

# 失业率超预期上行，或利于暂停加息

## ——美国5月非农就业数据点评

### 宏观事件：

美国5月失业率意料之外显著上行到3.7%；劳动力参与率不变，为62.6%，或已达高点，失业率上行印证就业市场热度有边际走弱的迹象。劳动力市场走弱，短期继续加息概率或更低。市场估计美联储6月不加息的概率超过7成。

### 事件点评

#### ➤ 失业率超预期上行，但劳动参与率或已达高点

美国5月失业率为3.7%，意料之外显著上行，较上月高0.3%，高于预期的3.5%。失业率的变化显示美国劳动力市场虽然整体仍然不错，但确实在降温，印证了其他劳动力市场数据显示的就业市场需求可能已经开始下降的迹象。劳动参与率回升或已到达高点，因为从结构上来看，16-19岁年轻人和25到54岁人群的劳动参与率已经回升到疫情前，但是55岁以上人群劳动参与率并无任何回升趋势。

#### ➤ 非农就业增长强劲，仅2个行业负增长

美国5月非农就业季调后增加了33.9万人，高于预期19.5万人，创下连续第13个月超出预期的纪录。同比非农就业增长或在年底回落到200万人左右规模。从行业结构看，5月份私人部门仅制造业和信息业就业减少。最大增幅前三的行业为教育和保健服务、专业和商业服务、休闲和酒店业，这三个行业加起来的新增就业占到5月全部新增就业的62%。

#### ➤ 存量就业总体虽然恢复，但还有4个行业未恢复

非农就业在2022年6月就已经超过了疫情前的历史新高，已新增370万人就业，但是相比疫情前的线性趋势还有明显差距。分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况差异很大。受疫情直接冲击最大的休闲和酒店业就业人数较疫情前仍有距离，还有34.9万人左右的缺口；而恢复得最好的专业和商业服务行业已经超过疫情前水平超过161.6万人。

#### ➤ 时薪增幅放缓大趋势或有助于通胀回落

5月平均时薪同比增长4.3%，低于预期值4.4%，也比上月略低，环比增长0.3%。时薪增幅总体走势或有助于通胀回落。如果以CPI增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的只有休闲和酒店业、零售业、教育和医疗服务行业和专业和商业服务业。其他行业的时薪增长都没能跑赢通胀。

#### ➤ 风险提示：美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期

分析师：杨灵修  
 执业证书编号：S0590523010002  
 电话：0510-85187583  
 邮箱：yanglx@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《如期加息 25 基点，政策利率或已达顶点美联储 5 月议息会议点评》2023.05.04
- 2、《PMI 环比回落的背后 4 月 PMI 数据以及政治局会议点评》2023.05.03
- 3、《财政收入有所好转，基建支出发力明显 3 月财政数据点评》2023.04.19

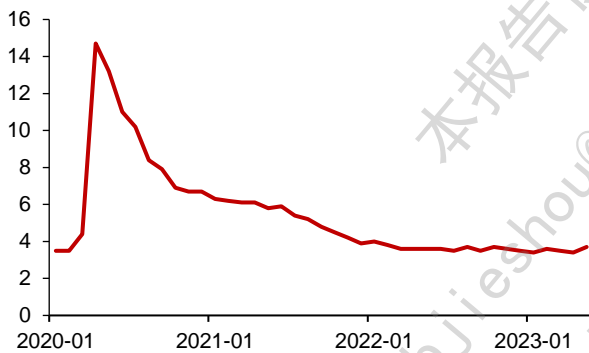
## 1. 失业率超预期，但劳动参与率或已达高点

### 1.1. 失业率预期之外上行到 3.7%

➤ 失业率超预期上行

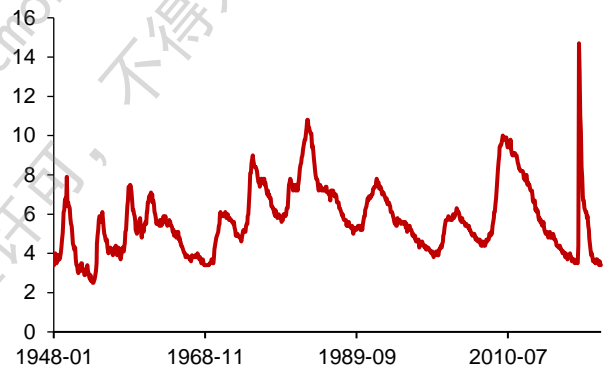
美国 5 月失业率为 3.7%，意料之外显著上行，上月为 3.4%，预期 3.5%。

图表 1：近 3 年美国失业率(%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：美国失业率(%)

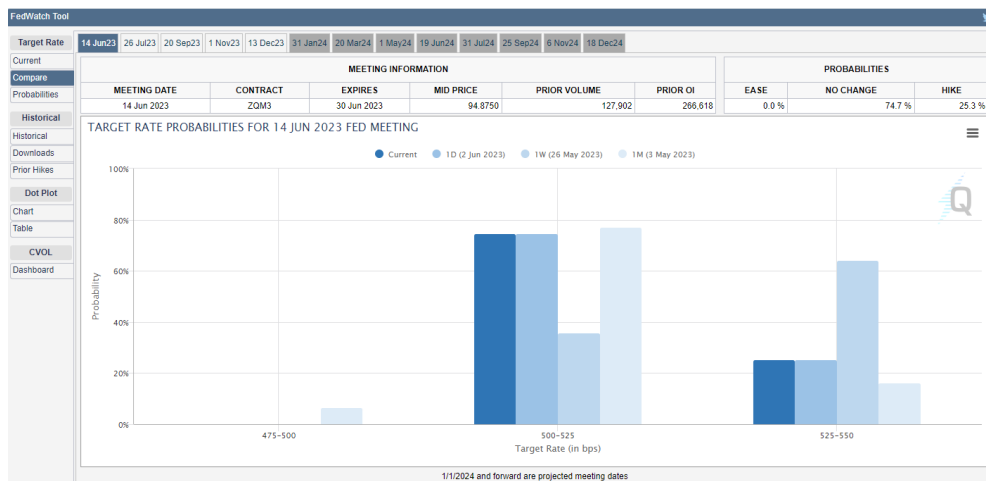


来源：Wind，国联证券研究所

失业率的变化显示美国劳动力市场虽然整体仍然不错，但确实在降温。数据公布后，市场估计美联储 6 月继续加息的预期变化不大，目前不加息的概率仍超过 7 成。

非农数据公布后，美债收益率短线上涨，美国三大股指收涨，现货黄金短线下跌近，美元指数短线拉升。

图表 3：美联储 6 月会议加息概率(%)

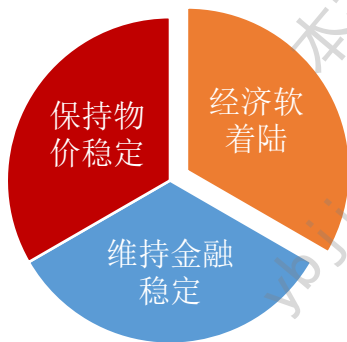


资料来源：CME，国联证券研究所整理

仅仅从劳动力市场数据看，失业率上行意味着劳动力市场在下行，但在当下的情景下，失业率上行意味着美联储面对的加息压力变小。市场预期的6月加息概率较一周前明显下降或许部分是对这种考虑的定价。

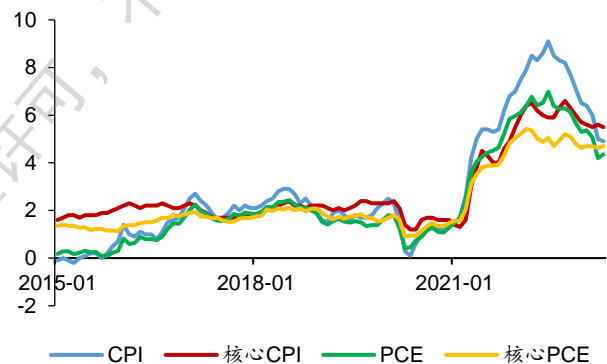
物价稳定、金融稳定和经济软着陆这几个目标要想同时实现是美联储目前面对的巨大挑战。在6月会议之前还会公布5月的CPI数据，这将是决定6月是否加息的最后一份重要数据。如果通胀数据回落超预期，美联储就有更多可能性在6月暂停加息。

图表 4：美联储的政策抉择



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：美国通胀率(%)



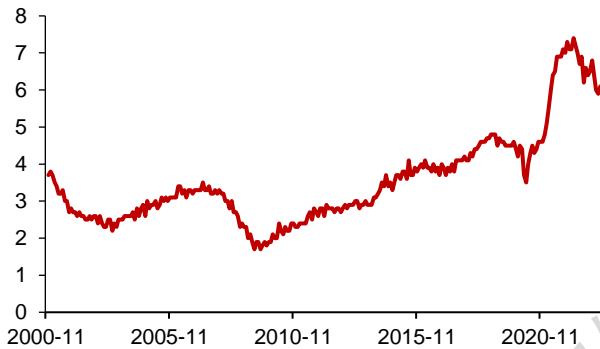
来源：Wind，国联证券研究所

失业率 5 月上升显示劳动力市场在降温，印证了其他劳动力市场数据显示的就业市场需求可能已经开始下降的迹象。

职位空缺率的数据显示在边际上就业市场的热度还在下行的通道，但是总体的热度还明显高于 2020 年疫情开始前的水平。4 月的职位空缺率为 6.1%，上月为 5.9%，较前值上涨 0.2%，但整体上还是延续高位回落的大趋势，较 2022 年 3 月的峰值 7.4% 已经回落了 1.3%。

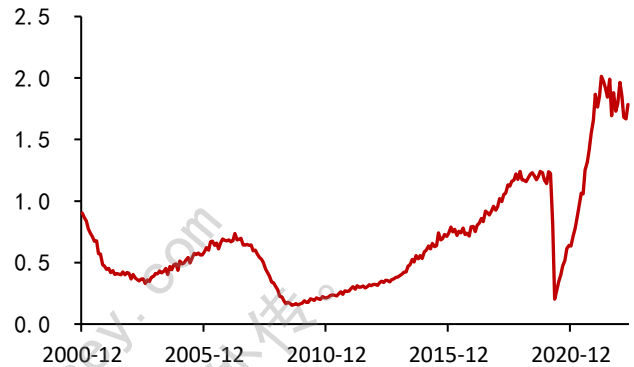
4 月职位空缺数在 2 月和 3 月跌破 1000 万之后再次回到 1000 万以上。同时，总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度也略微上涨，4 月为 1.78 较 3 月 1.66 上涨 0.12。不过如果相比 2022 年初的峰值超过 2，目前仍较高位明显回落，也就是说每一个失业的人平均面对 1.78 个潜在的就业机会。但还处于远超过 2020 疫情前的经济扩张周期的位置，2020 年疫情开始前仅略高于 1.2。

图表 6: 职位空缺率(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

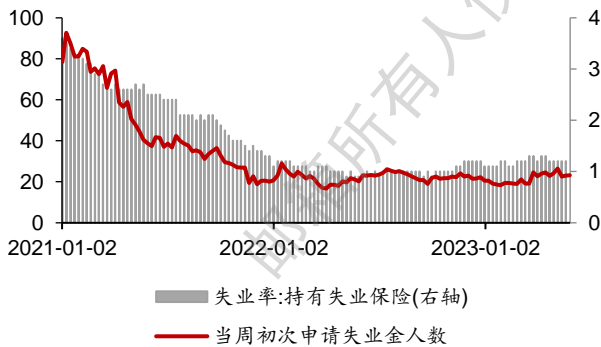
图表 7: 就业市场热度



来源: Wind, 国联证券研究所

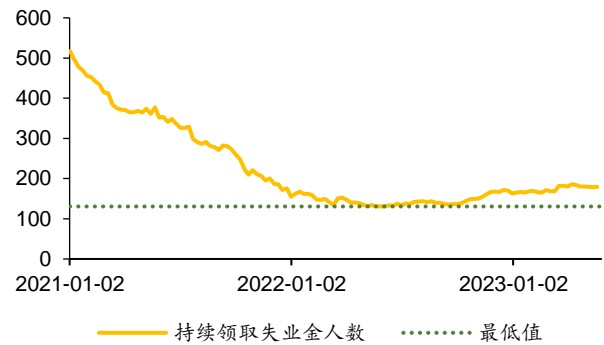
另外从一些其他更高频的衡量就业市场的数据里,我们也可以看到一些就业市场开始下行的迹象。周度数据中,持有失业保险的失业率 5 月 20 日为 1.2%,较最低点上升了 0.3%。持续领取失业金人数较 2022 年中达到的最低值已经上升了近 50 万人。

图表 8: 当周初次申请失业金人数(万人)



来源: Wind, 国联证券研究所

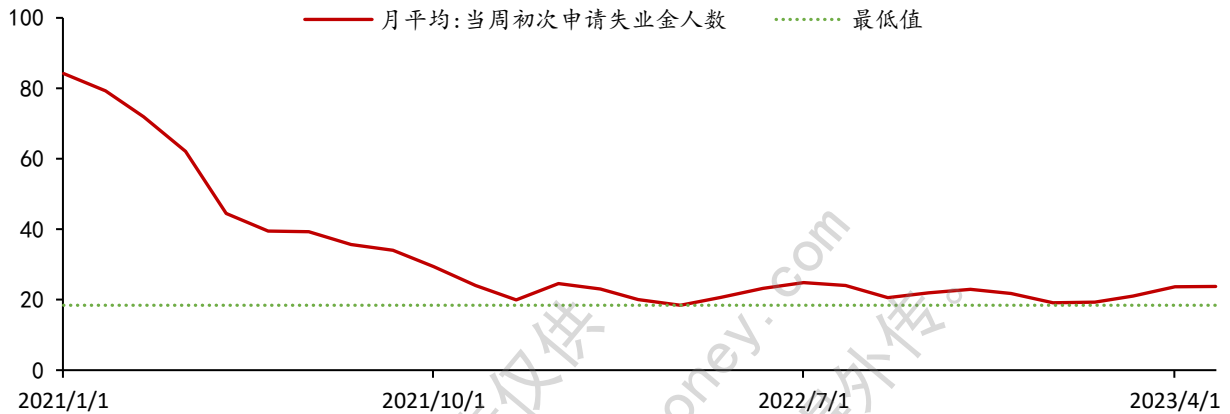
图表 9: 持续领取失业金人数(万人)



来源: Wind, 国联证券研究所

当周初次申请失业金的人数大趋势上看也较低点有小幅上升,从月度的均值来看,5 月平均为 23.78,4 月平均为 23.70 万人变化不大,但较 3 月上升了 2.7 万人,3 月平均为 21 万人。

图表 10：月均值：当周初次申请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

### 1.2.5 月劳动参与率持平或已到达高点

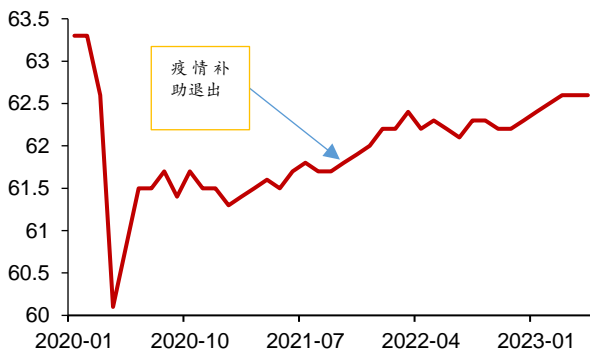
#### ➤ 总劳动参与率

劳动力参与率为 62.6%，近 3 月都未变化，为疫情之后的最高值。不过劳动参与率距离疫情前的高点 63.3%，还有超过 0.7% 的差距。

从年龄结构的分解来看，劳动参与率进一步回升或有困难，由于 55 岁以上人群劳动参与率并无回升趋势，整体的劳动参与率或已经达到高点。

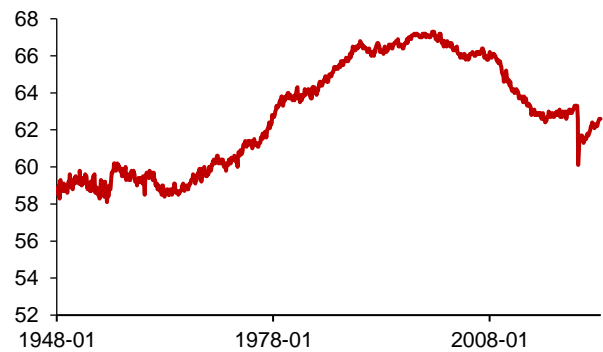
劳动参与率不再上升意味着劳动力不再上升，而劳动力是失业率的分母，所以劳动参与率或达高点让失业率上升更容易。

图表 11：美国劳动参与率(%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 12：美国劳动参与率(%)



来源：Wind，国联证券研究所

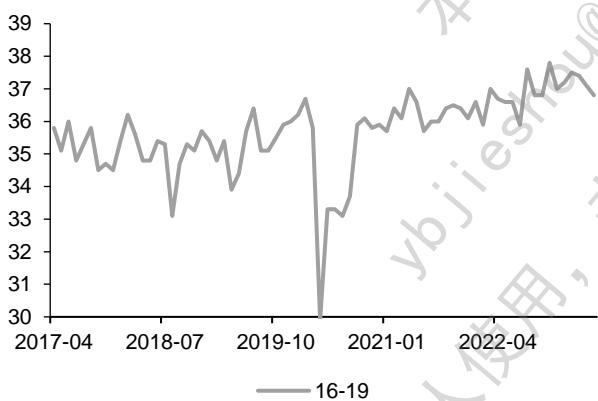
#### ➤ 年龄结构

从劳动参与率的年龄结构上可以看出为什么总体劳动参与率后续恢复的动力不

足。劳动参与率分为4个年龄人群组。16-19岁年轻人和25-54岁人群的劳动参与率已经回升到超过疫情前的高点；20-24岁人群的劳动参与率虽然没有疫情前的高点高，但是整体波动的区间基本上也已经恢复到接近疫情前；但是55岁以上人群并未恢复到疫情前水平。由于55岁以上人群劳动参与率并无回升趋势，整体的劳动参与率或已经达到高点。

16-19岁年轻人的劳动参与率很早就已经完全恢复到疫情前的水平；20-24岁人群的劳动参与率虽然没有回到疫情前的高点，但是较疫情前的低点已经恢复很多，5月为71.5%，较疫情期间的低点64.4%总共恢复了7.1%。近6个月平均为71.5%，接近2019年底的6个月平均72.1%，差距只有0.5%。

图表 13: 16-19 岁人群劳动参与率(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 20-24 岁人群的劳动参与率(%)

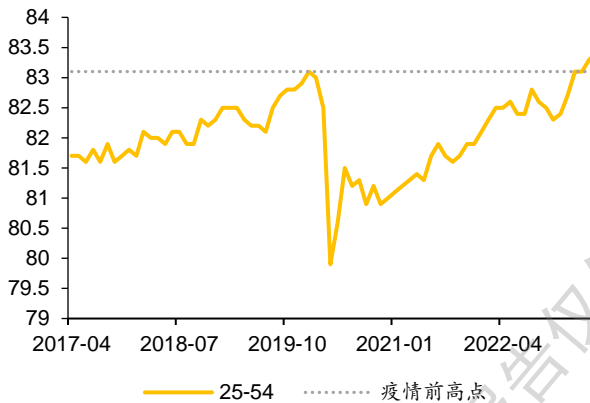


来源: Wind, 国联证券研究所

25-54岁作为最主要的工作人群，其劳动参与率恢复的趋势较16-19岁年轻人的年龄组慢，但现在也已经回到疫情前水平。5月为83.4%，已经超过2020年1月83.1%的疫情前最高点水平。

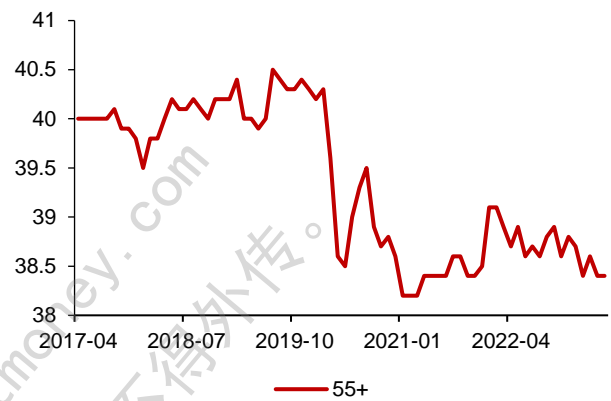
相比之下55岁以上人群的劳动参与率5月份持平4月，只有38.4%，较疫情最低点38.5%还低了0.1%。老年人群的劳动参与率并没有回升的趋势显现，回升动力不足。

图表 15: 25-54 岁人群劳动参与率(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 16: 55 岁以上人群的劳动参与率(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 非农就业增长远超预期

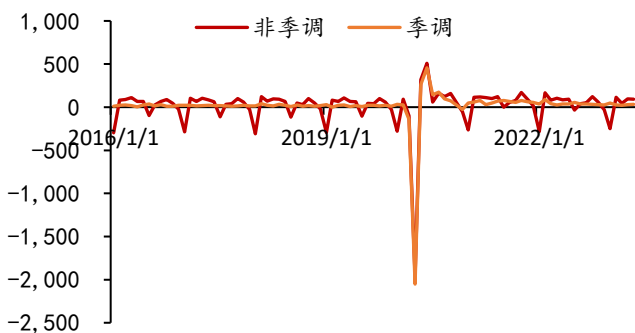
### 2.1. 仅 2 个行业就业减少

#### ➤ 总新增就业

美国 5 月新增非农就业人口 33.9 万, 预期 19.5 万, 几乎是市场预期增加人数的两倍, 实际数据超出预期 6 个标准差, 创下连续第 13 个月超出预期的纪录。而且前两个月的新增就业人数均上修, 3 月和 4 月合计上调 9.3 万人。

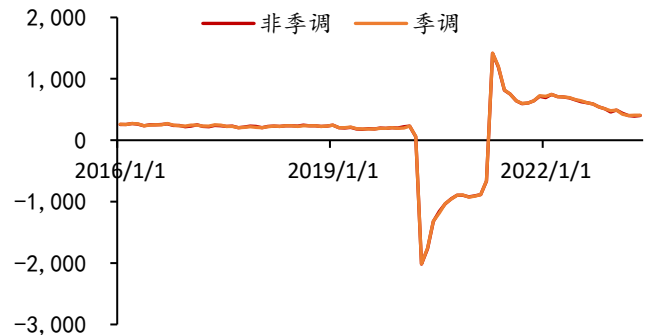
由于新冠疫情的扰动, 非农新增就业的季调数据可能存在异常的噪音。季调的非农就业数据是一个环比概念, 是相对于上个月的增长。5 月非季调的非农就业增加 92 万人, 4 月为 94.6 万人。

图表 17: 环比新增非农就业(万人)



来源: Fred, 国联证券研究所

图表 18: 同比新增非农就业(万人)



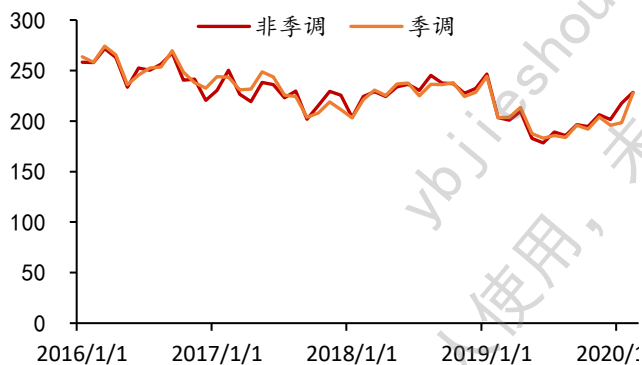
来源: Fred, 国联证券研究所

如果计算相对于去年同月的增长,这样计算的同比的增长就不会被季节调整影响。另外同比数据相当于考虑了 12 个月的变化,也更不易受一两个月数据波动的影响。

从同比增长的数据看,5月非季调的非农同比增长 401.5 万人,上月为 393.7 万;季调同比增长 406 万人,上月 408.8 万人。虽然季调的同比较上月略有增长,但是同比就业增长逐渐放缓的趋势仍然在,绝对水平目前仍明显超过疫情前。

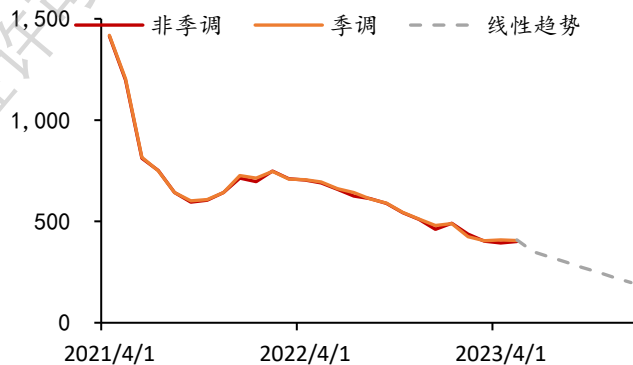
疫情前同比的就业增长在 200 万到 250 万人之间,目前的同比就业增长还大约有 400 万人。按照目前回落的趋势线性外推的话,大概到 2023 年 12 月左右会下降到低于 200 万人的水平。

图表 19: 疫情前同比新增非农就业(万人)



来源: Fred, 国联证券研究所

图表 20: 疫情后同比新增非农就业(万人)



来源: Fred, 国联证券研究所

### ➤ 分行业新增就业

从新增非农就业的行业结构看,5月份私人部门仅 2 个行业就业减少,信息业就业减少 0.9 万人,制造业就业减少 0.2 万人,其他行业就业都实现增长。

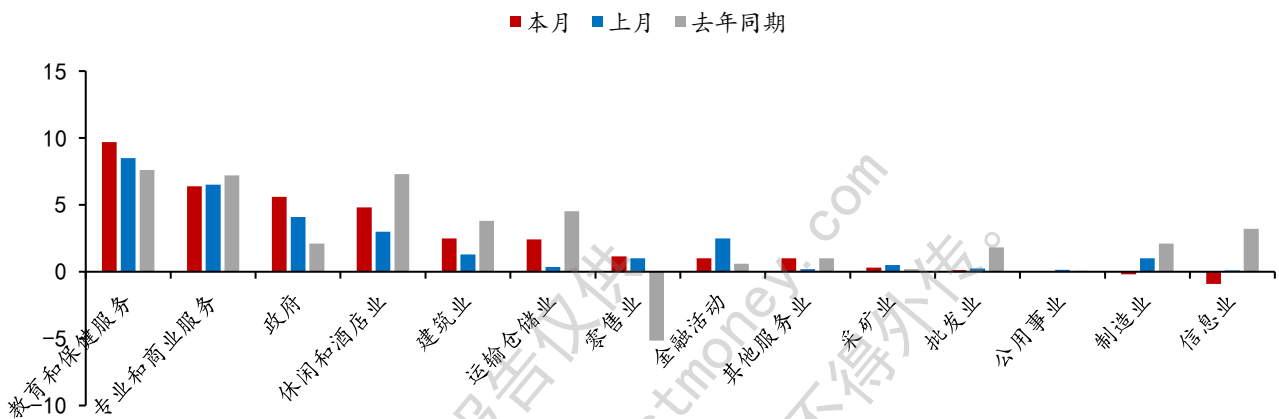
在就业增长的私人部门行业中,最大增幅前三的行业和上月没有变化,为教育和保健服务、专业和商业服务、休闲和酒店业,这三个行业加起来的新增就业占到 5 月全部新增就业的 62%,和 4 月的 60%相近,较 3 月 78%的集中度下降。

具体数字上来看,教育和保健服务新增 9.7 万人,其次是专业和商业服务新增 6.4 万人,再次是休闲和酒店业就业人数增加了 4.8 万人。

其他行业中,建筑业新增 2.5 万人,运输和仓储行业增加 2.42 万人,零售业新增 1.16 万人,金融业新增 1 万人,其他服务业新增 1 万;采矿业增加 0.3 万人,批发新增 0.11 万个工作岗位,公共事业增加 0.01 万人。另外政府也新增 5.6 万人。



图表 21: 5 月新增非农就业分行业 (单位:万人)

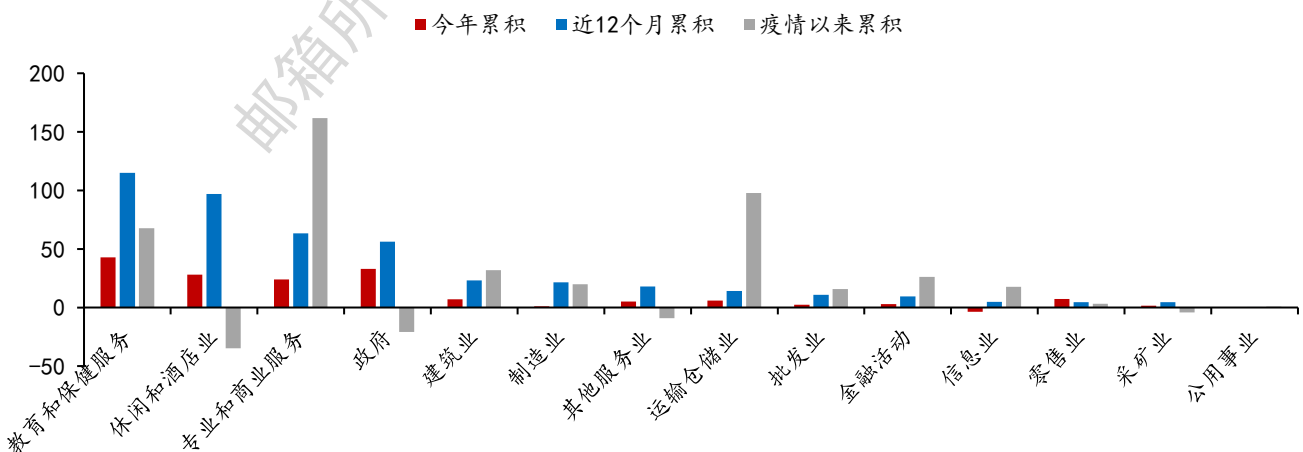


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

➤ 分行业累积就业增长

从分行业累积的就业增长来看,近 12 个月新增就业最大增幅来自教育和保健服务,近 12 个月新增就业 114.9 万,休闲和酒店业近 12 个月新增就业 97 万人,仅次于教育和保健服务,所有行业都为正增长。今年以来累积的就业增长前三的私人行业分别是教育和保健服务、休闲和酒店业和专业和商业服务。

图表 22: 5 月累积新增非农就业分行业 (单位:万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

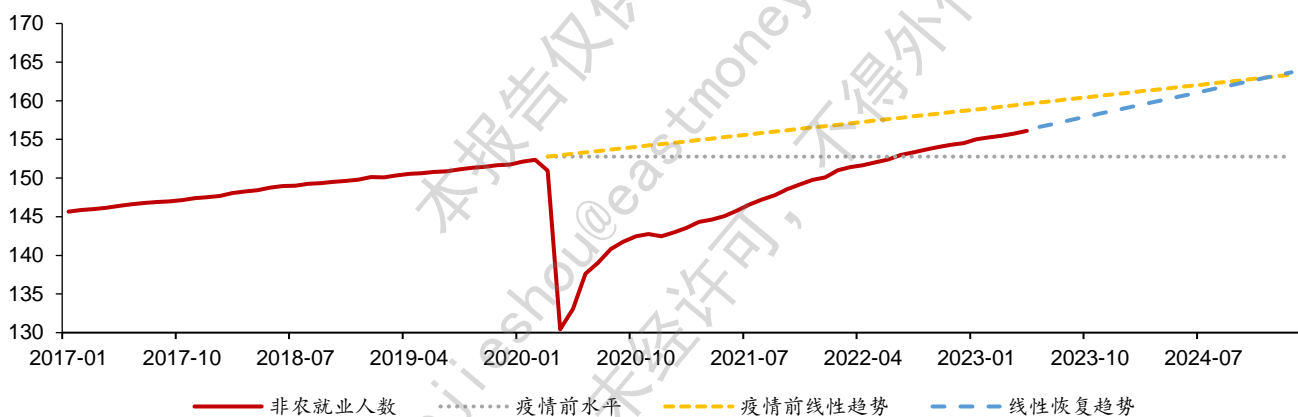
2.2. 存量就业总体虽然恢复, 但还有 4 个行业未恢复

➤ 总存量

5 月份的美国非农就业总人数为 1.56 亿人，比 2020 年 2 月疫情前创下的历史新高多 370 万人。事实上，非农就业在 2022 年 6 月就已经超过了疫情前的历史新高。

但是相比疫情前的线性趋势，5 月份的美国非农就业还有明显的差距。按照近 12 个月的就业增长速度线性外推的话，存量的就业或将在 2025 年初追上疫情前的趋势。

图表 23：非农就业人数（单位:百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

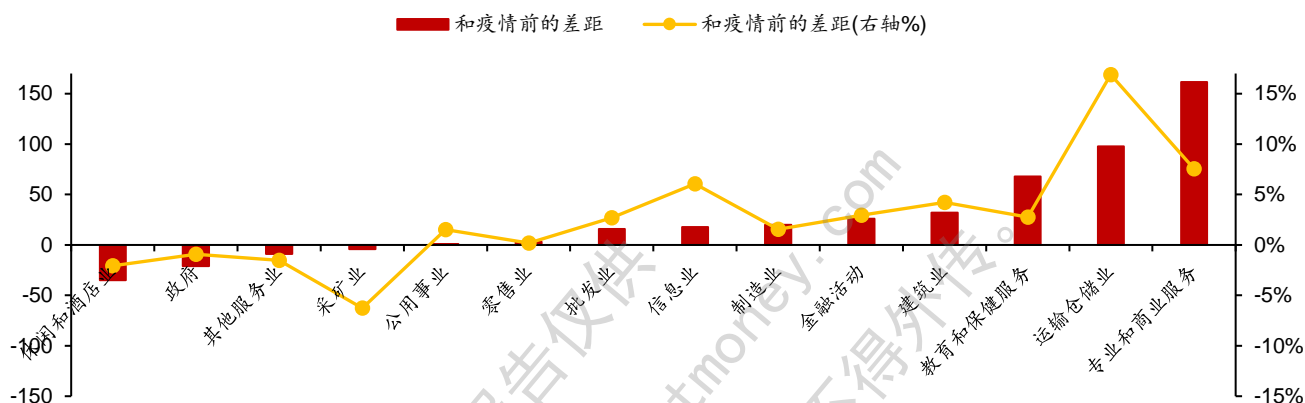
### ➤ 分行业存量

虽然总量上非农就业已经超过疫情前，是疫情前的 102.5%；从分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况仍有差异，到 5 月为止还有 4 个行业没有完全修复。差距最大的休闲和酒店业就业人数较疫情前仍有 34.9 万人左右的缺口（下图中显示为负值）。

和疫情前相比的缺口人数次之的行业为政府、其他服务业和采矿业等，其中采矿业的缺口虽然只有 4.3 万人，但是缺口的比例最高，达到了 6.3%。和疫情前相比有待恢复比例差距其次的行业是休闲和酒店业和其他服务业。

相反，剩下的其他行业都已经恢复到略超过疫情前水平。恢复得最好的专业和商业服务行业已经是超过疫情前水平超过 161.6 万人；恢复比例最高的运输和仓储业已经是疫情前水平的 116.9%。

图表 24：5 月美国存量非农就业分行业（单位万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

分行业存量就业的增速来看，采矿业的同比增速最快，其次是休闲和酒店业和教育  
和保健服务。从环比上看，增速最快的是采矿业，其次是教育和保健服务业和运输  
仓储业。

图表 25：5 月美国存量非农就业分行业（单位万人）

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的差距(右轴%)
休闲和酒店业	1659.6	1654.8	1569.9	0.3%	5.7%	-35	-2.1%
政府	2266.2	2260.6	2212.2	0.2%	2.4%	-21	-0.9%
其他服务业	585	584	568.1	0.2%	3.0%	-9	-1.5%
采矿业	64.3	64	60	0.5%	7.2%	-4	-6.3%
公用事业	55.59	55.58	55.25	0.0%	0.6%	1	1.5%
零售业	1555.08	1553.92	1545.32	0.1%	0.6%	3	0.2%
批发业	605.14	605.03	596.11	0.0%	1.5%	16	2.7%
信息业	308.4	309.3	306.7	-0.3%	0.6%	18	6.1%
制造业	1298.4	1298.6	1278.9	0.0%	1.5%	20	1.6%
金融活动	913	912	904	0.1%	1.0%	26	2.9%
建筑业	792.8	790.3	773.6	0.3%	2.5%	32	4.2%
教育和保健服务	2525.4	2515.7	2418.1	0.4%	4.4%	68	2.8%
运输仓储业	676.3	673.88	666.72	0.4%	1.4%	98	16.9%
专业和商业服务	2305.3	2298.9	2249.3	0.3%	2.5%	162	7.5%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

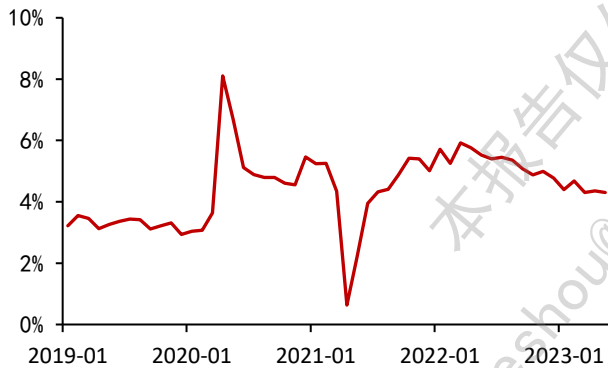
### 3. 时薪增长放缓趋势未变

#### 3.1. 时薪增幅放缓或有助于通胀回落

➤ 总时薪

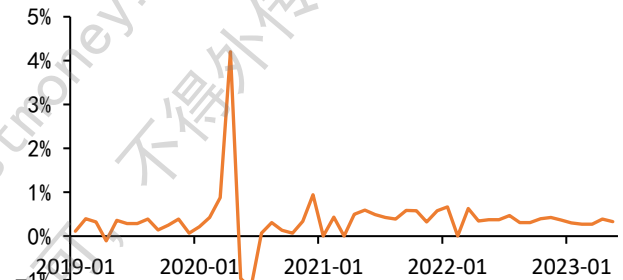
5 月份平均时薪同比增长 4.3%，低于预期值 4.4%，也比上月小幅下降，环比增长 0.3%。时薪的增长缓慢下行的趋势仍未改变，时薪增幅继续放缓或有助于通胀回落。

图表 26：非农全部员工时薪同比(%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 27：非农全部员工时薪环比(%)



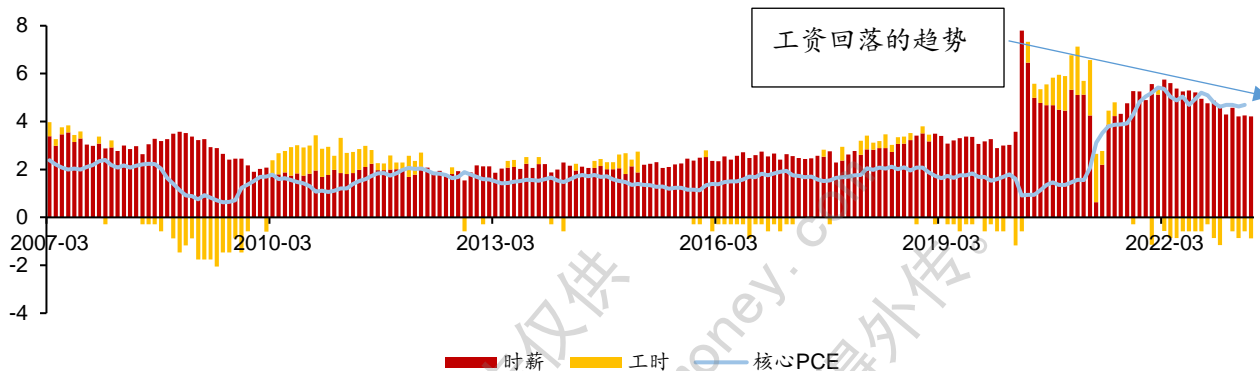
来源：Wind，国联证券研究所

工资通胀整体和核心 PCE 通胀都出现下行的迹象，但是服务通胀仍高，成为主要的通胀风险因素。周工资等于时薪乘以周工时，我们可以把工资的通货膨胀分解为时薪的贡献和工时的贡献。对数化后， $\ln(\text{工资}) = \ln(\text{时薪}) + \ln(\text{工时})$ 。近期的数据显示，工资通胀已经从高点超过 7% 回落到 4% 附近波动，但距离回到疫情前的 2% 左右还有较远距离。

详细拆解显示，近期的数据中工时的贡献已经明显回落，自从 2021 年底开始同比都为负值，与工资通胀高峰期工时明显增长有较大差异。

工时回落可能与劳动力供给改善有关，更多人回到劳动力市场可能导致劳动力市场的紧张程度有所下降。但是，正如我们上文分析的那样劳动力参与率的进一步回升或有困难。

图表 28：工资通胀拆解，工资=时薪\*工时（对数化结果）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

► 分行业时薪

分行业的时薪增长来看，休闲酒店业的增幅最大。但是由于休闲酒店业的时薪绝对值较低，休闲酒店业的就业增长将拉低平均时薪。

CPI 和核心 CPI 相比疫情前上涨了 16.8%和 14.7%，如果以 CPI 增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的只有休闲和酒店业、零售业、教育、医疗服务行业和专业和商业服务。其他行业的时薪增长都没能跑赢通胀。

图表 29：时薪分行业

跑赢通胀		本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的增幅
	休闲和酒店	21.07	21	19.98	0.3%	5.5%	4.16	24.6%
	零售业	23.89	23.85	22.82	0.2%	4.7%	3.66	18.1%
	教育和医疗服务	32.87	32.77	31.67	0.3%	3.8%	4.96	17.8%
	专业和商业服务	40.25	40.15	38.57	0.2%	4.4%	5.81	16.9%
	公用事业	49.76	49.52	47.32	0.5%	5.2%	7.06	16.5%
	金融业	42.78	42.56	41.18	0.5%	3.9%	5.87	15.9%
	运输仓储业	28.97	28.88	27.97	0.3%	3.6%	3.95	15.8%
	建筑业	36.29	36.14	34.53	0.4%	5.1%	4.89	15.6%
	其他服务业	29.66	29.55	28.39	0.4%	4.5%	3.87	15.0%
	批发业	36.61	36.58	34.75	0.1%	5.4%	4.74	14.9%
	制造业	32.11	32.03	30.86	0.2%	4.1%	3.83	13.5%
	信息业	48.48	47.7	46.03	1.6%	5.3%	5.42	12.6%
	采矿业	37.82	37.69	35.58	0.3%	6.3%	3.3	9.6%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

#### 4. 风险提示

美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期

本报告仅供  
ybjieshou@eastmoney.com  
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695