

非农超预期不改需求下行趋势，加息大概率已达终点

——美国4月非农数据点评

相关研究：

- 1.《非农数据继续超预期，给美联储放松加息带来扰动》
2022.12.21
- 2.《平均时薪增速减缓，市场预期软着陆概率回升》
2023.01.07
- 3.《剔除年度调整后韧性仍存，市场提高加息预期》
2023.02.07
- 4.《非农就业仍超预期但边际缓解，平均时薪增速回落》
2023.03.13
- 5.《就业市场需求端继续缓解，美联储仅剩最后一次加息》
2023.04.12

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：周可

Tel: 021-50295364

Email: zk06926@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

美国劳工部公布4月非农数据，新增非农就业人数25.3万，预期18万。前值由23.6万修正为16.5万。失业率3.4%，前值3.5%。劳动就业率62.6%，与前值持平。平均时薪环比增长0.5%，前值0.3%。

□ 专业和商业服务、医疗保健、休闲和酒店、社会援助为主要贡献项

商品生产、服务生产都出现了超预期增长，政府项新增人数下滑。主要贡献项为专业和商业服务、医疗保健、休闲和酒店、社会援助。主要拖累项为临时支持服务和批发业。临时支持服务通常作为劳动力市场走向的风向标，当出现劳动力需求下滑时，企业雇主通常会先减少临时工人数，再裁减正式员工。商品生产部门新增3.3万。服务生产部门新增19.7万。

□ 劳动力需求和供给继续下行，缺口进一步弥合

美国超额储蓄的回落、通胀持续高位以及对未来收入预期下降是居民选择回归劳动力市场的主要原因。3月主动离职人数下降表明在经济不确定性加剧情况下，更多劳动力不愿冒险离职。新进和再次进入劳动力市场人数上升表明劳动力市场紧缺情况正在降温。3月JOLTS职位空缺数连续3个月下行，创下2021年5月以来新低。求人倍率（职位空缺数/失业人数）下降至1.64。劳动力缺口下降至375.1万。U3-U6失业率差继续与上月持平，表明就业前景走弱。

平均时薪涨幅高于市场预期。分项来看服务业平均时薪增速环比由0.2%回升至0.5%，其中批发、零售、运输仓储、其他服务业等低端服务业增速较快。信息业、金融业环比增速下行。高端服务业与低端服务业呈现出不同的供需关系。

□ 加息大概率已至终点，市场预期年内降息

非农数据远超美联储合意的10万/月，但并没有提高市场对终端利率的预期。原因一是劳动力短缺问题正在逐步缓解。二是银行危机有利于收紧信贷规模和冷却就业市场。三是劳动力市场表现具有滞后性。四是贝弗利奇曲线向内移动，这与美联储所期望的经济软着陆路径相吻合。

非农数据公布后CME显示期货市场定价6月维持利率不变的可能上升至87%，9月开始降息概率为48.6%。三大股指收涨，截至收盘，道指涨1.65%；标普500涨1.85%；纳指涨2.25%。

□ 风险提示

全球疫情反复；海外流动性收紧；地缘冲突进一步升级。

1 专业和商业服务、医疗保健、休闲和酒店、社会援助为主要贡献项

新增非农就业 25.3 万人，过去 6 个月平均增长 29 万人。前值由 23.6 万人下修至 16.5 万人。商品生产、服务生产都出现了超预期增长，政府项新增人数下滑。主要贡献项为专业和商业服务、医疗保健、休闲和酒店、社会援助。主要拖累项为临时支持服务 (-2.3 万) 和批发业 (-0.2 万)。临时支持服务通常作为劳动力市场走向的风向标，当出现劳动力需求下滑时，企业雇主通常会先减少临时工人数，再裁减正式员工。

商品生产部门新增 3.3 万人。其中建筑业新增 1.5 万，制造业新增 1.1 万，采矿业新增 0.7 万。

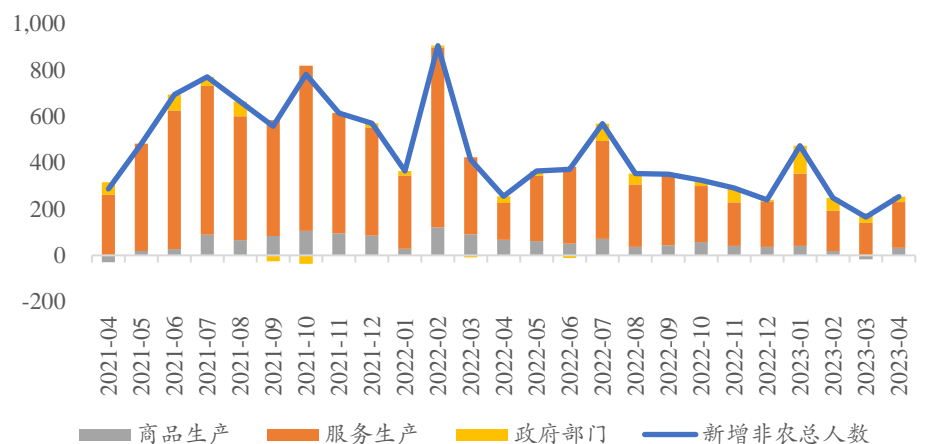
服务生产部门新增 19.7 万人。其中专业和商业服务新增 4.3 万人，在过去 6 个月平均增加 2.5 万人。其中专业、科学和技术服务增加了 4.5 万。临时帮助服务的就业人数在本月继续呈下降趋势 (-2.3 万)，自 2022 年 3 月的峰值以来减少了 17.4 万人。

医疗保健新增 4 万人，过去 6 个月平均增长 4.7 万人。其中护理服务新增 2.4 万人、护理和住宿护理设新增 0.9 万人，医院新增 0.7 万人。

休闲和酒店业新增 3.1 万人，过去 6 个月平均为 7.3 万人。其中主要新增来自食品服务和饮水场所 (2.5 万)。

社会救助新增 2.5 万人，其中个人和家庭服务新增 2.1 万人。政府部门新增就业 2.3 万人，低于过去 6 个月平均的 5.2 万人。

图 1 美国新增非农就业人数:季调 (千人)



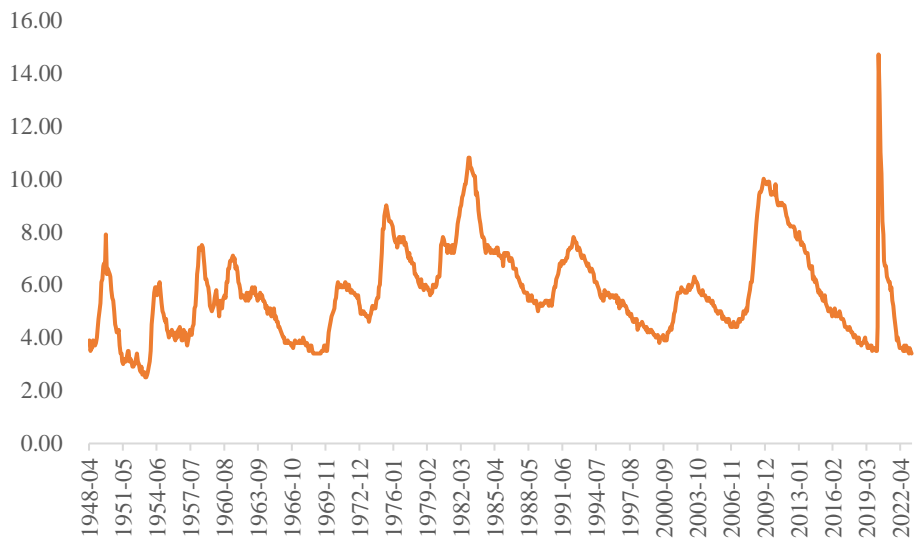
资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 2 各行业非农新增就业人数（千人）

指标名称	2023-02	2023-03	2023-04
商品生产	18.0	-17.0	33.0
采矿业	1.0	2.0	7.0
建筑业	14.0	-11.0	15.0
制造业	3.0	-8.0	11.0
耐用品	1.0	-5.0	10.0
汽车及零部件	3.8	2.6	5.8
非耐用品	2.0	-3.0	1.0
服务生产	175.0	140.0	197.0
批发业	6.7	1.0	-2.2
零售业	48.0	-19.5	7.7
运输仓储业	-17.7	13.8	10.6
公用事业	-1.1	1.7	1.0
信息业	-8.0	6.0	1.0
金融活动	0.0	-1.0	23.0
专业和商业服务	21.0	23.0	43.0
临时支持服务	-9.6	-18.9	-23.3
教育和保健服务	64.0	60.0	77.0
医疗保健和社会救助	54.5	47.7	64.2
休闲和酒店业	57.0	40.0	31.0
其他服务业	5.0	15.0	5.0
政府	55.0	42.0	23.0

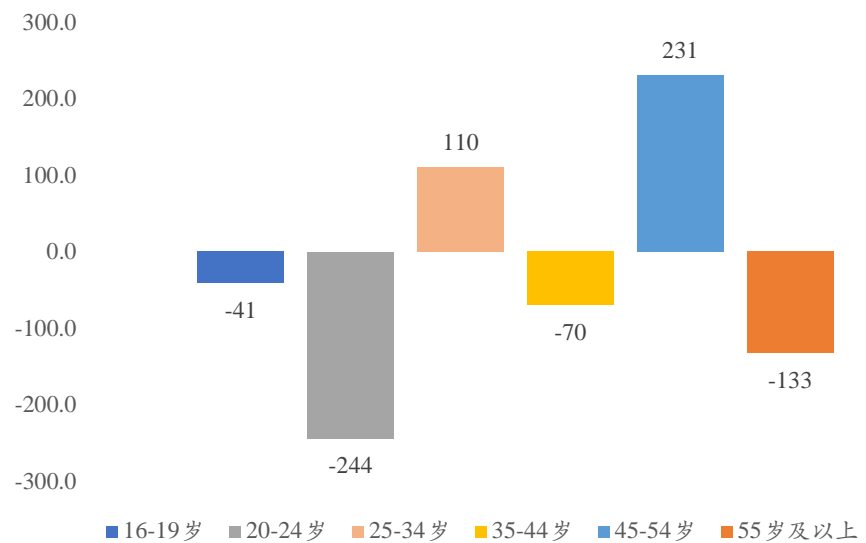
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 非农失业率再次回落至 3.4%



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 4 月劳动力新增以 25-34、45-54 岁人群为主



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 劳动力需求和供给继续下行，缺口进一步弥合

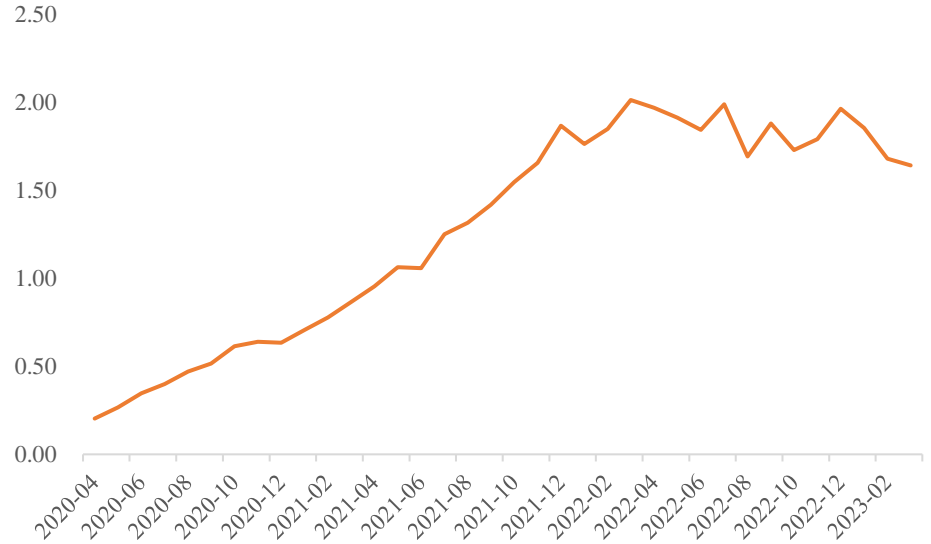
失业率为 3.4%，前值 3.5%，小幅下跌 0.1 个百分点。失业率下降主要源于分子端失业人口较前期下降 18.2 万人。自 2022 年 3 月以来失业率处于 3.4-3.7% 区间内波动。劳动参与率为 62.6%，与前值持平，自去年底以来持续上升，但距离疫情前水平还有 0.7 个百分点差距。4 月劳动力人口增长以 25-34、45-54 岁人群为主。

美国超额储蓄的回落、通胀持续高位以及对未来收入预期下降是居民选择回归劳动力市场的主要原因。3 月主动离职人数下降了 12.9 万，降至 385.1 万，自主离职率小幅下降至 2.5%，为两年来最低水平，表明在经济不确定性加剧情况下，更多劳动力不愿冒险离职。新进和再次进入劳动力市场人数上升表明劳动力市场紧缺情况正在降温。3 月 JOLTS 职位空缺数连续 3 个月下行，降至 959 万人，创下 2021 年 5 月以来新低。3 月求人倍率（职位空缺数/失业人数）下降至 1.64。我们测算的 3 月劳动力缺口由 403.8 万下降至 375.1 万。U3-U6 失业率差继续与上月持平，且低于去年 12 月水平，表明就业前景走弱。U3 失业率是指目前处于失业，但是正在积极找工作的人口占总劳动力人口的比重，而 U6 失业率，则将失去继续寻找工作信心人口、暂时没有积极寻找工作人口以及有意愿寻找工作但暂时出于种种原因无法立即找到工作的人口都纳入考量。

平均时薪同比上涨 4.4%，前值 4.2%，环比上升 0.5%，高于市场预期。分项来看服务业平均时薪增速环比由 0.2% 回升至 0.5%，其中批发、零售、

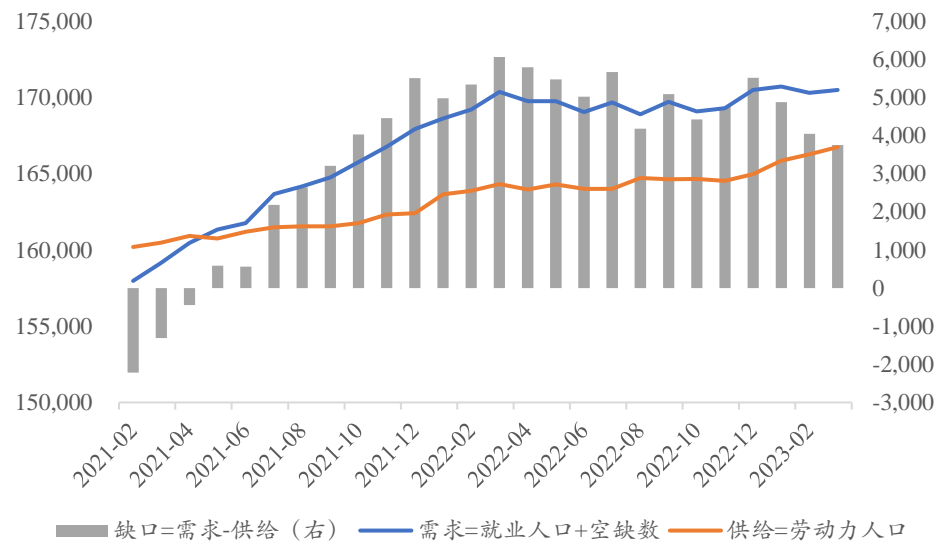
运输仓储、其他服务业等低端服务业增速较快。信息业、金融业环比增速下行。高端服务业与低端服务业呈现出不同的供需关系。

图 5 职位空缺数/失业人数之比回落



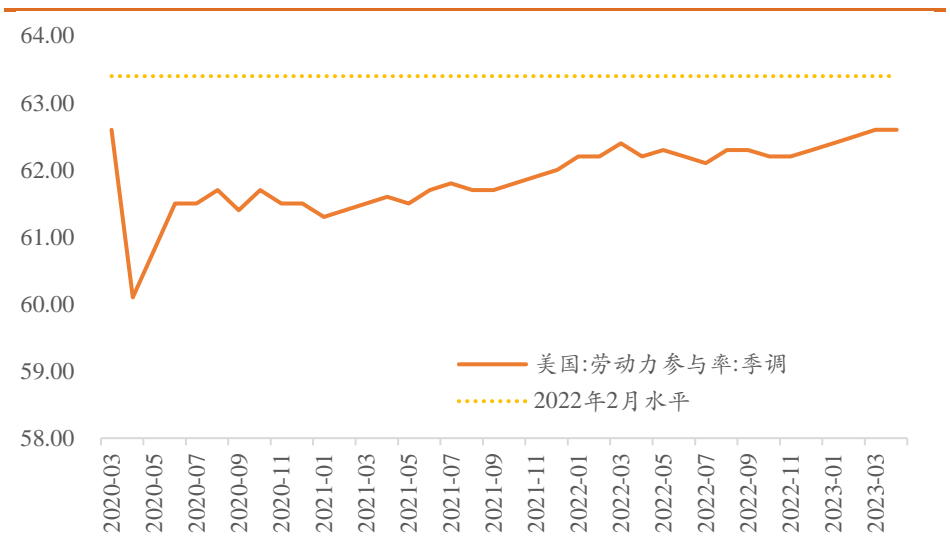
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 劳动力缺口边际缓解



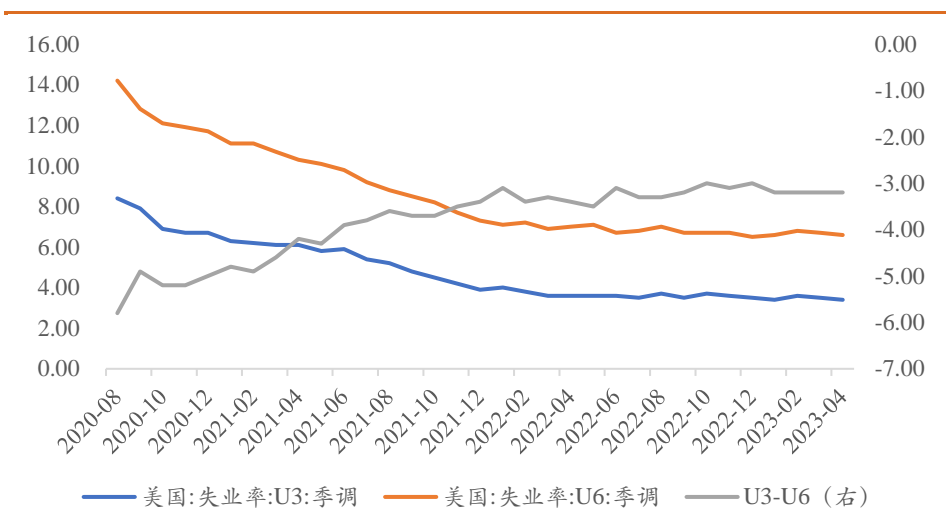
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 美国劳动参与率:季调 (%)



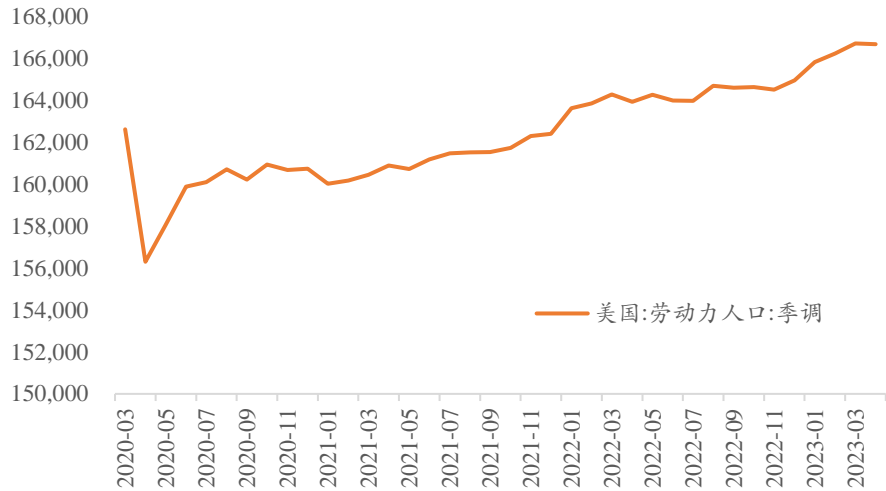
资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 8 U3-U6 失业率差与前期持平



资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 9 美国劳动力人口持续增长



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 各分项平均时薪环比 (%)

平均时薪环比	2023-02	2023-03	2023-04
总计	0.3%	0.3%	0.5%
商品生产	0.2%	0.6%	0.5%
采矿业	0.4%	0.4%	0.8%
建筑业	0.4%	0.4%	0.5%
制造业	0.0%	0.7%	0.4%
耐用品	0.1%	0.7%	0.4%
非耐用品	0.0%	0.6%	0.3%
私人服务生产	0.3%	0.2%	0.5%
贸易、运输及公用事业	0.8%	0.2%	0.7%
批发业	0.4%	0.2%	0.9%
零售业	1.1%	0.0%	0.4%
运输仓储业	0.8%	0.2%	0.8%
公用事业	0.2%	0.6%	0.1%
信息业	0.3%	0.0%	-0.9%
金融业	0.1%	0.4%	-0.2%
专业和商业服务	0.2%	0.5%	0.6%
教育和医疗服务	-0.2%	0.1%	0.4%
休闲和酒店	0.0%	0.7%	0.3%
其他服务业	0.2%	-0.8%	0.7%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

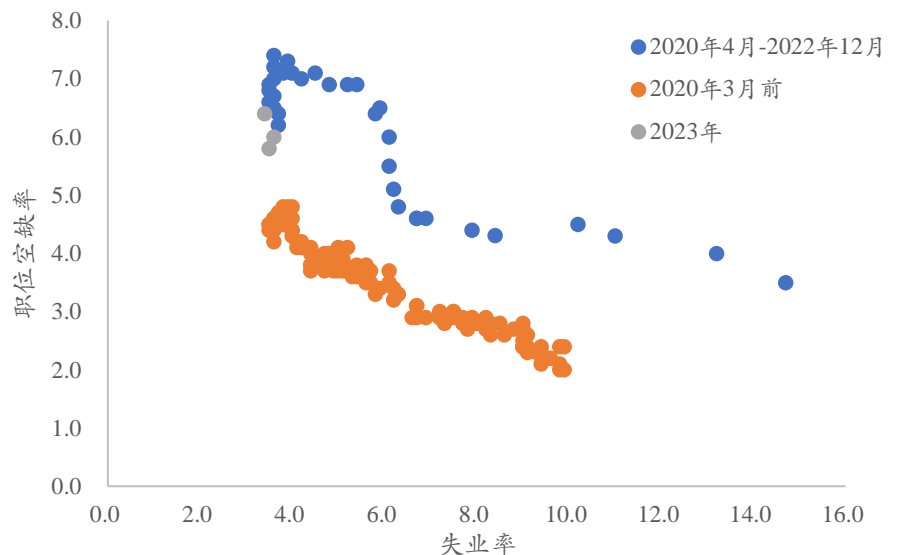
3 加息大概率已至终点，市场预期年内降息

非农数据远超美联储合意的 10 万人每月，但此次非农并没有提高市场对终端利率的预期。原因一是劳动力短缺问题正在逐步缓解，供需走弱，新增非农仍处于下行趋势。二是虽然美国银行危机演变成系统性风险的概率较低，但会显著拖累经济增长，有利于收紧信贷规模和冷却就业市场。三是劳动力市场表现具有滞后性，往往在经济出现衰退后才会体现在就业市场上。可以等待停止加息后市场数据的进一步表现再来判断何时降息。四是失业率回落至历史低位，劳动力市场紧张状况缓解，贝弗利奇曲线向内移动，这与美联储所期望的经济软着陆路径相吻合，没必要再次加息提高造成更深程度的经济衰退的风险。

非农公布前，5 月 3 日 FOMC 议息会议已将联邦基金利率上调至此前预期的利率终点 5%-5.25% 区间。非农数据公布后 CME 显示期货市场定价 6 月维持利率不变的可能上升至 87%，9 月开始降息概率为 48.6%。

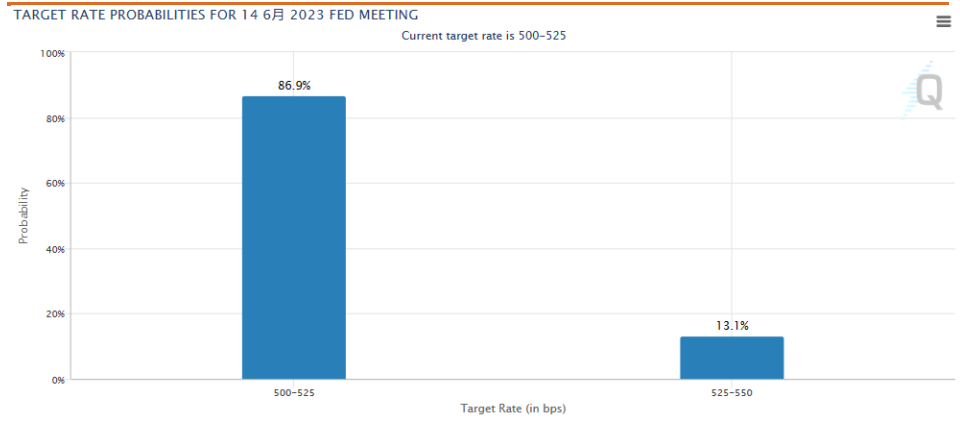
虽然新增非农超预期，但劳动力市场紧缺程度进一步缓解，叠加联邦基金利率已达终点，市场对年内降息仍然保持乐观。数据公布后三大股指收涨，截至收盘，道指涨 1.65%；标普 500 涨 1.85%；纳指涨 2.25%。

图 11 贝弗利奇曲线开始向内移动



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 12 Fed Watch 预测 6 月议息会议大概率停止加息



资料来源：CME、湘财证券研究所

图 13 Fed Watch 预测年底终端利率将下降至 4.25-4.5%

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	500-525	525-550
2023/6/14							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	86.9%	13.1%
2023/7/26		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.5%	57.6%	7.9%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	48.6%	27.3%	3.1%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.9%	45.9%	29.4%	5.5%	0.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.6%	43.9%	30.6%	7.2%	0.7%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.5%	42.4%	31.4%	8.6%	1.1%	0.1%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	17.3%	42.0%	30.7%	8.4%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	22.4%	39.7%	26.1%	6.8%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.1%	2.5%	15.2%	32.9%	31.4%	14.4%	3.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	1.9%	12.3%	28.9%	31.8%	18.2%	5.7%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	1.6%	10.5%	26.0%	31.2%	20.6%	8.0%	1.8%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	1.6%	10.4%	25.8%	31.2%	20.8%	8.1%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、湘财证券研究所

4 风险提示

全球疫情反复；海外流动性收紧；地缘冲突进一步升级。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。