

宏观点评 20240607

5月非农，美联储定力的“底气”？

2024年06月07日

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《地产救市到底该救谁：海外的经验和教训》

2024-06-04

《“新质”是工业数据齐好转的“生产力”》

2024-05-27

■ 5月非农巩固美联储在降息接力赛中“最后一名”的位置。今年年初以来，G7里目前只剩下美、日、英三家没降息。强劲的新增非农就业人数与5月公布的就业方面的其他读数并不同步，这次数据有点“怪”：一是，ADP新增就业人数创三个月最低水平，且低于预期；二是，消费者支出的疲软；三是，与就业报告相同的调查窗口期内的失业金人数几乎没有变化。除此之外，劳动供给在变多，需求在下降，但工资却“逆势”上涨。这直接打得市场一个“措手不及”，数据公布后，10年期美债攀升13bp至4.4%，美股（标普500）期货急挫0.6%。

■ 那么5月美国就业表现情况到底如何，具体来看：

■ 首先，美国5月非农数据全面超预期：新增就业人数27.2万人，数增幅度高于彭博调查的77项预期中的每一项。高于预期的18万人，同时较前值17.5万人（下修为16.5万人）大幅反弹。

■ 其次，从结构上看，5月新增非农主要来源于服务业和政府部门。5月服务业、政府部门新增就业分别大幅回升4.6万人、3.6万人至20.4万人、4.3万人，成为本月新增非农大超预期的主要来源。服务业的韧性大大降低了市场对美国降息的押注。

■ 服务业新增非农就业主要受休闲和酒店业、专业和商业服务活动以及金融活动推动。5月休闲和酒店业、专业和商业服务活动、金融活动新增就业人数分别较4月上升3.0、3.4、1.2万人至4.2、3.3、1.0万人，成为服务业新增服务大幅增加的主要推动力，尤其是专业和商业服务新增就业创下了年初以来的最大增幅，显示美国劳动力市场的韧性不减。

而除此之外，其他行业，如教育和保健服务（8.6万人）、零售业（1.3万人）、运输仓储业（1.1万人）等新增就业则有所回落。

■ 美国5月份非农就业报告勾勒出一幅复杂的劳动力市场图景：就业人数上升，但失业率却也上涨。这背后的原因是，家庭调查的失业率和企业调查的就业往往因为兼职、移民等等原因产生背离。不过薪资增速信号反映出供求关系不会骗人，那么具体来看：

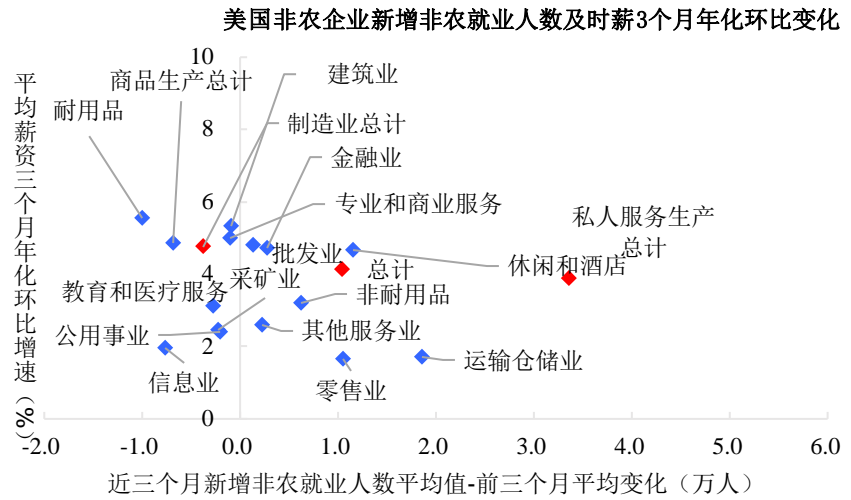
■ 不仅就业增长再次出现爆炸式增长，工资增长也意外上扬。工资水平是美联储密切关注并视为是否会增加通胀压力的信号。具体来看，5月美国工资增速同环比均回升，平均时薪同比增速为4.1%，高于预期和前值的3.9%，环比增速从上月的0.2%反弹至0.4%，预期为0.3%。工资增速的反弹增加美国通胀的压力，给美联储年内降息再添“绊脚石”。

■ 不同种族之间的失业率存在明显差异。虽然白人的失业率在5月份保持在3.5%不变，但黑人的失业率却从5.6%跃升至6.1%。西班牙裔和亚裔的失业率也有所上升，分别为5%和3.1%。尽管这一直是一个不稳定的指标，但少数族裔作为就业市场的“温度计”，失业率的上升实则预示着就业在一定程度上有所降温。

■ 就业大幅升温下，美联储保持更足的定力。大超预期的就业再次压低了美联储降息的概率。鉴于当前薪资增速的回升，通胀回落的速度将更加缓慢。对于美联储来说，相较于就业，美联储可能更加关注的是通胀。如果5月通胀数据再次保持超高韧性，年内降息一次甚至不降息的概率则提高。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。

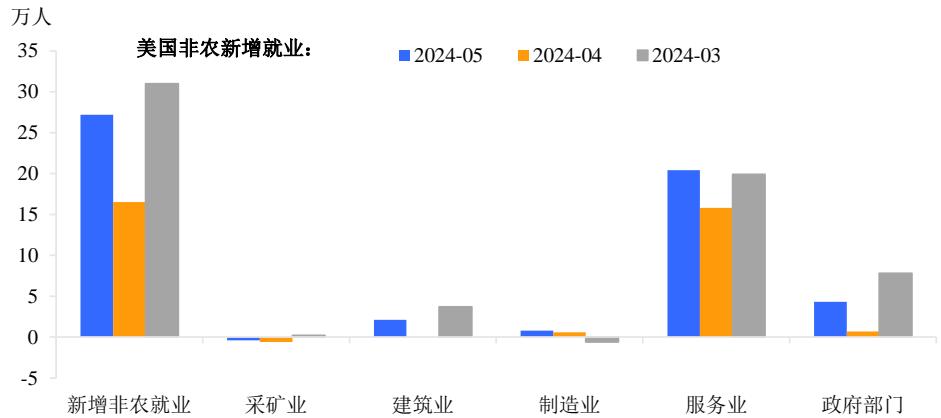
■ 风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 新增非农就业人数变化及薪资变化



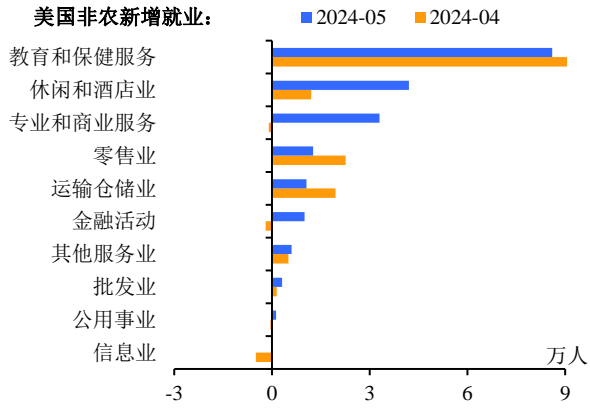
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 美国新增非农就业结构变化



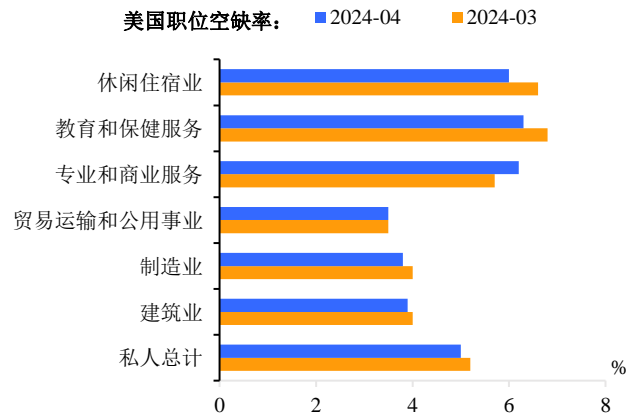
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 休闲酒店、专业和商业服务、金融活动大幅回升



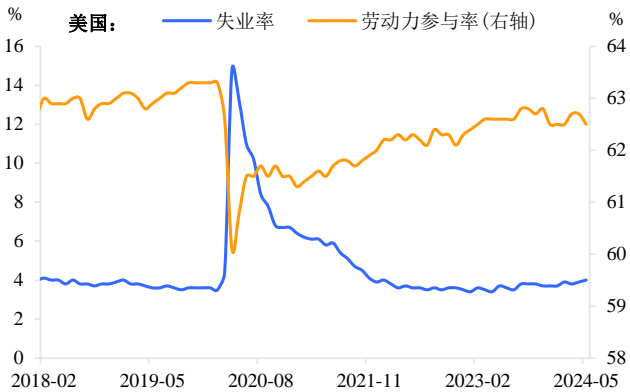
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 职位空缺率边际下降



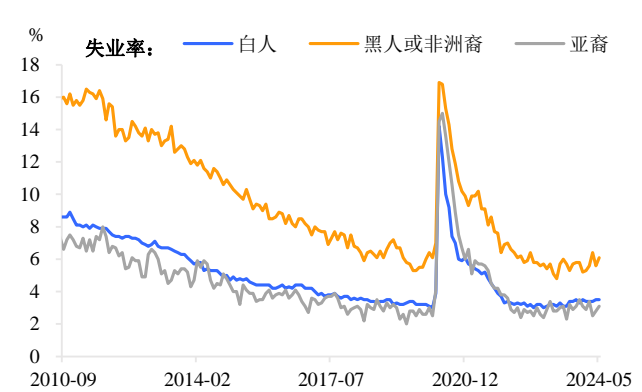
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 美国失业率上升



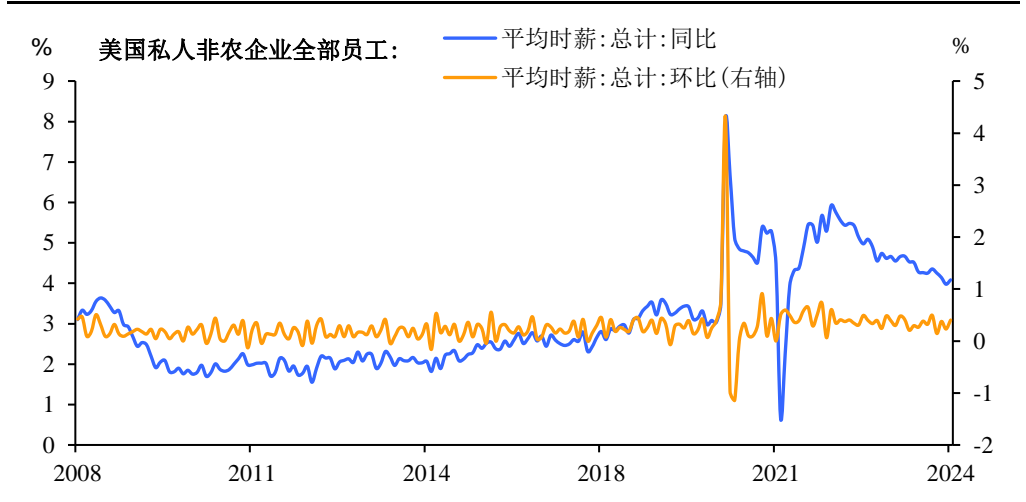
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 黑人、亚裔失业率上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 美国工资增速回升



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>