

宏观点评 20240504

非农就业的“滞胀”线索？

2024年05月04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

《美联储：迟来的降息还要多久？》

2024-05-01

《4月政治局会议后的PMI走向》

2024-05-01

■ 4月非农是“滞胀”交易的垫脚石吗？开年以来，非农就业终于首次不及预期，打破了就业强劲增长的连续性。一方面，4月就业增长在放缓从表观上确实符合“类滞胀”特征；另一方面，就业作为降息的重要支柱，正如5月议息会议鲍威尔所说“如果劳动力市场出乎意料地疲软，那将保障美联储降息”，这意味着市场也终于迎来了一个好消息，最直接的体现便是美股高开与美债收益率下挫。

■ “再滞胀”交易并非“无风起浪”，表观上从近期的数据来看，通胀普遍偏强，但增长普遍较弱：

一则，无论是超乎市场预期，整体粘性十足的4月PCE；还是4月PMI中，作为通胀的重要组成部分，物价指数的飙升：4月PMI中的物价分项大超预期上升至60.9，创下2022年以来的新高，都显示出了通胀压力在回归的迹象；

二则，美国一季度GDP降速，增速较前值“对半砍”，且4月PMI主要受到新订单和产出的数据大幅下滑的拖累，重新回到荣枯线以下。整体来看，表观美国经济数据走弱；

三则，就业增长在放缓。一是4月新增人数仅17.5万人，远低于3月的30万人和预期的24万人；二是前两个月的就业人数下修2.2万人。除此之外，最明显的可能就是采矿业更加偏向典型的陷入滞胀类的行业：即新增人数在放缓，但薪资增速不减；

■ 由此来看“滞胀”的忧虑确实并非“空穴来风”。但是我们并不相信仅仅几个行业及调查数据就会为美国经济是否陷入“滞胀”而盖棺定论，我们依旧保留“滞不足而胀有余”的观点，往后增长-通胀的叙事到底如何叙述，我们不妨从总量及结构上对4月非农来一探究竟：

■ 服务业以及政府部门新增就业大幅下降，成为本月非农回落的主要动力。4月服务业、政府部门新增就业分别大幅回落5.1万人、6.4万人至15.3万人、0.8万人，成为本月新增非农回落的主要来源。其中，服务业中，休闲和酒店业新增就业人数0.5万人，相比于上月的5.3万人大幅回落，助力总体新增非农就业超预期下降。除此之外，专业和商业服务(-0.4万人)、信息业(-0.8万人)新增就业也均有所回落。

■ 但与此同时，就业粘性仍然较强，服务业中，教育和保健服务、运输仓储业和零售批发业等新增就业继续上涨。具体来看，除了休闲和酒店业的大幅回落外，多数行业依然保持较高粘性，其中，教育和保健服务(9.5万人)、运输仓储业(2.2万人)和零售业(2.0万人)均较上期有所回升，是就业粘性的主要影响因素。

■ 失业率超预期上升至3.9%，主要系成年男性失业率上升影响。4月劳动力参与率保持在62.7%，和上期持平，而失业率超预期上升，显示就业正逐渐走向平衡。其中，性别上，成年男性失业率上升至3.6%，是失业率回升的主要原因，而成年女性失业率(3.5%)没有明显变化；族裔上，本月黑人失业率(5.6%)有所回落，基本上抵消了上个月的增长，取而代之的是西班牙裔(4.8%)、亚裔(2.8%)、白人(3.5%)的失业率上升。

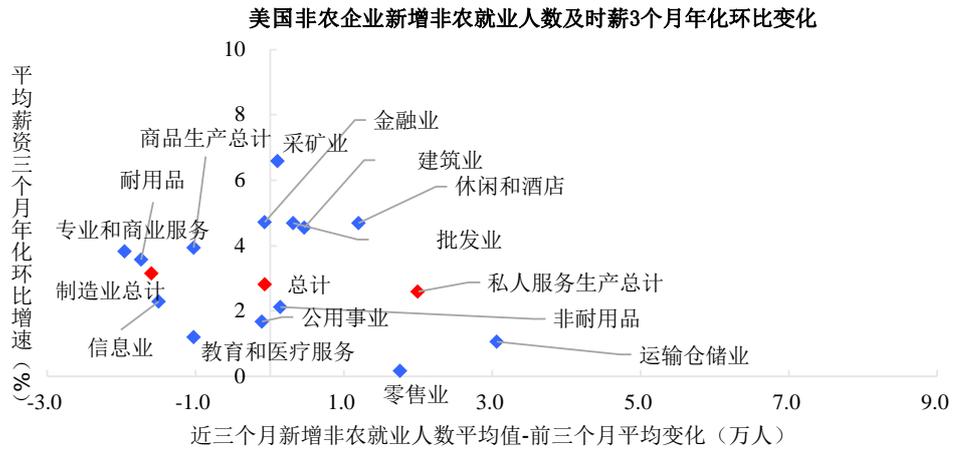
■ 薪资同比增速明显放缓。工资水平是美联储密切关注并视为是否会增加通胀压力的信号。具体来看，4月平均薪资同比上涨3.9%，相较于3月4.1%和预期4%的同比增速明显放缓。同时，4月平均薪资环比0.2%的增速也较上个月的数据明显走弱。工资增速的走弱一定程度上会缓解4月核心通胀的压力，给美联储年内降息增添了一份信心。

■ 就业降温，进一步保留了今年降息的可能性。虽然一个月的数据难以催化政策转向，但是可以带来预期的变化。相较于就业，美联储可能更加关注的是通胀。除此之外，鉴于数据的强劲及粘性，美联储需要>3个月

的窗口期来观测，这意味着政策的定力将强于前期。

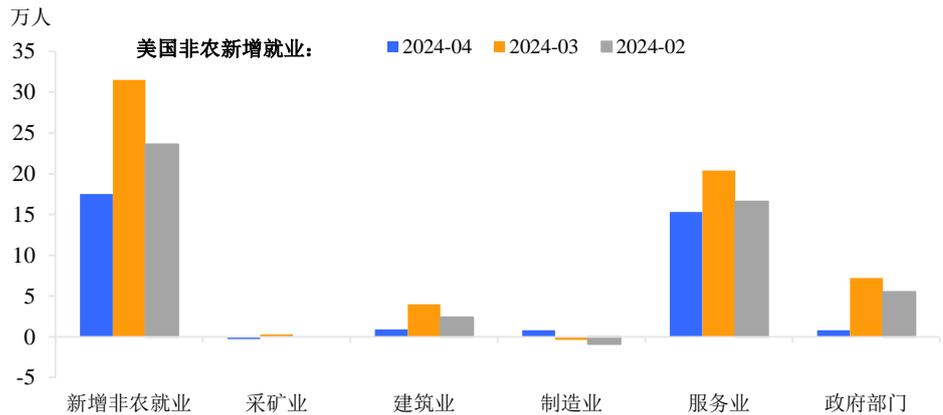
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴。

图1: 新增非农就业人数变化及薪资变化



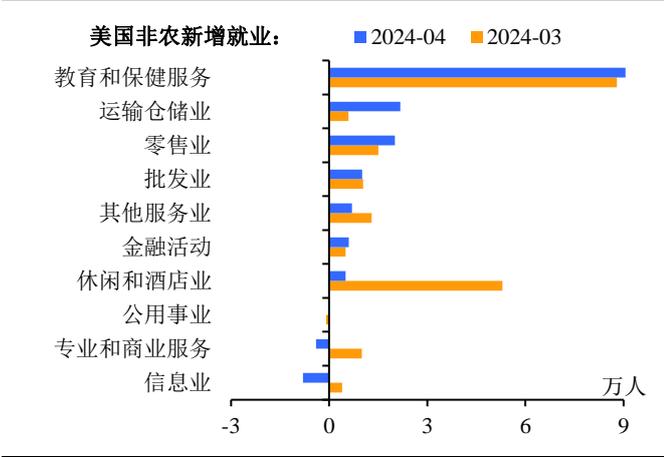
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 服务业和政府部门就业明显回落



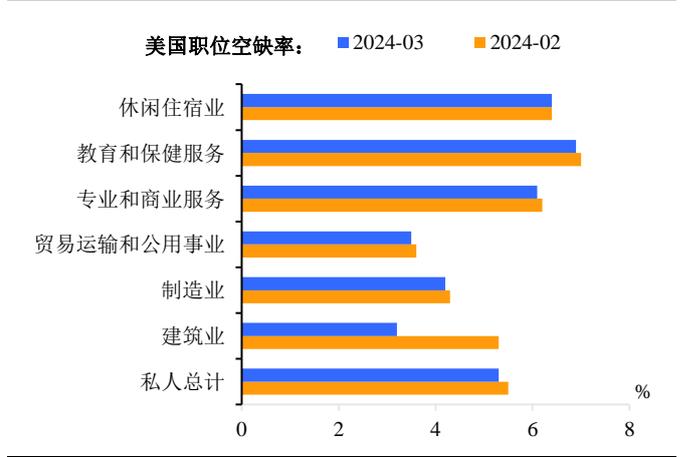
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 服务业子行业中教育和保健的新增就业居首



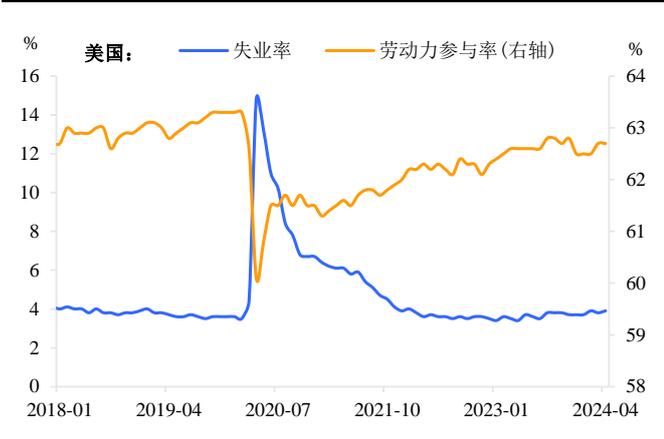
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 职位空缺率边际下降



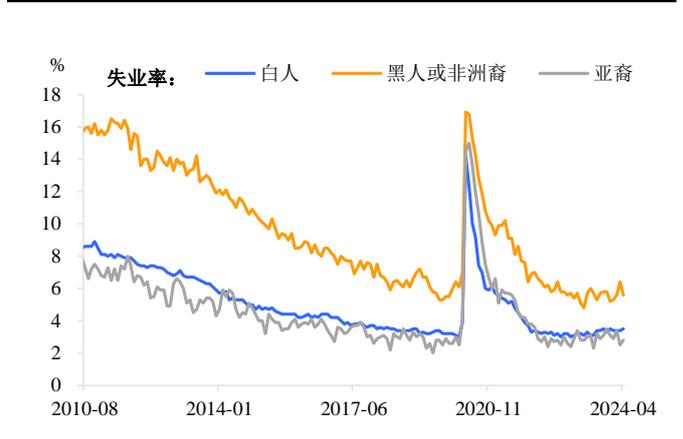
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 劳动参与率基本保持不变



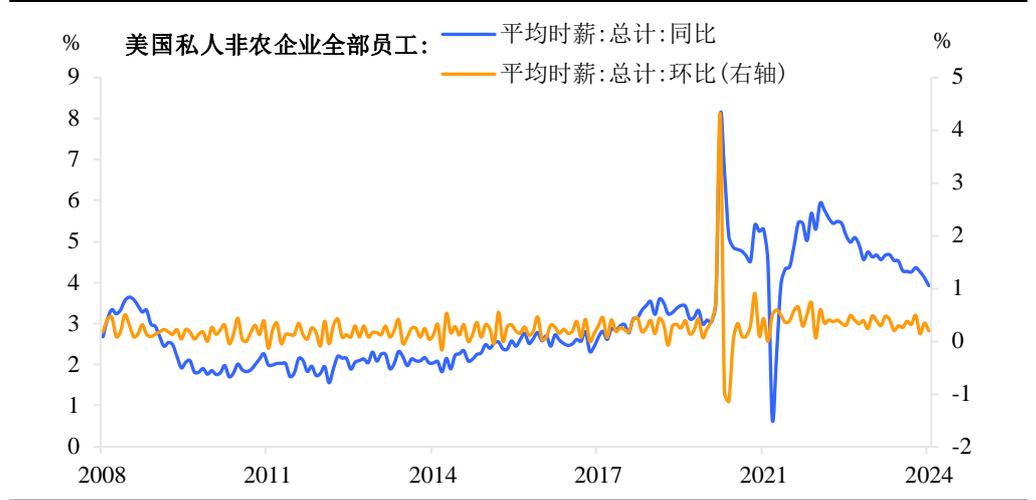
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 黑人失业率回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 美国工资增速放缓



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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>