

新增非农就业超预期但失业率回升，6月加息仍无必要

20230602

核心内容：

- **新增非农就业远超预期，失业率回升，薪资缓和** 单位调查 (establishment survey) 方面，5月新增非农就业33.9万人，远高于19万人的预期；同时，3、4月份的新增非农就业分别从16.5万人和25.3万人修正为21.7万人和29.4万人，年内新增就业保持强劲。非农时薪增速略有缓和，5月同比增长4.30%，环比0.33%；同时3月时薪增速从0.48%下修至0.39%，三月均环比增速为0.33%。家庭调查 (household survey) 方面，失业率从3.4%升至3.7%，超出预期但仍处于较低水平；劳动参与率保持62.6%，55岁及以上参与率保持38.4%。5月兼职与全职就业均有回落，累计兼职工作人数同比增速为2.61%，累计全职工作人数同比降低至1.31%。
- **服务就业保持强势，商品生产低位徘徊，家庭调查中劳动紧张程度弱于非农数据** 新增非农就业的结构与经济弱制造、强服务的格局一致。新增的33.9万人中，商品生产仅增加2.6万人，与制造业PMI的底部震荡相符，而服务生产多增25.7万人，连续三个月增长；剔除政府影响后，私人非农就业新增28.3万人。全部非农就业三个月均值降低至28.33万人。服务和商品就业距离衰退前状态依然遥远。尽管就业短期较强，但家庭调查反映的紧张程度弱于非农数据，显示劳动市场继续缓慢回落。劳动参与率没有继续下行以及劳动人口的继续增长也有利于缓解劳动供给紧张，不过2023年经济进入衰退的可能性在下行。
- **非农时薪增速缓和，对核心通胀压力没有进一步增加，6月暂停加息观察仍是稳妥选择** (1) 非农时薪增速出现了下修，对核心通胀的压力并没有显著变化，新增就业人数未来也存在下修可能，单一数据暂时不支持6、7月份加息；(2) 失业率的上升意味着增加了约50.5万人的失业人口，在与新增非农就业矛盾的情况下，就业数据对劳动市场变化方向的指向性并不强，薪资仍指向缓慢下行的状态；(3) 4月职位空缺率意外从5.9%回升至6.1%，在贝弗里奇曲线的框架下，这意味着失业率短期很难大幅抬升，年内出现降息的概率明显降低，需要观察FOMC是否在6月经济数据预测(SEP)调整失业率预期；(4) 美国周期性较强的部门依然接近衰退的水平，经济的放缓还在持续，弱衰退还是基本假设。
- **失业率上行引发弱衰退的时点可能延后** 失业率和薪资是最重要的两个劳动数据，前者决定衰退的时点，后者决定通胀的压力。因此，在职位空缺率意外上升后，对于失业率抬升的时点需要进一步讨论。虽然历史上职位空缺率的下行在8个季度内必然导致失业率的大幅上升，但近期数据显示极高的职位空缺率提高了贝弗里奇曲线左侧的斜率，降低了失业率的牺牲比例，因此失业依旧保持在底部。这并不意味着贝弗里奇曲线下移的过程中失业率可以继续保持历史低位，但在职位空缺率回到相对正常(5%以下)的水平前，失业率可能确实难以明显抬升，导致衰退判定。所以，需要关注职位空缺率下月的变化以确定失业率有继续上行的基础。目前市场已经计入了年内再度加息的预期，也抛弃了多次降息的期待，随着通胀和其他经济数据继续缓慢缓和，美元和美债收益率震荡下行概率更高，美股盈利预期近期没有继续下调且估值的提升也与无风险利率预期的变动关系不大。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼

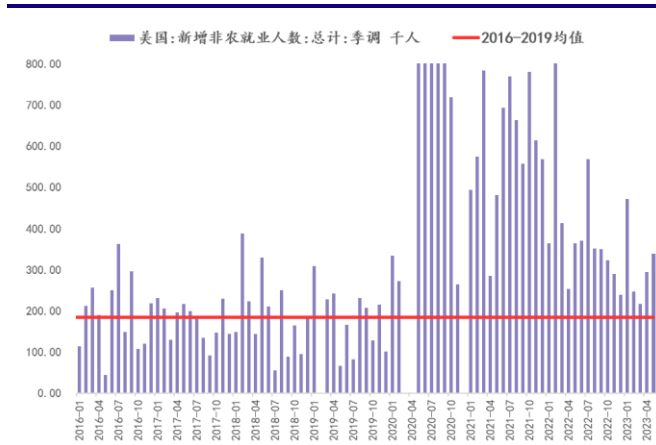
主要风险：美国经济衰退提前的风险，市场出现严重流动性危机的风险

美国劳工数据局 (BLS) 6 月 2 日公布了 2023 年 5 月劳动数据。单位调查 (establishment survey) 方面, 5 月新增非农就业 33.9 万人, 远高于 19 万人的预期; 同时, 3、4 月份的新增非农就业分别从 16.5 万人和 25.3 万人修正为 21.7 万人和 29.4 万人, 年内新增就业保持强劲。非农时薪增速略有缓和, 5 月同比增长 4.30%, 环比 0.33; 同时 3 月时薪增速从 0.48% 下修至 0.39%, 三月均环比增速为 0.33%。家庭调查 (household survey) 方面, 失业率从 3.4% 升至 3.7%, 超出预期但仍处于较低水平; 劳动参与率保持 62.6%, 55 岁及以上参与率保持 38.4%。5 月兼职与全职就业均有回落, 累计兼职工作人数同比增速为 2.61%, 累计全职工作人数同比降低至 1.31%。

虽然单位调查和家庭调查所反映的信息再次有所矛盾, 但美国劳动市场的短期韧性是难以质疑的, 这也意味着下半年降低核心通胀的难度和高利率维持的时间都在增加。从资产反应来看, 美国三大股指集体收涨, 可能受到债务上限问题临近解决的提振, 但同时也对失业率的上行做了乐观的解读; 美债收益率大幅攀升, 进一步计入 7 月再度加息的可能; 美元指数同样拉升。我们认为 (1) 非农时薪增速出现了下修, 对核心通胀的压力并没有显著变化, 新增就业人数未来也存在下修可能, 单一数据暂时不支持 6、7 月份加息; (2) 失业率的上升意味着增加了约 50.5 万人的失业人口, 在与新增非农就业矛盾的情况下, 就业数据对劳动市场变化方向的指向性并不强, 薪资仍指向缓慢下行的状态; (3) 4 月职位空缺率意外从 5.9% 回升至 6.1%, 在贝弗里奇曲线的框架下, 这意味着失业率短期很难大幅抬升, 年内出现降息的概率明显降低, 需要观察 FOMC 是否在 6 月经济数据预测 (SEP) 调整失业率预期; (4) 美国的地产、制造业 (商品) 等周期性较强的部门依然接近衰退的水平, 经济的放缓还在持续, 弱衰退还是基本假设。

美国 5 月 ISM 制造业 PMI 再度下滑至 46.9, 美联储褐皮书也展示了经济放缓的证据; 随着美国债务上限问题的解决, 财政部新发债务也会在量化紧缩的基础上继续收紧流动性。这种情况下, 美联储 6 月暂停加息并观察是谨慎稳妥的选择, 目前数据还未体现进一步加息的必要性。市场已经计入了年内再度加息的预期, 也抛弃了多次降息的期待, 随着通胀和其他经济数据继续缓慢缓和, 美元和美债收益率震荡下行概率更高, 美股盈利预期近期没有继续下调且估值的提升也与无风险利率预期的变动关系不大。

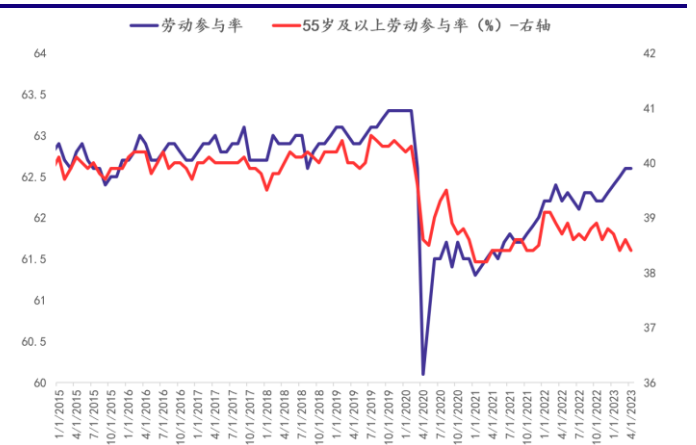
图 1: 新增非农就业 (千人)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

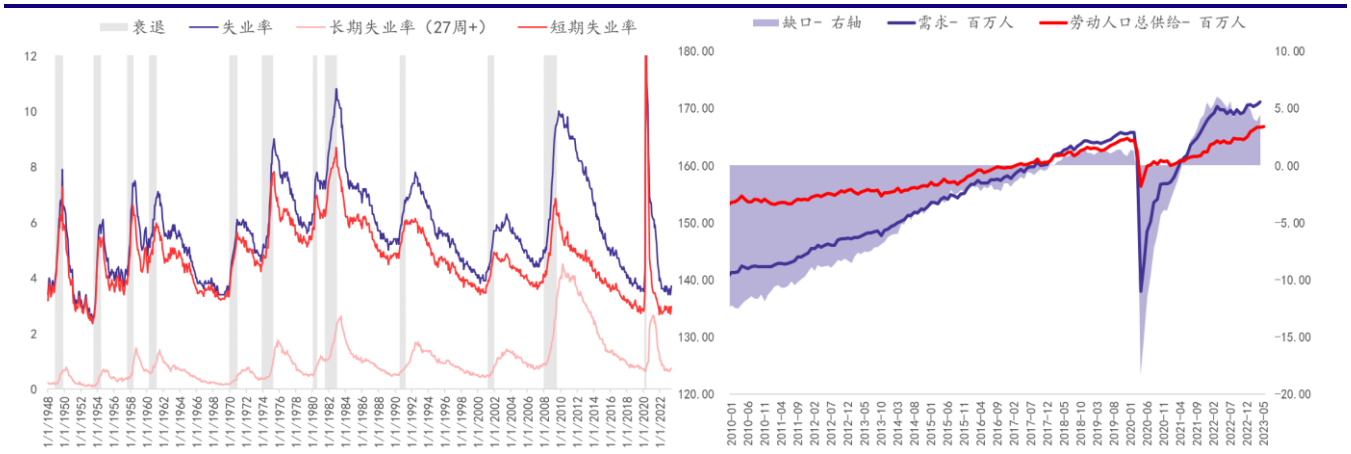
图 3: 失业率继续处于历史低位, 但边际回升 (%)

图 2: 劳动参与率整体缓慢回升, 但 55 岁以上恢复疲弱 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 4: 粗略劳动市场缺口由于职位空缺率上行而回升



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

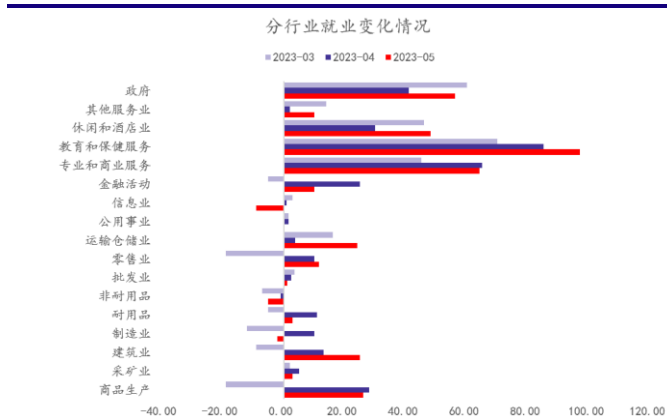
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整

一、服务就业保持强势，商品生产低位徘徊

新增非农就业的结构与经济弱制造、强服务的格局一致。新增的 33.9 万人中，商品生产仅增加 2.6 万人，与制造业 PMI 的底部震荡相符，而服务生产多增 25.7 万人，连续三个月增长；政府部门多增 5.6 万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增 28.3 万人，比前值回升。全部非农就业三个月均值降低至 28.33 万人，主要是由于 3、4 月份就业有所上调；不过我们依然认为新增非农就业有重复统计兼职的问题，其频繁的调整也降低了单月数据大超预期的重要性。私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务 9.7 万人、专业与商业服务 6.4 万人、休闲和酒店 4.8 万人以及运输仓储 2.4 万人；休闲和酒店业与教育和保健服务业较疫情前趋势仍存在较大缺口，服务业短期难以降低至衰退前的新增就业水平。商品相关就业维持弱势但未恶化，建筑业增加 2.5 万人，显示低利率时期形成的需求还未消耗完毕。以新增非农就业作为衰退预警，商品生产新增就业三月均在负增长边缘徘徊，服务业 22 万人左右的三月均值离-5 万阈值也有相当距离。

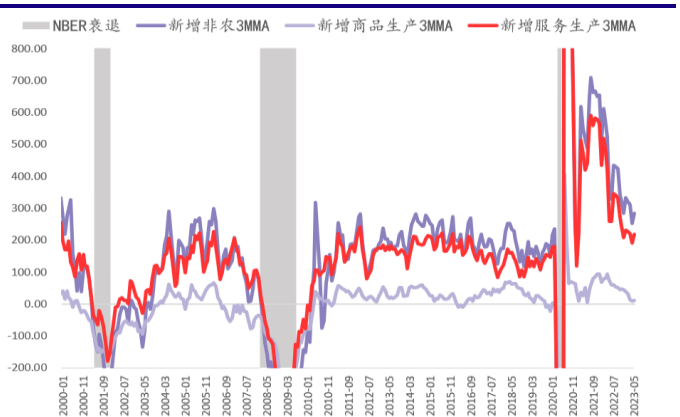
虽然超额储蓄仍在消耗、银行信贷逐渐紧缩、流动性继续收紧，但劳动市场的供给缺口和薪资增长防止内生需求的塌方。这意味着年内降息的概率在降低，不过暂时还没有进一步加息的必要性。

图 5：各行业新增就业人数变化（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

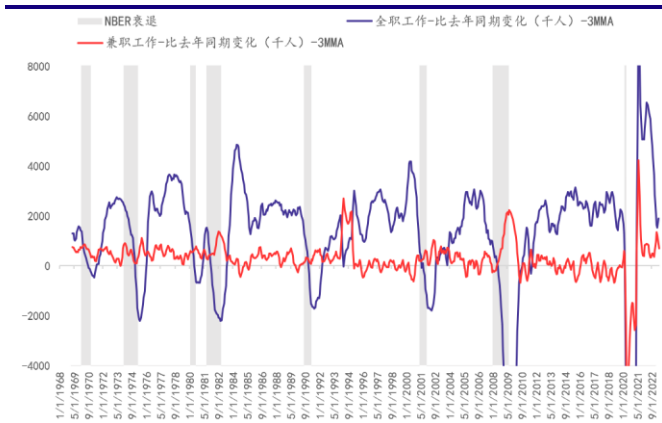
图 6：新增就业三月移动平均显示离衰退仍有距离（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

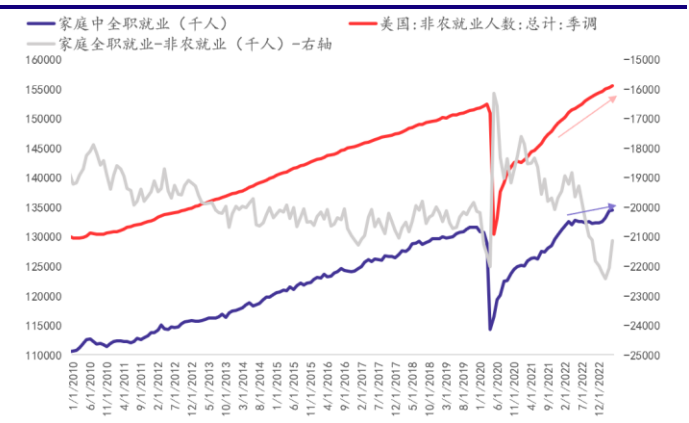
5月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速回升至2.61%，总计2644万人，比上月下行；累计全职工作人数的三月均同比增速降低至1.31%，总计1.3447亿人。累计兼职工作在2022年迅速上升后，近期环比继续减少，全职工作数量在2023年一季度增加，5月环比首次负增长。尽管就业短期较强，但家庭调查反映的紧张程度弱于非农数据，显示劳动市场继续缓慢回落。劳动参与率没有继续下行以及劳动人口的继续增长也有利于缓解劳动供给紧张，不过2023年经济进入衰退的可能性在下行。

图 7：全职就业整体保持降低态势（千人）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 8：家庭调查显示的就业情况比非农数据更弱（千人）

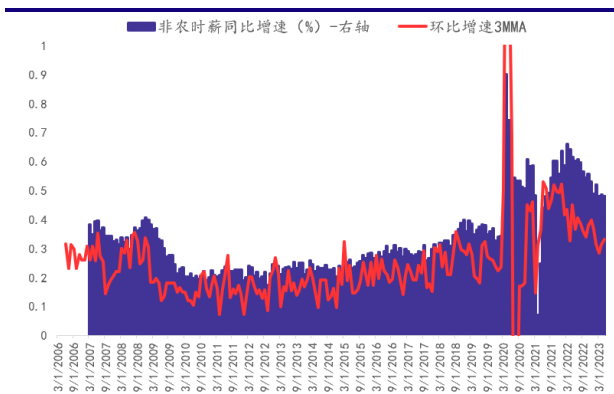


资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

二、非农时薪增速缓和，对核心通胀压力没有进一步增加，失业率的抬升难以避免但可能比预期更久

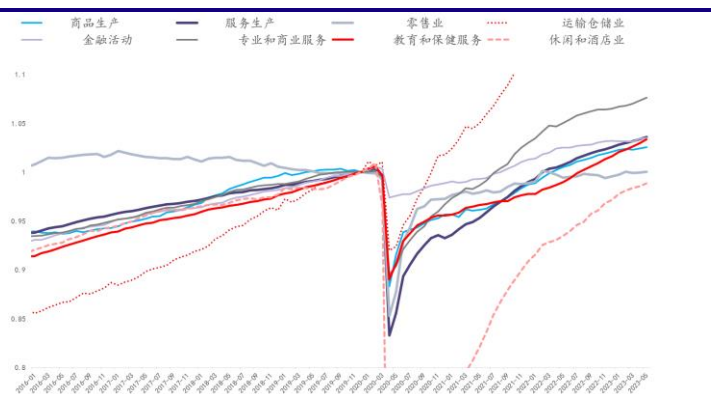
本月新增非农就业高于预期但薪资增速放缓，3月的薪资环比增速也出现下修。我们预测5月美国CPI同比增速降低至4.2%，核心增速约5.3%。时薪环比的小幅下调意味着其对核心通胀的压力没有继续增加，这也是支持不再继续加息的理由。鲍威尔曾在5月FOMC会议答记者问中表示3%左右的薪资同比增速与2%的通胀目标更加吻合，但这一条件在2023年内较难达成。因此，5月薪资数据虽不支持继续加息，但年内降息概率在变小。

图 9：非农时薪增速边际回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：服务业劳动缺口仍然较多（2019年末=1）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

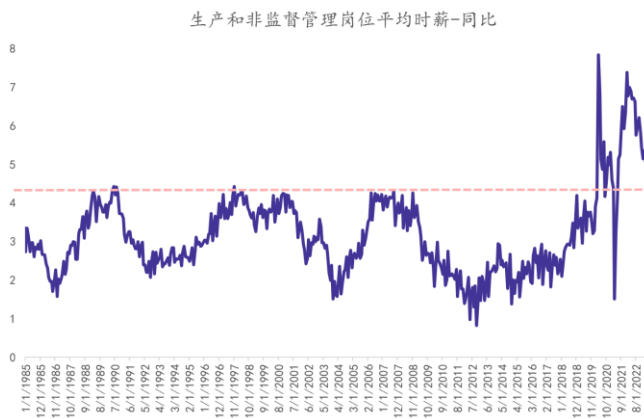
具体来看，5月私人部门非农工资同比增速下行至4.30%，环比增速反弹至0.33%；同时4月0.48%的环比增速下调至0.39%。商品业的同比和环比时薪增速分别为4.61%和0.33%，服务业为4.25%和0.33%，两者均小幅放缓。从细项来看，同比增速最快的行业有采矿业6.30%、

休闲和酒店业 5.46%、批发业 5.35%、信息业 5.32%和公用事业 5.16%；环比增速居前的有信息业 1.64%（上月负增长）、金融活动业 0.52%（上月负增长）、公用事业 0.48%、建筑业 0.42%和其他服务业 0.37%。4 月份薪资虽然下修且 5 月继续放缓，但年内工资增速仍快于一季度时的预期，下半年核心通胀压力虽未增加，但也不会明显减轻。

从环比角度考虑，前五个月环比增速为 0.3%、0.27%、0.27%、0.39%和 0.33%，即进入二季度后薪资依然小幅加快。在 4 月环比下调后，三月均增速从 0.34%回到 0.33%，继续高于疫情前 0.24%的环比均值。按照加快的环比增速推算，非农时薪 2023 年末依然有望降低至 3.6%左右，对应相似的核心 PCED 同比增速。

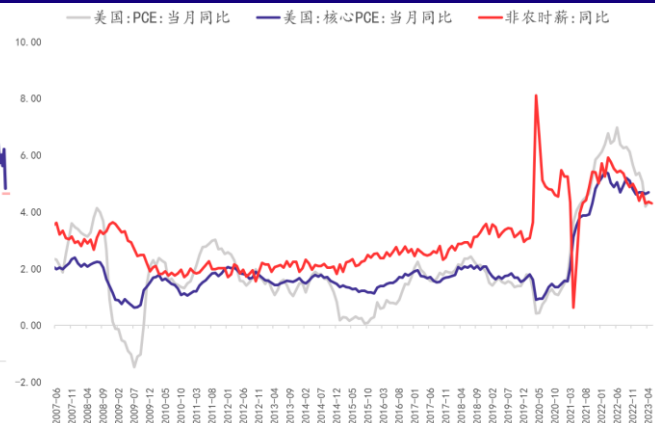
虽然这意味着年末核心 PCE 仍然有望降至 3.6%左右，但核心粘性的部分略强于一季度时薪数据隐含的路径。另一方面，一季度 ECI 的增速同样强于预期，这更加确立下半年核心通胀的压力并未显著减轻。目前根据各类薪资指标外推出的 2023 年末增速均高于鲍威尔中意的 3%左右增速，因此综合经济韧性考虑年内很难多次降息。

图 11：时间序列更长的生产者时薪增速回落至 4.5%



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 12：工资放缓支持核心 PCED 缓慢回落（%）



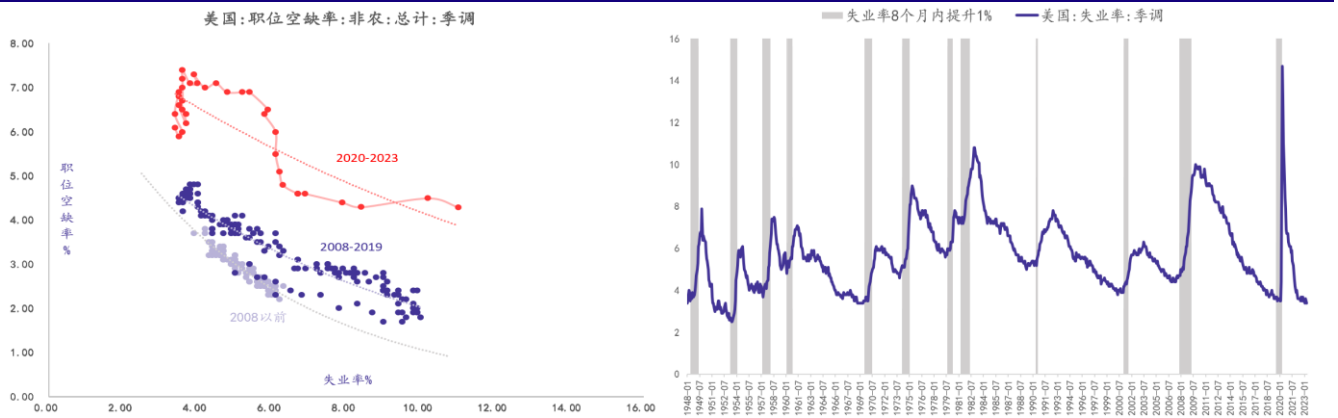
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

总体上，我们认为失业率和薪资是最重要的两个劳动数据，前者决定衰退的时点，后者决定通胀的压力。因此，在职位空缺率意外上升后，对于失业率抬升的时点需要进一步讨论。虽然历史上职位空缺率的下行在 8 个季度内必然导致失业率的大幅上升，但近期数据显示极高的职位空缺率提高了贝弗里奇曲线左侧的斜率，降低了失业率的牺牲比例，因此失业依旧保持在底部¹。这并不意味着贝弗里奇曲线下移的过程中失业率可以继续保持历史低位，但在职位空缺率回到相对正常（5%以下）的水平前，失业率可能确实难以明显抬升，导致衰退判定。所以仍需要关注职位空缺率下月的变化以确定失业率有继续上行的基础。

另外，失业率从底部抬升的斜率非常陡峭，二战以来的 12 次衰退前失业率在 8 个月内均上行超过 1%，这意味着在目前失业率在 3.4%-3.6%徘徊时，美联储对失业率 2023 年底达到 4.5%左右的预测仍是可能的。因此，贝弗里奇曲线从历史高位的下移可能会延后失业率上行的时间，导致更晚的衰退判定，但从历史规律来看，一场温和的衰退是较难避免的。

¹<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/what-does-the-beveridge-curve-tell-us-about-the-likelihood-of-a-soft-landing-20220729.html>

图 13: 贝弗里奇曲线需要下移至疫情前水平后失业率才会上升 图 14: 小型商业银行现金比例再度下降 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

非农数据概览:

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调(美元)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2023-05	2023-04	2023-03	2023-05	2023-04	2023-03	2023-04	2023-03	2023-02	
非农总计	339.0	294.0	217.0				425.0	270.0	-584.0	
非农私人合计	283.0	253.0	157.0	33.44	33.33	33.20	445.0	242.0	-560.0	
商品生产	26.0	28.0	-19.0	33.81	33.70	33.53				
采矿业	3.0	5.0	2.0	37.82	37.69	37.28	-5.0	-2.0	2.0	
建筑业	25.0	13.0	-9.0	36.29	36.14	35.99	40.0	5.0	-54.0	
制造业	-2.0	10.0	-12.0	32.11	32.03	31.88	-1.0	23.0	4.0	
耐用品	3.0	11.0	-5.0	33.69	33.58	33.42	-23.0	32.0	-5.0	
非耐用品	-5.0	-1.0	-7.0	29.39	29.39	29.25	21.0	-9.0	9.0	
服务生产	257.0	225.0	176.0	33.36	33.25	33.13				
批发业	1.1	2.4	3.5	36.61	36.58	36.41	52.0	-4.0	8.0	
零售业	11.6	10.0	-18.9	23.89	23.85	23.76	69.0	36.0	-172.0	
运输仓储业	24.2	3.7	16.2	28.97	28.88	28.61				
公用事业	0.1	1.5	1.7	49.76	49.52	49.29				
信息业	-9.0	1.0	3.0	48.48	47.70	48.06	16.0	1.0	-7.0	
金融活动	10.0	25.0	-5.0	42.78	42.56	42.71	57.0	18.0	-71.0	
专业和商务服务	64.0	65.0	45.0	40.25	40.15	39.95	96.0	96.0	-38.0	
教育和保健服务	97.0	85.0	70.0	32.87	32.77	32.65	12.0	55.0	-125.0	
休闲和酒店业	48.0	30.0	46.0	21.07	21.00	20.93	114.0	-75.0	-29.0	
其他服务业	10.0	2.0	14.0	29.66	29.55	29.31	-17.0	46.0	-34.0	
政府	56.0	41.0	60.0							

单元格标红: 大于前值

资料来源: BLS, Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn