

非农仍有上升空间

——美国5月非农数据点评

2023年6月6日

宏观经济 事件点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国5月季调后非农就业增33.9万，预期19.5万；4月从25.3万上修至29.4万，3月从16.5万上修至21.7万。

失业率3.7%，预期3.5%，前值3.4%。劳动参与率62.6%，前值62.6%。时薪同比4.3%，预期4.4，前值4.4。

主要观点：

- 1、美国劳动力市场紧绷大致仍需一个季度以上才能缓解，随着夏季旅游高峰来临，服务业仍有空间。
- 2、薪资处于陆续见顶状态，仅后25%人群仍在新高。
- 3、二、三季度进入衰退概率不大。
- 4、5月非农至多表明降息周期尚需时日，对加息影响不大。
- 5、市场观点与上月没有变化：财报季到来之前，美股短期没有明显风险点，长期仍维持中性；美债波动范围不变，上限仍为3.8~3.95%。

就业总量结构继续区间窄幅震荡。虽与大流行之前相比仍有明显差距，但劳动参与率与就业人口占比均连续3个月分别达到62.6%（vs 63.3%）和60.3%（vs 61.1%），继续确认突破前期平台。分年龄看，54岁以上参与率止跌，45-54岁持续上升，其余年龄层区间震荡。失业人群方面，总数增44万至610万。细分看，失业少于五周以内增21.7（前值-40.6万）至210万，15-26周增17.9万，长期失业的人几乎没有变化，占总失业人口的18%。其他方面，就业边缘人群结构没有变化。

服务业继续强劲复苏。专业和商务服务（6.4万），政府（5.6万），医疗（5.2万）、休闲娱乐（4.8万）、建筑（2.5万）、运输仓储（2.4万）以及社会辅助（2.2万）就业拉动非农就业。专业和商务服务分项中专业、科学和技术类服务增加4.3万。医疗就业主要在医疗护理服务2.4万，医院2万，护理和住家护理0.9万。这两大服务行业的就业数据保证了非农数据质量。休闲娱乐就业增加主要是餐饮3.2万 vs 2.5万。在过去半年内，休闲娱乐平均每月增加7.7万，但仍距离大流行前2022年2月份的就业水平仍然差距34.9万，约2.1% vs 2.4%，其中餐饮基本恢复疫情前水平，差距主要集中在酒店，距离疫情前约12%。疫情期间表现亮眼的信息业就业在连续3个月止跌后继续下降（0.9万）。金融服务在连续三个月没有变化后连续两月迎来就业增长，环增1万，主要来自于保险0.7万和房地产0.3万，此外银行就业-0.6万。房地产业务受加息影响后就业一直低迷收缩后连续3个月出现就业回暖，与地产相关数据触底略有回升一致。

制造业持续处于平台期。虽然制造业岗位空缺数持续比疫情前高出60%以上，但从实际就业人数来看，就业总人数并未取得突破，环比-0.2万。耐用品就业处于平台期半年，新增0.3万，集中于政策支持行业：电子（0.2万）、半导体（0.05万）以及汽车制造（1万），其余行业均环比下降。非耐用品处于平台期已有1年，新增-0.5万，并在最近几个月呈现持续下降状态。

劳动力市场紧绷集中于中低收入人群，看到部分缓解迹象。宏观上，消费的迅速恢复与就业市场固有的缓慢复苏特征是造成去年至今劳动力市场紧绷的主要原因。4月岗位空缺数代表的就业缺口略有反弹，是疫情前的144% vs 137%，短期难以下降至合理范围。细分行业中短缺主要集中于制造业（168%）、住宿餐饮（141%）、医疗与社会援助（156%）、专业与商务服务（134%），除制造业以外，其余行业均为服务业，占总空缺数均高于10%，亦是2022年以来新增就业的主力行业。注意到零售业岗位空缺数（128% vs 98%）再次反弹。

就业紧绷缓解仍需至少一个季度。总量上，GDP和消费分别超过2019年四季度的5.3%、4.6%，而5月非农仅超过2.3%，差距明显。以餐饮业为例，餐饮业与疫情前只有0.2%约2万的差距，考虑到总非农已超过疫情前2%，若餐饮业以2.2%的恢复空间为目标，以去年12月餐饮每月3万人的增速计算需9个月达标，以2月7万人的速度需4个月。

低收入人群薪资仍在上涨，但各阶层薪资已陆续见顶。时薪同比 4.3%，前值 4.4%，需降至 4% 以下才可看到通胀压力下降，需至少半年才能确定不会反弹。本轮周期中时薪第 1~4 分位同比增速均高企，这是有别于 1980 年代以来的薪资增速分化的特点，与 1970 年代的通胀周期更为相似。目前，低收入人群薪资仍在上涨。十二个月平均时薪，第一、二、三分位收入均已见顶，只有最低分位继续新高。这与科技公司裁员，但餐饮等服务行业人手紧缺吻合。

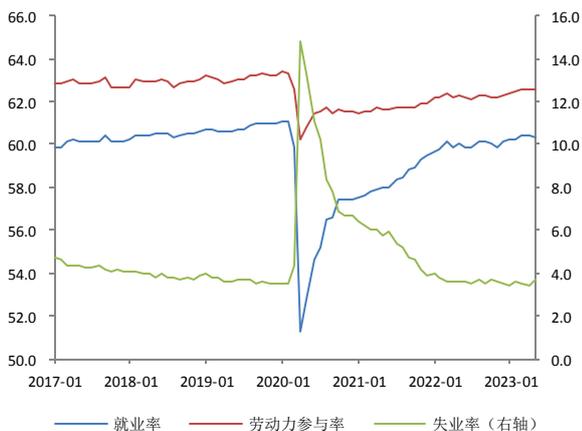
二、三季度衰退概率不大。以岗位空缺数为代表的劳动力市场紧绷程度来看，劳动力市场至少需一个季度才有可能恢复正常，仍有明显的恢复空间，特别是夏季旅游旺季到来对服务业需求将达到高峰。由于受疫情影响最大的低收入服务业就业占比远高于高技能服务业就业人数，这种一方面裁员，一方面人手紧缺的现象在总量上以服务业占优。与以往经济周期中行业复苏同步性较强不同，本轮经济复苏中行业间存在明显的周期性错位（科技、商品消费 vs 服务业）导致高利率、高通胀下的就业数据显得尤为强劲。服务业就业总量上的占优掩盖了先期行业的回落，而以餐饮为代表的休闲娱乐行业并不是经济增长的引擎，这使得在服务业恢复完成后就业市场突然预冷的可能性较以往明显提高。

5 月非农对 6 月 FOMC 会议影响不大，通胀仍是加息第一决定因素。5 月非农至多表明降息周期尚需时日，对加息影响不大。本月 CPI 数据只要不大幅超出预期也对 6 月加息概率没有本质影响。非农在上半年快速填补细分服务业与疫情之前的差距有助于下半年通胀压力的缓解，避免加息延续至下半年。美联储官员给出 6 月暂停加息，7 月再加一次的预期有助于修正市场之前对加息暂告一段落后很快进入降息的错误预期。我们仍维持加息至 5.25% 以上衰退风险加大的观点。

市场方面，观点与上月没有变化。即，短期美债上限风险降低后，财报季到来之前，美股没有明显风险点，长期仍维持中性。美债波动范围不变，上限仍为 3.8~3.95%。

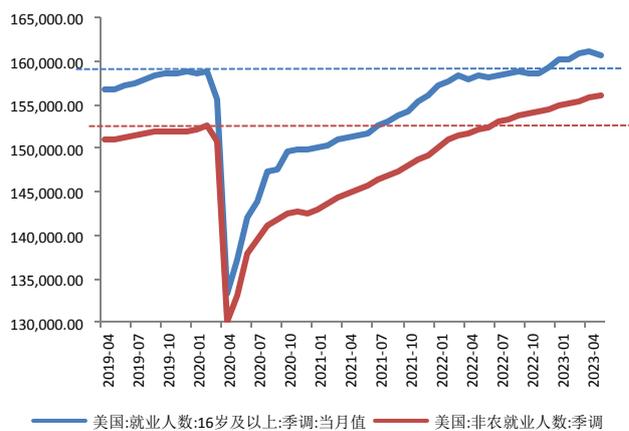
风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1：劳动参与率、就业率突破平台



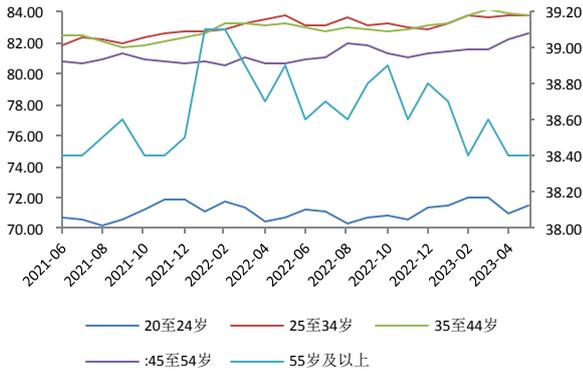
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

图2：家庭调查就业与企业调查就业均超过疫情前



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

图3：劳动参与率：分年龄



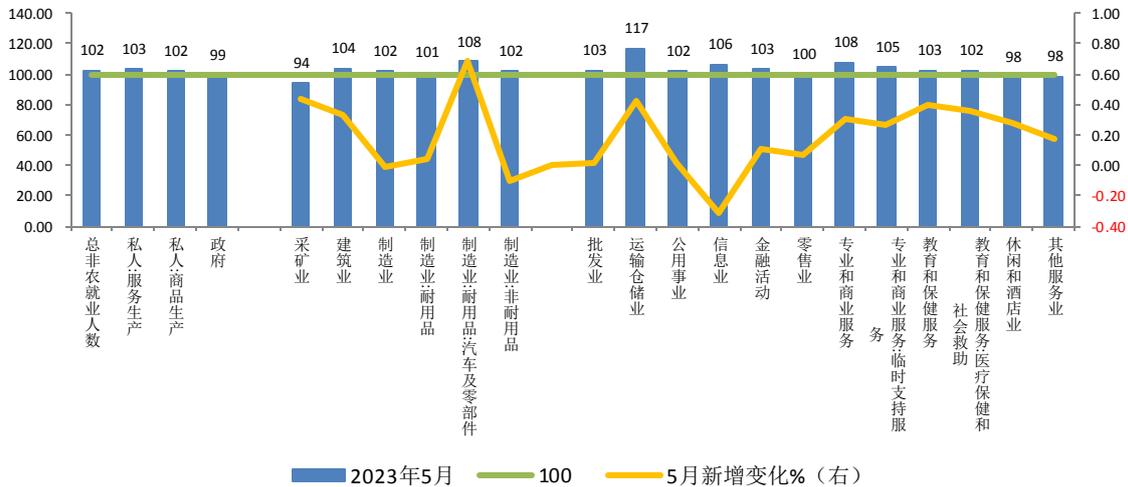
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：制造业就业仍在平台期，非耐用品缓慢回落



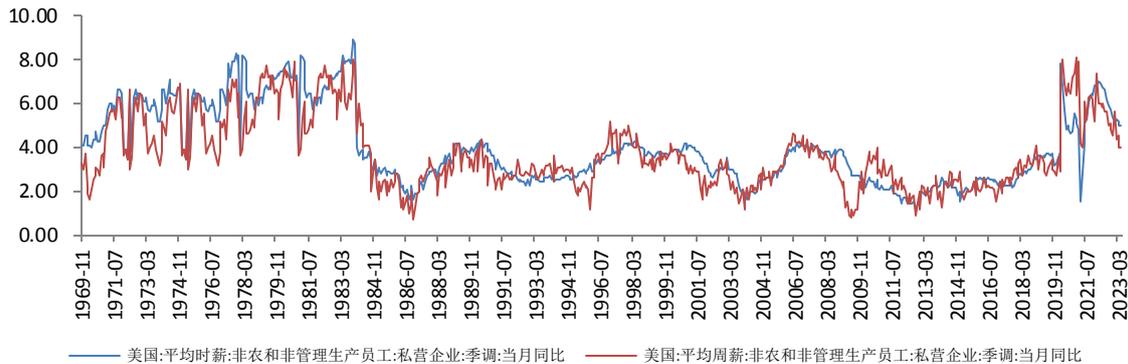
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：细分行业新增环比（2020年2月=100）



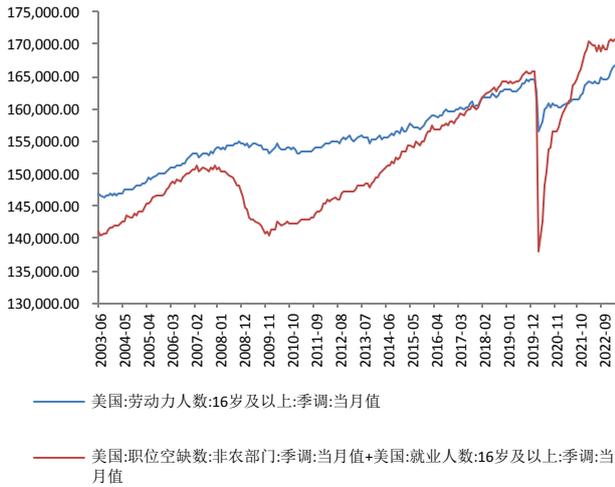
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：周薪同比继续回落至正常周期末期高位，但基数效应明显，至少需半年时间验证是否为有效回落



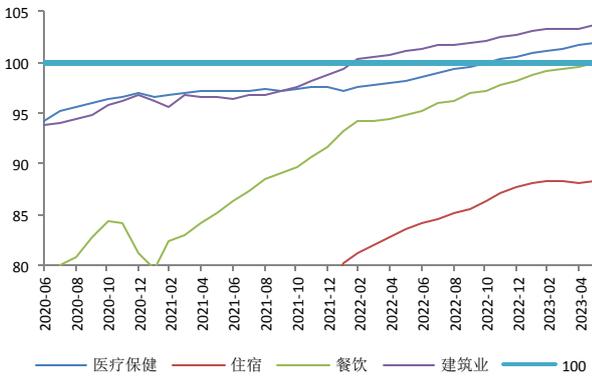
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：就业缺口下降，紧绷至少需一个季度才能缓解



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9：部分行业就业恢复距离（2020年2月=100）



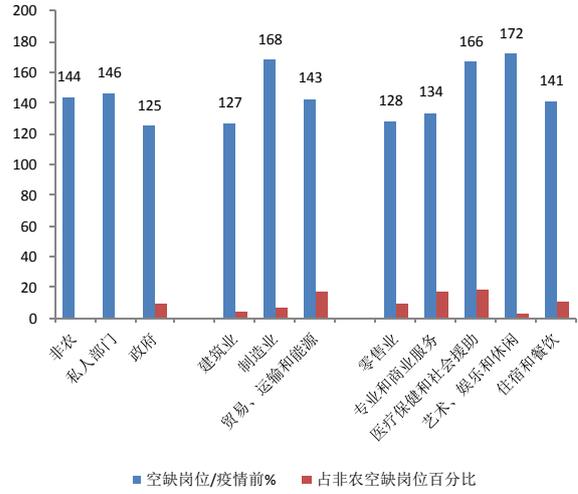
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图11：前75%时薪年均见顶，低收入尚未



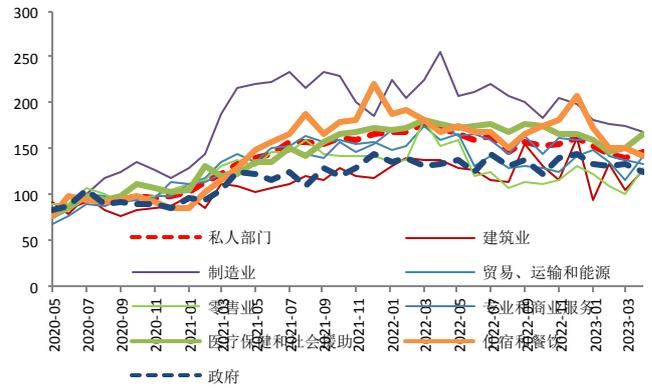
资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

图8：制造、医疗、餐饮、娱乐等就业市场需求旺盛



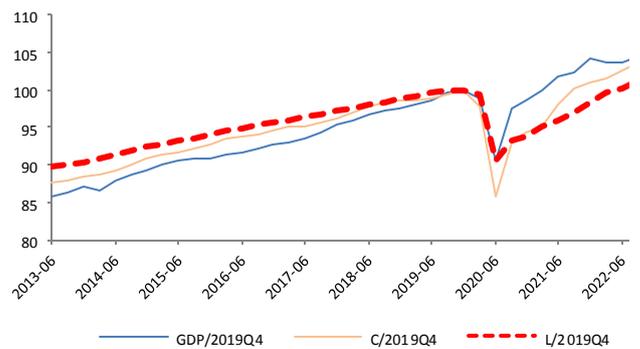
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图10：医疗岗位需求旺盛，制造业和餐饮高位持续缓慢回落



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图12：就业恢复远不及GDP和消费（2019Q4=100）



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国 6 月通胀同比可降至 4%	2023-05-11
宏观普通报告	宏观普通报告：4 月非农不影响 6 月美联储利率决议	2023-05-08
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储无限接近暂停加息	2023-05-04
宏观普通报告	宏观普通报告：美国一季度 GDP 不及预期，但消费强劲	2023-04-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储期待银行信用收紧缓解通胀	2023-03-23
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落趋势保持，3 月加息 0 或 25bp	2023-03-15
宏观普通报告	宏观普通报告：非农仍有空间，SVB 对加息影响有限	2023-03-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，市场对加息终点预期略有升温	2023-02-15
宏观普通报告	宏观普通报告：强劲非农不会影响利率终点	2023-02-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储如期加息 25bp，美十债中枢下移	2023-02-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070

传真：010-66554008

电话：021-25102800

传真：021-25102881

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526