口 8 月略升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

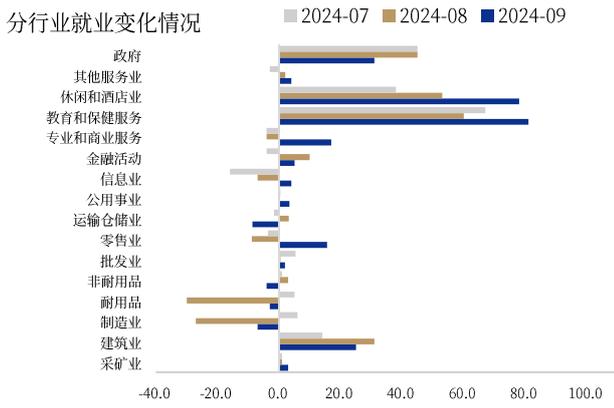
市场在劳动数据公布后放弃了 2024 年 11 月降息 50BP 的预期，美股上涨，美元指数和美债收益率反弹。CME 联邦基金利率期货显示交易者认为 11 月和 12 月各降息 25BP 概率最高，已经和美联储年内引导的累计 100BP 降息幅度符合。美国国债收益率显著回升，两年期升 21.3BP 至 3.918%，十年期升 11.5BP 至 3.961%。美元指数反弹至 102.4930，除了美国经济强势外，此前日本首相石破茂与英央行的鸽派发言也支持了美元连续多日回升。美国三大股指集体上行，纳指涨 1.22% 至 18137.85，标普 500 涨 0.90% 至 5751.07。伦敦黄金震荡，收 2653.27 美元/盎司。短期来看，市场对“衰退交易”的押注降低，“软着陆+预防性降息”假设下美元资产的机会依然大于风险。

## 二、非农商品与服务就业均改善；家庭就业增长

新增非农就业岗位的结构方面，商品生产相关的就业回升，服务就业环比改善明显，7、8 月份的新增就业上修。新增的 25.4 万岗位中，商品生产增加 2.1 万个，建筑业增长 2.5 万个，制造业减少 0.7 万个。9 月份制造就业依然延续偏弱状态，结合美国两类制造业 PMI 来看，9 月制造业表现继续低于预期，就业环比降低，偏高的利率依然不利于商品需求恢复。在近期地产营建许可偏低而完工上行的情况下，建筑业就业也可能在未来下滑，商品生产整体预计仍偏弱势。服务生产增 20.2 万个岗位，存在供需缺口的低技能服务行业仍在贡献新增就业，这与 ISM 非制造业 PMI 反映的需求强势同样吻合，尽管非制造业 PMI 的就业项环比走弱。政府部门多增 3.1 万个岗位，剔除政府影响后，私人非农就业新增 22.3 万个岗位，扭转此前就业数据的疲态。全部非农就业三个月均值从上月的 14.0 万个略升至 18.6 万个。

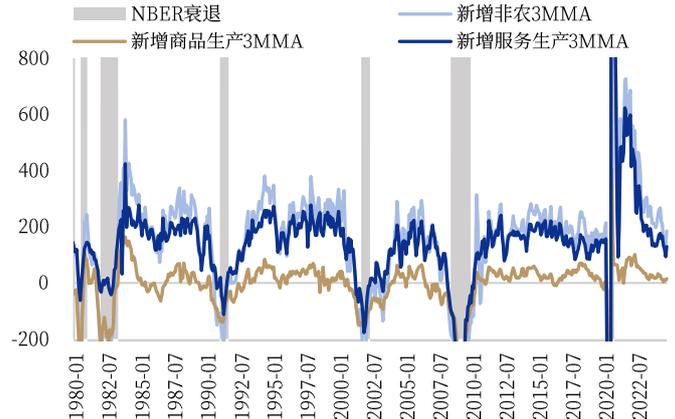
私人部门中新增岗位较多的行业有教育和保健服务业 8.1 万个、休闲和酒店业 7.8 万个、建筑业 2.5 万个和专业与商业服务业 1.7 万个；当月新增就业减少的行业有运输仓储业和制造业。以新增非农就业作为商业周期的信号，商品生产新增就业三月均值上行至 1.57 万人，而服务业三月均值上行至 13.0 万人左右，离-5 万的衰退阈值还有很大距离。结合劳动市场同步指标 CEI 来看，其数值在非农就业回升后反弹至 2.72% 附近震荡，接近 2.5% 左右的衰退阈值，但从经济整体综合考虑美国离衰退仍较远。

图9：各行业新增就业人数变化（千人）



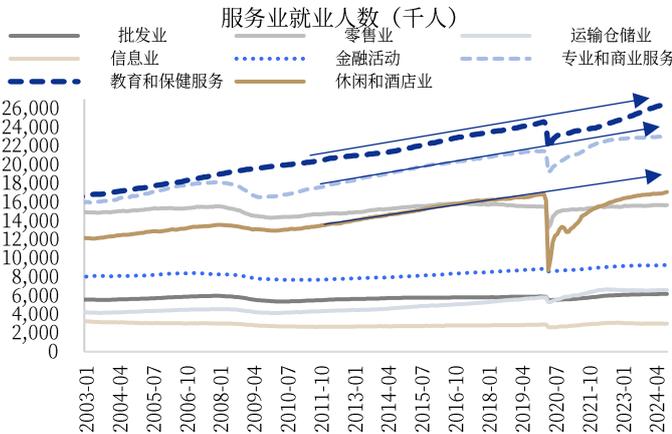
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：新增就业3个月移动平均下行（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：服务业就业变化情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：非农就业每周平均工时（小时）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

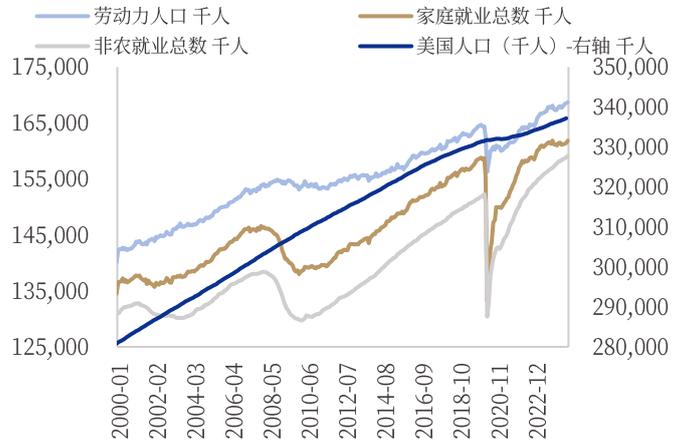
9月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速放缓至3.71%，当月总计2878万人，比上月增加52.7万人；累计全职工作人数的三月均同比增速-0.50%，当月总计1.3366亿人，比上月增加41.4万人。9月家庭调查和非农就业的趋势一致，均反映出劳动市场创造就业的能力边际恢复，劳动市场持续的韧性可以帮助达成“软着陆”。失业率方面，临时和永久失业的比重并不高；兼职中因为经济下行被迫兼职的比例小幅上升。

图13：兼职就业中因经济不佳被迫兼职的比例上行有限



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图14：劳动总量数据显示，家庭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

### 三、薪资粘性同样超过预期

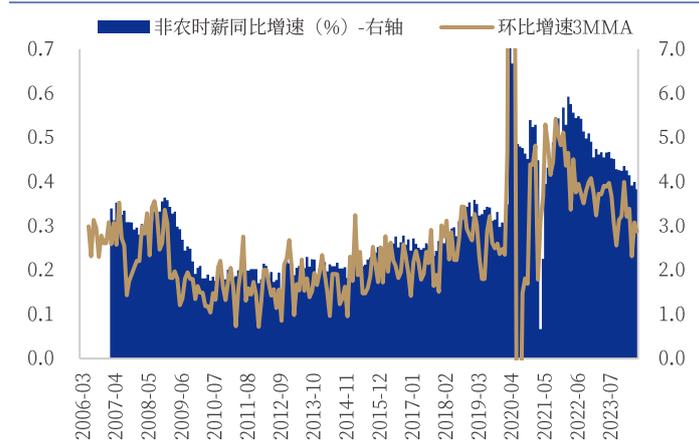
9月月薪环比与同比增速均回升，8月薪资环比增速上修，三月均环比增长从前值0.33%回升至0.35%，这不符合常规衰退期间的特征。从当前的数据来看，时薪同比增速年内可能维持在3.7%上方，高于我们此前3.5%的预测，对通胀压力相对有限的同时利于消费助力经济稳定增长。薪资的韧性和就业的广度依然在奠定美国2024和2025年软着陆的基础。

图15: 薪资增速大方向仍是回落



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图16: 美国非农时薪增速



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

具体来看，9月私人部门非农工资同比增速反弹至3.97%，环比增速0.37%。商品业的同比和环比时薪增速分别为4.88%和0.47%，服务业为3.72%和0.31%，其中商品生产薪资环比改善受到采矿业、建筑业和制造业带动。从细项来看，同比增速最快的行业为耐用品制造业的5.74%、专业和商业服务的5.00%、建筑业的4.59%、休闲与酒店业的4.31%和金融活动业的4.17%。环比薪资方面，增速居前的有非耐用品制造、专业和商业服务、采矿、制造和教育与保健服务业等，公用事业和信息业薪资环比小幅负增长。2024年一季度薪资环比增速目前为0.339%，二季度为0.287%，三季度目前为0.351%，已经超过一季度。除严重衰退期间，非农薪资环比难以长期低于0.2%，而近期薪资的韧性也支持美联储调高中性联邦基金利率的判断。

## 四、非农就业上修，领先指标没有弱化

图17：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

图18：失业金初请人数领先于失业率，近期相对稳定（右轴%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图19：市场降低年内降息预期，不再认为可能出现单次 50BP 降息

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.4%	2.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.7%	80.2%	2.1%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.8%	69.8%	15.1%	0.3%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.8%	58.8%	26.0%	3.3%	0.1%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	38.5%	40.2%	13.1%	1.5%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	25.2%	39.5%	24.4%	6.3%	0.6%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	1.3%	10.9%	29.9%	34.5%	18.5%	4.5%	0.4%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.4%	4.6%	17.5%	31.5%	29.0%	13.6%	3.1%	0.3%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.1%	1.4%	7.6%	20.8%	30.9%	25.4%	11.1%	2.4%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：CME, 中国银河证券研究院

图20：卡车交通就业和临时帮工增速均回升（%）



资料来源：Fred, 中国银河证券研究院

## 五、风险提示

- (1)美国劳动市场大幅下滑的风险
- (2)美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3)劳动市场不同统计序列和方式存在误差的风险

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。

于金潼：宏观分析师

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，香港市场以恒生指数为基准。	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

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn