

# 4月非农不影响6月美联储利率决议

## ——美国4月非农数据点评

2023年5月8日

宏观经济 | 事件点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

### 事件：

美国4月季调后非农就业增25.3万，预期18万；3月从23.6万下修至16.5万；2月从32.6万下修至16.5万。

失业率3.4%，预期3.6%，前值3.5%。劳动参与率62.6%，前值62.6%。时薪同比4.4%。

### 主要观点：

- 1、率先复苏的行业有就业回落企稳迹象。
- 2、美国劳动力市场紧绷有松动迹象，除制造业外，紧绷集中于服务行业，大致仍需一个季度以上才可能缓解，仍有空间。
- 3、上半年美国陷入衰退的可能不大，下半年需警惕。
- 4、4月非农至多表明降息周期尚需时日，对加息影响不大。

**前期非农数据大幅下修，总量结构略有优化。**2~3月连续两个月非农数据大幅下修较为少见，特别是3月下修后最终就业数据并不及当时预期，后续非农是否继续大幅下修值得关注。总量上，虽与大流行之前相比仍有明显差距，劳动参与率与就业人口占比均连续2个月分别达到62.6%（vs 63.3%）和60.4%（vs 61.1%），确认突破前期平台。54岁以上参与率继续下降但对总数据的影响边际减小，24岁以下持续上升。失业人群结构方面，失业人数仍是570万，失去工作和完成临时工作的人降低了30.7万到260万。失业少于五周以内的人数降低40.6万至190万，长期失业的人几乎没有变化，120万，占总失业人口的20.6%。没有在劳动力范围内，但现在想要一份工作的增加34.6万至530万。

**服务业继续复苏，制造业平台震荡。**专业和商业服务（4.3万），医疗（4万）、休闲娱乐（3.1万）和社会支持就业继续增长。专业和商务服务分项中专业、科学和技术类服务增加4.5万，而临时帮助服务的就业继续下降2.3万，后者比2022年3月份的高峰降低了17.4万。医疗就业主要在急救医疗服务2.4万，护理和住家护理0.9万以及医院0.7万。休闲娱乐就业增加主要是餐饮2.5万。在过去半年内，休闲娱乐平均每月增加7.3万，但仍距离大流行前2022年2月份的就业水平仍然差距40.2万，约2.4%，其中餐饮基本恢复疫情前水平，差距主要集中在酒店，距离疫情前约12%。其他行业几乎没有变化或略增。就业复苏连续超预期是经济自然复苏与疫情管控放开后的非自然复苏双重刺激的结果，后者依赖于人群活动正常化程度，比较难以以经济指标预期准确。

**前期恢复较快或受益于疫情经济的行业出现停滞或下降的结束，这与消费反映出来的服务消费对商品消费的替代效应结束相一致。**疫情期间表现亮眼的信息业就业连续第二个月停止下降略微增加（0.1万）；制造业1.1万，仍处于平台期，其中汽车（0.7万）和计算机制造（0.3万）小幅增长；运输仓储也终于止跌增加0.4万。此外，金融服务在连续三个月没有变化后首次迎来就业增长2.3万，主要来自于保险机构和相关服务1.5万，以及房地产0.9万。房地产业务受加息影响后就业一直低迷收缩后首次出现就业回暖，与地产相关数据触底略有回升一致。

**劳动力市场紧绷集中于中低收入人群，看到部分缓解迹象。**宏观上，消费的迅速恢复与就业市场固有的缓慢复苏特征是造成去年至今劳动力市场紧绷的主要原因。3月岗位空缺数代表的就业缺口是疫情前的137%，短期难以下降至合理范围。但缓解迹象亦同时出现，其与今年2月（142%）相比已有明显下降。细分行业中短缺主要集中于制造业（172%）、住宿餐饮（159%）、医疗与社会援助（141%）、专业与商业服务（131%），除制造业以外，其余行业均为服务业，占总空缺数均高于10%，亦是2022年以来新增就业的主力行业。注意到零售业岗位空缺数（98%）已低于疫情前。

**就业紧绷缓解仍需至少一个季度。**总量上，GDP和消费分别超过2019年四季度的5.3%、4.6%，而非农仅超过2.3%，差距明显。以餐饮业为例，餐饮业与疫情前只有0.6%约5.6万的差距，考虑到总非农已超过疫情前2%，若餐饮业以2.6%的恢复

空间为目标，以去年12月餐饮每月3万人的增速计算需10个月达标，以2月7万人的速度需4个月。

**低收入人群薪资仍在上涨，服务业人手短缺现象较为普遍，服务业通胀压力仍存。**时薪同比4.4%，前值4.3%，需降至4%以下才可看到通胀压力下降，需至少半年才能确定不会反弹。非管理生产人员周薪同比继续快速下降，触及一般经济周期末期高位。本轮周期中时薪第1~4分位同比增速均高企，这是有别于1980年代以来的薪资增速分化的特点，与1970年代的通胀周期更为相似。目前，低收入人群薪资仍在上涨。十二个月平均时薪，第一、二分位高收入见顶，其他分位继续新高。这与科技公司裁员，但餐饮等服务行业人手紧缺吻合。

**上半年陷入衰退的可能不大，下半年值得警惕。**鉴于以岗位空缺数为代表的劳动力市场紧绷程度，劳动力市场至少需一个季度才有可能恢复正常，劳动力市场恢复仍有一定空间。虽部分科技公司出现裁员，但受疫情管控解除对服务业的持续影响，低收入人群就业持续复苏。由于受疫情影响最大的低收入服务业就业占比远高于高技能服务业就业人数，这种一方面裁员，一方面人手紧缺的现象在总量上以服务业占优。因此宏观上，上半年美国经济陷入衰退的可能不大。另一方面，下半年值得警惕。与以往经济周期中行业复苏同步性较强不同，本轮经济复苏中行业间存在明显的周期性错位（科技、商品消费 vs 服务业）导致高利率、高通胀下的就业数据显得尤为强劲。服务业就业总量上的占优掩盖了先期行业的回落，而以餐饮为代表的休闲娱乐行业并不是经济增长的引擎，这使得在服务业恢复完成后就业市场突然预冷的可能性较以往明显提高。

**4月非农对6月FOMC会议影响不大，通胀仍是加息第一决定因素。**4月非农至多表明降息周期尚需时日，对加息影响不大。本周CPI数据只要不大幅超出预期也对6月加息概率没有本质影响。非农在上半年快速填补细分服务业与疫情之前的差距有助于下半年通胀压力的缓解，避免加息延续至下半年。我们仍维持加息至5.25%以上衰退风险加大的观点。

**市场方面，**观点与上周FOMC会议点评没有变化。

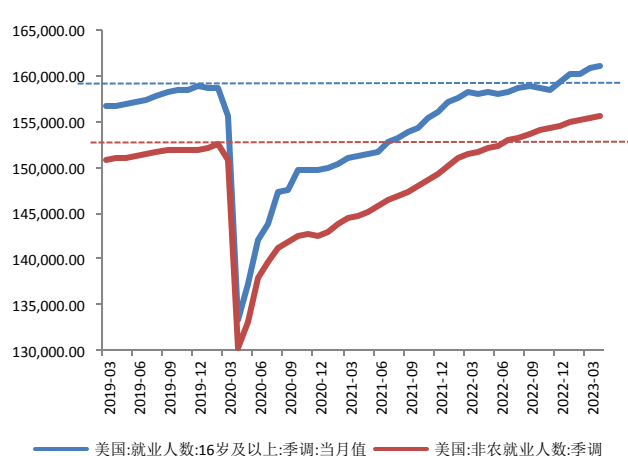
**风险提示：**海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1：劳动参与率、就业率突破平台



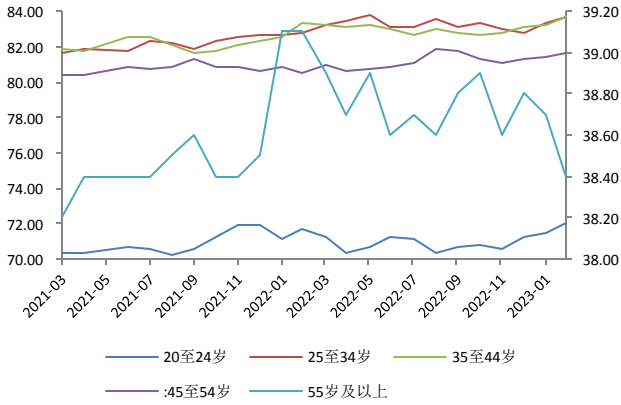
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

图2：家庭调查就业与企业调查就业均超过疫情前



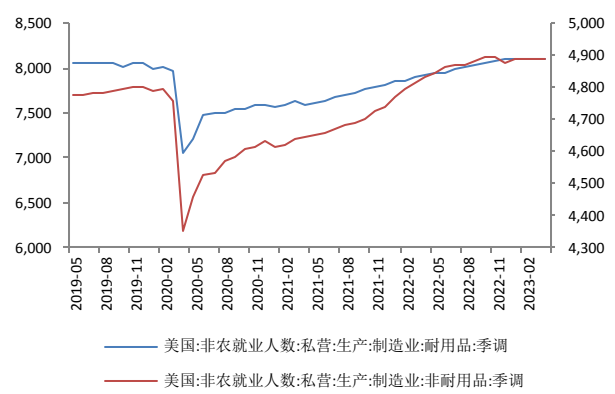
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

**图3: 劳动参与率: 分年龄**



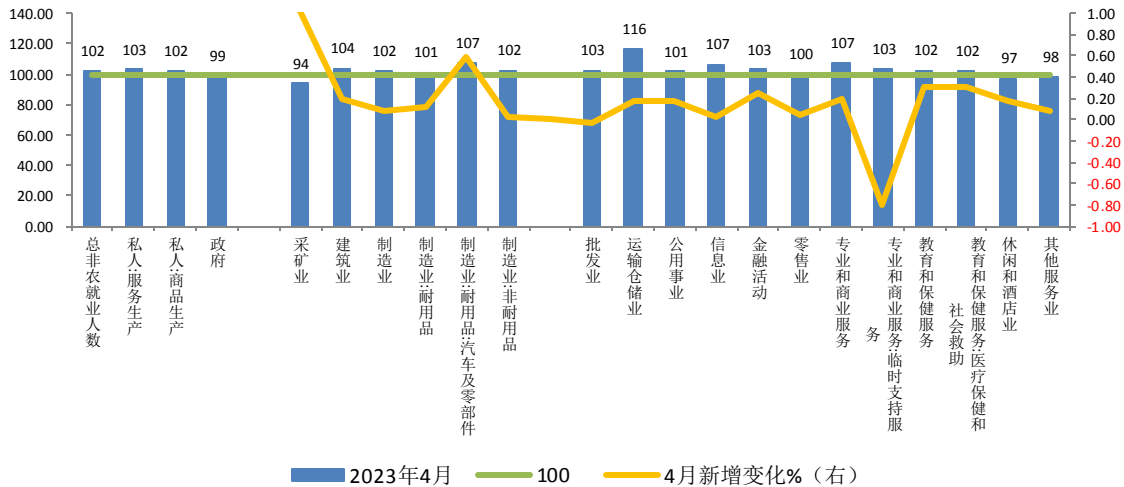
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**图4: 制造业就业仍在平台期**



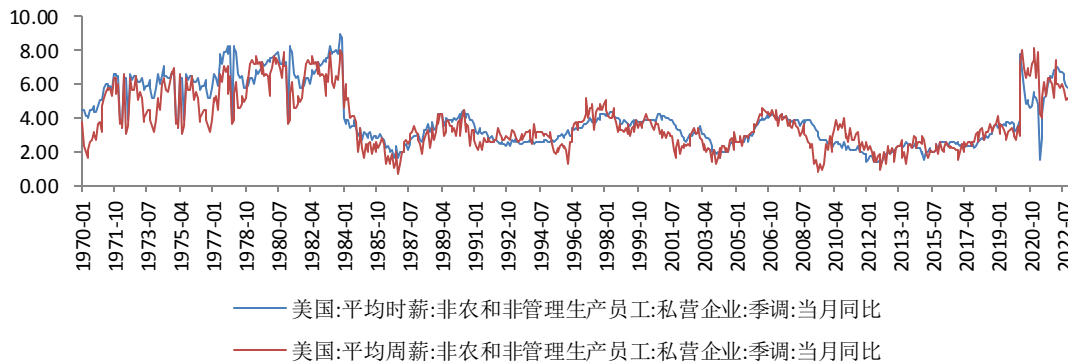
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**图5: 信息业就业下降停止, 采矿、汽车、医疗、休闲、金融环比新增显著 (2020年2月=100)**



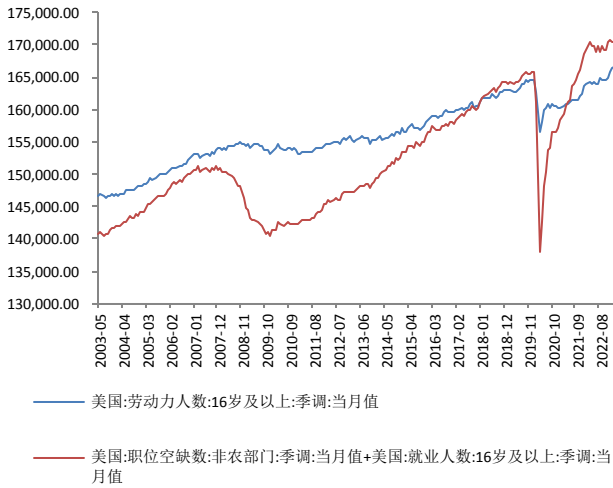
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**图6: 周薪同比继续回落至正常周期末期高位, 但基数效应明显, 至少需半年时间验证是否为有效回落**



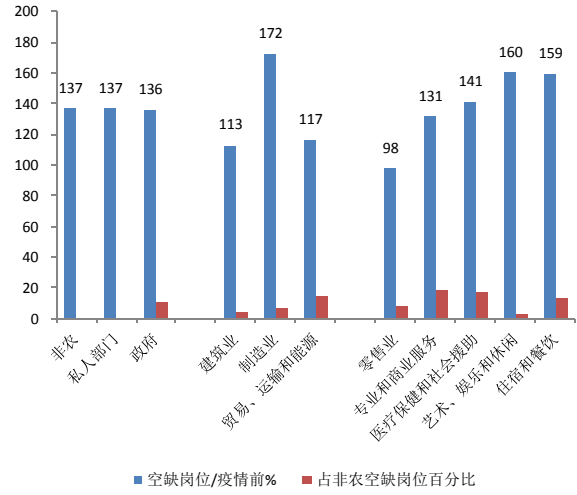
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7：就业缺口下降，紧绷至少需一个季度才能缓解



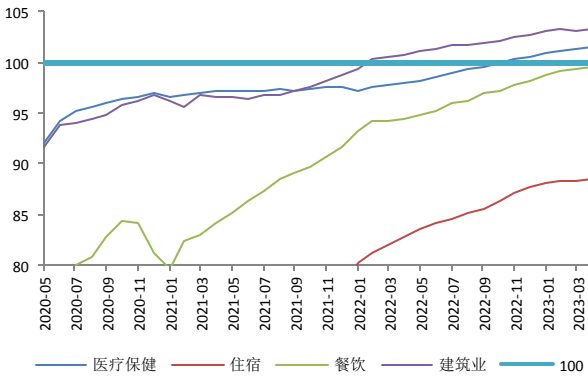
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图8：制造、医疗、餐饮、娱乐等就业市场需求旺盛



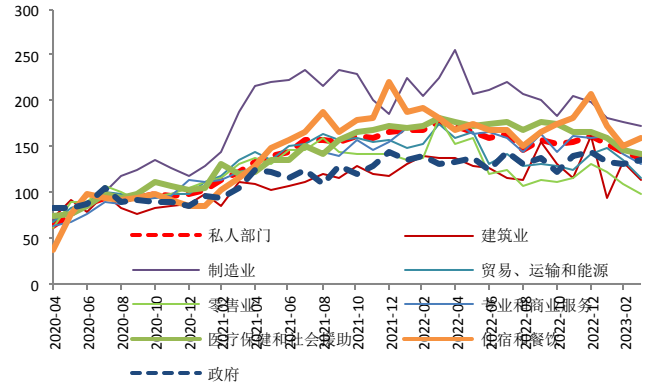
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9：部分行业就业恢复距离（2020年2月=100）



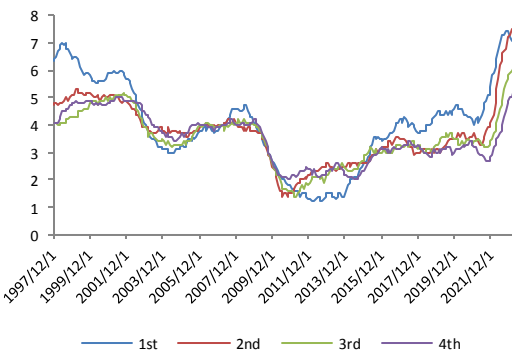
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图10：部分行业岗位空缺率



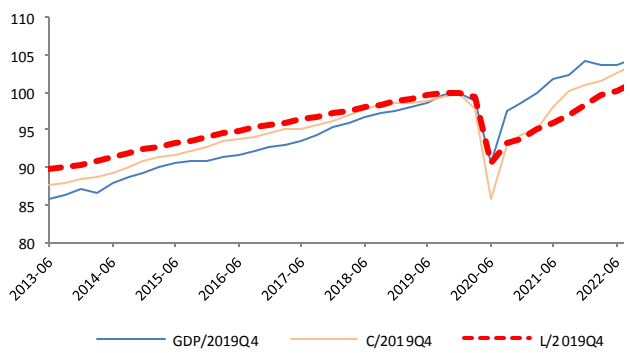
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图11：前50%时薪年均见顶，低收入尚未



资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

图12：就业恢复远不及GDP和消费（2019Q4=100）



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储无限接近暂停加息	2023-05-04
宏观普通报告	宏观普通报告：美国一季度 GDP 不及预期，但消费强劲	2023-04-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储期待银行信用收紧缓解通胀	2023-03-23
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落趋势保持，3月加息 0 或 25bp	2023-03-15
宏观普通报告	宏观普通报告：非农仍有空间，SVB 对加息影响有限	2023-03-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，市场对加息终点预期略有升温	2023-02-15
宏观普通报告	宏观普通报告：强劲非农不会影响利率终点	2023-02-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储如期加息 25bp，美十债中枢下移	2023-02-03
宏观普通报告	宏观普通报告：美国四季度 GDP 略超预期，美联储或加息 25bp	2023-01-30
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-13

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京 西城区金融大街5号新盛大厦B座16层 邮编：100033	上海 虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层 邮编：200082	深圳 福田区益田路6009号新世界中心46F 邮编：518038
---------------------------------------	--	--



电话：010-66554070  
传真：010-66554008

电话：021-25102800  
传真：021-25102881

电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526