

# 就业市场仍热，失业率超预期下行

## ——美国4月非农就业数据点评

### 宏观事件：

美国4月失业率预期外下降到3.4%；劳动力参与率不变，为62.6%，或已达高点，失业率和劳动参与率的变化显示美国劳动力市场仍然强劲。但总职位空缺数除以失业人数之比回落到略高于1.6，就业市场热度有边际走弱的迹象。目前的劳动力市场仍然强劲，美联储政策面对的抉择更加复杂，短期降息概率或更低。

### 事件点评

#### ► 失业率超预期下行，但劳动参与率或已达高点

美国4月失业率为3.4%，较上月下行0.1pct，低于预期的3.5%。目前的劳动力市场整体仍然强劲，但从一些其他衡量就业市场的数据里，我们可以看到一些就业市场热度已经开始下行的迹象。劳动参与率回升或已到达高点，因为从结构上来看，16-19岁年轻人和25到54岁人群的劳动参与率已经回升到疫情前，但是55岁以上人群劳动参与率并无任何回升趋势。

#### ► 非农就业增长强劲，仅批发行业负增长

美国4月非农就业季调后增加了25.3万人，高于预期18.5万人，创下连续第12个月超出预期的纪录。同比非农就业增长或在年底回落到200万人左右规模。从行业结构看，4月份私人部门仅批发行业就业减少0.22万人。最大增幅前三的行业为教育和保健服务、专业和商业服务、休闲和酒店业，这三个行业加起来的新增就业占到4月全部新增就业的60%。

#### ► 存量就业总体虽然恢复，但行业差异明显

非农就业在2022年6月就已经超过了疫情前的历史新高，但是相比疫情前的线性趋势还有明显差距。分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况差异很大。受疫情直接冲击最大的休闲和酒店业就业人数较疫情前仍有距离，还有40万人左右的缺口；而恢复得最好的专业和商业服务行业已经超过疫情前水平超过150万人。

#### ► 时薪增幅放缓大趋势或有助于通胀回落

4月平均时薪同比增长4.4%，高于预期值4.2%，也比上月小幅增长，环比增长0.5pct。时薪增幅总体走势或有助于通胀回落。如果以CPI增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的只有休闲和酒店业、零售业、教育和医疗服务行业和专业和商业服务业。其他行业的时薪增长都没能跑赢通胀。

#### ► 风险提示：美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期

分析师：杨灵修  
执业证书编号：S0590523010002  
电话：0510-85187583  
邮箱：yanglx@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《如期加息 25 基点，政策利率或已达顶点美联储 5 月议息会议点评》2023.05.04
- 2、《PMI 环比回落的背后 4 月 PMI 数据以及政治局会议点评》2023.05.03
- 3、《财政收入有所好转，基建支出发力明显 3 月财政数据点评》2023.04.19

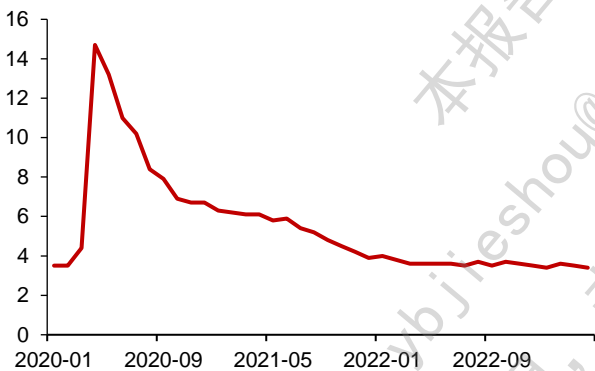
## 1. 失业率超预期，但劳动参与率或已达高点

### 1.1. 失业率预期之外略微下降到 3.4%

#### ➤ 失业率超预期

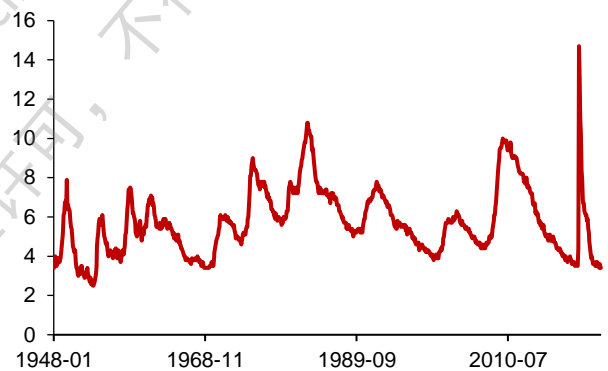
美国 4 月失业率为 3.4%，略微下行，低于前值 3.5% 和预期 3.6%，再次触及 2023 年 1 月创下的 53 年新低。

图表 1：近 3 年美国失业率(%)



来源：Wind，国联证券研究所

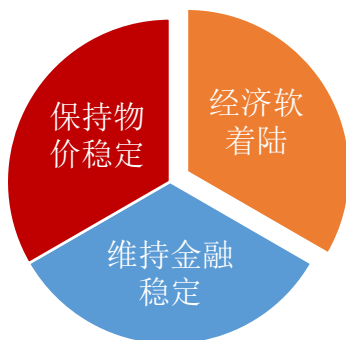
图表 2：美国失业率(%)



来源：Wind，国联证券研究所

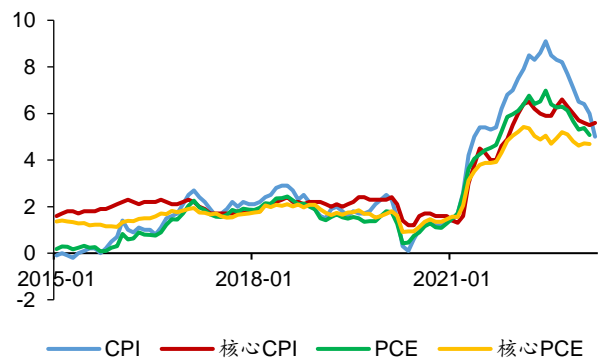
失业率的变化显示美国劳动力市场仍然强劲。数据公布后，市场估计美联储 6 月继续加息的预期提升，从 0 增长到了略低于 9%。美债收益率短线普遍上涨，美国三大股指收涨，现货黄金短线下跌近 30 美元，跌破 2010 美元/盎司。强劲的劳动力市场数据意味着美联储面对的政策抉择更加复杂，就业市场的火热需要美联储维持高息，但是高息环境催生了银行危机，对金融稳定已经造成了一些影响。

图表 3：美联储的政策抉择



来源：Wind，国联证券研究所

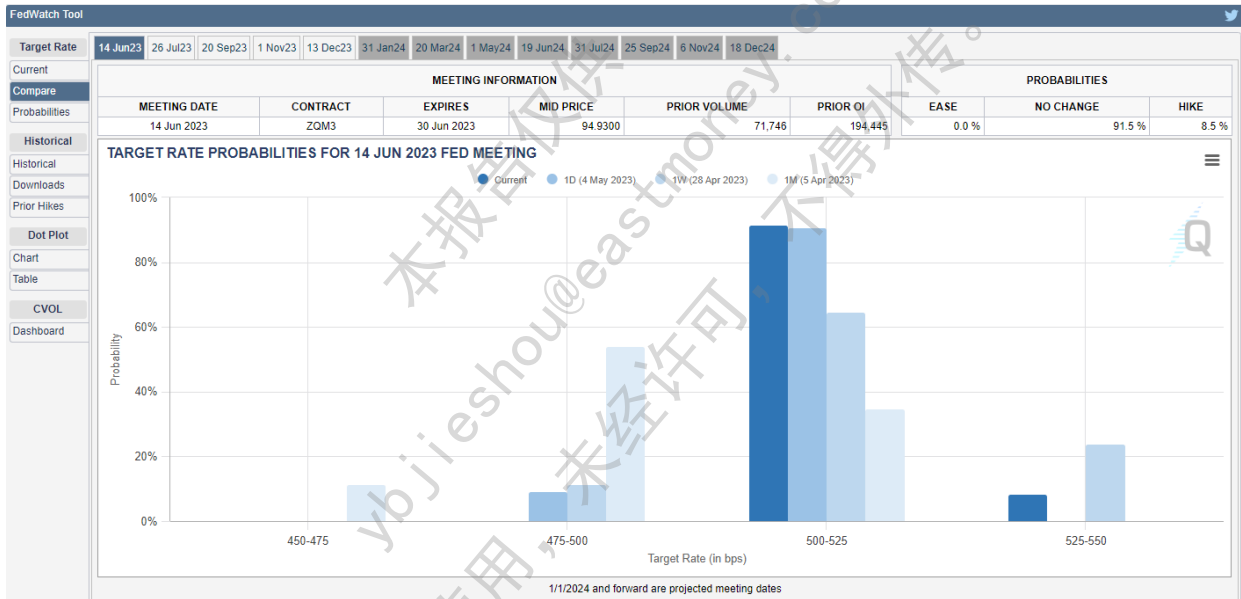
图表 4：美国通胀率(%)



来源：Wind，国联证券研究所

同时,如果为了让经济软着陆,美联储过早降息的话则会面临通胀失控的风险。总之,物价稳定、金融稳定和经济软着陆这几个目标要想同时实现是美联储目前面对的巨大挑战。

图表 5: 美联储 6 月会议加息概率(%)



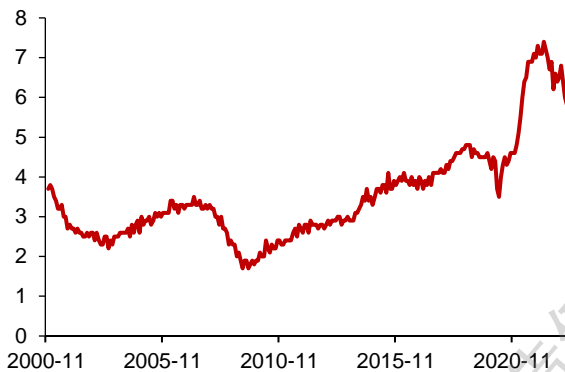
资料来源: CME, 国联证券研究所整理

除了失业率表现超预期外,另一方面,我们也确实看到一些就业市场需求可能已经开始下降的迹象。

职位空缺率的数据显示在边际上就业市场的热度继续下行,但是总体的热度还明显高于 2020 年疫情开始前的水平。

职位空缺率较之前的高位继续回落,最新的数据为 5.8%,较前值下降 0.2pct。同时,总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度也延续回落,从 2022 年初的峰值超过 2,目前回落到略高于 1.6,也就是说每一个失业的人平均面对 1.6 个潜在的就业机会。但还处于远超过 2020 疫情前的经济扩张周期的位置,2020 年疫情开始前仅略高于 1.2。

图表 6: 职位空缺率(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

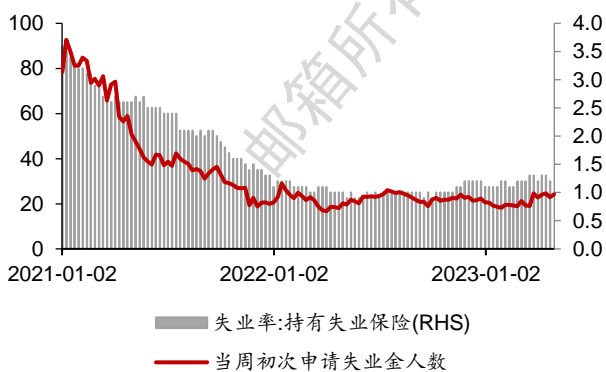
图表 7: 就业市场热度



来源: Wind, 国联证券研究所

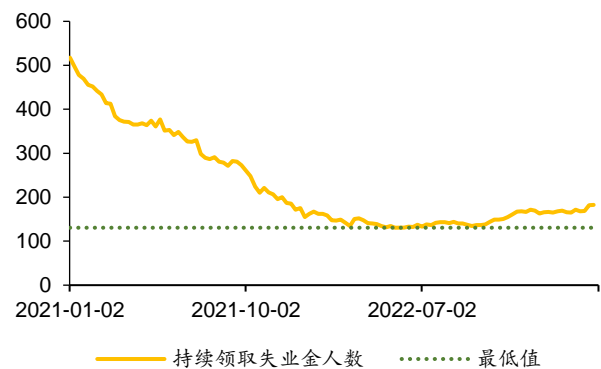
另外从一些其他更高频的衡量就业市场的数据里,我们也可以看到一些就业市场开始下行的迹象。周度数据中,美国当周初次申请失业金的人数三月平均为 21 万人,4 月平均为 23.7 万人,上升了 2.7 万人。持有失业保险的失业率(下图右轴)4 月 22 日为 1.2%,较最低点上升了 0.2pct。持续领取失业金人数较 2022 年中达到的最低值已经上升了近 50 万人。

图表 8: 当周初次申请失业金人数(万人)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 持续领取失业金人数(万人)



来源: Wind, 国联证券研究所

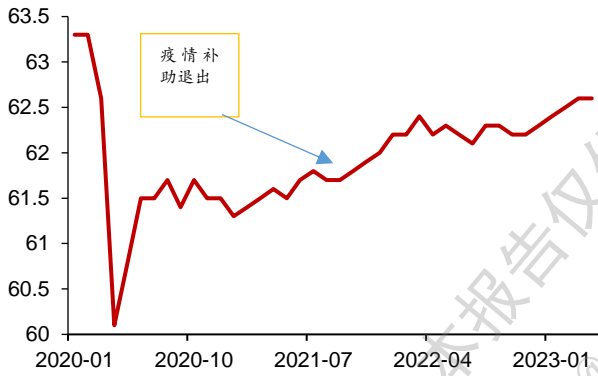
## 1.2. 劳动参与率回升或已到达高点

### ➤ 总劳动参与率

劳动力参与率为 62.6%,较上月持平,为疫情之后的最高值。不过劳动参与率距离疫情前的高点 63.3%,还有超过 0.7pct 的差距。但是,劳动参与率进一步回升或

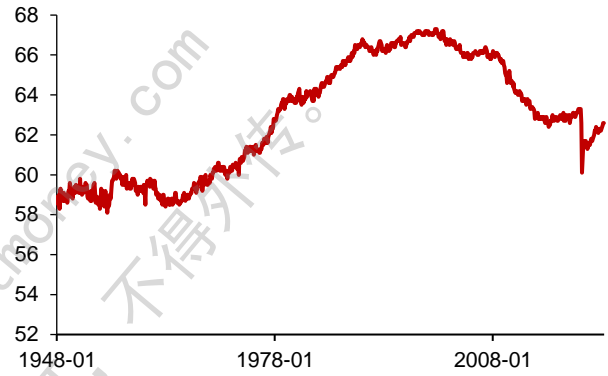
有困难，由于 55 岁以上人群劳动参与率并无回升趋势，整体的劳动参与率或已经达到高点。

图表 10：美国劳动参与率(%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 11：美国劳动参与率(%)



来源：Wind，国联证券研究所

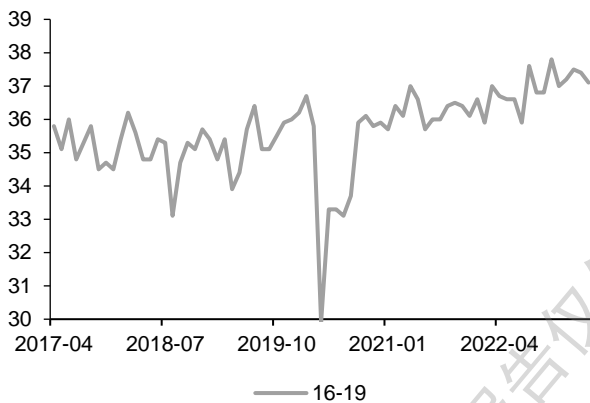
#### ➤ 年龄结构

从年龄结构上来看，劳动参与率在 4 个年龄人群组表现不尽相同，16-19 岁年轻人和 25-54 岁人群的劳动参与率已经回升到超过疫情前的高点；20-24 岁人群的劳动参与率虽然没有疫情前的高点高，但是整体波动的区间基本上也已经恢复到接近疫情前。

但是 55 岁以上人群并未恢复到疫情前水平。由于 55 岁以上人群劳动参与率并无回升趋势，整体的劳动参与率或已经达到高点。

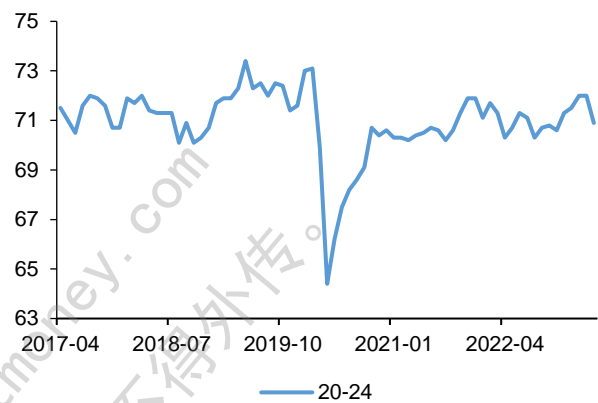
16-19 岁年轻人的劳动参与率很早就已经完全恢复到疫情前的水平；25 到 54 岁作为最主要的工作人群，其劳动参与率恢复的趋势较慢，但现在也已经回到疫情前水平。3 月为 83.1%，刚好回到 2020 年 1 月 83.1% 的疫情前水平，4 月为 83.3% 已经超过疫情前的高点。20-24 岁人群的劳动参与率虽然没有回到疫情前的高点，但是较疫情前的低点已经恢复很多，近 6 个月平均为 71.4%，接近 2019 年底的 6 个月平均 72.1%。

图表 12: 16-19 岁人群劳动参与率(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

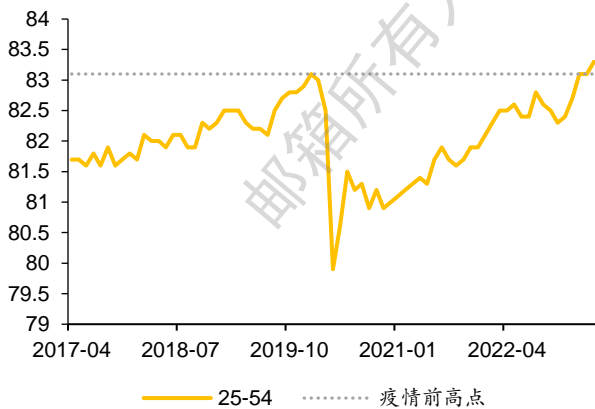
图表 13: 20-24 岁人群的劳动参与率(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

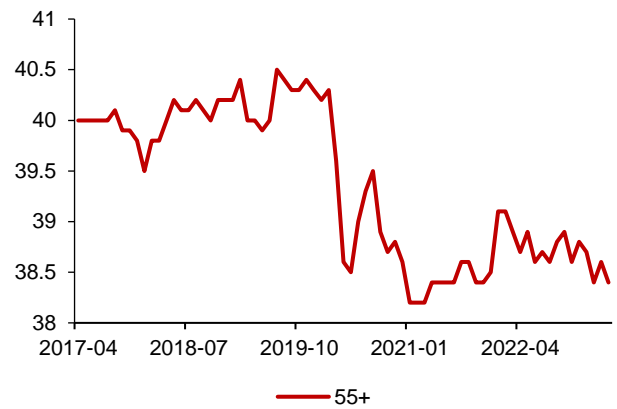
相比之下 55 岁以上人群的劳动参与率 4 月份较 3 月下降 0.2pct, 只有 38.4%, 较疫情最低点 38.2% 只增长了 0.2pct。老年人群的劳动参与率并没有回升的趋势显现, 回升动力不足。

图表 14: 25-54 岁人群劳动参与率(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 55 岁以上人群的劳动参与率(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 非农就业增长强劲

### 2.1. 仅 1 个行业就业减少

#### ➤ 总新增就业

美国 4 月季调后非农新增就业 25.3 万人, 高于预期 18.5 万人, 创下连续第 12

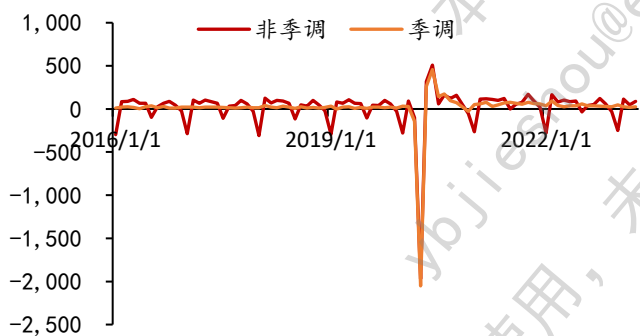
个月超出预期的纪录。

2、3月非农就业数据被下修，2月数据从32.6万人下修至24.8万人，3月数据从23.6万人下修至16.5万人，修订后2、3月份总和较修订前低14.9万人。

由于新冠疫情的扰动，非农新增就业的季调数据可能存在异常的噪音。季调的非农就业数据是一个环比概念，是相对于上个月的增长。如果计算相对于去年同月的增长，这样计算的同比的增长就不会被季节调整影响。

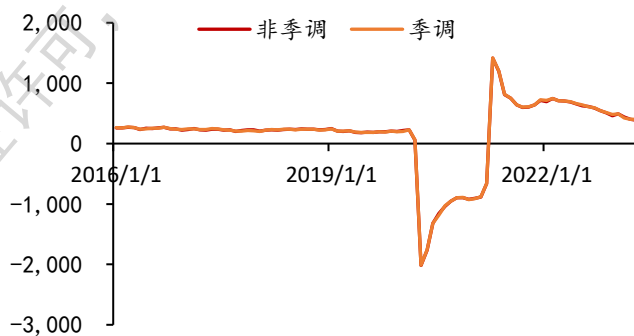
从同比增长的数据看，同比就业增长逐渐放缓的趋势已经持续了一段时间，不过目前明显超过疫情前水平。

图表 16: 环比新增非农就业(万人)



来源: Fred, 国联证券研究所

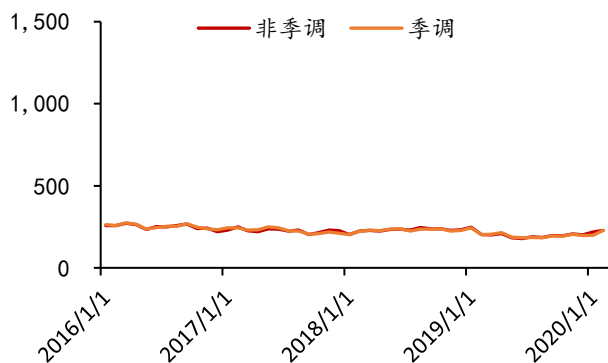
图表 17: 同比新增非农就业(万人)



来源: Fred, 国联证券研究所

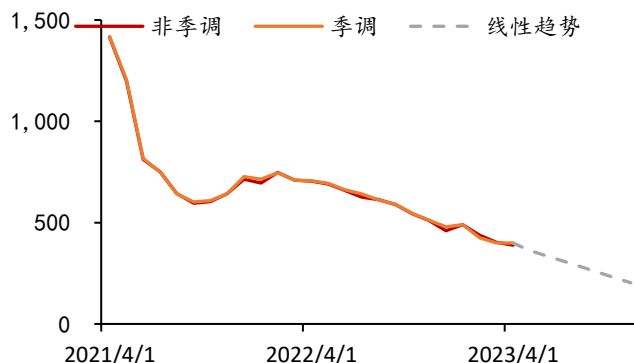
可以看到疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间，目前的同比就业增长还接近400万人。按照目前回落的趋势线性外推的话，大概到2023年11月左右会回到200万人的水平。

图表 18: 疫情前同比新增非农就业(万人)



来源: Fred, 国联证券研究所

图表 19: 疫情后同比新增非农就业(万人)



来源: Fred, 国联证券研究所

➤ 分行业新增就业

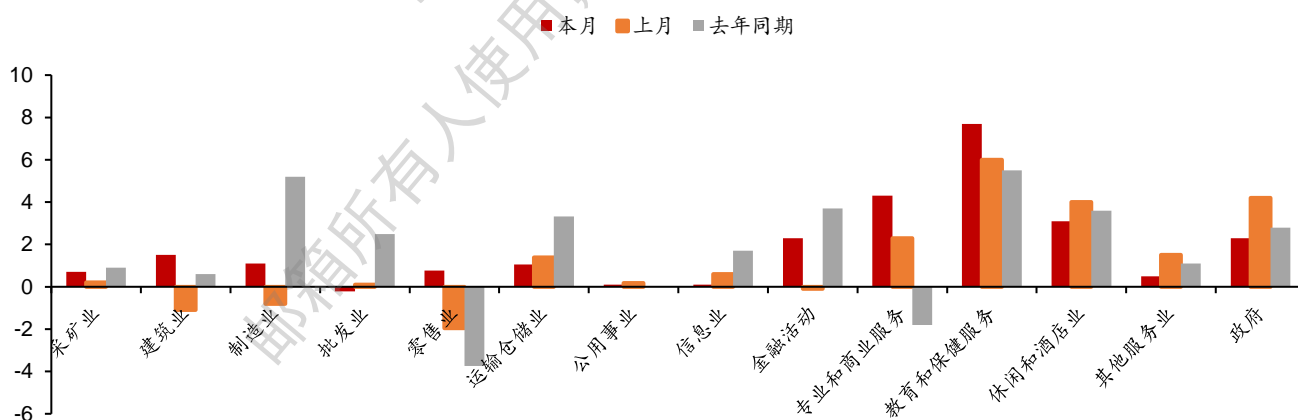
从新增非农就业的行业结构看，4月份私人部门仅1个行业就业减少，批发业就业减少0.22万人，其他行业就业都实现增长。

在就业增长的私人部门行业中，最大增幅前三的行业为教育和保健服务、专业和商业服务、休闲和酒店业，这三个行业加起来的新增就业占到4月全部新增就业的60%，较3月78%的集中度下降。

具体数字上来看，教育和保健服务新增7.7万人，其次是专业和商业服务新增4.3万人，再次是休闲和酒店业就业人数增加了3.1万人。

其他行业中，金融业新增2.3万人，建筑业新增1.5万人，制造业新增1.1万人，运输和仓储行业增加1.06万人；零售业新增0.77万人，采矿业增加0.7万人；其他服务业新增0.5万个工作岗位，公共事业增加0.1万人，信息业新增0.1万个工作岗位。另外政府也新增2.3万人。

图表 20：4月新增非农就业分行业（单位:万人）



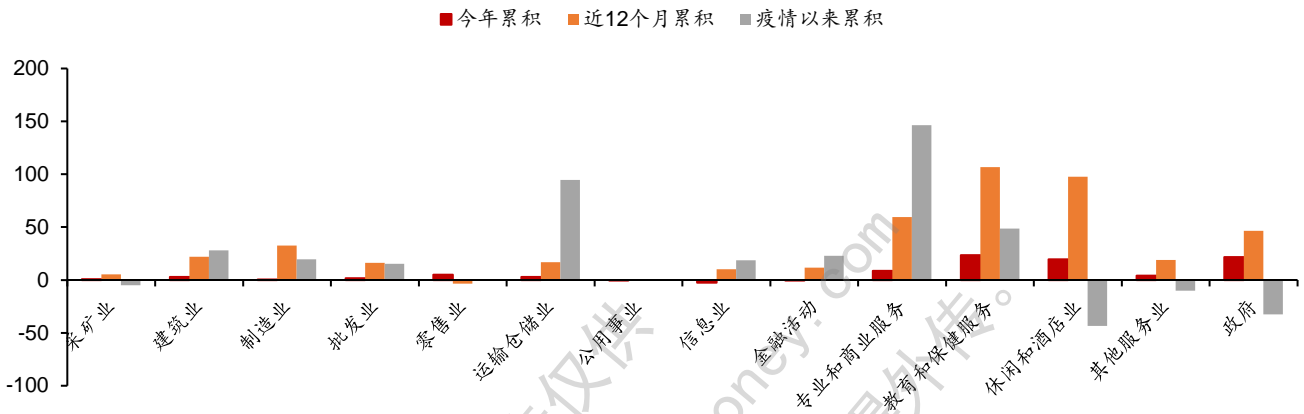
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

➤ 分行业累积就业增长

从分行业累积的就业增长来看，近12个月新增就业最大增幅来自教育和保健服务，近12个月新增就业106.6万，休闲和酒店业近12个月新增就业104.1万人，仅次于教育和保健服务。只有零售业近12个月新增就业为负3.55万人，其他行业都为正增长。今年以来累积的就业增长前三的行业分别是教育和保健服务、政府和休闲和酒店业。



图表 21：4 月累积新增非农就业分行业（单位:万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

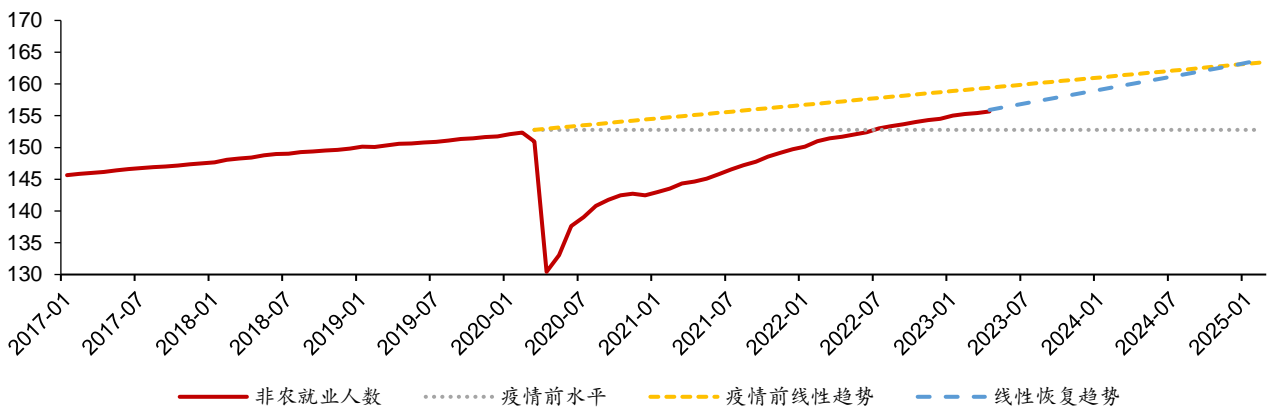
## 2.2. 存量就业总体虽然恢复，但行业差异明显

### ➤ 总存量

4 月份的美国非农就业总人数为 1.56 亿人，比 2020 年 2 月疫情前创下的历史新高多 330 万人。事实上，非农就业在 2022 年 6 月就已经超过了疫情前的历史新高。

但是相比疫情前的线性趋势，4 月份的美国非农就业还有明显的差距。按照近 12 个月的就业增长速度线性外推的话，这一差距或将在 2025 年初被抹平。

图表 22：非农就业人数（单位:百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

### ➤ 分行业存量

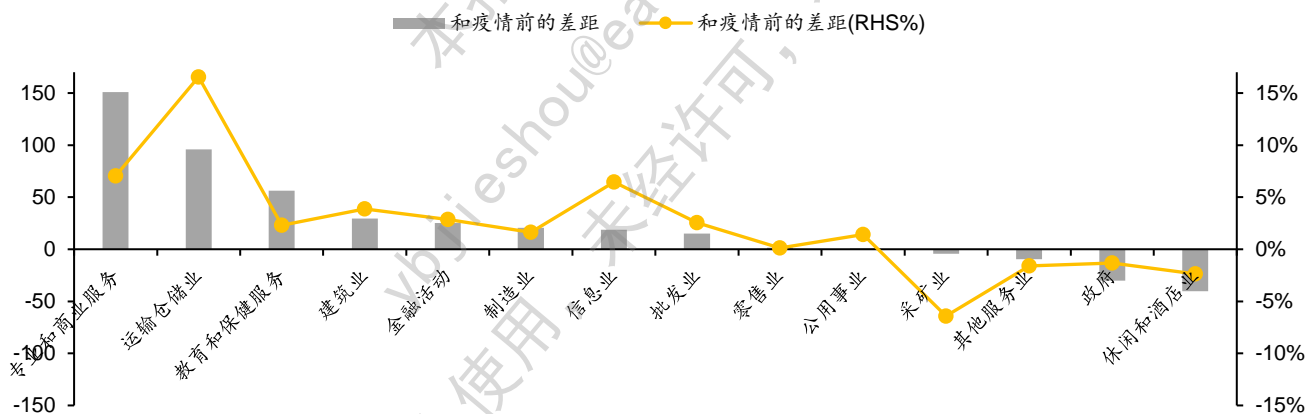
虽然总量上非农就业已经超过疫情前，是疫情前的 102%；分行业就业的存量来

看，不同行业的总体恢复情况差异很大。受疫情直接冲击最大的休闲和酒店业就业人数较疫情前仍有距离，还有 40 万人左右的缺口（下图中显示为负值）。

和疫情前相比的缺口人数次之的行业为政府、其他服务业和采矿业等，其中采矿业的缺口虽然只有 4 万人，但是缺口的比例最高，达到了 6.4%。和疫情前相比有待恢复比例差距其次的行业是休闲和酒店业和其他服务业。

相反，剩下的其他行业都已经恢复到略超过疫情前水平。恢复得最好的专业和商业服务行业已经是超过疫情前水平超过 150 万人；恢复比例最高的运输和仓储业已经是疫情前水平的 116.3%。

图表 23：美国存量非农就业分行业（单位万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

分行业存量就业的增速来看，采矿业的同比增速最快，其次是休闲和酒店业和教育保健服务。从环比上看，增速最快的是采矿业，其次是教育和保健服务业和金融活动业。

图表 24：美国存量非农就业分行业（单位万人）

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的差距 (RHS%)
休闲和酒店业	1654.3	1651.2	1562.6	0.2%	5.9%	-40	-2.4%
政府	2257	2254.7	2210.1	0.1%	2.1%	-30	-1.3%
其他服务业	584.4	583.9	567.1	0.1%	3.1%	-10	-1.6%
采矿业	64.2	63.5	59.8	1.1%	7.4%	-4	-6.4%
公用事业	55.53	55.43	55.18	0.2%	0.6%	1	1.4%
零售业	1553.63	1552.86	1550.46	0.0%	0.2%	2	0.1%
批发业	604.32	604.54	594.28	0.0%	1.7%	15	2.6%
信息业	309.6	309.5	303.5	0.0%	2.0%	19	6.5%
制造业	1299.1	1298	1276.8	0.1%	1.7%	21	1.6%
金融活动	912.2	909.9	903.4	0.3%	1.0%	25	2.9%
建筑业	790.3	788.8	769.8	0.2%	2.7%	30	3.9%
教育和保健服务	2513.9	2506.2	2410.5	0.3%	4.3%	56	2.3%
运输仓储业	674.33	673.27	662.19	0.2%	1.8%	96	16.6%
专业和商业服务	2294.5	2290.2	2242.1	0.2%	2.3%	151	7.0%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

### 3. 时薪增长放缓趋势未变

#### 3.1. 时薪增幅放缓或有助于通胀回落

##### ➤ 总时薪

4 月份平均时薪同比增长 4.4%，高于预期值 4.2%，也比上月小幅增长，环比增长 0.5pct。

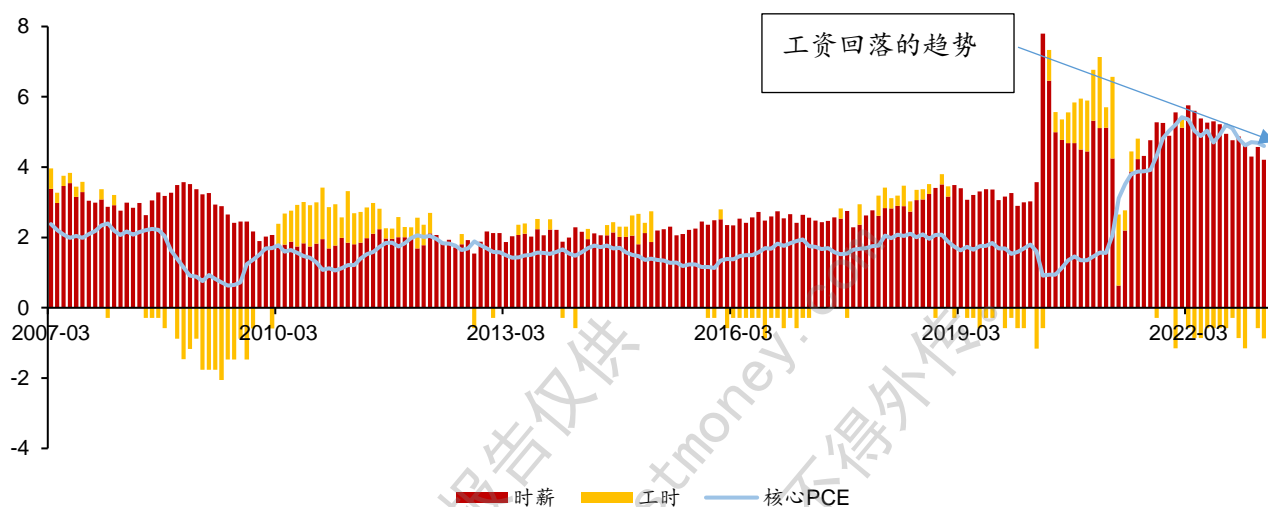
虽然劳动力市场整体表现仍强劲，但时薪的增长缓慢下行的趋势仍未改变，时薪增幅继续放缓或有助于通胀回落。

工资通胀整体和核心 PCE 通胀都出现下行的迹象，但是服务通胀仍高，成为主要的通胀风险因素。周工资等于时薪乘以周工时，我们可以把工资的通货膨胀分解为时薪的贡献和工时的贡献。对数化后， $\ln(\text{工资}) = \ln(\text{时薪}) + \ln(\text{工时})$ 。近期的数据显示，工资通胀已经从高点的超过 7% 回落到 4% 附近波动。

详细拆解显示，近期的数据中工时的贡献已经明显回落，自从 2021 年底开始同比都为负值，与工资通胀高峰期工时明显增长有较大差异。

工时回落可能与劳动力供给改善有关，更多人回到劳动力市场可能导致劳动力市场的紧张程度有所下降。但是，正如我们上文分析的那样劳动力参与率的进一步回升或有困难。

图表 25：工资通胀拆解，工资=时薪\*工时（对数化结果）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

#### ➤ 分行业时薪

从分行业的时薪增长来看，休闲酒店业的增幅最大。但是由于休闲酒店业的时薪绝对值较低，休闲酒店业的就业增长将拉低平均时薪。

CPI 和核心 CPI 相比疫情前上涨了 16.4%和 14.2%，如果以 CPI 增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的只有休闲和酒店业、零售业、教育、医疗服务行业和专业和商业服务业。其他行业的时薪增长都没能跑赢通胀。

图表 26：时薪分行业

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的增幅
跑赢通胀							
休闲和酒店	21.01	20.94	19.87	0.3%	5.7%	4.1	24.2%
零售业	23.86	23.76	22.77	0.4%	4.8%	3.63	17.9%
教育和医疗服务	32.77	32.65	31.52	0.4%	4.0%	4.86	17.4%
专业和商业服务	40.2	39.96	38.51	0.6%	4.4%	5.76	16.7%
金融业	42.64	42.74	41.13	-0.2%	3.7%	5.73	15.5%
公用事业	49.3	49.23	46.75	0.1%	5.5%	6.6	15.5%
批发业	36.76	36.45	34.83	0.9%	5.5%	4.89	15.3%
建筑业	36.19	36	34.33	0.5%	5.4%	4.79	15.3%
运输仓储业	28.8	28.56	27.56	0.8%	4.5%	3.78	15.1%
其他服务业	29.53	29.32	28.34	0.7%	4.2%	3.74	14.5%
制造业	32.02	31.89	30.83	0.4%	3.9%	3.74	13.2%
信息业	47.5	47.93	45.69	-0.9%	4.0%	4.44	10.3%
采矿业	37.56	37.25	35.23	0.8%	6.6%	3.04	8.8%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

#### 4. 风险提示

美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695