

4月非农继续提振紧缩预期

■ 美国4月非农就业数据缘何“打架”？主因统计口径差异，不必过度解读

4月，美国非农新增就业继续超过40万人，劳动力参与率降低、失业率持平。具体来看，美国4月非农新增就业人数42.8万人，好于市场预期的38万人。若维持当前速度，美国非农就业人数有望在3个月内修复至疫情前水平。同时，4月劳动力参与率录得62.2%，不及前值62.4%；失业率录得3.6%，与前值持平；4月时薪环比0.3%，低于前值0.5%；每周工时录得34.6小时，持平前值。

非农新增就业与劳动力参与率“打架”，主因统计口径差异，不必过度解读。美国非农就业报告分为机构和家庭调查，非农就业采用机构调查口径，劳动力参与率、失业率采用家庭调查口径。与非农新增就业人数维持高位不同，家庭调查的4月就业人数减少35.3万人，失业人数减少1万人，使得劳动力参与率下滑、失业率持平。以史为鉴，伴随着机构和家庭数据的后续修正，背离有望慢慢收敛。

■ 就业结构释放哪些信号？就业质量提升，制造业修复加快、服务业分化

美国非农就业人数高增的同时，就业质量进一步提升。美国就业群体，可以分为全职就业者和临时工。回溯历史，美国经济处于高景气状态时，就业群体中，全职就业者占比往往大幅抬升，临时工占比则持续下滑；反之，临时工占比往往上升。4月，全职工占比稳步提升至84%，临时工占比持续下滑至16%。其中，因经济原因而只能获得临时性工作的就业者占比降至2.6%，折射美国经济韧性。

制造业就业增长指向生产加快修复，服务业就业修复分化反映“疫后创伤”影响不同行业的劳动力供给。分行业来看，制造业就业新增5.5万人，创2021年7月以来新高，指向生产加快修复。教育保健业、运输仓储业、零售贸易业就业人数分别增加5.9、5.2、2.9万人，都高于历史均值水平。但休闲酒店业就业人数仅新增7.8万人，连续6个月出现下滑，或与“疫后创伤”压制就业意愿有关。

■ 未来就业演绎及影响？供需矛盾仍尖锐，美联储维持高强度的政策正常化

旺盛的招工需求下，美国就业人数有望修复至疫情前水平，但难解的供需矛盾或引发薪资通胀压力进一步凸显。美国职位空缺数已连续8个月高于1000万个，表明劳动力供给仍没有充分满足需求。旺盛的招工需求下，本轮美国就业人数的修复潜力或高于疫情前水平。与此同时，“疫后创伤”等仍将制约劳动力供给、加剧供需矛盾，使得企业不得不大幅加薪招人、引发薪资通胀压力进一步凸显。

就业韧性下，美联储维持高强度的政策正常化，但对全球市场影响最激烈的阶段或集中在上半年。4月非农报告公布后的“股债双杀”，反映市场对美联储政策收紧的担忧有所升温。展望未来，就业市场折射美国经济韧性、通胀“高烧难退”下，为了维护公信力，美联储将维持政策正常化的高强度。这一背景下，10Y美债利率上行还没结束，但对全球市场影响最激烈的阶段可能主要集中在上半年。

风险提示：美国新冠疫情出现超预期反弹；劳动力就业意愿持续低迷不振。

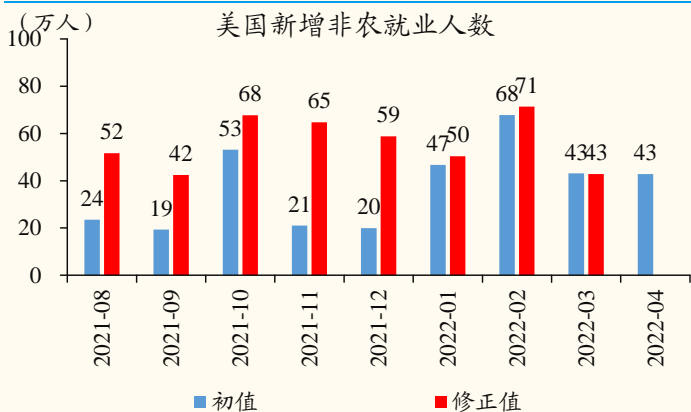
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

1、美国4月非农就业数据缘何“打架”？主因统计口径差异，不必过度解读

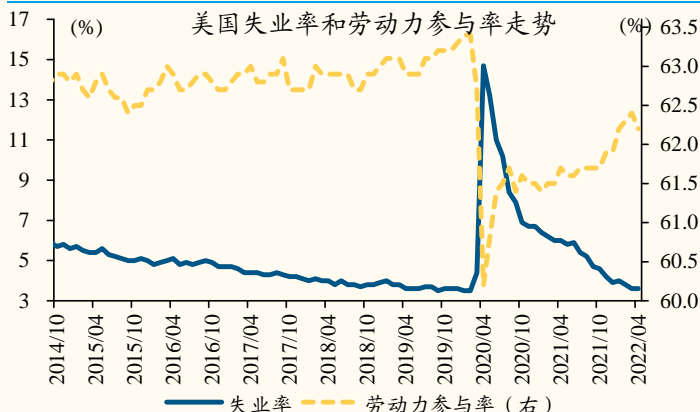
4月，美国非农新增就业继续超过40万人，劳动力参与率降低、失业率持平。具体来看，美国4月非农新增就业人数42.8万人，好于市场预期的38万人。若维持当前速度，非农就业人数有望在3个月内修复至疫前。同时，4月劳动力参与率录得62.2%，不及前值62.4%；失业率录得3.6%，与前值持平；4月时薪同比5.5%，低于前值5.6%；每周工时录得34.6小时，持平前值。

图表 1：4月，美国非农新增就业继续超过40万人



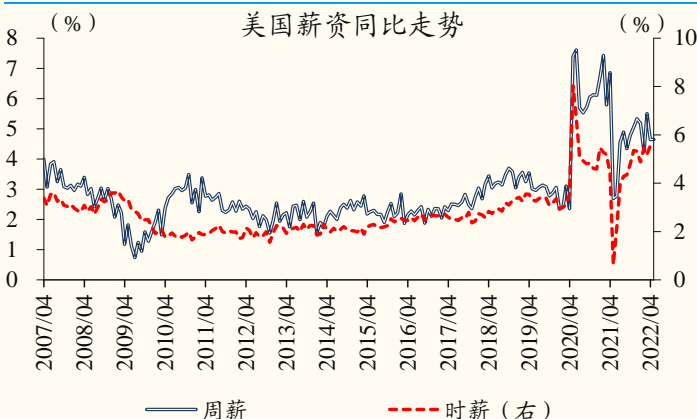
来源：BLS、国金证券研究所

图表 2：4月，美国劳动力参与率降低、失业率持平



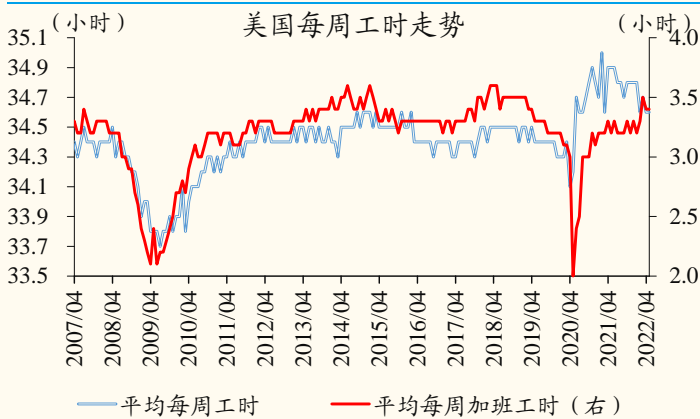
来源：BLS、国金证券研究所

图表 3：4月，美国时薪同比5.5%，低于前值5.6%



来源：BLS、国金证券研究所

图表 4：4月，美国每周工时录得34.6小时，持平前值



来源：BLS、国金证券研究所

非农新增就业高企、劳动力参与率下滑的“数据组合”背后，主因统计口径差异，不必过度解读。美国非农就业报告分为机构和家庭调查，非农就业采用机构调查口径，劳动力参与率、失业率采用家庭调查口径。与非农新增就业人数维持高位不同，家庭调查的4月就业人数减少35.3万人，失业人数减少1万人，二者合计的劳动力人口减少36.3万人，使得劳动力参与率下滑、失业率持平。以史为鉴，伴随着数据的后续修正，背离有望慢慢收敛。

图表 5: 美国失业率、劳动力参与率采用家庭调查口径

就业率=就业人数/(16岁-64岁人口)

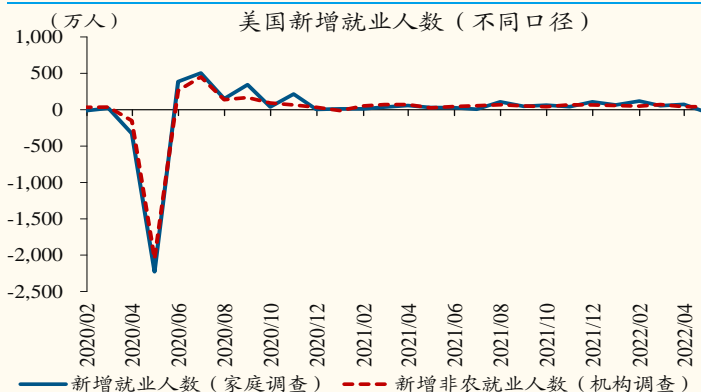
劳动力参与率=劳动力人口/(16岁-64岁人口)
=(就业人数+失业人数)/(16岁-64岁人口)

失业率=失业人数/劳动力人口
=(劳动力人口-就业人数)/劳动力人口
=(劳动力参与率-就业率)/劳动力参与率

注: 均为家庭调查数据

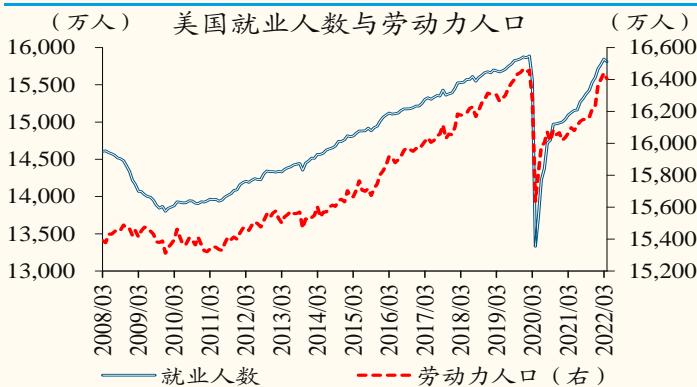
来源: BLS、国金证券研究所

图表 6: 美国家庭、机构调查的口径存在差异, 但会收敛



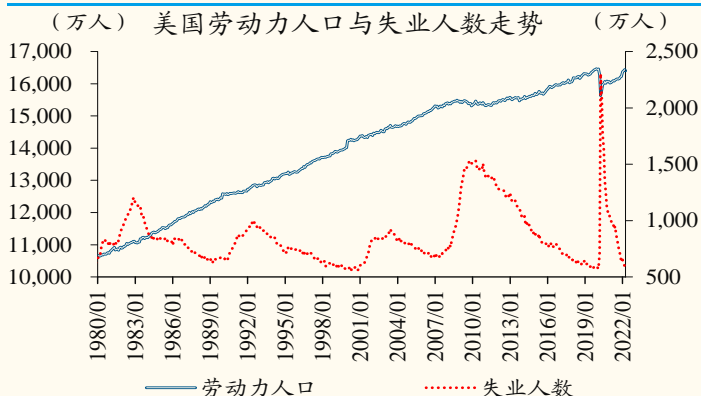
来源: BLS、国金证券研究所

图表 7: 家庭调查的4月就业人数减少35.3万人



来源: BLS、国金证券研究所

图表 8: 家庭调查的4月失业人数减少1万人

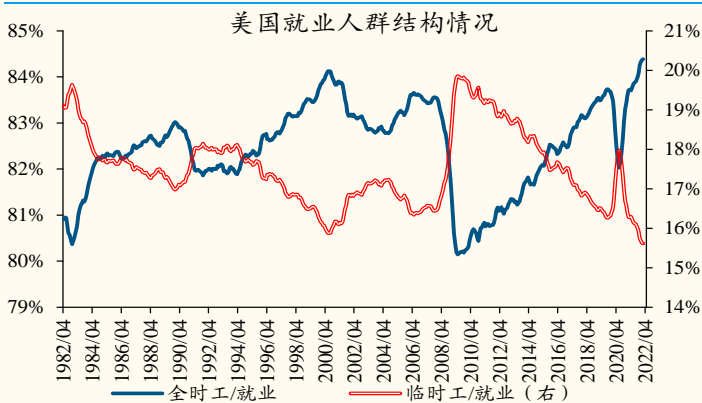


来源: BLS、国金证券研究所

2、就业结构释放哪些信号? 就业质量提升, 制造业修复加快、服务业分化

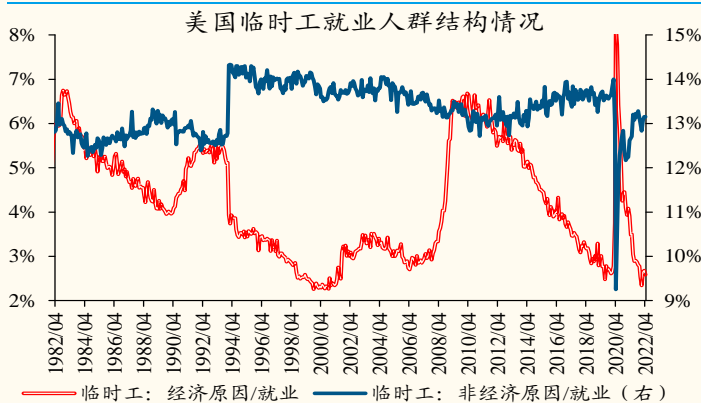
美国非农就业人数高增的同时, 就业质量进一步提升。美国就业群体, 可以分为全职就业者和临时工。回溯历史, 美国经济处于高景气状态时, 就业群体中, 全职就业者占比往往大幅抬升, 临时工占比则持续下滑; 相反, 美国经济景气持续下滑时, 临时工占比一般显著上升。4月, 全职工占比稳步提升至84%, 临时工占比持续下滑至16%。其中, 因经济原因而只能获得临时性工作的就业者占比降至2.6%, 折射美国经济韧性。

图表 9: 美国临时工占比持续大幅下滑



来源: BLS、国金证券研究所

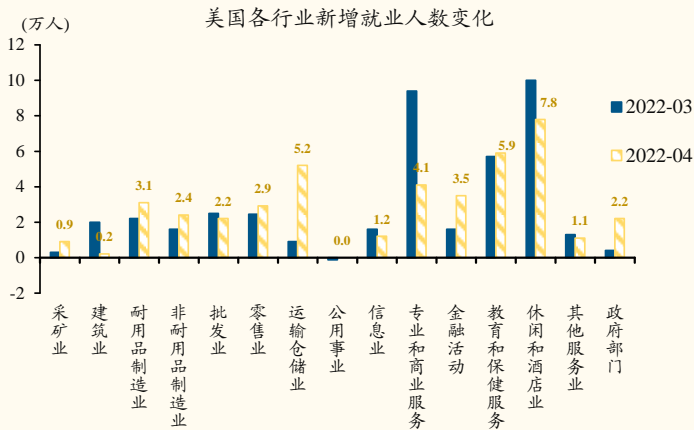
图表 10: 美国因经济原因从事临时工的占比维持低位



来源: BLS、国金证券研究所

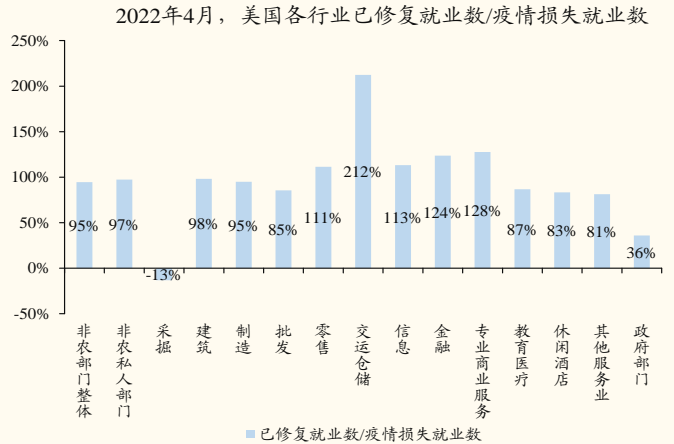
制造业就业增长指向生产加快修复，服务业就业修复分化反映“疫后创伤”影响不同行业的劳动力供给。分行业来看，制造业就业新增5.5万人，创2021年7月以来新高，指向生产加快修复。教育保健业、运输仓储业、零售贸易业就业人数分别增加5.9、5.2、2.9万人，都高于历史均值水平。但休闲酒店业就业人数仅新增7.8万人，连续6个月出现下滑，或与“疫后创伤”压制就业意愿有关。（详细分析请参见《从就业市场，看美国衰退有多远？》）。

图表 11: 美国制造业修复加快，服务业就业表现分化



来源: BLS、国金证券研究所

图表 12: 美国休闲酒店业就业人数修复偏慢

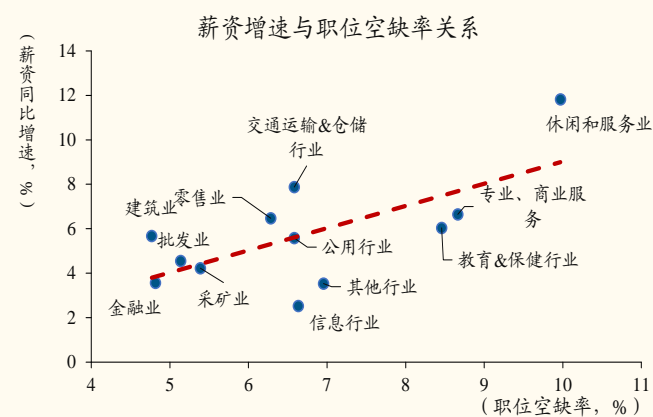


来源: BLS、国金证券研究所

3、未来就业演绎及影响？供需矛盾仍尖锐，美联储维持高强度的政策正常化

旺盛的招工需求下，美国就业人数有望修复至疫情前水平，但难解的供需矛盾或引发薪资通胀压力进一步凸显。美国职位空缺数已连续8个月高于1000万个，与失业人数的比值进一步升至历史新高的1.9，表明劳动力供给仍没有充分满足需求。若将当前职位空缺数视作未来就业修复的潜在最大值，美国就业市场将可以继续吸纳超过1100万的劳动力，整体就业人数达到疫情前的1.4倍。与此同时，“疫后创伤”等仍将制约劳动力供给、加剧供需矛盾，使得企业不得不大幅加薪招人、引发薪资通胀压力进一步凸显。

图表 13: 职位空缺率与薪资增速呈正相关关系



来源: Wind、国金证券研究所

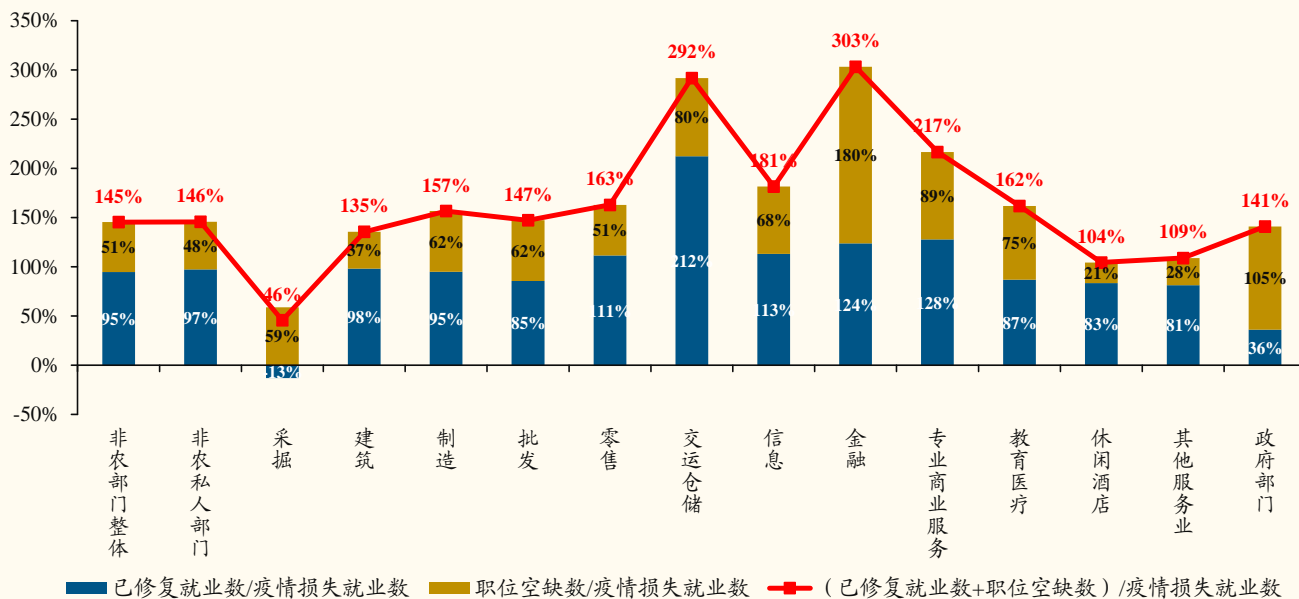
图表 14: 美国离职率同样处于历史高位



来源: BLS、国金证券研究所

图表 15: 本轮美国就业人数的修复潜力或将高于疫情前水平

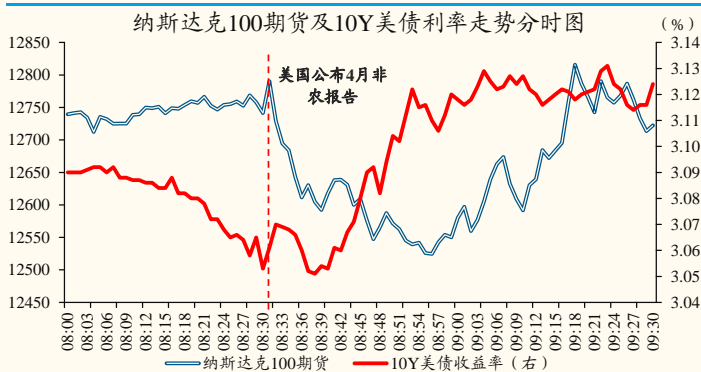
2022年4月，美国就业修复及职位空缺情况



来源: BLS、国金证券研究所

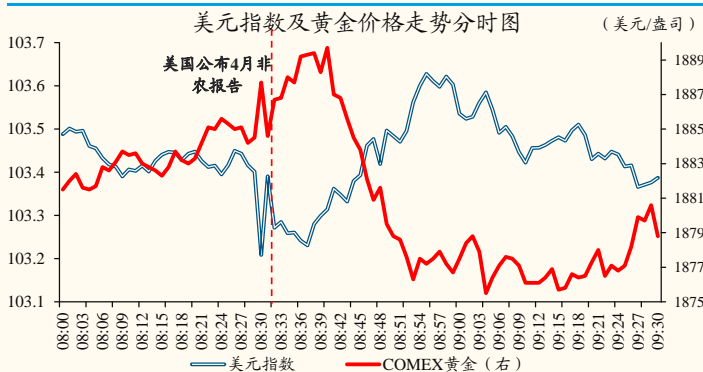
就业韧性下，美联储维持高强度的政策正常化，但对全球市场影响最激烈的阶段或集中在上半年。4月非农报告公布后的“股债双杀”，反映市场对美联储政策收紧的担忧有所升温。展望未来，就业市场折射美国经济韧性、通胀“高烧难退”下，为了维护公信力，美联储将维持政策正常化的高强度。这一背景下，10Y美债利率上行还没结束，但对全球市场影响最激烈的阶段可能主要集中在上半年。(详细分析请参见《鲍威尔的“温柔一刀”》)。

图表 16: 非农公布后，美股期货下跌，美债利率上行



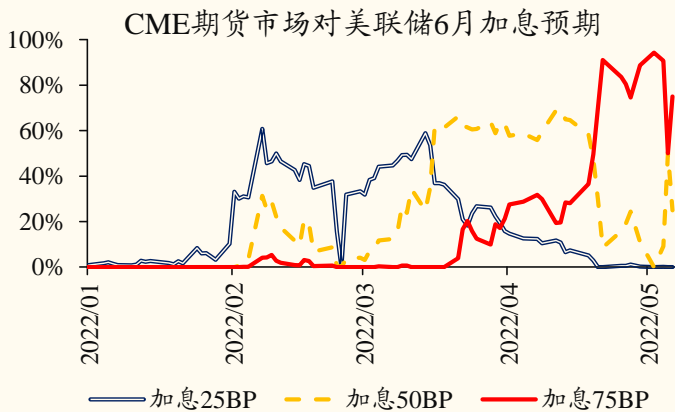
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 17: 非农公布后，美元指数上行，黄金下跌



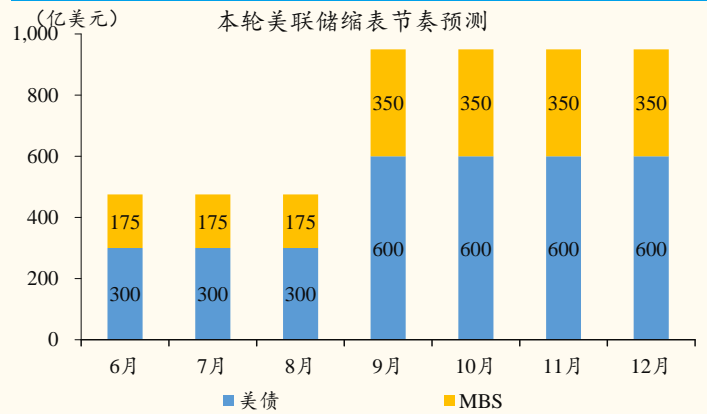
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 18: 市场预期美联储6月加息75bp 概率回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 19: 美联储表示将于6月实施缩表



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

风险提示:

- 1、美国核心通胀居高不下。美国供应链瓶颈持续时长超预期，叠加劳动力成本增速高企，共同推升美国核心通胀。
- 2、美国就业修复不及预期。若美国通胀压力高企的同时，就业修复不及预期，美联储货币政策将会因为“类滞胀”格局而陷入两难。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402