



平缓降息

——美国非农就业数据点评（2024年9月）

9月美国就业再度走强。新增非农就业人数 25.4 万（市场预期 15.0 万），失业率 4.1%（市场预期 4.2%），劳动参与率 62.7%（市场预期 62.7%），平均时薪环比增速 0.4%（市场预期 0.3%），同比增速反弹至 4.0%（市场预期 3.8%）。

9月就业数据既是财政货币“双宽松”支撑下经济回暖的映射，又是市场此前过激衰退担忧与降息预期的一次“再修正”。前瞻地看，美联储降息步伐或回归平缓，年内仍将降息 1-2 次，合计幅度 25-50bp。

一、边际变化：“双宽松”支撑就业走强

财政货币“双宽松”支撑经济回暖，9月美国就业再度走强。

美国经济摆脱“衰退之虞”。亚特兰大联储 GDPNOW 模型指向 2024Q3 美国经济继续以超过 2%的年化增速稳步扩张，9月美国服务业 PMI 超预期跳升至 54.9，创 2023 年 2 月以来新高。一是美国大选支撑财政宽松，2024Q3 中央政府赤字高达\$6,517 亿，同比增长 115.4%，环比增长 219.9%。二是货币宽松幅度大超市场预期，年中以来美元融资成本在降息预期催化下持续回落，美联储 9 月议息会议更是意外大幅降息 50bp。

经济回暖支撑雇佣扩张，就业数据随之走强。9月新增非农就业人数 25.4 万，较 8 月大幅增加 9.5 万。美国劳工部将 7-8 月新增就业人数合计上调 7.2 万，3 个月滑动平均值调升至 18.6 万，再度超越疫前中枢（2017-2019 年均值 17.7 万）；失业率回落 0.1pct 至 4.1%，连续第二个月回落。7-8 月失业率回落来自于“贝丽尔”飓风影响退坡带来的临时性裁员减少，8-9 月失业率回落则来自于雇佣需求回暖带来的非临时性裁员下降；薪资水平保持高增，9月平均时薪环比增速高达 0.4%，同比增速反弹至 4.0%。



二、整体趋势：供求关系依然偏紧

9月就业数据是对市场预期的一次“再修正”。年中以来市场对美国就业转冷存在过度担忧，实际上雇佣需求依然旺盛，劳动力供给依然不足，“低失业，高涨薪”格局仍有持续基础。

一是美国经济基本面仍然稳健，企业雇佣需求依然旺盛。8月美国职位空缺数反弹至804万，职位空缺率反弹至4.8%，9月数据大概率进一步走强。

二是老龄化进程叠加非法移民流入趋缓，劳动力供给依然不足。9月美国劳动参与率录得62.7%，持平8月，较2019年均值仍低0.6pct。从结构看，25-54岁黄金年龄段劳动参与率较2019年均值高出1.6pct，但55岁以上劳动参与率较2019年均值低4.0pct，总体劳动参与率已在老龄化影响下较疫前水平系统性下移。与此同时，非法移民对劳动力供给的支撑已在退坡。根据美国海关边境保护局（CBP）数据，8月全美非法越境人数已经跌至15.9万，较2023年12月高点回落57%，创2021年3月以来最低水平。

三、结构特征：全行业走强&补偿性涨薪

各细分行业普遍走强，9月美国就业形势全方位回暖。财政宽松支撑居民消费，休闲酒店（7.8万）和零售（1.6万）新增就业人数均较8月大幅提升；货币宽松支撑地产投资，建筑业（2.5万）就业保持高增；医疗行业用工荒持续，教育与医疗（8.1万）新增就业继续领跑。金融市场复苏，商业活动增加，信息（0.4万）就业结束减员状态，金融（0.5万）就业保持稳步增长，专业及商业服务（1.7万）就业大幅走强。

值得注意的是，薪资高增与就业高增发生行业错位，9月薪资高增行业多为补偿性涨薪。仅专业及商业服务1个细分行业薪资（环比0.8%）与就业同步高增，其他2个薪资高增行业（采掘0.7%、商品制造0.5%）就业增长并不亮眼。考虑到港口罢工及波音罢工事件的发生，制造业薪资可能正在经历



