

2024年06月08日

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002  
hush@longone.com.cn

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002  
liusj@longone.com.cn

## 联系人

董澄溪  
dcx@longone.com.cn

## 拨开5月美国就业数据的迷雾

——海外观察：2024年5月美国就业数据

## 投资要点

- **事件：**美国5月新增非农就业27.2万人，预期18.5万人，前值16.5万人；失业率4%，预期3.9%，前值3.9%。美国5月平均时薪同比增长4.1%，预期3.9%，前值3.9%；环比增长0.4%，预期0.3%，前值0.2%；平均每周工时34.3小时，预期34.3小时，前值34.3小时。
- **核心观点：**5月美国就业报告呈现出好坏参半的信号，虽然非农就业增长超预期，显示劳动力需求强劲，但失业率意外上升。劳动参与率从62.7%降至62.5%，尤其是20-24岁人口的季节性退出拉低了整体参与率。非周期性行业对就业增长的贡献较大，可能导致就业数据与经济基本面有所偏离。家庭调查和企业调查数据不一致，或由于移民增加修复了劳动力供给。总体而言，劳动力市场表现紧俏，但经济基本面仍存疑虑，市场解读为政策信号偏鹰，导致美债收益率曲线走高，美股下跌。
- **5月美国就业报告好坏参半，政策信号偏鹰。**非农就业人数增长27.2万人，超过预期与前值，但失业率上升也超预期。劳动参与率从62.7%下滑至62.5%，家庭调查统计的劳动力总数减少了25万人，导致失业率的分母减小。5月失业率的走高在一定程度上是由于有一部分就业人员退出劳动力市场，而非劳动力需求的恶化。5月时薪增速仍超前值和预期，意味着劳动力的需求侧依然较为强劲，因此就5月非农就业报告本身包含的信息来说，劳动力市场总体偏紧。市场解读出的政策信号偏鹰，降息预期下调导致美债收益率曲线向上平移、美股下跌。
- **非周期性行业对就业增长的贡献仍较大。**教育和医疗业增长8.6万人，休闲酒店业增长4.2万人，政府就业增长4.3万人，非周期性行业对就业增长的贡献程度依然较大，可能导致就业数据和经济基本面有所偏离。相较于过去几个月，5月美国就业的行业范围更广，建筑业、制造业、零售业的就业均有增长，衡量行业间就业增长广度的扩散指数从4月的56.6%升至5月的63.4%。虽然就业增长的广泛程度有所改善，但主要的就业增长仍集中在非周期性行业中，教育医疗业和政府构成了约47%的新增就业，说明经济基本面实际可能未必像非农就业数据所表示出来的一样强劲。
- **季节性因素导致劳动参与率下跌。**5月劳动参与率下跌0.2%至62.5%，但主要是由于20-24岁人口的参与率从72.4%下滑至70.8%。25-54岁人口的劳动参与率反而从83.5%小幅上涨至83.6%。5月是美国大学的毕业季，劳动参与率的下滑可能更多是由于季节性原因，而不是由于劳动力供给减少。
- **家庭调查与企业调查出现大幅偏离，可能由于移民人数增加导致劳动力供给侧改善。**家庭调查的就业人数下滑了40.8万人，企业调查的非农就业人数却上升了27.2万人。家庭调查和企业调查的统计范围存在许多差异，但经过调整统计范围后，家庭调查统计的就业人数依然较4月下跌，显著弱于企业调查的就业人数。过去一年以来，家庭调查的就业率上升了0.2%，而企业调查的就业率上升了1.8%，分歧程度较高。一个解释是由于移民人数激增，被企业调查纳入统计，但却没有被统计进家庭调查中，因此通过家庭调查得出的失业率上升实际上反映了劳动力供给侧的改善。然而，家庭调查与零售销售数据反映出的基本面走弱的趋势却更为吻合。4月美国零售销售环比增速从0.6%下滑至0%，同比增速从前值3.5%下滑至2.7%，反映出经济基本面可能走弱，在数据公布时曾导致降息预期的大幅增加。目前市场更信任企业调查的数据，但如果5月美国消费数据进一步恶化，那么家庭调查的可靠性可能上升，降息预期可能将有所回升。
- **风险提示：**通胀反弹；债务成本上升；全球市场波动。

## 正文目录

1. 5月美国就业报告好坏参半，政策信号偏鹰.....	4
2. 为何家庭与企业调查出现大幅偏离？ .....	5
3. 风险提示 .....	7

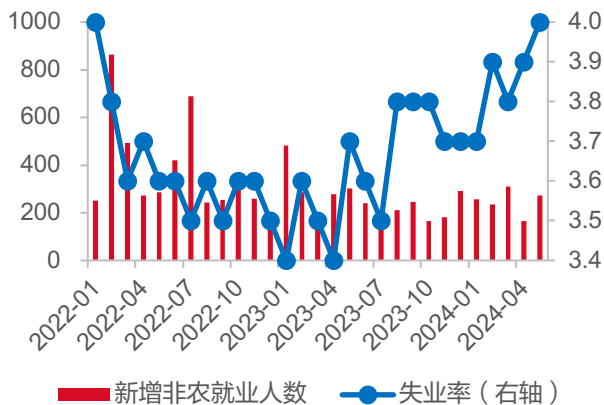
## 图表目录

图 1 非农就业和失业率, 千人, % .....	4
图 2 美国劳动力供需, 百万人 .....	4
图 3 分行业新增就业, 千人 .....	5
图 4 劳动参与率, % .....	5
图 5 分年龄段参与率, % .....	5
图 6 家庭调查与企业调查分歧, 千人 .....	7
图 7 美国零售销售同比增速, % .....	7
表 1 家庭调查和企业调查区别 .....	6

## 1.5 月美国就业报告好坏参半，政策信号偏鹰

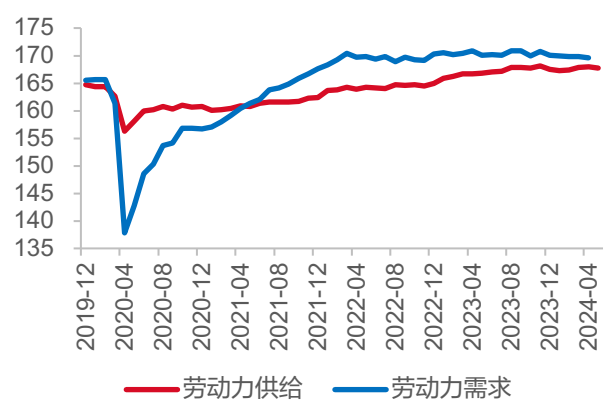
非农就业人数增长 27.2 万人，超过预期与前值，但失业率上升也超预期。劳动参与率从 62.7% 下滑至 62.5%，家庭调查统计的劳动力总数减少了 25 万人，导致失业率的分母减小，说明失业率的走高在一定程度上是由于有一部分就业人员退出劳动力市场，而非劳动力需求的恶化。5 月时薪增速仍超前值和预期，意味着劳动力的需求侧依然较为强劲，因此就 5 月非农就业报告本身包含的信息来说，劳动力市场总体偏紧。市场解读出的政策信号偏鹰，降息预期下调导致美债收益率曲线向上平移、美股下跌。

图1 非农就业和失业率，千人，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

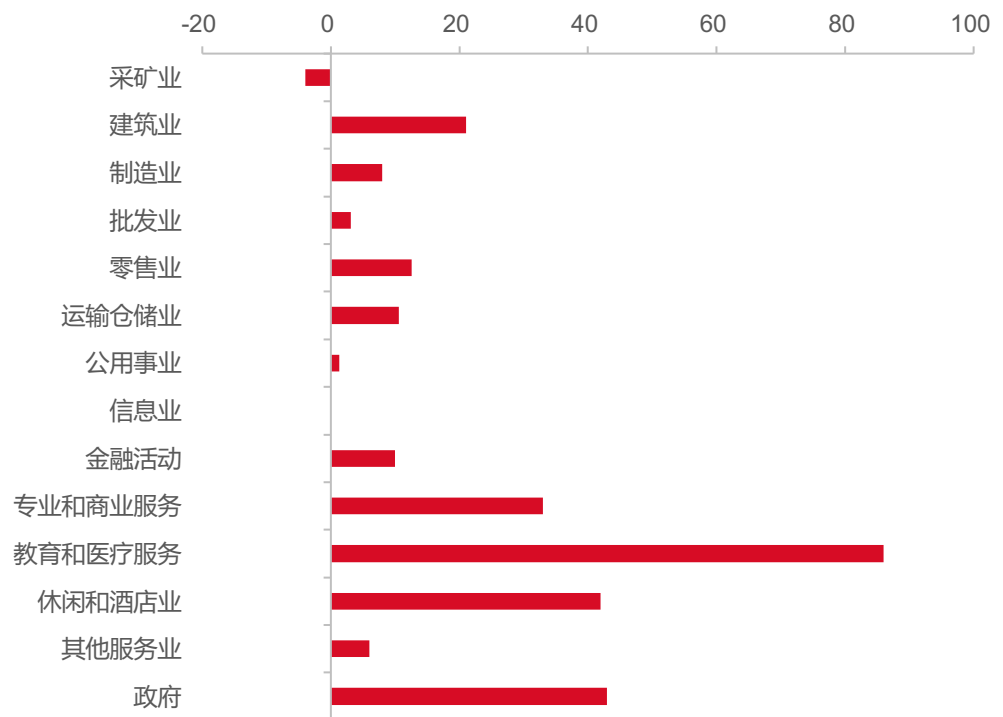
图2 美国劳动力供需，百万人



资料来源：FRED，东海证券研究所

**非周期性行业对就业增长的贡献仍较大。**教育和医疗业增长 8.6 万人，休闲酒店业增长 4.2 万人，政府就业增长 4.3 万人，非周期性行业对就业增长的贡献程度依然较大，可能导致就业数据和经济基本面有所偏离。相较于过去几个月，5 月美国就业的行业范围更广，建筑业、制造业、零售业的就业均有增长，衡量行业间就业增长广度的扩散指数从 4 月的 56.6% 升至 5 月的 63.4%。虽然就业增长的广泛程度有所改善，但主要的就业增长仍集中在非周期性行业中，教育医疗业和政府构成了约 47% 的新增就业，说明经济基本面实际可能未必像非农就业数据所表示出来的一样强劲。

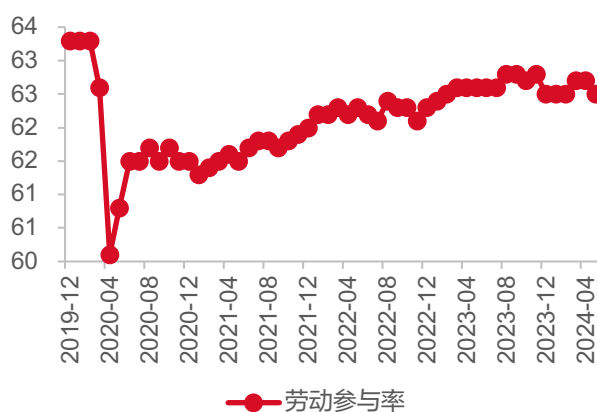
图3 分行业新增就业，千人



资料来源：Wind，东海证券研究所

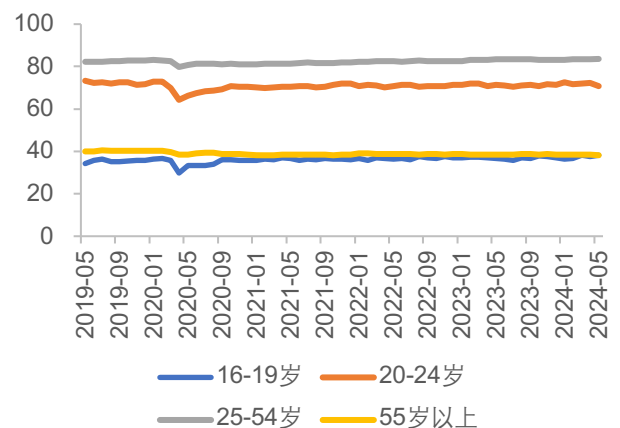
**季节性因素导致劳动参与率下跌。**5月劳动参与率下跌0.2%至62.5%，但主要是由于20-24岁人口的参与率从72.4%下滑至70.8%。25-54岁人口的劳动参与率反而从83.5%小幅上涨至83.6%。5月是美国大学的毕业季，劳动参与率的下滑可能更多是由于季节性原因，而不是由于劳动力供给减少。

图4 劳动参与率，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

图5 分年龄段参与率，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

## 2. 为何家庭与企业调查出现大幅偏离？

家庭调查与企业调查出现大幅偏离，可能由于移民人数增加导致劳动力供给侧改善。家庭调查的就业人数下滑了40.8万人，企业调查的非农就业人数却上升了27.2万人。家庭调查和企业调查的统计范围存在许多差异，但经过调整统计范围后，家庭调查统计的就业人

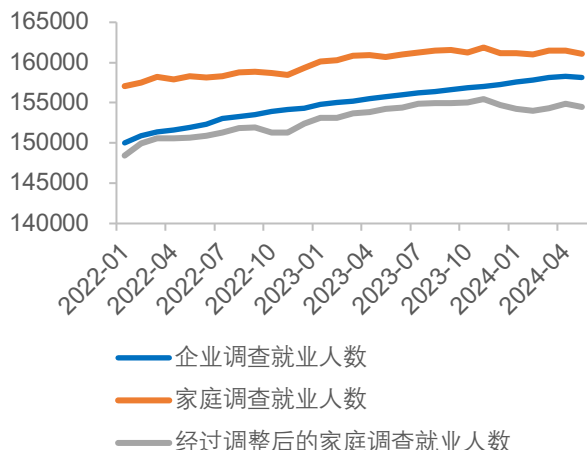
数依然较 4 月下跌，显著弱于企业调查的就业人数。过去一年以来，家庭调查的就业率上升了 0.2%，而企业调查的就业率上升了 1.8%，分歧程度较高。一个解释是由于移民人数激增，被企业调查纳入统计，但却没有被统计进家庭调查中，因此通过家庭调查得出的失业率上升实际上反映了劳动力供给侧的改善。然而，家庭调查与零售销售数据反映出的基本面走弱的趋势却更为吻合。4 月美国零售销售环比增速从 0.6% 下滑至 0%，同比增速从前值 3.5% 下滑至 2.7%，反映出经济基本面可能走弱，在数据公布时曾导致降息预期的大幅增加。目前市场更信任企业调查的数据，但如果 5 月美国消费数据进一步恶化，那么家庭调查的可靠性可能上升，降息预期可能将有所回升。

**表1 家庭调查和企业调查区别**

	家庭调查 (CPS)	企业调查 (CES)
范围	16 岁及以上的非机构公民人口	非农有薪工作人员
数据来源	每月对大约 60,000 个符合条件的家庭进行样本调查	每月对大约 122,000 家企业和政府机构进行样本调查，代表约 666,000 个单独的工作场所
数据产出	劳动力、就业、失业和相关率，包括人口统计学细节	就业、工时和收入，包括行业和地理细节
参考期	通常是包括该月 12 日的日历周	包括该月 12 日的雇主支付期（可以是每周、每两周、每月或其他）
就业概念	就业人数的估计值（多职人员仅计算一次）。包括离职期间未获报酬的人。	工作岗位的估计值（每个非农工资单工作计算多职人员）。仅包括参考支付期间获得报酬的人。
统计范围	包括未纳入公司的自雇人士、家庭企业中未获报酬的家庭成员、农业和相关工作者、私人家庭中的工人以及离职期间未获报酬的工人。排除整个参考周都被停职的工人，即使在停职期间获得报酬（他们被视为失业，暂时停职）。	排除左侧列出的所有群体，除了农业和相关行业的伐木组成部分。如果停职期间的任何支付期包括停职，则包括停职工人。
90%置信区间范围	± 600,000	± 130,000
基数调整	没有就业的直接基准。每年使用普查间人口估计进行基础人口基准调整，并每 10 年使用一次人口普查。	就业按年基准调整为总体就业数，主要来自失业保险 (UI) 税记录。

资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图6 家庭调查与企业调查分歧，千人



资料来源：FRED，东海证券研究所

图7 美国零售销售同比增速，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

### 3.风险提示

**通胀反弹：**美国核心 PCE 价格指数的上涨表明，通胀压力依旧存在。若通胀持续回升，可能进一步消耗居民储蓄，压缩消费空间。

**债务成本上升：**美国房贷和其他贷款的高利率可能会限制消费和投资活动，尤其是对住房市场和大额消费品的需求。

**全球市场波动：**原油和大宗商品价格的波动可能加剧通胀情况，同时影响全球市场稳定，从而对美国经济产生间接影响。



## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089