

4 月就业数据维持韧性，避险情绪仍将反复左右市场

报告发布日期

2023 年 05 月 09 日

研究结论

- 美东时间 5 月 5 日周五 8:30，美国劳工局发布 4 月美国就业数据：新增非农 25.3 万，超过预期值 18.5 万人，同时前值由初值 23.6 万人大幅下修至 16.5 万。时薪环比增速为 0.5%，失业率为 3.4%，分别强于预期值 0.3% 和 3.6%，同时较前值 0.3% 和 3.5% 均有所修复。劳动参与率维持在 62.6%，与预期一致。
- 总体而言，4 月就业数据维持韧性。此外，周中发布的小非农（ADP）数据录得 29.6 万人，大超预期，而基于近半年的数据，有 5 个月的 NFP 统计数据都不同程度高于 ADP 数据，因此，市场在周五 NFP 数据公布前对数据走强有一定预期定价。数据落地后，黄金下跌约 1.5%，10y 美债上涨 7bp，美股上涨（衰退是当下主要风险点）。
- 分行业来看，增量仍然来自 3 个主要行业：休闲酒店业、教育医疗业、专业和商业服务，分别新增 3.1 万人、7.7 万人和 4.3 万人，规模较上月有所反弹。建筑业、制造业、金融业新增就业规模由负转正。
- 薪资：我们将总工时和时薪的变化加总作为名义劳动报酬收入的代理指标，计算显示，4 月平均时薪和工时总量增速均小幅上升，劳动报酬增长幅度由 3 月的 6.28% 回升至 6.67%。值得注意的是，4 月份有 5 个完整周末，而周末工资较高，因此不排除时薪和工时总量可能存在一些日历效应的扭曲。构建近期薪资增速的前瞻指标空缺率/失业率，该指标领先薪资增速约 12 个月，与前值基本持平，在近 1 年中下行，意味着尽管当期薪资增速超出预期，后续薪资增速大概率还将延续回落趋势。名义薪资增速与通货膨胀两者高低之比较，可作为研判后续消费趋势的关键指标。目前名义薪资增速仍高于 3 月美国 CPI 同比增 5%，后续关注两者交叉点，能够提示消费趋势或转入疲软。
- 其它相关就业数据显示，4 月挑战者企业裁员数回落至 6.7 万人，意味着本轮美国裁员潮可能暂时度过了一波高潮，但由于遣散费等因素，企业裁员潮对于就业数据的影响存在一定滞后性，本轮裁员潮对于就业规模统计的影响尚未完全显现。职位空缺数继续快速回落，意味着疫情后主要由职位空缺支撑的雇佣需求复苏，后续也将面临较大的向下的弹性。拆分后，近期小企业职位空缺下行幅度更大。在权重上，小企业占整体职位空缺比重约为 80%，决定了整体就业数据表现。随着银行危机、信贷紧缩压力向小企业传导，就业数据仍将面临显著下行压力。
- 基于领先指标和对信贷压力传导的分析，就业数据持续走弱、薪资增速走软仍是未来大概率趋势。非农向来是预测误差较大的数据序列，在数据中期降温趋势明确的情况下，可以适当看淡短期预期差，对经济预期修正的意义比较有限，更多仅具有交易上资产定价微调的意义。
- 当下银行业危机持续发酵、美债上限风险对市场影响弹性更大，基于联邦基金期货显示的利率路径，5 月第一周加息预期总体回落，主要受到第一共和银行被接管事件驱动，海外市场后续还会有交易避险的表现。美联储一向不会在加息终点给出降息的前瞻指引。关注指标：商业银行信贷规模（Fed H.8 表）、信贷投放条件（SLOS 调查）、1-3 个月期美债收益率。

风险提示

疫情对就业数据的扰动持续性难以预测。
后续就业数据非线性变化的可能性。
经济快速衰退对于就业形成冲击。

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

吴泽青	wuzeqing@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

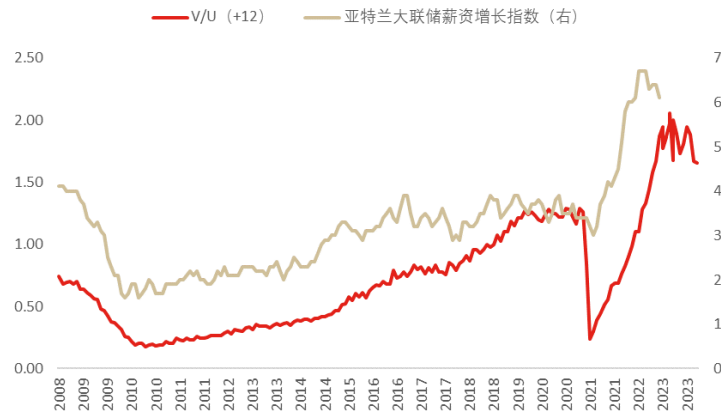
3 月美国 CPI 点评：去通胀是背景板，紧信贷是主变量	2023-04-17
3 月美国就业继续回落，预期 Q2 拐点逐渐清晰	2023-04-10
如何监测海外银行体系风险发展：——海外宏观札记 0330	2023-03-31

图 1：4 月主要就业指标

	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11
雇主调查						
新增非农就业人数 (千人)	253	165	248	472	239	290
私人	230	123	193	353	232	228
政府	23	42	55	119	7	62
平均每周工时	34.4	34.4	34.5	34.6	34.4	34.5
平均时薪 (环比, %)	0.48	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43
家庭调查						
失业率 (%)	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6
劳动力参与率 (%)	62.6	62.6	62.5	62.4	62.3	62.2

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 2：职位空缺率(V)/失业率(U) (领先 12 个月) 和薪资增速同比 (%)



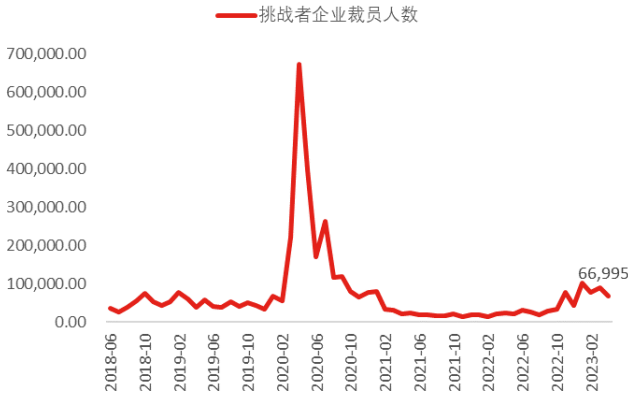
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 3：各行业新增非农就业人数 (近 12 个月, 千人)

NFP规模占比		2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
100.0%	总计	253	165	248	472	239	290	324	350	352	568	370	364
85.5%	私人	230	123	193	353	232	228	299	344	306	493	382	343
13.8%	商品	33	-17	18	41	36	41	57	44	37	71	50	61
0.4%	采矿业	7	2	1	4	4	8	3	2	-2	6	7	2
5.1%	建筑业	15	-11	14	26	26	19	17	16	8	24	13	38
8.3%	制造业	11	-8	3	11	6	14	37	26	31	41	30	21
71.7%	服务	197	140	175	312	196	187	242	300	269	422	332	282
3.9%	批发业	-2	1	7	9	10	0	16	8	13	16	5	18
10.0%	零售业	8	-20	48	22	27	-46	-6	-11	37	9	14	-51
4.3%	运输仓储业	11	14	-18	32	0	-37	20	10	9	19	17	45
0.4%	公用事业	1	2	-1	-2	-1	-1	1	0	1	1	0	1
2.0%	信息业	1	6	-8	-23	-9	13	3	3	8	13	22	32
5.9%	金融活动	23	-1	0	-1	4	11	18	2	9	14	3	6
14.7%	专业和商业服务	43	23	21	44	23	0	36	48	48	77	89	72
16.1%	教育和医疗服务	77	60	64	111	71	95	85	80	92	127	96	76
10.6%	休闲和酒店业	31	40	57	99	58	123	61	139	48	113	75	73
3.8%	其他服务业	5	15	5	21	13	29	8	21	4	32	10	10
14.5%	政府	23	42	55	119	7	62	25	6	46	75	-12	21

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：挑战者企业裁员（人）



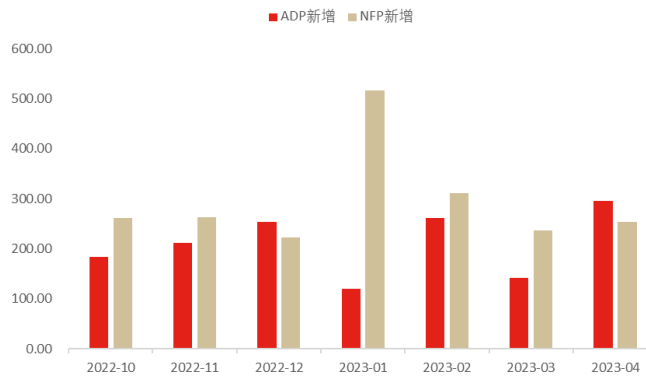
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 5：最新职位空缺数继续显著回落（千人）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 6：非农新增就业人数 vs ADP 新增就业人数（千人）



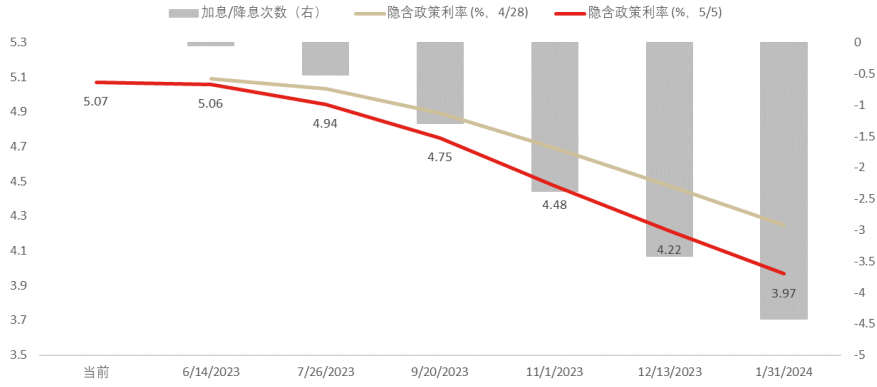
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：小企业岗位空缺占比、大/小企业岗位空缺数



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 8：5 月第一周加息预期总体回落，主要受到第一共和银行事件驱动



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。