

2023年06月03日

矛盾的就业数据或驱使联储6月“按兵不动”——美国5月非农就业数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● 美国就业市场数据分化，失业率有所上升

1. 新增非农就业再度上升，服务业仍是主要贡献项

5月新增非农就业33.9万人，较4月份再度上升，且超市场预期较多，新增就业市场表现强劲。结构上看，服务业仍是当前新增就业的主要构成。总的看，当前美联储加息似乎尚未对服务业造成明显负面影响，但随着高利率水平时间越来越长，相关就业下行趋势仍在持续，不过离美联储的合意水平尚有距离。

2. 失业率有较大幅度提升，就业市场数据分化

失业率方面，5月失业率录得3.7%，较4月份提升0.3个百分点，显示当前美国劳动力市场有所降温，具体来看，5月份调查人口增加17.5万，劳动力人口增加13万，劳动参与率录得62.6%，与4月基本持平。但总就业人口下降31万，失业人口上升44万，从而带动失业率上升。我们认为，在劳动参与率难以再度提升的背景下，失业率出现上升，或反映当前美国劳动力市场已经在发生变化，后续劳动力市场的降温或将持续。

3. 薪资增长边际降速

5月美国非农就业时薪录得33.44美金，同比上升4.3%，环比上升0.3%，均较4月份下降0.1个百分点。具体来看，5月休闲和酒店业、采矿业、批发业薪资同比增长较多，金融活动、运输仓储业薪资同比增长较少。总的来看，5月服务业薪资环比增速较低带动整体薪资增长边际降速，我们认为，考虑到失业率提升，劳动力供给未继续恶化，薪资增速可能仍会继续放缓。

4. 劳动力市场总体紧张程度边际提升

从4月LOJTS数据来看，目前职位空缺数为1010.3万人，较3月逆势上升35.8万人，职位空缺率上升0.3个百分点至6.1%，总体就业缺口扩大至约440万。但主动离职率再次下降0.1个百分点至2.4%，或显示当前美国就业市场虽保持韧性，但下行趋势或仍未变，不过后续美国劳动力市场放缓的速度可能依旧偏慢。

● 矛盾的就业数据或驱使美联储6月“按兵不动”

我们认为，从当前的情况来看，5月失业率上升的背后反映出整体就业市场仍在降温（失业人数上升叠加总就业人数下降），离职率的下降亦是一个侧证。若后续失业率持续上升，或保持较高失业率一段时间，美国劳动力市场的拐点可能即将来临。对美联储来说，5月份的就业数据可谓是“喜忧参半”，仅从当前的就业数据来看，美联储6月份暂停加息的概率较高，一则失业率上行趋势是否可持续还需要时间观察；二则当前利率水平已经较高，实际政策利率已经转正，对经济活动的负面影响后续将持续体现，继续加息需要的条件更为严格，否则容易对经济造成额外压力。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74.7%。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《ESG视角下央企估值回归的合理性探究—宏观经济专题》-2023.6.2

《消费K型修复，经济动能暂弱，政策窗口将近——兼评5月PMI数据—宏观经济点评》-2023.5.31

《美国两党就债务上限达成协议—宏观周报》-2023.5.28

目 录

1、 美国就业市场数据分化，失业率有所上升.....	3
1.1、 新增非农就业再度上升，服务业仍是主要贡献项.....	3
1.2、 失业率有较大幅度提升，就业市场数据分化.....	4
1.3、 薪资增长边际降速.....	4
1.4、 劳动力市场总体紧张程度边际提升.....	5
2、 矛盾的就业数据或驱使美联储6月“按兵不动”.....	6
3、 风险提示.....	6

图表目录

图 1： 美国 5 月新增非农就业数量再度上升.....	3
图 2： 5 月服务业构成新增就业的主要部分.....	3
图 3： 5 月失业率上升较多，劳动参与率基本未变.....	4
图 4： 5 月大部分族裔失业率均有所上升.....	4
图 5： 5 月时薪增速同比、环比均有所下行.....	5
图 6： 5 月采矿业平均时薪同比增速较高.....	5
图 7： 4 月职位空缺数与空缺率有所上升.....	5
图 8： 4 月美国劳动力缺口迎来上升.....	6

美国公布 5 月最新就业数据。其中新增非农就业 33.9 万，超过市场预期的 19.5 万；劳动参与率为 62.6%，平均时薪同比增长 4.3%，略低于市场预期。

1、美国就业市场数据分化，失业率有所上升

1.1、新增非农就业再度上升，服务业仍是主要贡献项

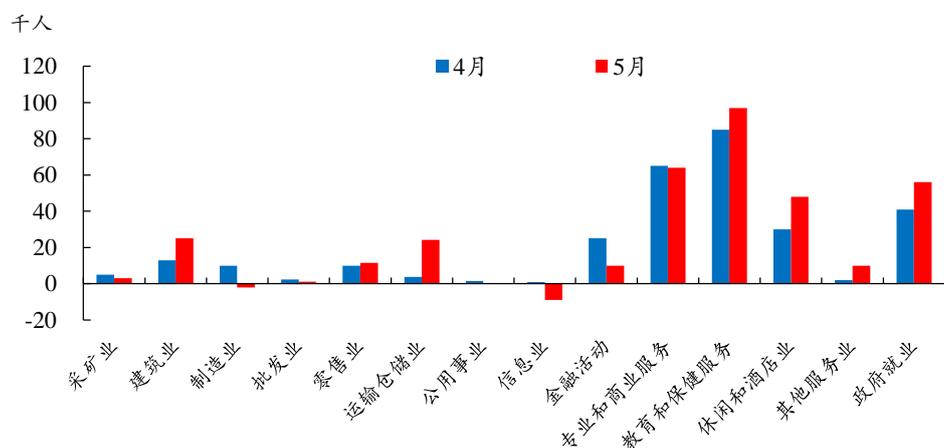
5 月新增非农就业 33.9 万人，较 4 月份再度上升，且超市场预期较多。3、4 月份新增非农就业分别上修 5.2、4.1 万人至 21.7、29.4 万人，3-5 月平均新增就业 28.3 万人，**新增就业市场表现强劲。结构上看，服务业仍是当前新增就业的主要构成。**5 月新增非农就业的主要行业为：休闲和酒店业 4.8 万，教育和保健服务业 9.7 万，专业和商业服务 6.4 万，三项合计新增 20.9 万，占全部新增非农的 61.7%。此外，建筑业、政府亦新增就业 2.5 万、5.6 万，金融业新增就业有所下降，信息业与制造业就业负增长，反映出当前银行业危机及互联网公司裁员的影响。**总的看**，当前美联储加息似乎尚未对服务业造成明显负面影响，但随着高利率水平时间越来越长，相关就业下行趋势或仍未逆转，不过离美联储的合意水平尚有距离。

图1：美国 5 月新增非农就业数量再度上升



数据来源：BLS、开源证券研究所

图2：5 月服务业构成新增就业的主要部分

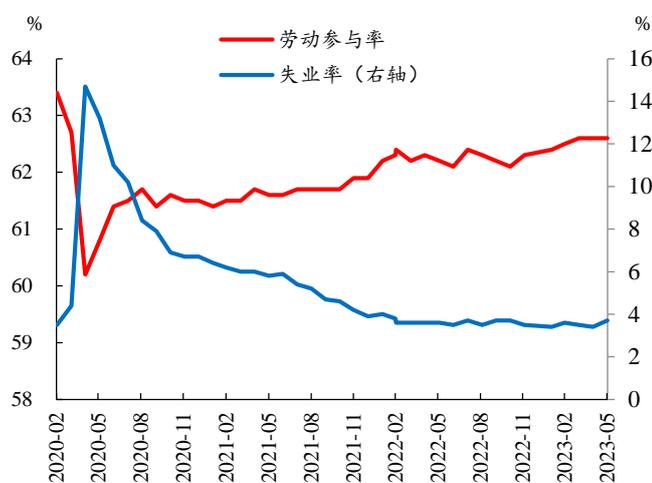


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.2、失业率有较大幅度提升，就业市场数据分化

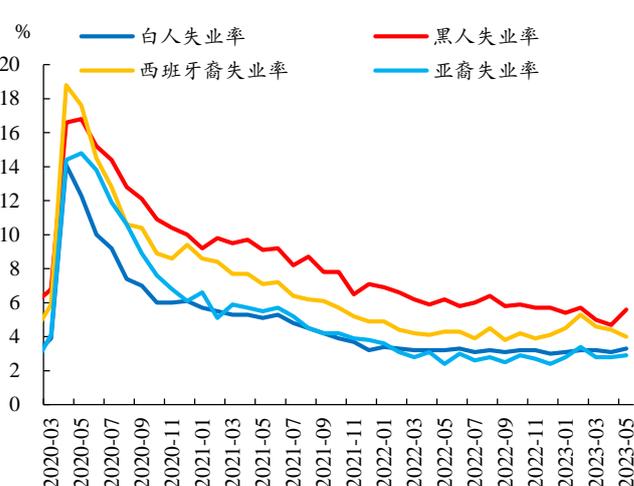
失业率方面，5月失业率录得3.7%，较4月份提升0.3个百分点，显示当前美国劳动力市场有所降温，与新增就业数据出现分化。这或与新增非农就业、失业分属机构调查及家庭调查有关。具体来看，5月份调查人口增加17.5万，劳动力人口增加13万，劳动参与率录得62.6%，与4月基本持平。但总就业人口下降31万，失业人口上升44万，从而带动失业率上升。其中白人、黑人、西班牙裔、亚裔失业率分别上升0.3个百分点、上升0.9个百分点、下降0.4个百分点、上升0.1个百分点至3.3%、5.6%、4.0%、2.9%。我们认为，在劳动参与率难以再度提升的背景下，失业率出现上升，或反映当前美国劳动力市场已经在发生变化，后续劳动力市场的降温或将持续。

图3：5月失业率上升较多，劳动参与率基本未变



数据来源：BLS、开源证券研究所

图4：5月大部分族裔失业率均有所上升

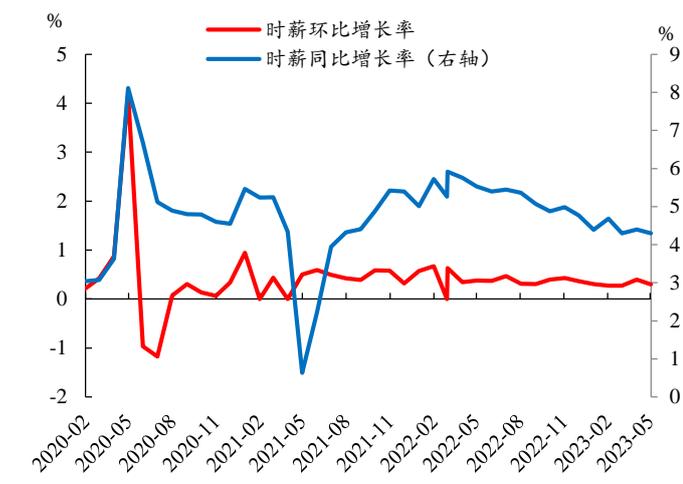


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.3、薪资增长边际降速

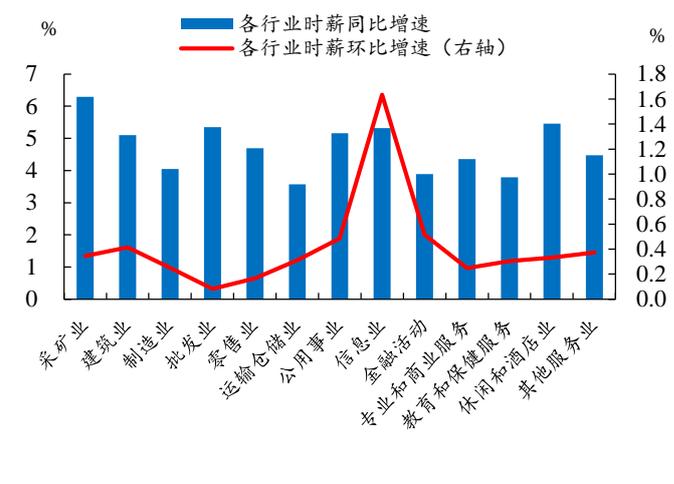
5月美国非农就业时薪录得33.44美金，同比上升4.3%，较4月份下降0.1个百分点；环比上升0.3%，较4月份下降0.1个百分点。平均周工作时长为34.3小时，同4月下降0.1个小时。具体来看，5月休闲和酒店业、采矿业、批发业薪资同比增长较多，金融活动、运输仓储业薪资同比增长较少。信息业、金融活动薪资环比出现增长较多，或与4月薪资负增长造成的低基数有关。总的来看，5月服务业薪资环比增速较低带动整体薪资增长边际降速，我们认为，考虑到失业率提升，劳动力供给未继续恶化，薪资增速可能仍会继续放缓。2023年4月亚特兰大工资增长指数下降0.3个百分点至6.1%，显示当前薪资增长继续提速的动力或已不足。不过我们需要看到，由于劳动力市场目前仍较紧张，薪资增长放缓的速度或仍较慢，离联储的合意水平也有一定距离。

图5：5月时薪增速同比、环比均有所下行



数据来源：BLS、开源证券研究所

图6：5月采矿业平均时薪同比增速较高

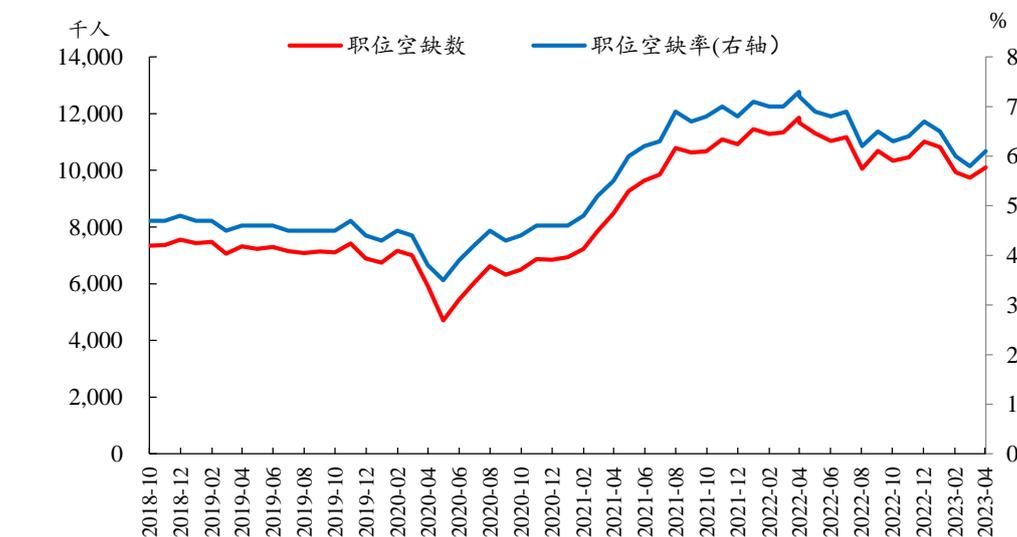


数据来源：BLS、开源证券研究所

1.4、劳动力市场总体紧张程度边际提升

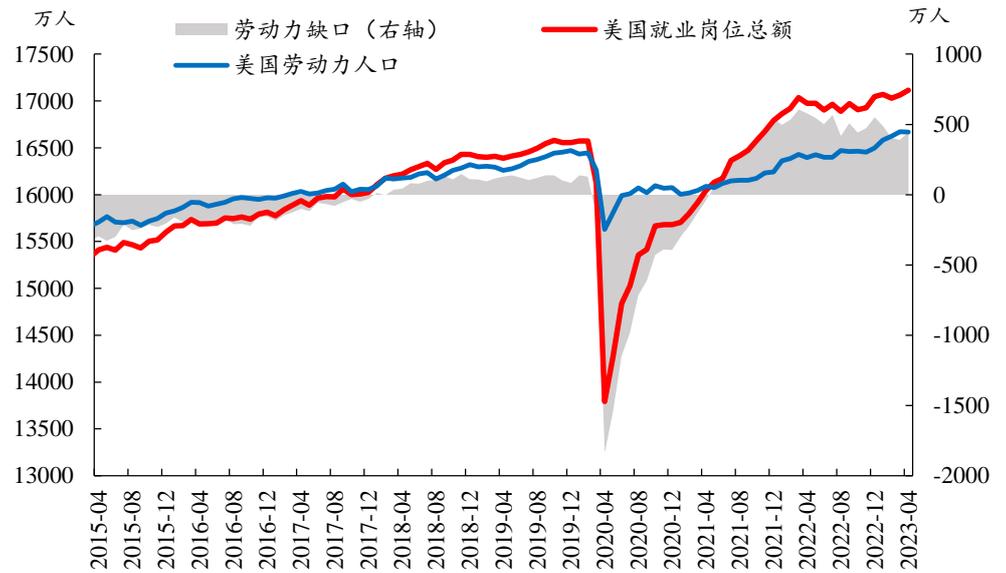
从4月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为1010.3万人，较3月逆势上升35.8万人，职位空缺率上升0.3个百分点至6.1%，目前每个求职者对应约1.8个工作岗位，较3月亦有所提升，当前美国劳动力市场的供需紧张态势逆势提升。但职工主动离职率再次下降0.1个百分点至2.4%，或显示在跳槽涨薪幅度下降的背景下，部分工作人群的对离职的谨慎程度有所提升。

图7：4月职位空缺数与空缺率有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

总的来看，5月美国新增非农就业数量再度上升，但失业率有所提升。职位空缺数与职位空缺率虽有所反弹，美国总体就业缺口扩大约440万，但主动离职率有所下行。我们认为，数据的分化，显示当前美国就业市场虽保持韧性，但下行趋势或仍未变。不过考虑到当前的每个求职者对应的工作岗位仍较多，薪资增速或仍有黏性，后续美国劳动力市场放缓的速度可能依旧偏慢，在此情况下，我们还需要更长时间来对就业市场进行观察。

图8：4月美国劳动力缺口迎来上升


数据来源：Fred、开源证券研究所

2、矛盾的就业数据或驱使美联储6月“按兵不动”

事实上，由于调查方式不同，美国新增非农就业数量与失业率出现背离的情况并非首次，因此还需要对后续数据变化进行持续观察。我们认为，由于新增非农就业显示的是当前新增就业岗位数量的变化，并不能直接反映就业人数的变化，因此对整体就业市场的参考意义并不全面。因此还需要观察劳动力市场的整体与结构特征变化，从当前的情况来看，5月失业率上升的背后反映出整体就业市场仍在降温（失业人数上升叠加总就业人数下降），离职率的下降亦是一个侧证，反映出当前寻找新工作的难度可能在提升。若后续失业率持续上升，或保持较高失业率一段时间，美国劳动力市场的拐点可能即将来临。

我们曾指出，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。对当前美联储的决策来说，5月份的就业数据可谓是“喜忧参半”，失业率虽然上升，但劳动力供需缺口有所提升，意味着后续劳动力市场降温的趋势可能较慢。在6月FOMC会议前，还会有5月份的通胀数据可供参考，届时联储将能获得更多的决策信息。我们认为，仅从当前的就业数据来看，美联储6月份暂停加息的概率较高，一则失业率上行趋势是否可持续还需要时间观察；二则当前利率水平已经较高，实际政策利率已经转正，对经济活动的负面影响后续将持续体现，继续加息需要的条件更为严格，否则容易对经济造成额外压力。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74.7%。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

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

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

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

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