

2023年05月06日

偏强就业可能促使市场预期修正——美国4月非农

宏观研究团队

就业数据点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

● 美国就业市场依旧偏强，但紧张程度继续下降

1. 新增非农就业逆势上升，就业市场依旧偏强

4月新增非农就业25.3万人，较3月份逆势上升，前3个月平均新增就业22.2万人，就业市场依旧偏强。结构上看，服务业仍是当前新增就业的主要构成。此外当前美国银行业风险仍在演绎，后续金融业存在补降的可能性。往后看，随着高利率水平逐渐对经济活动产生更明显的影响，新增就业趋势性下降仍是大趋势，不过离美联储的合意水平尚有距离。

2. 失业率续创新低，劳动参与率未再改善

失业率方面，4月失业率录得3.4%，显示当前美国整体就业处在较为强劲状态。事实上，低失业率是疫情以来美国劳动力市场的重要特征，也是通胀维持韧性以及美联储货币政策“易紧难松”的关键所在。劳动参与率方面，4月劳动参与率录得62.6%，未再继续改善，当前美国劳动力供给改善可能有限，后续需要观察移民政策的进一步进展。

3. 薪资增长再度提速

4月美国非农就业时薪录得33.36美金，同比上升4.5%，环比上升0.5%，均超过市场预期，且再度提速。总的来看，当前薪资增速主要由服务业薪资增速提升所致，考虑到服务业就业在后续可能仍是就业的主要部分，叠加劳动力供给改善有限，因此整体的薪资增长虽然可能会放缓，但是下降的速度可能会比较慢。

4. 劳动力市场总体紧张程度继续下降

从3月份的LOJTS数据来看，职位空缺数与职位空缺率均持续下行，服务业离职率也出现下行，且美国总体就业缺口亦收窄至370万，当前美国就业市场的紧张态势持续缓解。不过我们需要看到，4月份新增就业仍较高，各族裔失业率均有所改善，薪资增速仍有黏性，当前美国劳动力市场放缓的速度可能依旧偏慢。

● 市场对美联储降息的预期或将面临修正

在5月美联储FOMC会议的点评中，我们认为5月份可能是美联储本轮最后一次加息，但是降息还较遥远。从4月份的就业数据来看，就业市场整体偏强，薪资增速粘性仍足，核心通胀或将较为坚挺，相关的通胀反弹风险或有所上升。不过美联储在6月份再度加息的可能性也并不高。

但当前市场对美联储降息时间点的预期差可能将会持续面临修正的压力，当前市场预计后续美联储可能最早将于9月份降息。但从美国银行业风险的演化来看，其发展成金融危机的可能性较低，而劳动力市场又将对美国经济产生支撑，因此美联储短期内降息的可能性进一步降低，市场的预期或将会持续修正。数据发布后，CME期货显示6月份维持当前利率水平的概率为91.5%。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

《基于“一利五率”的国央企投资思路—宏观深度报告》-2023.5.5

《降息或不会较快到来——5月FOMC会议点评—宏观经济点评》-2023.5.4

《多场景超2019，消费开启第二轮修复——五一海内外要闻—宏观深度报告》-2023.5.3

目 录

1、 美国就业市场依旧偏强，但紧张程度继续下降.....	3
1.1、 新增非农就业逆势上升，就业市场依旧偏强.....	3
1.2、 失业率续创新低，劳动参与率未再改善.....	4
1.3、 薪资增长再度提速.....	4
1.4、 劳动力市场总体紧张程度继续下降.....	5
2、 市场对美联储降息的预期或将面临修正.....	6
3、 风险提示.....	6

图表目录

图 1： 美国 4 月新增非农就业数量逆势上升.....	3
图 2： 4 月服务业构成新增就业的主要部分.....	3
图 3： 4 月失业率下降，劳动参与率未变.....	4
图 4： 4 月大部分族裔失业率均有所下降.....	4
图 5： 4 月时薪同比、环比均有所上行.....	5
图 6： 4 月平均时薪同比增速下降，环比增速上升.....	5
图 7： 3 月职位空缺数与空缺率均再次下降.....	5
图 8： 3 月美国劳动力缺口继续下降.....	6

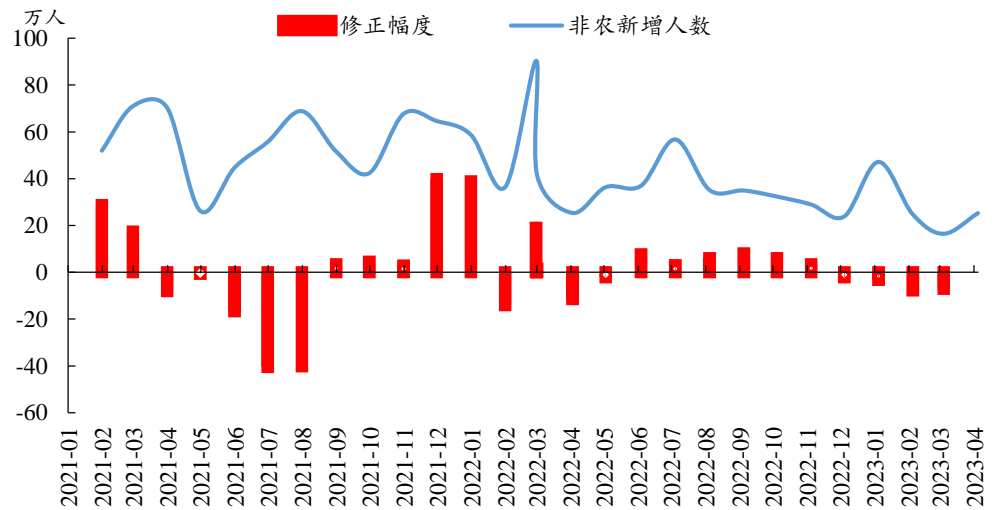
美国公布4月最新就业数据。其中新增非农就业25.3万，超过市场预期的18.5万；劳动参与率为62.6%，平均时薪同比增长4.4%，略高于市场预期。

1、美国就业市场依旧偏强，但紧张程度继续下降

1.1、新增非农就业逆势上升，就业市场依旧偏强

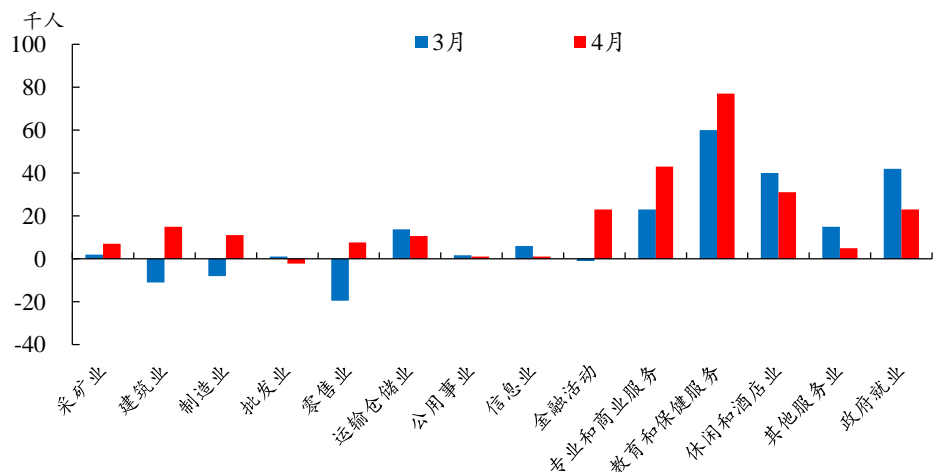
4月新增非农就业25.3万人，较3月份逆势上升，且超市场预期。2、3月份新增非农就业分别下修7.8、7.1万人至24.8、16.5万人，前3个月平均新增就业22.2万人，**就业市场依旧偏强。结构上看，服务业仍是当前新增就业的主要构成。**4月新增非农就业的主要行业为：休闲和酒店业3.1万，教育和保健服务业7.7万，专业和商业服务4.7万，三项合计新增15.1万，占全部新增非农的60%。此外，金融行业、政府亦新增就业2.3万，显示当前美国银行业风险尚未完全传染至就业市场，后续存在补降的可能性。建筑业4月亦有1.5万就业，或与当前地产市场边际改善有关。往后看，随着高利率水平逐渐对经济活动产生更明显的影响，新增就业趋势性下降仍是大趋势，不过离美联储的合意水平尚有距离。

图1：美国4月新增非农就业数量逆势上升



数据来源：BLS、开源证券研究所

图2：4月服务业构成新增就业的主要部分

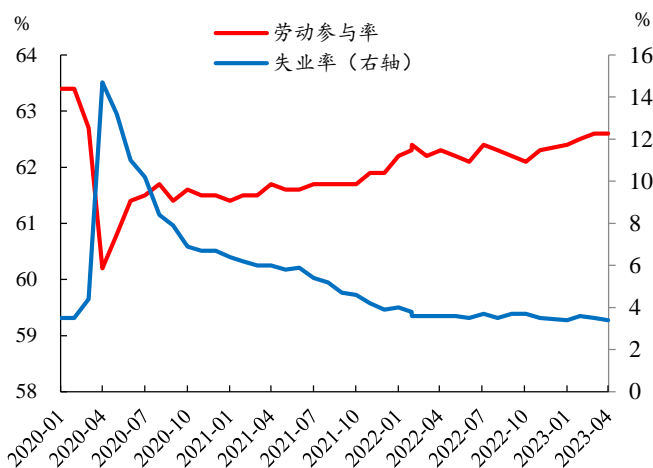


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.2、失业率续创新低，劳动参与率未再改善

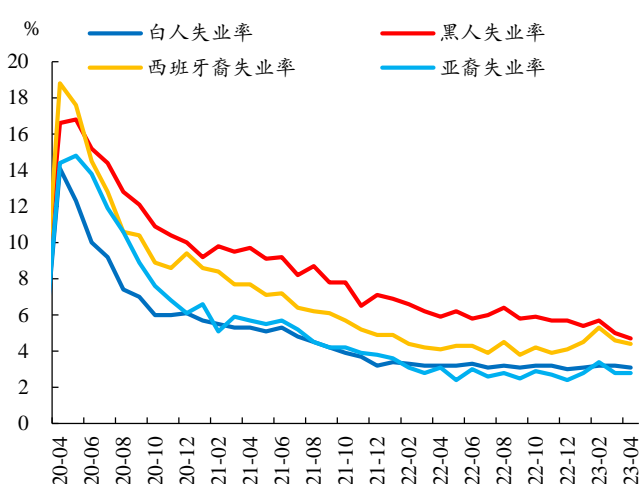
失业率方面，4月失业率录得3.4%，回落至2023年1月份水平，亦为53年以来最低，显示当前美国整体就业处在较为强劲状态。事实上，低失业率是疫情以来美国劳动力市场的重要特征，也是通胀维持韧性以及美联储货币政策“易紧难松”的关键所在。具体来看，白人、黑人、西班牙裔、亚裔失业率分别下降0.1个百分点、下降0.3个百分点、下降0.2个百分点、持平至3.1%、4.7%、4.4%、2.8%。劳动参与率方面，4月劳动参与率录得62.6%，较3月末再继续改善，较疫情前仍有0.8个百分点的差距，显示当前美国劳动力供给改善可能有限，后续需要观察移民政策的进一步进展。

图3：4月失业率下降，劳动参与率未变



数据来源：BLS、开源证券研究所

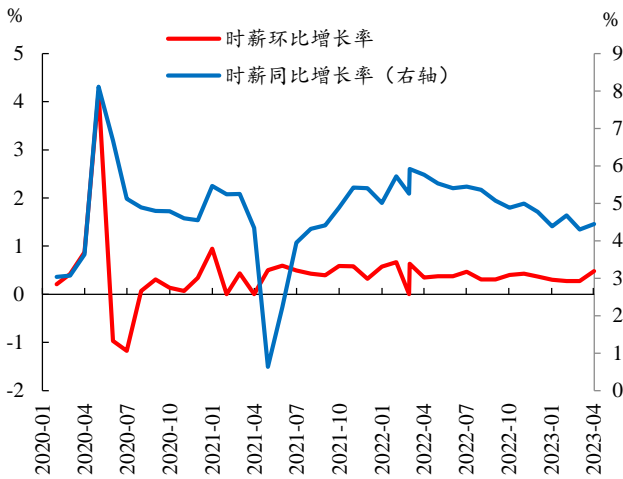
图4：4月大部分族裔失业率均有所下降



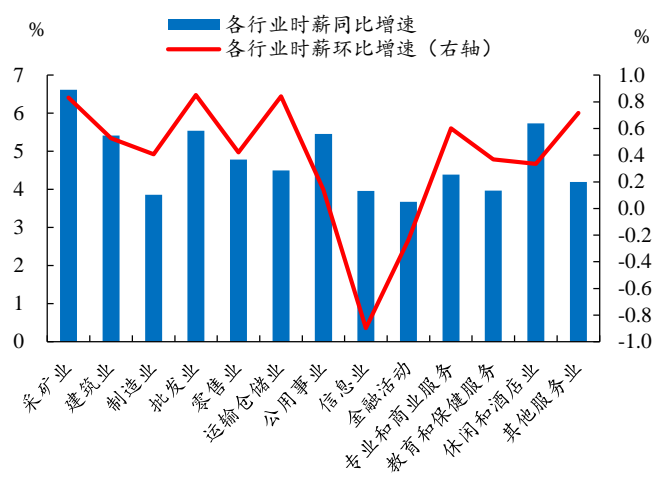
数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、薪资增长再度提速

4月美国非农就业时薪录得33.36美金，同比上升4.5%，较3月份提升0.2个百分点；环比上升0.5%，较3月份提升0.2个百分点，均超过市场预期，且再度提速。平均周工作时长为34.4小时，同3月持平。具体来看，4月休闲和酒店业、采矿业、公用事业薪资同比增长较多，金融活动、制造业薪资同比增长较少。批发业、运输仓储等行业环比增速较高，信息业、金融活动薪资环比出现负增长。总的来看，当前薪资增速主要由服务业薪资增速提升所致，考虑到服务业就业在后续可能仍是就业的主要部分，叠加劳动力供给改善有限，因此整体的薪资增长虽然可能会放缓，但是下降的速度可能会比较慢。2023年一季度ECI（雇佣成本指数）同比上升4.8%（前值5.1%），但环比上升1.2%，较2022年4季度上升0.2个百分点。亚特兰大联储薪资增长指数3月份亦再度提速至6.4，均指向当前薪资增长粘性较高。

图5：4月时薪同比、环比均有所上行


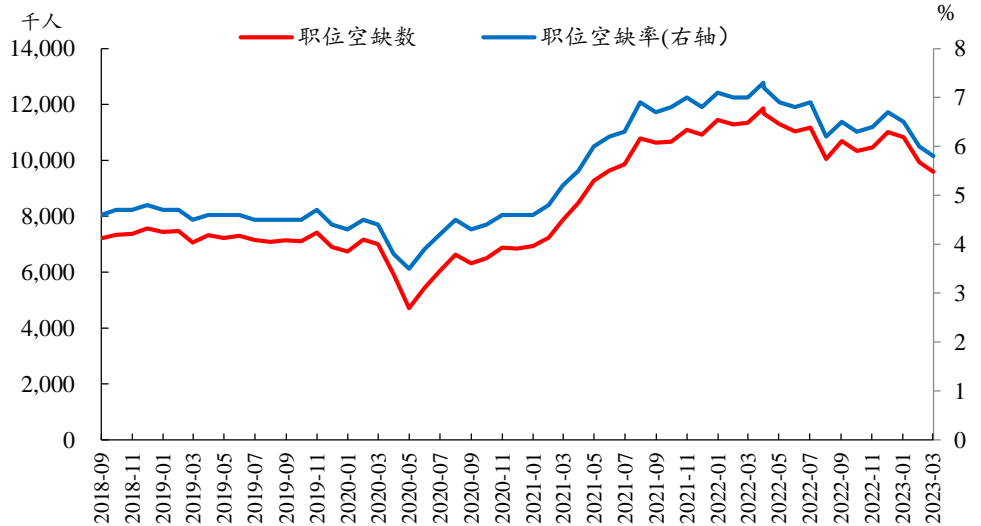
数据来源：BLS、开源证券研究所

图6：4月平均时薪同比增速下降，环比增速上升


数据来源：BLS、开源证券研究所

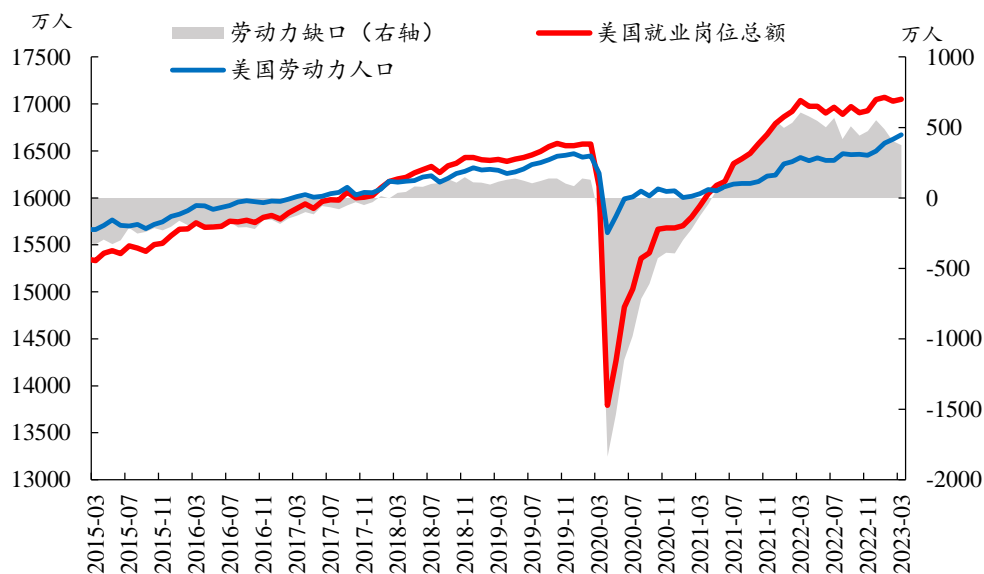
1.4、劳动力市场总体紧张程度继续下降

从3月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为959万人，较2月下降34.1万人，职位空缺率再度下降0.2个百分点至5.8%，目前每个求职者对应约1.7个工作岗位，较2月亦有所下降，显示当前美国劳动力市场的供需紧张态势持续缓解。职工主动离职率下降0.1个百分点至2.5%，其中住房和食品服务行业离职率下降17.8万人，反映当前酒店服务业的就业紧张趋势或将持续改善。

图7：3月职位空缺数与空缺率均再次下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

总的来看，4月美国新增非农就业数量逆势上升，失业率续创新低，显示当前美国就业市场韧性较强，整体情况较为紧张。但职位空缺数与职位空缺率均持续下行，服务业离职率也出现下行，且美国总体就业缺口亦收窄至370万，当前**美国就业市场的紧张态势持续缓解**。不过我们需要看到，4月份新增就业仍然同2022年12月水平相当，各族裔失业率均有所改善，每个求职者对应的工作岗位仍较多，薪资增速仍有黏性，显示当前**美国劳动力市场放缓的速度可能依旧偏慢**。

图8：3月美国劳动力缺口继续下降


数据来源：Fred、开源证券研究所

2、市场对美联储降息的预期或将面临修正

在5月美联储FOMC会议的点评(《降息或不会较快到来——5月FOMC会议点评》)中，我们认为就业市场保持韧性、通胀水平依旧偏高促使联储5月份再次加息25bp。从美联储主席鲍威尔的发言以及3月份的点阵图来看，5月份可能是美联储本轮最后一次加息，但是降息还较遥远。一考虑到银行业危机对经济产生的可能的负面作用，再度提升加息幅度可能会对经济造成更严重的危害，从而造成过度紧缩的局面。较好的政策选择是维持当前高利率水平一段时间，并对经济金融局势进行观察；二则对于美联储而言，当前通胀水平距离其目标区间尚有距离，从4月份的就业数据来看，就业市场整体偏强，薪资增速粘性仍足，核心通胀或将较为坚挺，相关的通胀反弹风险或有所上升。贸然降息，下半年通胀水平有反弹的风险。

此外，美联储在6月份再度加息的可能性也并不高，首先当前就业市场紧张态势缓解、通胀水平下行的趋势没有逆转；其次当前美国银行业危机持续发酵，经济增速持续处在潜在增速以下，美联储需要在抗通胀、防风险、稳增长三者中进行平衡，在6月FOMC会议前还有一份就业和通胀数据，美联储会综合考虑整体趋势来做出后续的政策选择。

但当前市场对美联储降息时间点的预期差可能将会持续面临修正的压力，由于银行业危机还在持续发酵，一季度GDP不及预期，市场预计后续美联储可能最早将于9月份降息。但从当前美国银行业风险的演化来看，其发展成金融危机的可能性较低，而劳动力市场又将对美国经济产生支撑，因此美联储短期内降息的可能性进一步降低，市场的预期或将会持续修正。数据发布后，CME期货显示6月份维持当前利率水平的概率为91.5%。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn