

宏观点评 20230603

5月非农：是美联储换挡的证据吗？

2023年06月03日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《PMI：最“冷”的5月，谁会先按耐不住？》

2023-05-31

《城投的冷风，吹向哪儿？》

2023-05-29

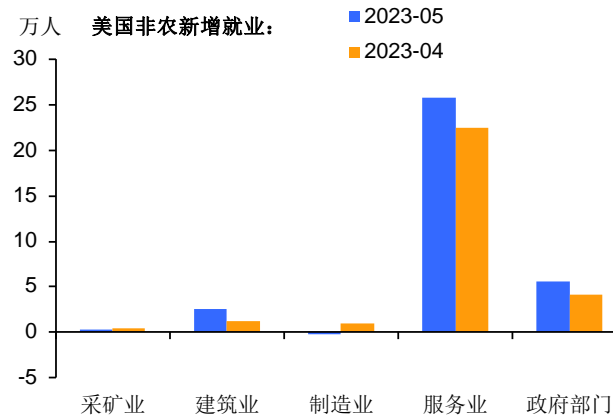
- **美国数据总是给人“惊喜”。**本月新增非农就业（33.9万人）大超预期，但失业率（3.7%）又创下近半年来的新高。其实本来在外部风险事件的频频爆发下，降息“共识”在不断攀升。但随着美国债务上限问题的“顺利拆弹”，市场再次集中注意力转向经济数据。异常好的就业不得不扭转降息的可能性，几天前职位空缺数一公布，掉期对6月加息概率的预期直接换挡，飙升至70%。但5月非农数据的公布，除了飙升的2年期美债，市场好像挺“淡定”。那么本月，美国劳动力市场究竟如何：
- **美国劳动力市场“紧”是有多“紧”？**美联储中意的职位空缺/失业人数反弹，“罪魁祸首”是难以修复的供需失衡。4月美国职位空缺人数跃升，打破此前3连降趋势。这导致了美联储直接观测就业的核心指标——职位空缺/失业人数重回1.8，逼近历史2.0的高点（图1）。这意味着，每位失业者对应接近2个职位空缺。因此，毋庸置疑的是，就业市场还是很紧。倘若未来该比例不能够大幅回落，那么就业市场的降温则需要等待更久。
- **服务业的复苏继续支撑新增就业。**如图2-3，受消费韧性的持续影响，当前就业人数增长最为显著的行业仍为教育和保健服务业。其他服务业子行业，休闲和酒店业的就业人数在5月份继续呈上升趋势（+48,000人），主要集中在餐饮服务和饮酒场所（+33,000人）。医疗保健行业在5月份增加了5.2万个工作岗位，与1年前平均水平相近。
- **虽然就业人数大超预期，但失业率给我们带来一些“安慰”。**总量上的“拐点”总是从结构上的边际弱化开始的，那么具体来看：
- **“弱势群体”提前对就业市场的“温度”作出反应。**如果就业真的开始降温，那么低学历或者是少数群体（例如拉丁美裔、非洲裔）往往是最先感受到变化的。当前从图4可以看出：5月西班牙裔/拉丁美裔失业率大幅上涨0.9%，录得5.6%。但是非洲裔的失业率还在继续下探（图4）。如果未来非洲裔的失业率也开始上扬，那“弱势群体”失业率的信号灯就真的开始闪烁了，那时就业可能就真的开始降温了。
- **先行指标初请失业金上升，预示疲软迹象但仍处于历史低位。**初请失业金人数作为高频数据，在劳动力市场走弱的情况下，该指标的持续上升通常领先于就业人数的稳步下降。本周初请失业金人数相较5月初，暂停了连续上涨的趋势（图5）。未来延续此前的上涨趋势才是稳住就业的第一步。
- **工资上行压力让通胀难放缓。**由图6可以看到，薪资与核心通胀高度共振。5月的薪资水平，平均时薪增速同比持平，环比增速年化的3个月移动平均增长4.05%，较上月上涨0.24%（图7-8）。在消费复苏趋势的延续下，就业密集型的服务部门新增就业人数大涨，给薪资上涨带来压力，为进一步雇佣和提高工资创造了动力，成为工资-通胀回落的阻力。
- **由此来看，就业市场尚未释放转弱“信号灯”，美联储站在十字路口：**美联储在经济及金融风险之间需要“再平衡”。从外部风险来看，银行业及债务上限危机暂时的“等风平浪静”让加息更谨慎。美联储可能不再追求利率“更高”。但从内生经济来看，偏紧的就业及环比增速依然偏高的核心CPI，也让利率不得不在高位维持“更久”。
- **风险提示：**劳动供给恢复快于预期；金融体系流动性风险超预期；恐慌情绪蔓延超预期；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

图1: 劳动力市场紧张情况处于近 20 年以来的高位



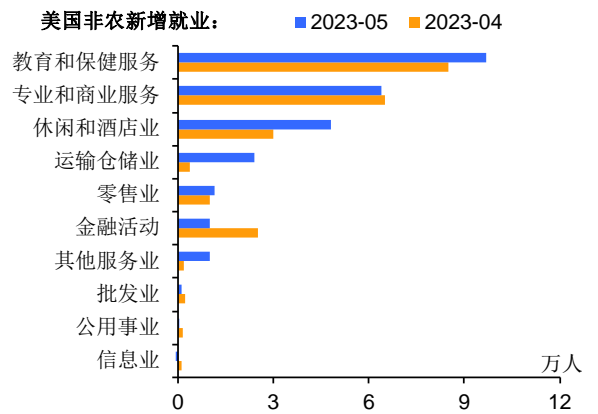
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图2: 5月非农就业靠服务业拉动



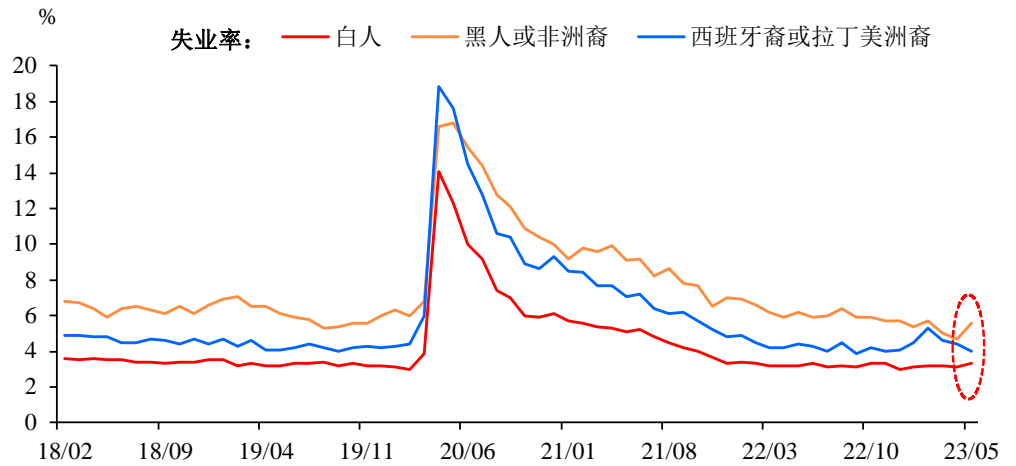
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 服务业子行业中的具体新增就业情况



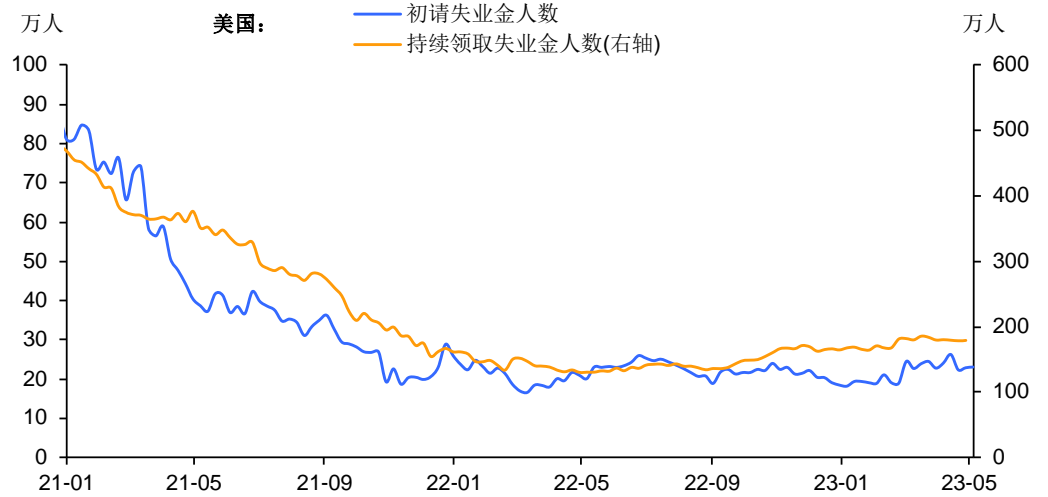
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：黑人及非洲裔失业率开始上扬



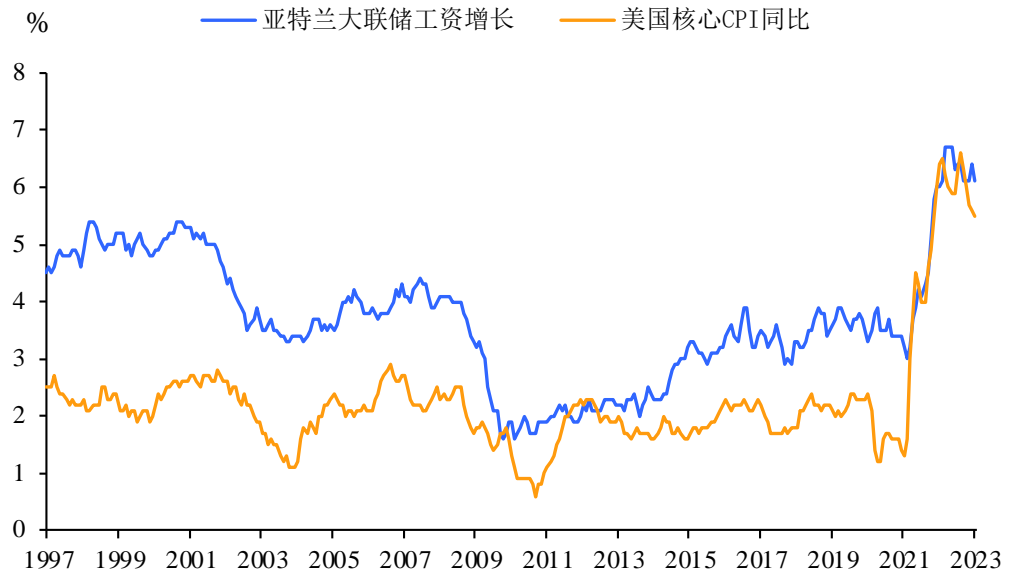
数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

图5：初请失业金人数趋于平稳



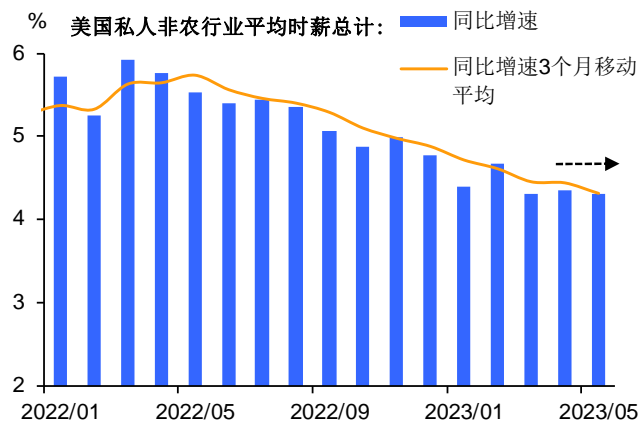
数据来源：Fred，东吴证券研究所

图6: 工资与核心通胀高度挂钩



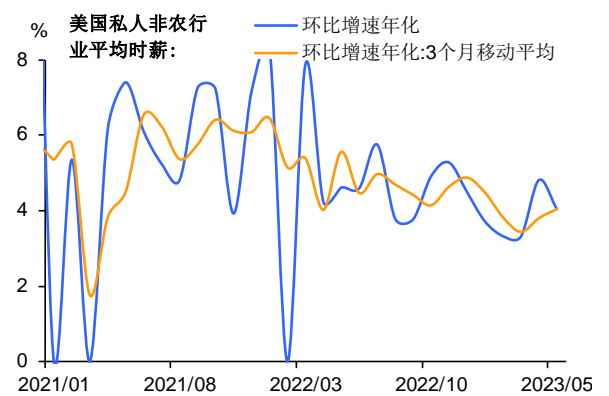
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图7: 平均时薪同比增速相较上月变化小



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 3个月移动平均的平均时薪环比加速上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

