



研究所

分析师:黄付生
SAC 登记编号:S1340522060002
Email:huangfusheng@cnpsec.com
研究助理:李起
SAC 登记编号:S1340124030007
Email:liqi@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《假期旅游消费热度不减，鲍威尔态度仍会反复》 - 2024.05.06

宏观观点

非农就业分化暂缓美联储鹰派担忧

● 核心观点

在3月火热的非农数据后，4月就业数据低于预期暂时缓解了市场对于美联储再次鹰派的担忧。这次的低于预期主要来自政府新增就业人数大幅减少，而为新增就业提供主要贡献的服务生产部门依然稳健。

观察非农数据的细分结构可以发现，美国就业市场呈现分化，低薪岗位无论是在新增就业还是薪资增速上都表现良好，高薪岗位则恰恰相反。4月新增非农就业主要由薪资较低的教育与保健、运输仓储、零售等行业贡献，而信息业、专业和商业服务业、金融业等高薪行业的就业增长则比较低，甚至出现负增长。低薪岗位的快速增长也压低了平均时薪增速。用不同的统计口径衡量美国的劳动力市场，得到的结论可能大相径庭。

整体来看这份就业报告给上个月火热的非农数据浇了一盆冷水，结合鲍威尔在5月2日议息会议上的偏鸽发言，市场对于美联储再次鹰派的担忧暂时得到缓解。但这份就业数据并不足以指向美国经济的实质性走弱，离鲍威尔所说的“劳动力市场意外走软”的降息条件也仍有一段距离，后续的宽松仍需等待数据出现更多进展。考虑到基数效应，预计下半年的CPI数据很难出现令人满意的放缓，降息仍有可能进一步延后。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；美国通胀超预期回落；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

目录

1 新增非农就业人数低于预期	4
1.1 政府就业显著拖累	4
1.2 薪资增速低于预期，低薪岗位增长迅速	5
1.3 失业率小幅上升	6
2 风险提示	7

图表目录

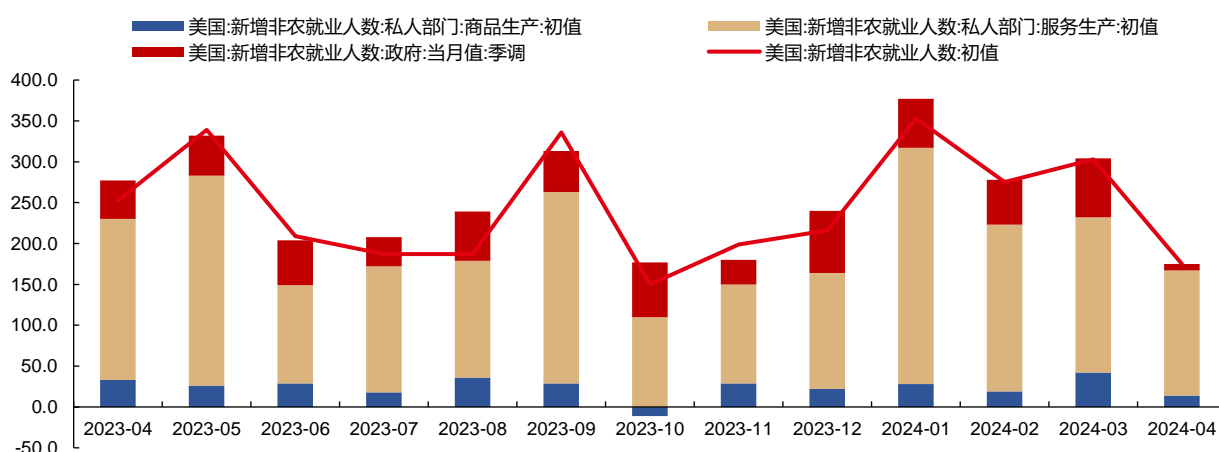
图表 1: 2023 年 4 月-24 年 4 月美国新增非农就业人数结构 (千人)	4
图表 2: 2023 年 4 月-24 年 4 月美国服务业新增非农就业人数 (千人)	4
图表 3: 2022 年 5 月-24 年 4 月美国私人非农企业员工平均时薪增速.....	5
图表 4: 4 月美国各行业新增非农就业人数.....	5
图表 5: 4 月美国各行业平均时薪	5
图表 6: 美国按薪资水平划分的薪资增速 (%)	6
图表 7: 2021 年 5 月-24 年 4 月美国劳动参与率和失业率	7

1 新增非农就业人数低于预期

1.1 政府就业显著拖累

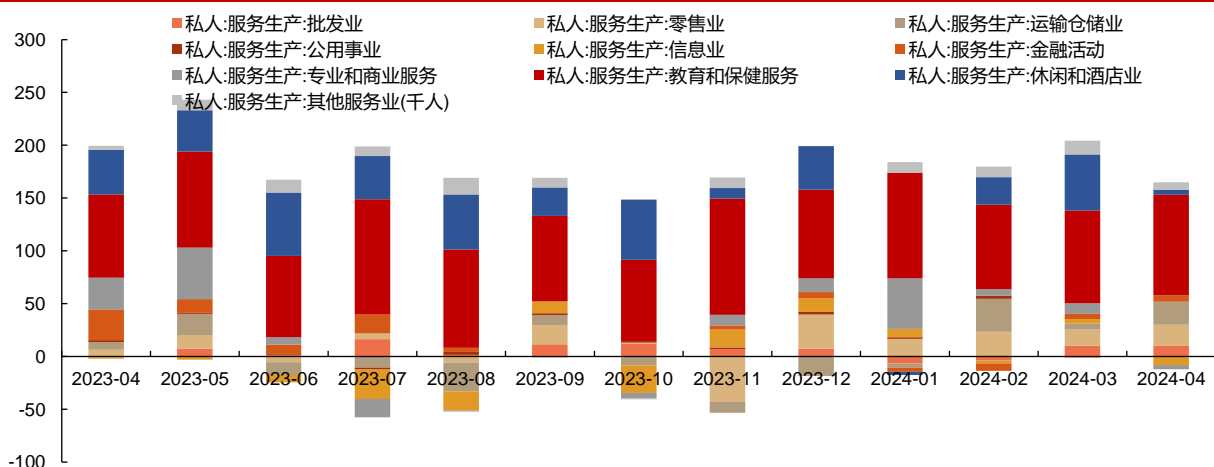
新增非农就业人数低于预期。4月美国新增非农就业人数录得17.5万人，低于预期的24.3万人和前值的31.5万人。这主要是因为政府新增就业人数大幅减少，4月仅增加8000人，低于过去12个月平均的5.5万人和3月的5.1万人，预计这种情况很难持续。而为新增就业提供主要贡献的服务生产部门依然稳健，4月新增15.3万人。同时3月新增非农就业人数自30.3万人上修至31.5万人，2月新增非农就业人数自27万人下修至23.6万人，合计下修了2.2万人。

图表1：2023年4月-24年4月美国新增非农就业人数结构（千人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：2023年4月-24年4月美国服务业新增非农就业人数（千人）

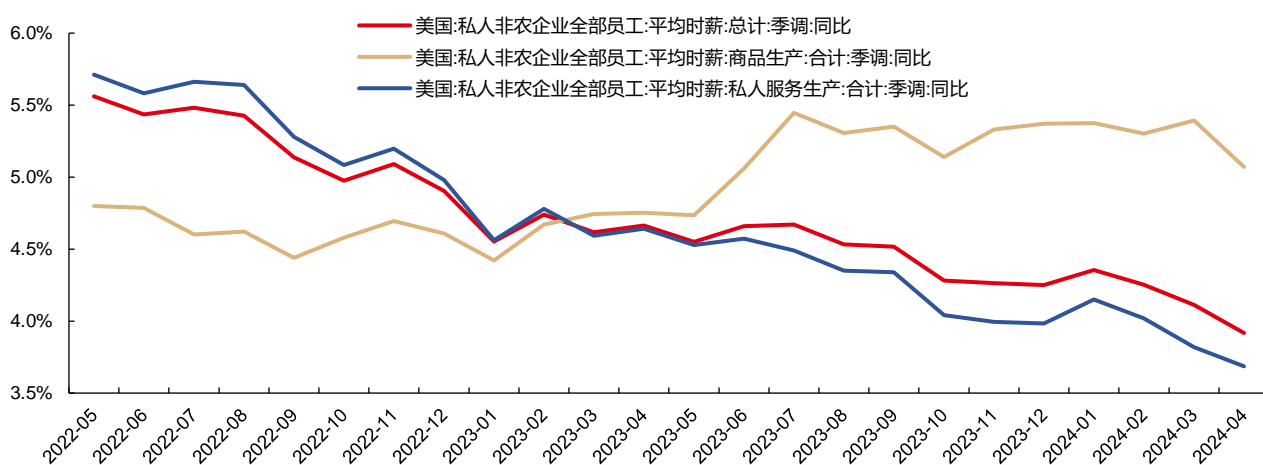


资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 薪资增速低于预期，低薪岗位增长迅速

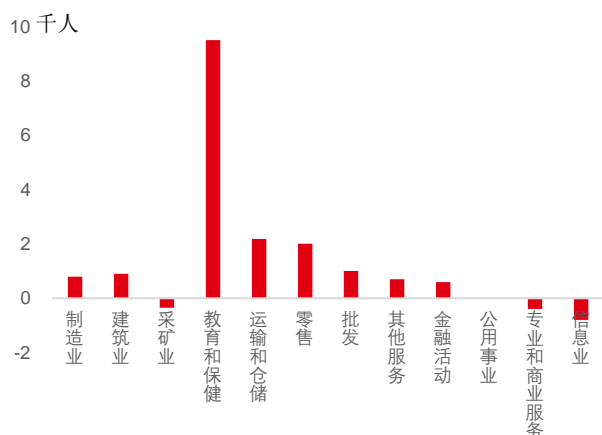
4月30日公布的ECI（雇佣成本指数）超预期引发滞涨担忧，但此次公布的薪资增速环比仅0.2%，低于市场0.3%的预期，这让市场松了一口气。究其原因，主要是平均时薪是统计所有岗位的薪资，这意味着无法排除样本变化带来的影响，而新增非农就业主要来自低薪岗位，这些低薪岗位的增加可能拉低了平均薪资的增速。

图表3：2022年5月-24年4月美国私人非农企业员工平均时薪增速



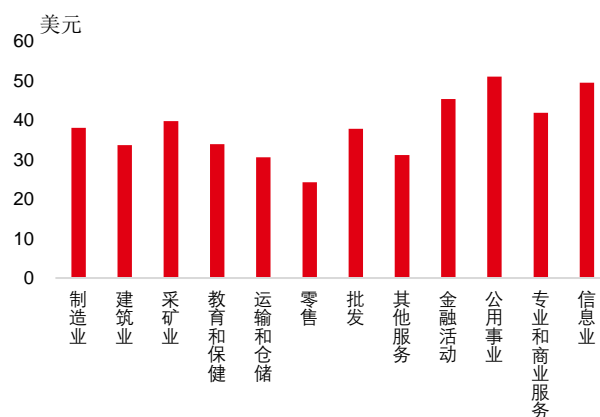
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：4月美国各行业新增非农就业人数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：4月美国各行业平均时薪

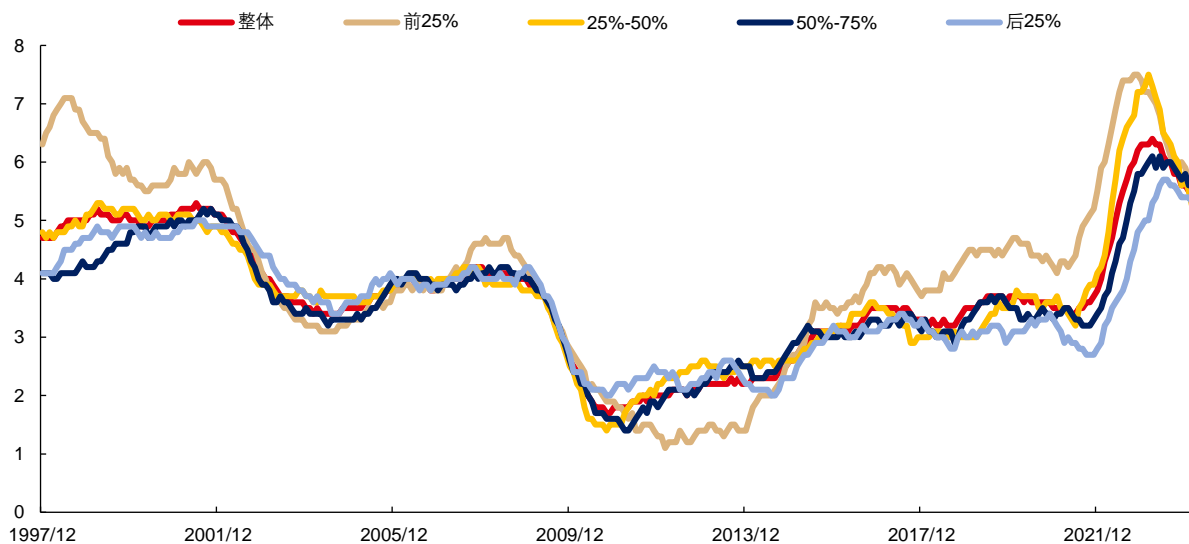


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

分行业数据来看，4月新增就业主要由薪资较低的教育与保健、运输仓储、零售等行业贡献，而薪资较高的信息业、专业和商业服务业的就业人数甚至出现负增长，公用事业录得零增长，金融业增长也比较低，印证了上述分析。

亚特兰大联储的薪资数据显示，近几个月来，高薪岗位的薪资增速回落较快。Vanguard（先锋领航投资）的研究也指出，美国就业市场呈现分化，具体表现为蓝领繁荣，白领衰退。薪资最低的岗位（低于55,000美元）招聘率保持良好，为1.5%，仍高于疫情前水平，但那些年薪超过96,000美元的岗位，招聘率已放缓至0.5%。

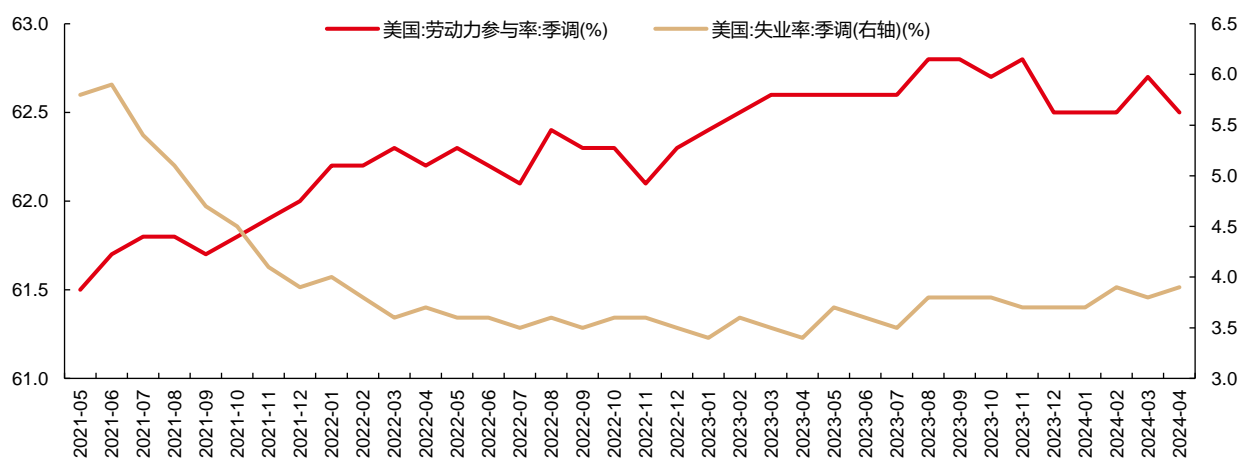
图表6：美国按薪资水平划分的薪资增速（%）



资料来源：亚特兰大联储，中邮证券研究所

1.3 失业率小幅上升

失业率从3.8%小幅上升至3.9%，高于预期的3.8%。失业率已经连续9个月在3.7%-3.9%的区间内窄幅波动。整体来看这份就业数据与上个月的火热形成了鲜明的对比，结合鲍威尔在5月2日议息会议上的偏鸽发言，市场对于二次加息的担忧得到缓解。但这份就业数据并不足以指向美国经济的实质性走弱，离鲍威尔所说的“劳动力市场意外走软”的降息条件也仍有一段距离，后续的宽松仍需等待数据出现更多进展。考虑到基数效应，预计下半年的CPI数据很难出现令人满意的放缓，降息仍有可能进一步延后。

图表7：2021年5月-24年4月美国劳动参与率和失业率


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；美联储降息幅度和速度超预期；美国物价水平超预期回落；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048