补偿性上升。新冠疫情爆发至今，美国服务业薪资增长显著强于制造业，后者存在涨薪需求。

大通胀对居民实际购买力的侵蚀仍未得到充分补偿，薪资增速可能保持高位。疫情以来美国劳动生产率增长 7%，实际薪资水平仅增 2%。如若就业增长保持强劲，薪资增速就可能面临来自补偿需求与增长需求的双重支撑。

四、市场：转鹰交易

就业增长强势反弹，薪资水平保持高增，市场开始修正此前过激的降息预期。美元隔夜利率曲线(OIS)暗示美联储年内降息幅度从昨日的 65bp (约 2.5 次) 收窄至 50bp (约 2 次)。美国国债各期限收益率大幅跳升。2 年期上涨 22bp 至 3.92%，5 年期上涨 18bp 至 3.80%，10 年期上涨 12bp 至 3.97%，30 年期上涨 7bp 至 4.25%。美元大幅走强。美元指数上涨 0.5% 至 102.49，美元兑换离岸人民币汇率回升至 7.1 附近。衰退预期基本证伪，美股三大指数全面收涨。标普 500 指数收涨 0.90%，纳斯达克指数收涨 1.22%，道琼斯指数收涨 0.81%。

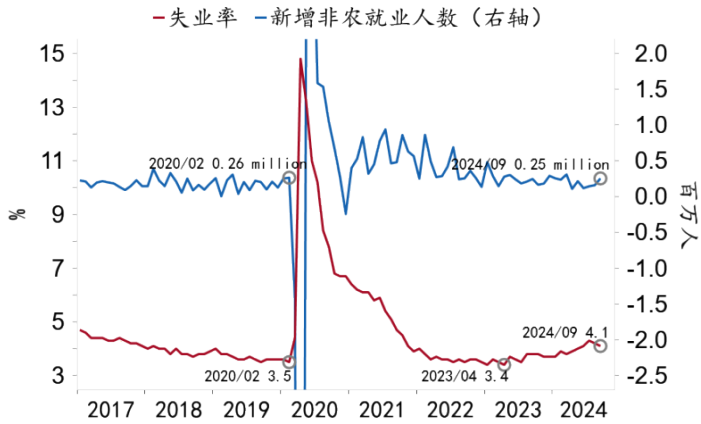
五、美联储：降息步伐回归平缓

前瞻地看，美联储阶段性步入决策“舒适区”。通胀大幅去化，就业保持强劲，决策灵活度显著提升。预计年内美联储仍将降息 1-2 次，合计幅度 25-50bp。一是服务业薪资增长并未显著加速，暂无“再通胀”之虞。二是大选后财政力度或有所退坡，美国经济的政策支撑需从财政过渡至货币。三是美联储官员普遍认为中性利率水平低于 4%，降息空间依然充足。

(评论员：谭卓 刘一多 陈诚 王天程)

图 1: 9月美国就业数据再度走强

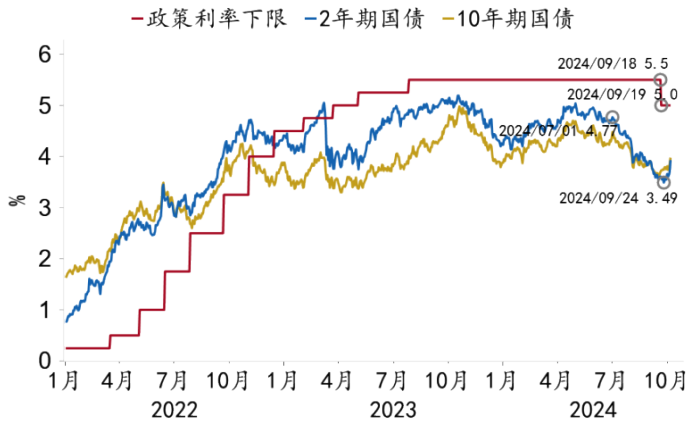
美国失业率与新增非农就业



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 3: 年中以来美国利率水平大幅下行

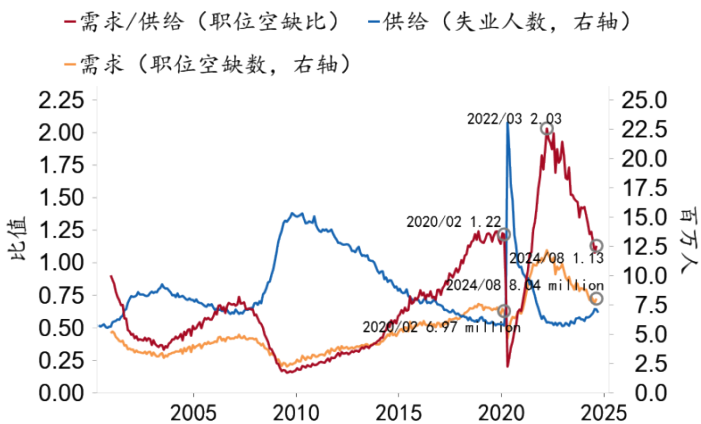
美国政策及市场利率走势



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 5: 企业雇佣需求依然旺盛

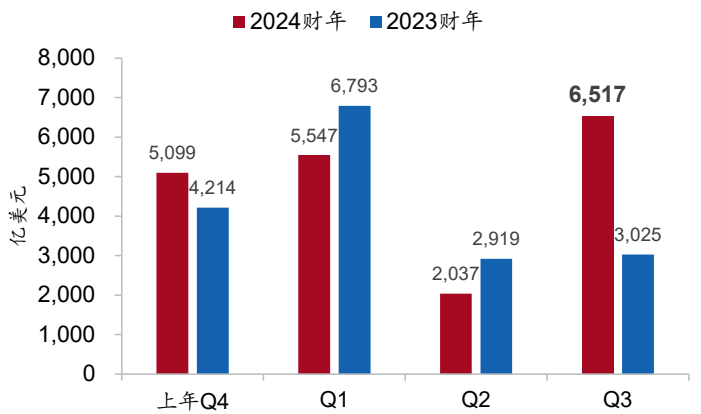
美国劳动力市场供求关系



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 2: 2024Q3 美国财政大幅发力

美国财政赤字: 2024VS2023



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 4: 美国平均时薪同比增速反弹至 4%

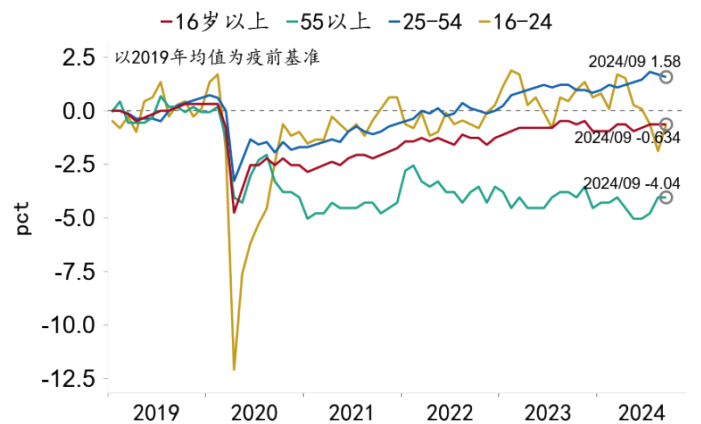
美国平均时薪同比与环比



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 6: 55 岁以上人口劳动参与率永久性下移

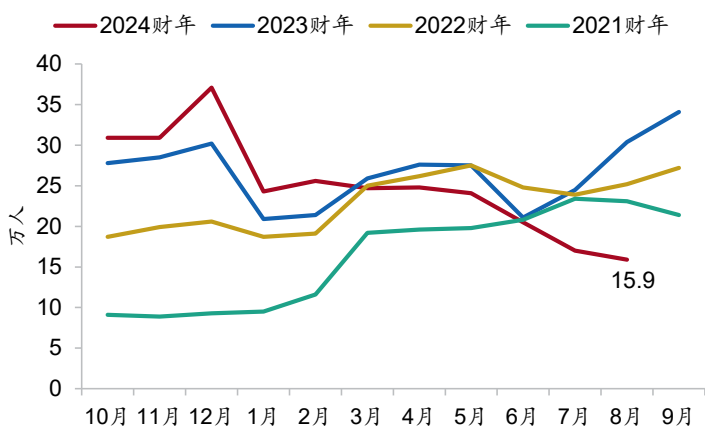
美国各年龄段劳动参与率较疫前变化



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图7：全美非法越境人数持续回落

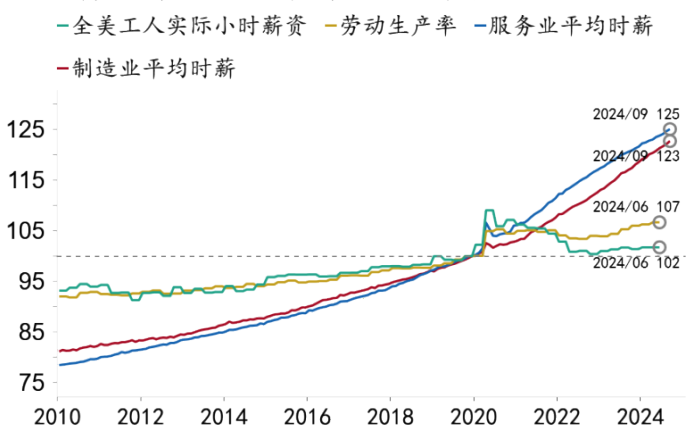
全美非法越境人数月频统计 (CBP)



资料来源：美国海关边境保护局、招商银行研究院

图9：疫后制造业薪资增长弱于服务业

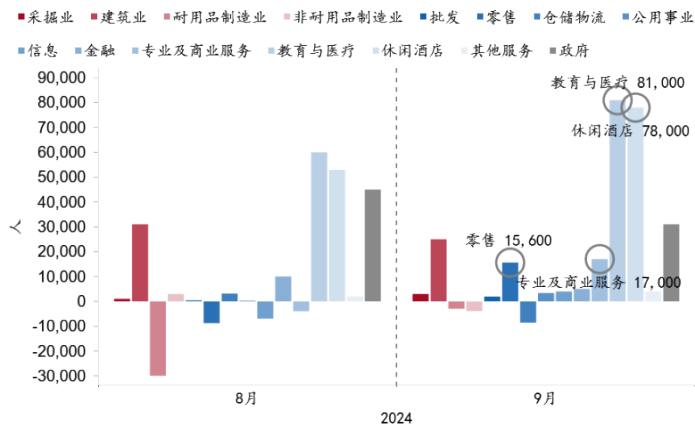
美国薪资水平及劳动生产率 (2019年末=100)



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图8：各细分行业新增就业普遍走强

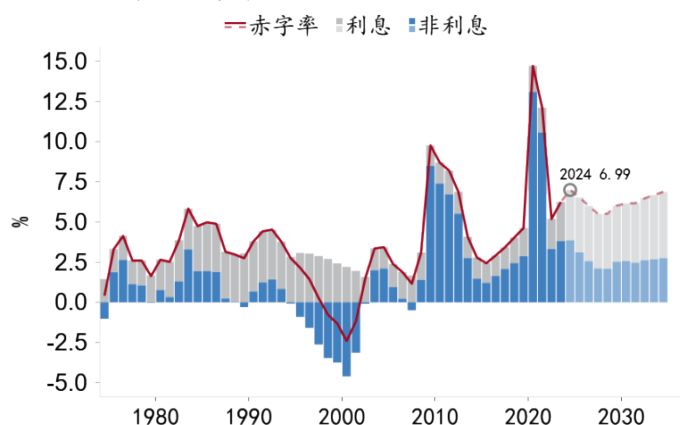
美国新增非农就业行业分布



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图10：美国财政力度或边际退坡

美国公共部门赤字率及预测 (CBO)



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院