

美国劳动数据再显韧性，较晚的弱衰退仍是基准假设

20230506

核心内容：

- **新增非农就业高于预期，失业率保持历史低位，薪资增速回升** 单位调查 (establishment survey) 方面，4月新增非农就业 25.3 万人，高于 18 万人的预期；同时，2、3 月份的新增非农就业分别从 31.1 万人和 23.6 万人的初值下修至 24.8 万人和 16.5 万人，因此年内整体就业情况并没有大超预期。不过非农时薪增速加快，4月同比增长 4.45%，环比 0.48%；同时 2 月时薪增速重新上调至 0.27%，将三月均环比增速抬升至 0.34%。家庭调查 (household survey) 方面，失业率从 3.5% 降至 3.4%，保持极低水平；劳动参与率保持 62.6%，55 岁及以上参与率降低 0.2 至 38.4%。近期全职就业增长反映劳动需求粘性，累计兼职工作人数同比增速降低至 2.20%，累计全职工作人数同比增长 1.88%。
- **服务业依然是支柱，商品生产边际改善，两者均未发出短期衰退的预警** 新增的 25.3 万人中，商品生产增加 3.3 万人，与制造业 PMI 的边际改善相符，而服务生产多增 19.7 万人；政府部门多增 2.3 万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增 23 万人，比前值明显回升。全部非农就业三个月均值降低至 22.2 万人。我们认为对周期下行更敏感的商品生产新增就业是较好的衰退预警指标，其三月均进入负增长后 NBER 的衰退判定容易出现，目前其 1.3 万人的三月均值显示短期衰退仍不易发生；同时，服务的三月均值进入负增长似乎也是衰退的先决条件。
- **虽然劳动市场缓慢缓和趋势暂未改变，但薪资回升对核心通胀的压力和经济韧性的支持需要注意** (1) 最值得关注的是时薪增速的上修和反弹，数据修正后暂时否定了时薪环比靠近疫情前水平，也意味着年末薪资同比增速可能在 3.6% 附近。虽然这种增速下核心 PCE 依然保持下降趋势，数据修正小幅降低了年末经济陷入衰退和降息的概率。(2) 美国就业在一季度的强劲是多种数据的共识，首先 ECI 显示一季度同比和环比增速为 5.1% 和 1.2%，没有显著放缓；其次，家庭调查中全职就业新增明显上行，兼职降低，这表明就业稳定性更强。(3) 尽管工资上修和不弱的新增就业支持美国经济韧性，但美国周期性部门下行仍在继续，中小银行面临的问题没有得到根本解决，年末的弱衰退和首次降息仍是我们的基准假设。(4) 银行业信贷派生问题整体缓解，但中小银行现金状况有再次恶化的可能，高利率、QT 和放缓的信贷派生暗示年末弱衰退的风险，不过目前市场对年内多次降息预期依然为时尚早。
- **年内难以多次降息，二季度数据波动使资产以震荡为主，警惕美元和美债短期回升的风险** 近期美国 PMI 数据和银行信贷均出现边际修复的趋势，超额储蓄和实际收入的继续恢复也使消费放缓的斜率比较平缓。从资产角度考虑，市场依然计入了较多的降息次数，以美国当前的经济状况来看这一预期可能出现下调，因此美元和美债收益率短期有向上风险，主要围绕数据的边际变化震荡；不过美元和美债年内跟随通胀而向下的趋势比较确定。美股在盈利预期还有下修空间，估值并不低的情况下需要保持谨慎。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼

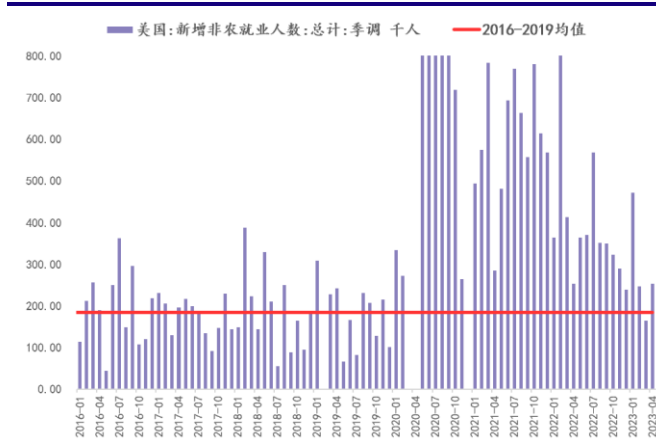
主要风险：美国经济衰退提前的风险，市场出现严重流动性危机的风险

美国劳工数据局 (BLS) 5 月 5 日公布了 2023 年 4 月劳动数据。单位调查 (establishment survey) 方面, 4 月新增非农就业 25.3 万人, 高于 18 万人的预期; 同时, 2、3 月份的新增非农就业分别从 31.1 万人和 23.6 万人的初值下修至 24.8 万人和 16.5 万人, 因此年内整体就业情况并没有大超预期。不过非农时薪增速加快, 4 月同比增长 4.45%, 环比 0.48%; 同时 2 月时薪增速重新上调至 0.27%, 将三月均环比增速抬升至 0.34%。家庭调查 (household survey) 方面, 失业率从 3.5% 降至 3.4%, 保持极低水平; 劳动参与率保持 62.6%, 55 岁及以上参与率降低 0.2 至 38.4%。近期全职就业相对增长, 累计兼职工作人数同比增速降低至 2.20%, 累计全职工作人数同比增长 1.88%。

短期来看, 4 月数据依然反映劳动市场紧张程度的缓解不会一帆风顺, 虽然前期缓慢下行的趋势没有发生改变, 但就业状况所代表的经济韧性依然不差, 这也意味着下半年核心通胀整体位于 3.5% 上方概率较大。从资产反应来看, 三大股指上行、美债收益率明显回升、美元指数快速拉升后回落, 这体现出市场对美国经济韧性的认识, 遏制了银行问题引发的衰退交易倾向。我们认为 (1) 最值得关注的是时薪增速的上修, 此前非农时薪的环比增速已经靠近疫情前水平, 更利于核心通胀在 2023 下半年的回落, 但环比增速上修意味着年末薪资同比增速可能回升至 3.6% 以上。虽然这种增速下核心 PCE 依然保持下降趋势, 数据修正小幅降低了年末经济陷入衰退和降息的概率。(2) 美国就业在一季度的强劲是多种数据的共识, 首先 ECI 显示一季度同比和环比增速为 5.1% 和 1.2%, 没有显著放缓; 其次, 家庭调查中全职就业新增明显上行, 兼职降低, 这表明就业稳定性更强。(3) 尽管工资上修和不弱的新增就业支持美国经济韧性, 但美国周期性部门下行仍在继续, 中小银行面临的问题没有得到根本解决, 年末的弱衰退和首次降息仍是我们的基准假设。(4) 银行业信贷派生问题整体缓解, 但中小银行现金状况有再次恶化的可能, 高利率、QT 和放缓的信贷派生暗示年末弱衰退的风险, 不过目前市场对年内多次降息预期依然为时尚早。

