

美失业率上行，通胀必然回落？美国就业数据点评

事件点评

投资要点

- ◆ **美国4月非农就业不及预期，失业率小幅反弹、时薪涨幅回落，令市场对年内美联储降息两次的信心有所回升。**根据当地时间5月3日美国劳工统计局公布的数据，4月美国新增非农就业17.5万人，大幅低于3月(31.5万人)和一季度月均值(26.9万人)，创近6个月新低。失业率小幅反弹0.1个百分点至3.9%，同时薪资增速相应有所降温，平均时薪环比0.2%的涨幅弱于3月，同比涨幅也进一步回落0.2个百分点至3.9%。上述数据综合显示美国劳动力市场在4月出现比较明显的降温。由此市场对年内美联储降息两次的信心有所回升，数据公布后美元指数短线大跌。
- ◆ **综合劳动力供需结构，4月劳动力紧张有所缓解主要源于需求有所降温。其中政府部门、休闲酒店业新增就业大幅减少是主要拖累，制造业就业改善；这种暂时性较强的结构可能意味着5月美国就业再度改善的概率较高。**综合反映劳动力市场供给的劳动参与率4月持平于62.7%，仍相当接近于2023年8-11月62.8%的疫后恢复高位，显示4月劳动力供给较为稳定。在此背景下，劳动力缺口快速收窄38.7万人至199.7万人，为2021年8月以来首次降至200万人以下，职位空缺有所减少，需求降温而非供给增加是劳动力紧张局面有所缓解的主要原因。从行业分布来看，4月政府部门、休闲酒店业、建筑业新增就业分别较3月下降达6.4万人、4.8万人和3.1万人，构成主要拖累，而制造业和批零交运公用事业4月新增就业则分别较3月提升1.2万人、2.1万人。考虑到美国财政政策维持扩张立场、服务消费需求仍较为旺盛，4月就业的偏弱从行业结构来看可能是暂时性的，5月即可能重新迎来改善。**数据的短期波动可能令市场参与者愈发迷惑，降息预期或迎宽幅震荡。**
- ◆ **当前环境下美联储所面临的是失业率与通胀之间一种较为特殊的“马鞍形”非线性关系，除非需求再遇冲击或劳动力供给突然提升，否则失业率过高或过低，美国通胀可能都会走高，只有很窄的区域对应通胀带有高位黏性的缓慢下行路径。这意味着美联储年内降息两次的预期大概率是“事后”理性的，但过程中市场预期波动将不可避免地双向放大，这为包括A股市场在内的全球金融市场参与者同时带来了烦恼和机会。**经过几年前的疫情冲击，美国当前国内消费和房地产需求都比疫情前路径更为强劲，这意味着需求大于供给的更大缺口。另一方面，劳动参与率无法回升到疫情前水平则意味着劳动力供给遭受了永久性收缩效应，从而劳动力市场进入长期紧张趋势。商品和服务市场、劳动力市场的特殊性相互交织的复杂背景下，如果失业率连续大幅上升，则需求缺口可能短期急速扩大，出现核心商品价格驱动的“供给不足型二次通胀”；而如果失业率连续大幅下降，则可能因企业雇佣工人难度进一步提升而出现薪资高增推动的“成本推升型二次通胀”，两种情况都可能导致美联储年内推迟降息，而中长期来看前一种情况可能迅速转为通缩而后一种情况可能导致通胀中枢的长期抬升。最近几个月以来，美国实际情况仍处于美联储预期的相当窄的一个“平衡区间”内，失业率的窄幅双向波动对应核心通胀带有高位黏性但缓慢下行的趋势。**事后来看，美联储年内降息两次大概率是理性的预期，但在过程中习惯用传统负相关线性关系看待失业率和通胀的市场参与者可能放大波动。**
- ◆ **相较于美国经济和通胀双向窄幅波动但黏性趋势相当确定的现状，欧元区、日本、英国等其他发达经济体因日渐显现的“类滞胀”结构而可能加速由通胀转为通缩的概率事实上尚未被市场充分定价。**前期日元加速贬值，已经迫使日本央行近日实施大规模汇率干预。**我们维持美联储9月首次降息、全年降息两次的预测不变；同时再度重申应重视6月欧央行首次降息时可能伴随有超市场预期鸽派的加速降息路径指引，美元指数近期的回落可能是暂时性的，6月一旦再度上冲，仍可能通过人民币被动贬值压力对我国二季度货币宽松空间造成新一轮外溢性挤压。我国经济政策主动扩张的空间仍将主要来自财政。**
- ◆ **风险提示：**因欧央行降息附带鸽派指引导致美元上冲人民币贬值风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

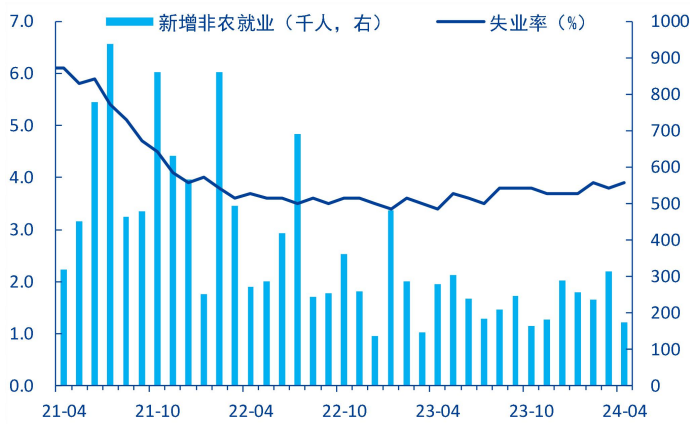
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 以“放缓缩表”促“通胀收敛”的双层逻辑——美联储FOMC会议点评（2024.5）
2024.5.2
- 靠前发力有效落实，避免经济前紧后松——政治局会议解读（2024.4）
2024.4.30
- PMI温和回落之后能否维持于景气区间？——PMI点评（2024.4）
2024.4.30
- 3月下滑是暂时的，库存底部是偏高的——工业企业利润点评（2024.3）
2024.4.27
- 再论央行买卖国债——华金宏观·双循环周报（第55期）
2024.4.27

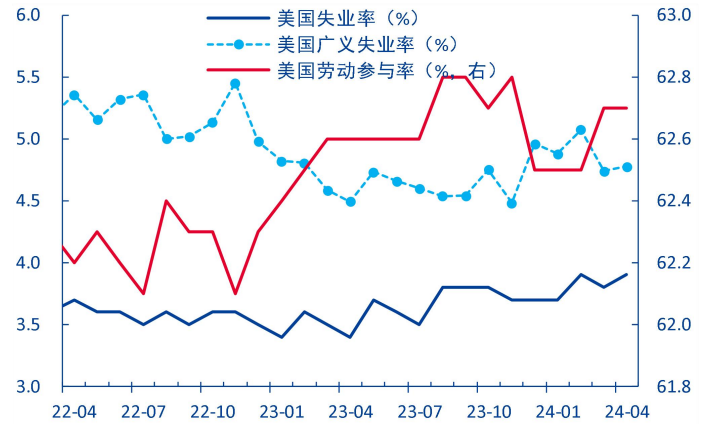


图 1：美国新增非农就业人数及失业率



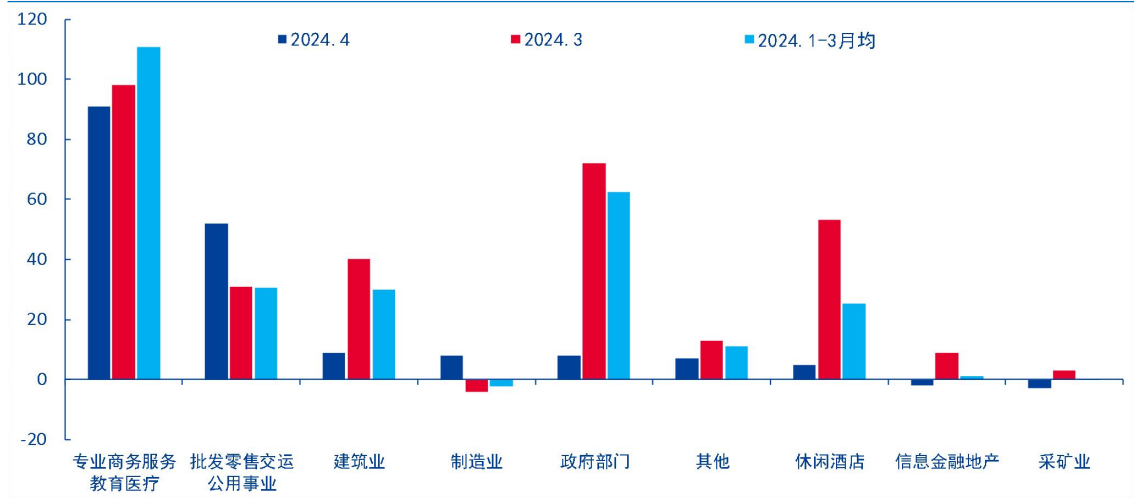
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：美国劳动参与率及失业率



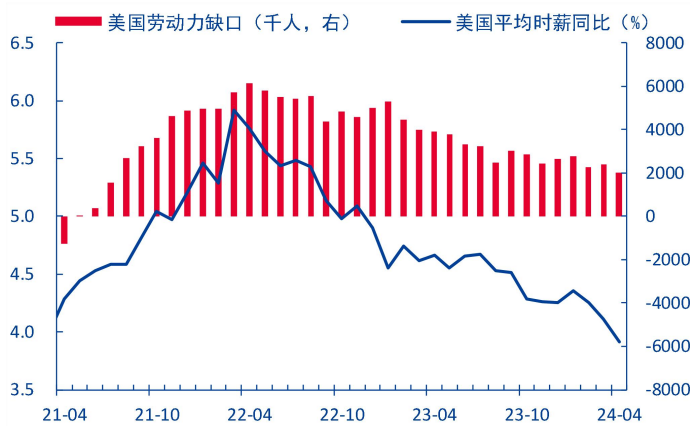
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：美国新增就业分行业大类结构（千人）



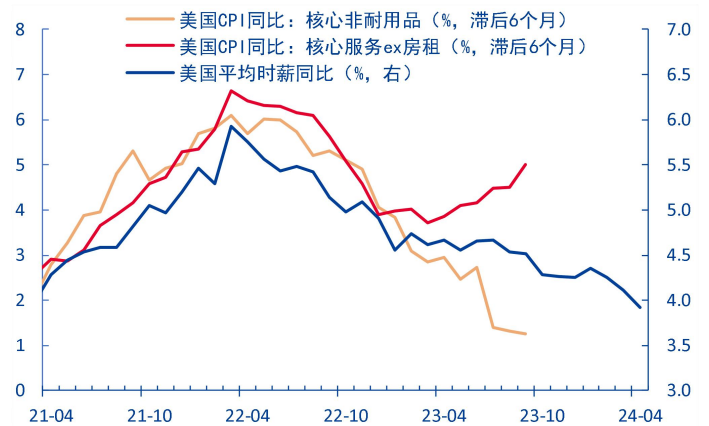
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 4：美国劳动力缺口及平均时薪同比



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 5：美国平均时薪同比及与核心通胀部分分项的关系



资料来源：CEIC，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn