

## 5月非农，为何引发“股债双杀”

### ■ 美国5月非农成色如何？就业人数继续高增，薪资通胀压力仍未缓解

5月，美国非农新增就业继续超过40万人，劳动力参与率回升、失业率持平。具体来看，美国5月非农新增就业人数39万人，好于市场预期的32万人，前值由42.8万人上修为43.6万人。若维持当前速度，美国非农就业人数有望在2个月内修复至疫情前水平。同时，5月劳动力参与率录得62.3%，好于前值的62.2%，相比疫情前低1.1个百分点；失业率录得3.6%，与疫情前相差无几。

**薪资通胀压力维持高位，主因招工需求旺盛及劳动力就业意愿低迷。**5月时薪同比5.2%，持平前值；每周工时连续3月录得34.6小时，反映在岗劳动力工作强度依然较大。薪资通胀压力维持高位，缘于美国企业招工需求旺盛的背景下，就业群体的就业意愿低迷。具体来看，相比疫前，25-54岁群体的劳动力参与率下降了0.4个百分点，16-24岁、55岁以上群体更是下降了1.7、1.4个百分点。

### ■ 就业结构有哪些变化？全职就业率已接近疫前，多数服务业就业继续高增

美国非农就业人数高增的同时，就业质量进一步提升，全职就业率几乎回到疫情前水平。美国就业群体，可以分为全职就业者和临时工。5月，全职工占比依然维持在84%以上，临时工占比维持在16%以下。其中，因经济原因而从事临时工作的就业者占比仅为2.7%，折射美国经济韧性。基于就业率来看，全职就业率仅仅比疫情前低0.03个百分点，但临时就业率仍比疫情前低0.95个百分点。

分行业来看，除了制造业、零售业外，休闲酒店业等多数服务业就业人数都维持高增。其中，制造业就业人数仅新增1.8万人，创2021年5月以来新低。服务业方面，受沃尔玛等裁员潮的影响，零售业就业人数减少6.1万人、录得近2年最差单月表现；作为“主力军”的休闲酒店业、教育保健业、运输仓储业就业人数分别增加8.4、7.4、4.7万人，均高于历史均值水平，指向服务业复苏加快。

### ■ 未来就业演绎及影响？就业景气及通胀压力下，美联储收紧节奏难以放缓

旺盛的招工需求下，美国就业、尤其是服务业就业修复可期，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10个月高于1000万个，指向企业招工需求依然旺盛。再考虑到疫情退潮背景下，休闲娱乐等服务消费有望在出行旺季获得明显提振，相关就业人数或延续高增状态。与此同时，难解的劳动力供需矛盾加剧企业涨薪压力，进而引发薪资通胀压力进一步凸显。

就业市场维持高景气及薪资通胀压力依然高企的背景下，美联储仍会持续维持高强度的收紧节奏。非农报告公布前，在对美联储6、7月加息50bp的预期消化相对充分的前提下，市场已开始讨论9月暂停加息的可能，但5月非农报告打消了这一念头、引发“股债双杀”。展望未来，就业市场高景气及薪资通胀压力高企的背景下，美联储将维持政策正常化的高强度，对市场的不利影响仍需要关注。

**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。

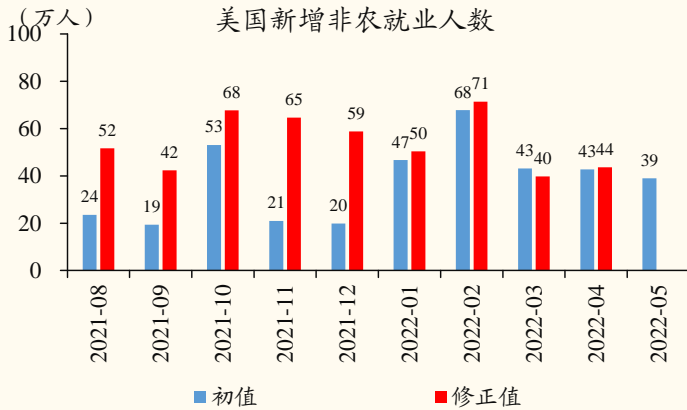
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人  
caojinqiu@gjzq.com.cn

### 1、美国 5 月非农成色如何？就业人数继续高增，薪资通胀压力仍未缓解

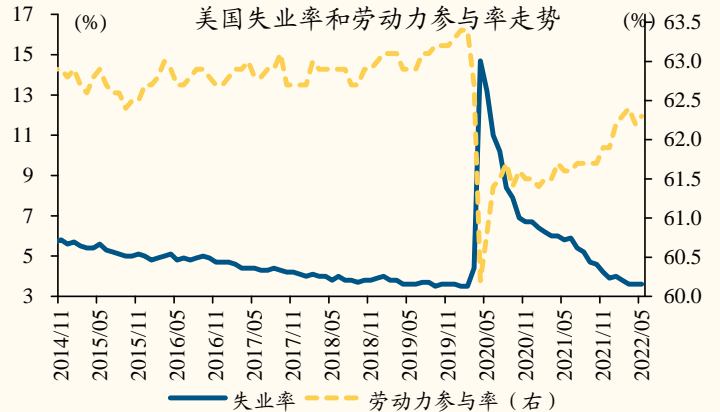
5 月，美国非农新增就业继续超过 40 万人，劳动力参与率回升、失业率持平。具体来看，美国 5 月非农新增就业人数 39 万人，好于市场预期的 32 万人，前值由 42.8 万人上修为 43.6 万人。若维持当前速度，美国非农就业人数有望在 2 个月内修复至疫情前水平。同时，5 月劳动力参与率录得 62.3%，好于前值的 62.2%，比疫情前低 1.1 个百分点；失业率录得 3.6%，与疫情前相差无几。

图表 1：5 月，美国非农新增就业维持在 40 万人左右



来源：BLS、国金证券研究所

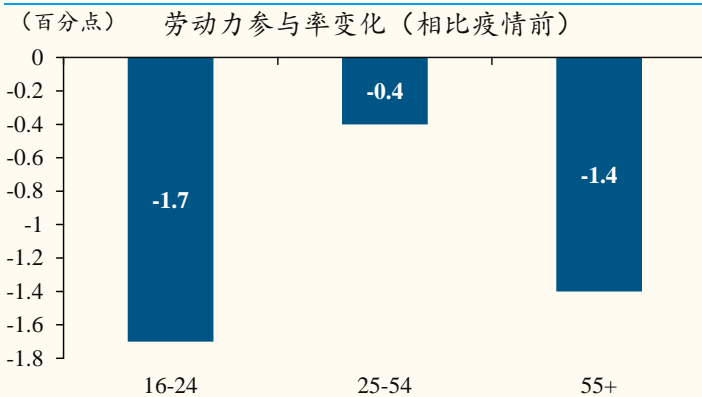
图表 2：5 月，美国劳动力参与率降低、失业率持平



来源：BLS、国金证券研究所

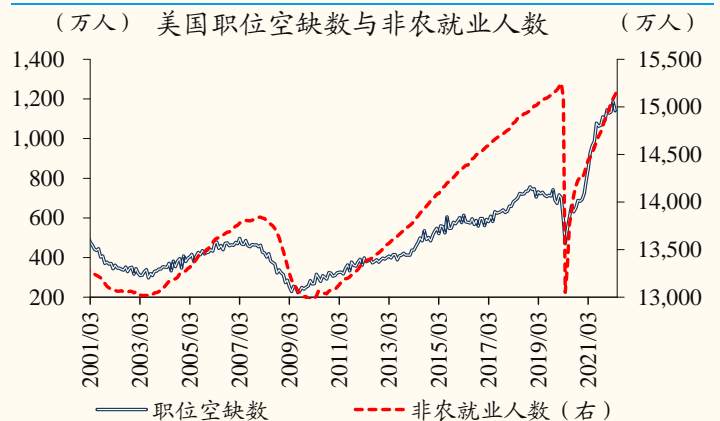
招工需求旺盛、部分群体就业意愿低迷下，薪资通胀压力维持高位。5 月时薪同比 5.2%，持平前值；每周工时连续 3 月录得 34.6 小时，反映在岗劳动力工作强度依然较大。薪资通胀压力维持高位，缘于美国企业招工需求旺盛的背景下，就业群体的就业意愿低迷。具体来看，相比疫前，25-54 岁群体的劳动力参与率下降了 0.4 个百分点，16-24 岁、55 岁以上群体更是下降了 1.7、1.4 个百分点。

图表 3：美国年轻人、老年人的就业意愿低企



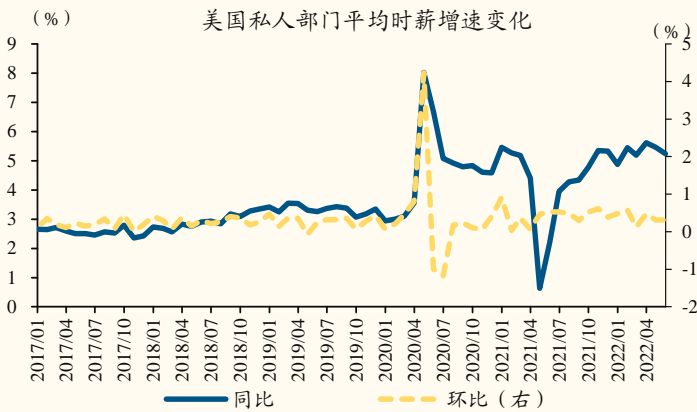
来源：BLS、国金证券研究所

图表 4：美国企业招工需求依旧旺盛



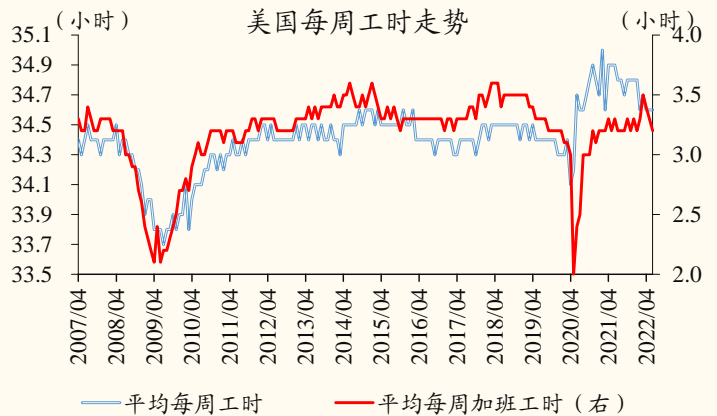
来源：BLS、国金证券研究所

图表 5: 5 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 6: 5 月, 美国每周工时录得 34.6 小时, 持平前值

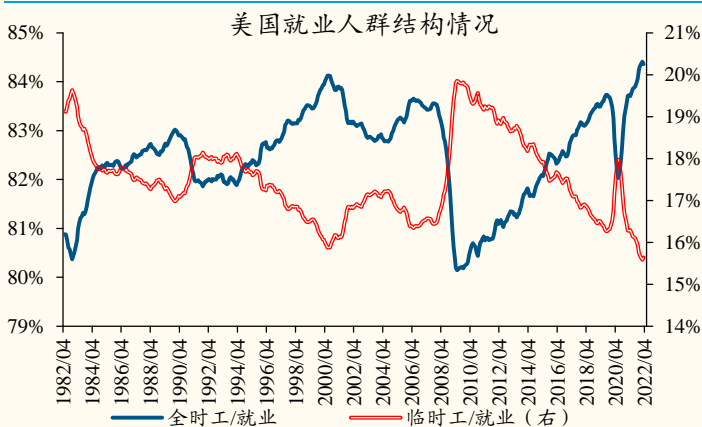


来源: BLS、国金证券研究所

## 2、就业结构有哪些变化? 全职就业率已接近疫前, 多数服务业就业继续高增

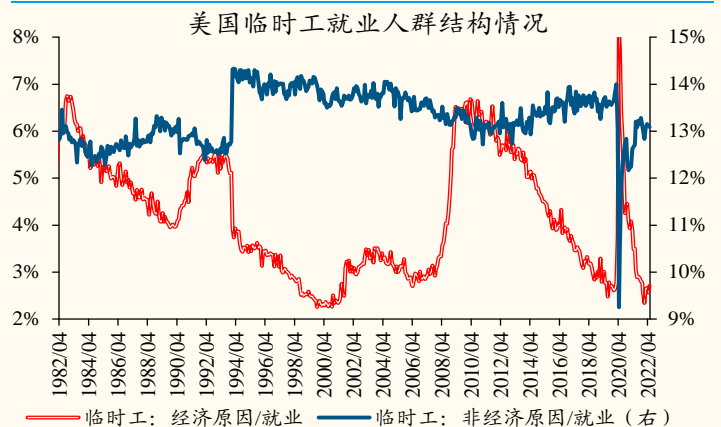
美国非农就业人数高增的同时, 就业质量进一步提升, 全职就业率几乎回到疫情前水平。美国就业群体, 可以分为全职就业者和临时工。回溯历史, 美国经济处于高景气状态时, 就业群体中, 全职就业者占比往往大幅抬升, 临时工占比则持续下滑, 反之亦然。5 月, 全职工占比依然维持在 84% 以上, 临时工占比维持在 16% 以下。其中, 因经济原因而从事临时工作的就业者占比仅为 2.7%, 折射美国经济韧性。基于就业率来看, 全职就业率仅仅比疫情前低 0.03 个百分点, 但临时就业率仍比疫情前低 0.95 个百分点。

图表 7: 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 8: 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

图表 9: 就业率是指就业人数/适龄人口

就业率=就业人数/(16岁-64岁人口)

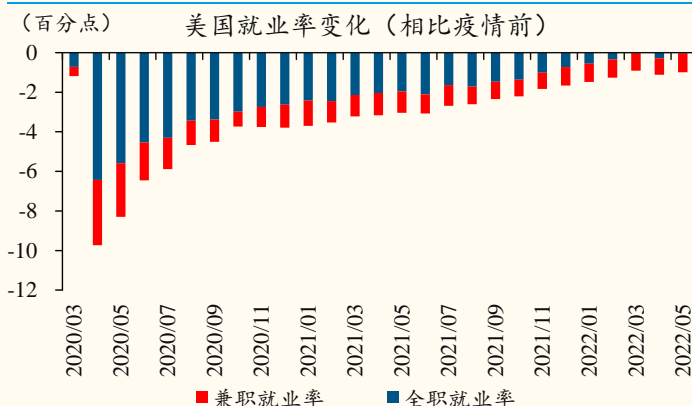
劳动力参与率=劳动力人口/(16岁-64岁人口)  
=(就业人数+失业人数)/(16岁-64岁人口)

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

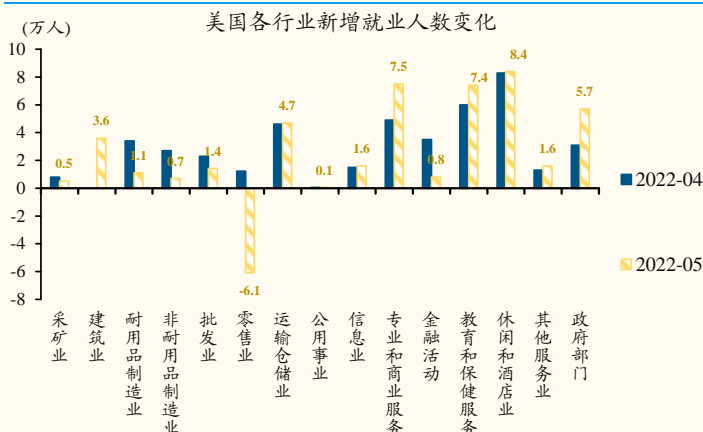
图表 10: 美国全职就业率几乎回到疫情前水平



来源: BLS、国金证券研究所

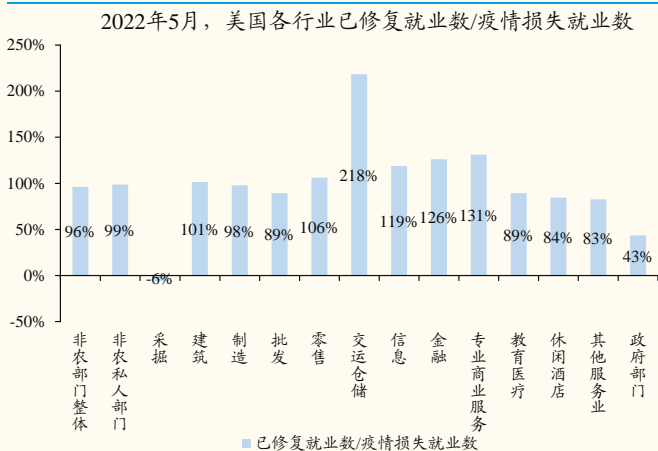
分行业来看,除了制造业、零售业外,休闲酒店业等多数服务业就业人数都维持高增。其中,制造业就业人数仅新增 1.8 万人,创 2021 年 5 月以来新低。服务业方面,受沃尔玛等裁员潮的影响,零售业就业人数减少 6.1 万人,录得近 2 年最差单月表现;作为“主力军”的休闲酒店业、教育保健业、运输仓储业就业人数分别增加 8.4、7.4、4.7 万人,均高于历史均值水平,指向服务业复苏加快。(详细分析请参见《从就业市场,看美国衰退有多远?》)。

图表 11: 美国多数服务业就业人数都维持高增



来源: BLS、国金证券研究所

图表 12: 美国服务业就业仍有望加快修复

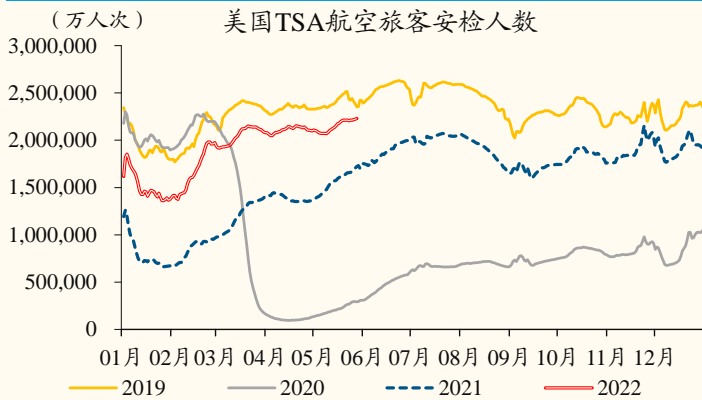


来源: BLS、国金证券研究所

### 3、未来就业演绎及影响? 就业景气及通胀压力下, 美联储收紧节奏难以放缓

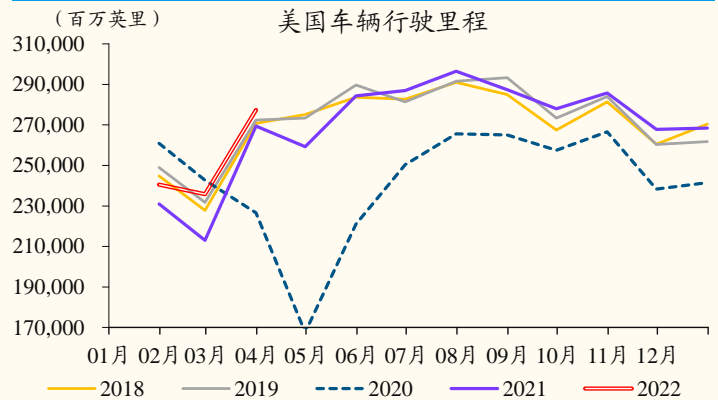
旺盛的招工需求下, 美国就业、尤其是服务业就业修复可期, 但难解的供需矛盾或引发薪资通胀压力进一步凸显。美国职位空缺数已连续 10 个月高于 1000 万个, 指向企业招工需求依然旺盛。再考虑到疫情退潮背景下, 休闲娱乐等服务消费有望在出行旺季获得明显提振, 相关就业人数或延续高增状态。与此同时, “疫后创伤”等仍将制约劳动力供给、加剧供需矛盾, 使得企业不得不大幅加薪招人、引发薪资通胀压力进一步凸显。

图表 13: 出行旺季到来, 美国航空旅客人数有望增加



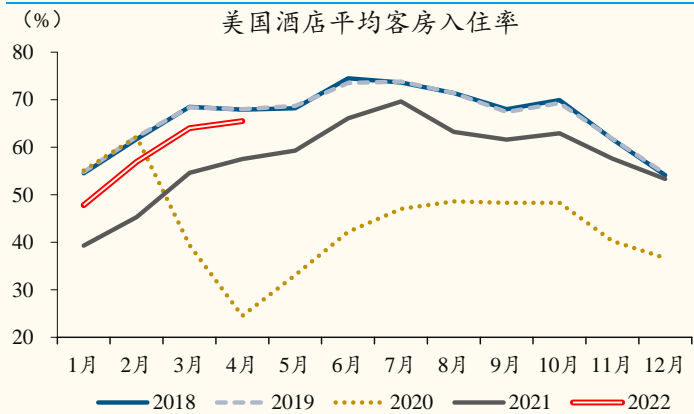
来源: TSA、国金证券研究所

图表 14: 出行旺季到来, 美国车辆行驶总里程有望增加



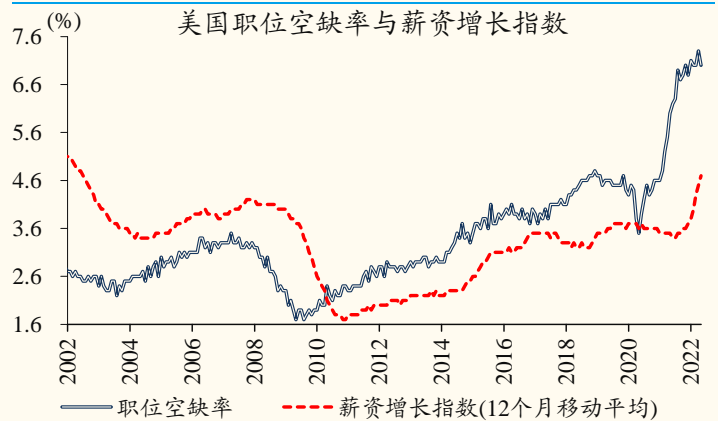
来源: BEA、国金证券研究所

图表 15: 出行旺季到来, 美国酒店客房入住率有望提升



来源: Wind、国金证券研究所

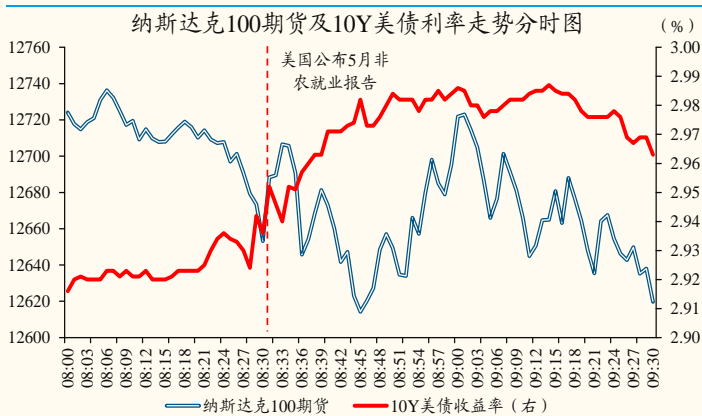
图表 16: 美国薪资通胀压力进一步凸显



来源: Wind、国金证券研究所

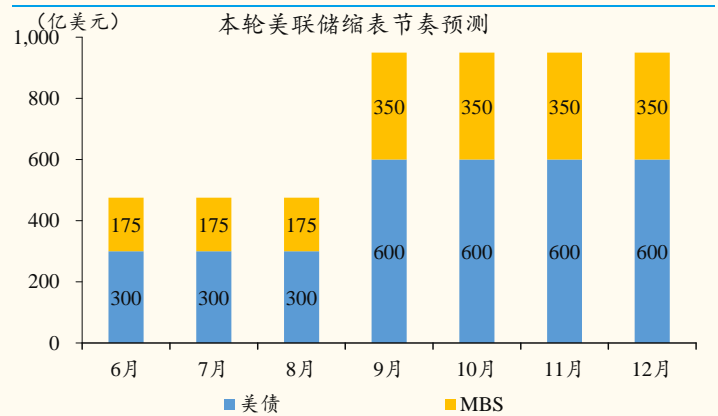
就业韧性下, 美联储维持高强度的政策正常化, 但对全球市场影响最激烈的阶段或集中在上半年。非农报告公布前, 在对美联储 6、7 月加息 50bp 的预期消化相对充分的前提下, 市场已开始讨论 9 月暂停加息的可能, 但 5 月非农报告打消了这一念头、引发“股债双杀”。展望未来, 就业市场高景气及薪资通胀压力高企的背景下, 美联储将维持政策正常化的高强度, 对市场的不良影响仍需要关注。(详细分析请参见《鲍威尔的“温柔一刀”》)。

图表 17: 非农公布后, 美国金融市场“股债双杀”



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 18: 美联储已正式开启缩表



来源: Bloomberg、国金证券研究所

**风险提示:**

- 1、美国新冠疫情出现超预期反弹。** 疫苗保护效力衰减的背景下，美国新冠疫情可能出现超预期反弹。
- 2、劳动力就业意愿持续低迷不振。** 劳动力需求依然旺盛的背景下，就业意愿低迷不振，导致薪资通胀的持续性超出预期。

**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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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