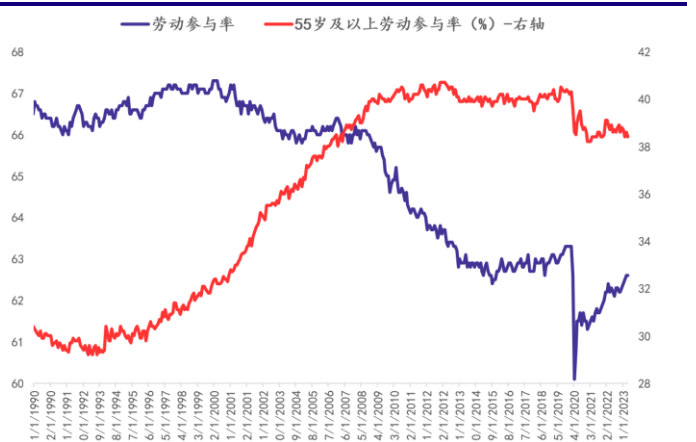
近期 PMI 数据和银行信贷均出现边际修复的趋势, 超额储蓄和实际收入的继续恢复也使消费放缓的斜率比较平缓。从资产角度考虑, 市场依然计入了较多的降息次数, 以美国当前的经济状况来看这一预期可能出现下调, 因此美元和美债收益率短期有向上风险, 主要围绕数据的边际变化震荡; 不过美元和美债年内跟随通胀而向下的趋势比较确定。美股在盈利预期还有下修空间, 估值并不低的情况下需要保持谨慎。

图 1: 新增非农就业 (千人)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

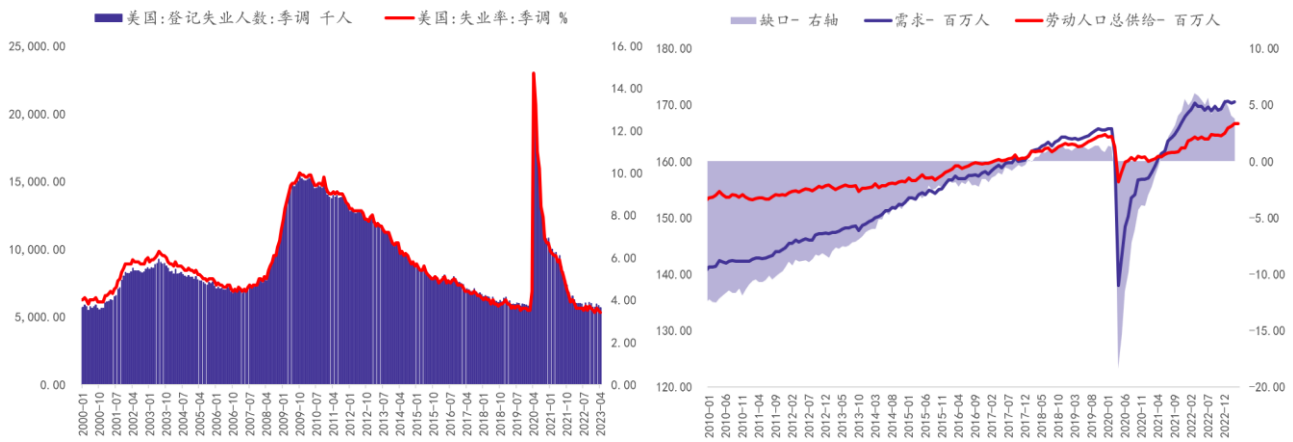
图 2: 劳动参与率整体缓慢回升, 但 55 岁以上恢复疲弱 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 3: 失业率继续处于历史低位, 显示一定韧性 (%)

图 4: 粗略劳动市场缺口降低至约 375 万人



资料来源: Wind, 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理

一、服务业依然是支柱，商品生产边际改善，两者均未发出短期衰退的预警

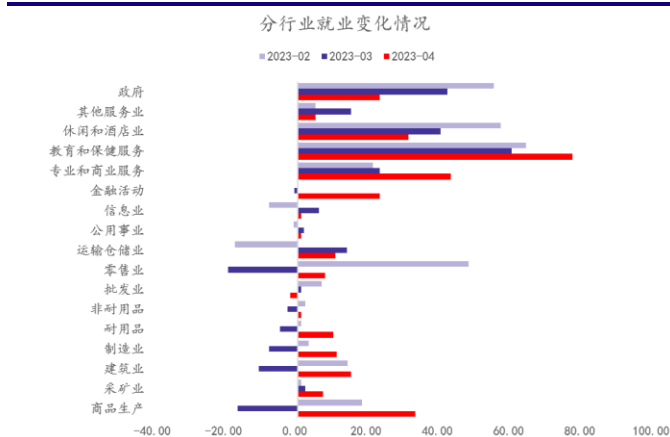
从非农就业的结构来看，接触类服务业依然是新增就业最多的区域。新增的 25.3 万人中，商品生产增加 3.3 万人，与制造业 PMI 的边际改善相符，而服务生产多增 19.7 万人；政府部门多增 2.3 万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增 23 万人，比前值明显回升。全部非农就业三个月均值降低至 22.2 万人，主要是由于 2、3 月份商品和服务新增就业均遭到大幅下调，3 月就业较弱也与银行业危机造成的冲击有一定关联。

私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务 7.7 万人、专业与商业服务 4.3 万人、休闲和酒店 3.1 万人以及金融活动 2.3 万人；休闲和酒店业与教育和保健服务业较疫情前趋势仍存在较大缺口，服务业短期难以降低至衰退前的新增就业水平。商品相关就业反弹，采矿业、建筑业和制造业均有小幅上行。我们认为对周期下行更敏感的商品生产新增就业是较好的衰退预警指标，其三月均进入负增长后 NBER 的衰退判定容易出现，目前其 1.3 万人的三月均值显示短期衰退仍不易发生；同时，服务的三月均值进入负增长似乎也是衰退的先决条件。

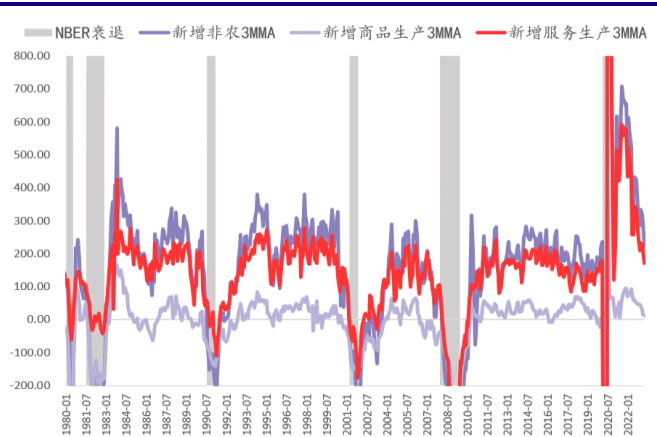
整体上，由于前期新增非农就业的下修，劳动市场紧张程度持续缓慢缓和，但短期难以因内生原因出现塌方。这继续支持加息即将停止，但年内难以多次降息的判断。

图 5: 各行业新增就业人数变化 (千人)

图 6: 新增就业三月移动平均显示离衰退仍有距离 (千人)



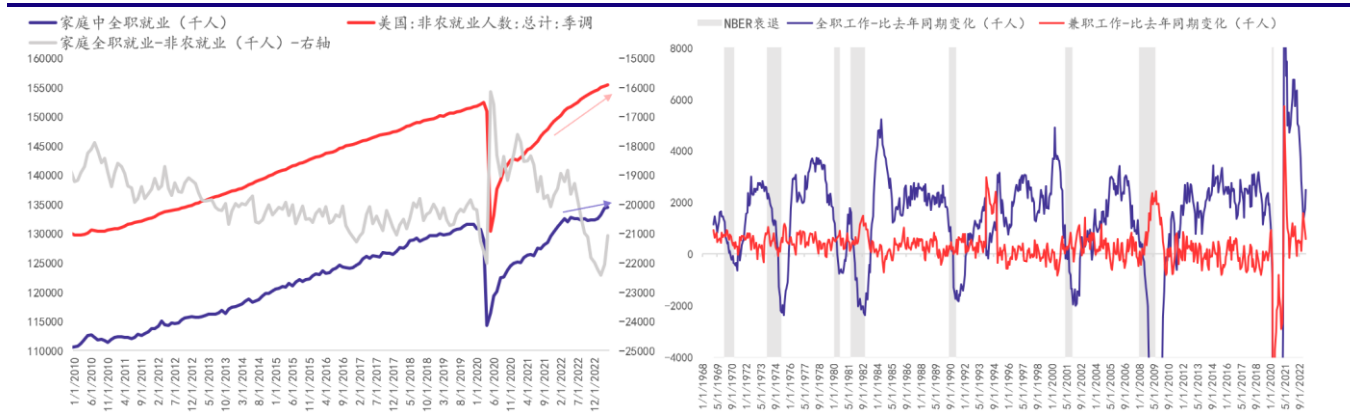
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速3.46%，总计2663万人，比上月继续降低；累计全职工作人数三月均同比增长回升至1.42%，总计1.34亿人，比上月回升。累计兼职工作在2022年迅速上升后，近期有所减少；而全职工作数量恢复。相比于此前较为矛盾的企业与家庭调查数据，近期全职工作与新增就业的同时回升确认了劳动市场回落缓慢的状态，这也从上调的时薪增速中有所体现；一方面，短期衰退和降息难度较大，另一方面核心通胀在2023下半年的压力需要警惕，这同样暗示降息不会在三季度出现。

图 7：近期全职就业与非农一起出现回升，显示韧性（千人） 图 8：全职增加和兼职增速放缓减轻 2023 年内的衰退压力



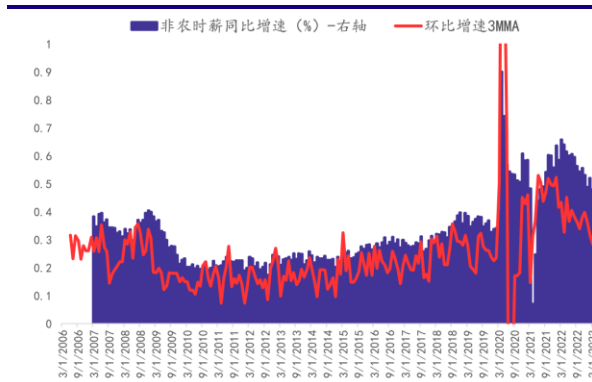
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

二、非农时薪增速边际回升，仍需关注核心通胀压力

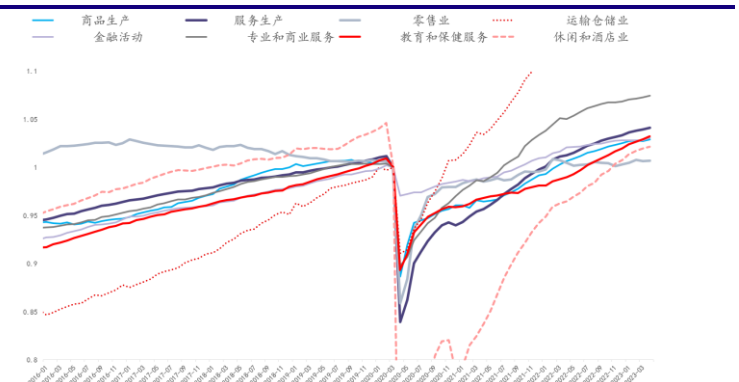
本月新增非农就业和薪资均高于预期，劳动市场放缓的路径并非一帆风顺。我们预测4月美国CPI同比增速保持5%左右，核心增速更高；虽然薪资的压力上行并不改变上半年名义CPI和PCE的回落以及加息的停止，下半年通胀的粘性应当会阻碍多次的降息。鲍威尔在5月FOMC会议答记者问中表示3%左右的薪资同比增速与2%的通胀目标更加吻合，暗示这一条件可以理解成通胀稳定向2%靠拢的证据；目前看，3%左右的时薪增速在2023年内较难达成，不宜期待多次降息。

图 9：非农时薪增速边际回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10：服务业劳动缺口仍然较多 (2019 年末=1)



资料来源: Wind, 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回升至4.45%，环比增速反弹至0.48%，上行幅度较大。商品业的同比和环比时薪增速分别为4.63%和0.48%，服务业为4.39%和0.48%，两者均有上行。从细项来看，同比增速最快的行业有采矿业6.61%、休闲和酒店业5.74%、批发业

5.54%、公用事业 5.45%和建筑业 5.42%；环比增速居前的有批发业 0.85%、运输仓储业 0.84%、采矿业 0.83%、其他服务业 0.72%以及专业和商业服务 0.60%。4 月商品和服务部门薪资增速均有反弹，虽然未来存在下修可能，但不能否认的是美国劳动市场下行的路径较为颠簸。

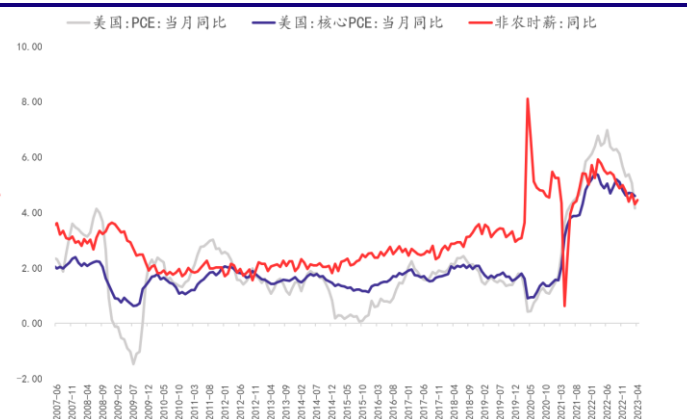
从环比角度考虑，2 月时薪增速重新上修至 0.27%，4 月增速升至 0.28%，这带动三月均增速回到 0.34%，继续高于疫情前 0.24%的环比均值。如果按照更高的环比增速推算，非农时薪 2023 年末应当缓慢降低至 3.6%上方。虽然这意味着年末核心 PCE 仍然有望降至 3.6%左右，但核心粘性的部分略强于一季度时薪数据隐含的路径。另一方面，一季度 ECI 的增速同样强于预期，这更加确立下半年核心通胀的压力并未显著减轻。目前根据各类薪资指标外推出的 2023 年末增速均高于鲍威尔中意的 3%左右增速，因此综合经济韧性考虑年内很难多次降息。

图 11：时间序列更长的生产者时薪增速回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：工资对核心 PCE 的压力暂未明显减轻 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从劳动数据以外的因素考虑，美国居民的名义超额储蓄有较高概率支撑至年底，同时名义通胀更快的下降缓解了实际工资的降幅，这将使同步指标 CEI 中的就业和实际收入分项保持韧性，阻止衰退的出现。同时，银行信贷派生的收缩在 4 月缓解，虽然个别中小银行的现金状况依然没有脱离危险区并逐渐恶化，商业银行整体情况健康，大银行贷款与存款比例远低于疫情前。因此，除了小银行商业地产外，商行被动收缩工业和消费贷款压力不大。

总体上，4 月反弹的劳动数据并不改变市场对 6 月加息暂停的预期，也印证了美国经济的短期粘性。单月劳动数据高于预期暂没有改变我们对核心通胀缓慢降低以及美国经济四季度未陷入弱衰退的判断，但对通胀和经济粘性需要保持警惕，这也意味着年内多次降息的乐观预期仍可能调整，二季度美元和美债可能以在预期波动下以震荡为主，注意回升风险。

图 13：商业银行信贷在回落后趋于稳定，暂未继续大幅收缩

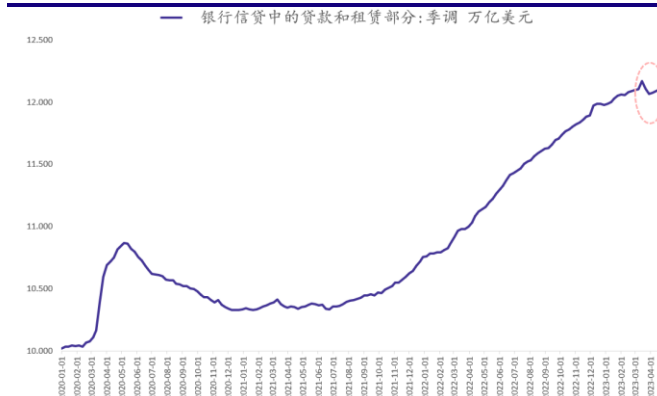
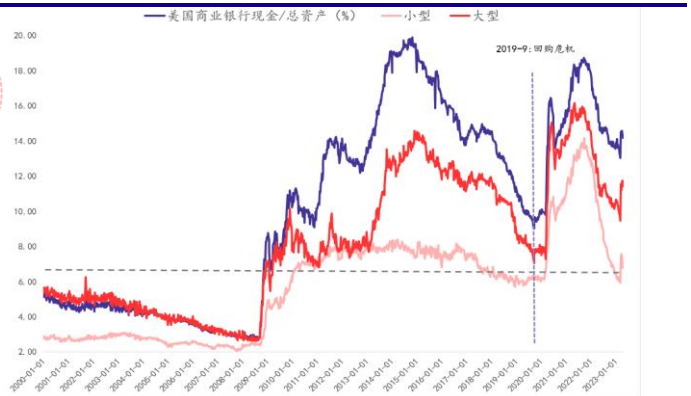


图 14：小型商业银行现金比例再度下降 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

非农数据概览:

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调(美元)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2023-04	2023-03	2023-02	2023-04	2023-03	2023-02	2023-03	2023-02	2023-01	
非农总计	253.0	165.0	248.0				301.0	-584.0	218.0	
非农私人合计	230.0	123.0	193.0	33.36	33.20	33.11	270.0	-560.0	242.0	
商品生产	33.0	-17.0	18.0	33.70	33.54	33.35				
采矿业	7.0	2.0	1.0	37.56	37.25	37.11	-3.0	2.0	4.0	
建筑业	15.0	-11.0	14.0	36.19	36.00	35.84	18.0	-54.0	47.0	
制造业	11.0	-8.0	3.0	32.02	31.89	31.68	40.0	4.0	45.0	
耐用品	10.0	-5.0	1.0	33.58	33.44	33.20	25.0	-5.0	31.0	
非耐用品	1.0	-3.0	2.0	29.36	29.26	29.08	16.0	9.0	14.0	
服务生产	197.0	140.0	175.0	33.28	33.12	33.05				
批发业	-2.2	1.0	6.7	36.76	36.45	36.37	-5.0	8.0	20.0	
零售业	7.7	-19.5	48.0	23.86	23.76	23.77	25.0	-172.0	52.0	
运输仓储业	10.6	13.8	-17.7	28.80	28.56	28.49				
公用事业	1.0	1.7	-1.1	49.30	49.23	48.92				
信息业	1.0	6.0	-8.0	47.50	47.93	47.91	3.0	-7.0	2.0	
金融活动	23.0	-1.0	0.0	42.64	42.74	42.55	18.0	-71.0	55.0	
专业和商务服务	43.0	23.0	21.0	40.20	39.96	39.77	90.0	-38.0	-74.0	
教育和保健服务	77.0	60.0	64.0	32.77	32.65	32.63	42.0	-125.0	83.0	
休闲和酒店业	31.0	40.0	57.0	21.01	20.94	20.79	-62.0	-29.0	65.0	
其他服务业	5.0	15.0	5.0	29.53	29.32	29.55	52.0	-34.0	-21.0	
政府	23.0	42.0	55.0							

单元格标红: 大于前值

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。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

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。

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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn