

2024年06月09日

非农就业反弹或促使美联储削减2024降息次数

——美国5月非农就业数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 新增非农就业、失业率、平均薪资均有所提升

1. 新增非农就业再度上升，服务业仍是就业主力

5月新增非农就业27.2万人，较4月份初值（16.5万）有较大程度回升，且远高于市场预期的18万。趋势上看，近3个月平均新增就业24.9万人，较2-4月季调后数据微幅提升，显示当前美国就业市场有所升温。结构上看，私人部门、政府部门新增就业均有较大幅度回升。往后看，我们认为4月非农就业可能是一个相对极端的情况，后续非农就业预计仍将呈波动缓慢向下态势。

2. 劳动参与率下降，失业率、薪资增速小幅走高

5月美国劳动参与率录得62.5%，失业率为4.0%，失业率较4月份略有提升。25-54岁区间劳动参与率小幅上升0.1个百分点，处于疫情以来最高水平，但16-24岁人群劳动参与率下降0.7个百分点，显示当前主力劳动人群就业意愿保持强劲的同时，年轻群体就业意愿有所下降。5月美国非农就业时薪录得34.91美金，同比上升4.1%，环比上升0.4%，均较4月份上升。结合劳动参与率和失业率的变化来看，美国劳动力市场的再平衡进程呈现出明显的波动性特征。

3. 劳动力市场供需关系略有缓解

从LOJTS数据来看，4月份职位空缺数为805.9万人，较3月下降约45.8万人，职位空缺率为4.8%，目前每个求职者对应约1.21个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度略有下降。同时，职工主动离职率录得2.2%，较4月份并未有改变，或表明当前企业与员工的招人/换工作的意愿暂无变化。

● 移民或是就业市场的重要变量，美联储将更加关注通胀

第一，5月新增非农与失业率同时上升，家庭调查（CPS）与机构调查（CES）的背离再度发生，经口径调整后，CPS新增就业减少反而扩大至45.6万。但从两者的统计口径来看，由于机构调查覆盖的范围更广，包括CEA在内的机构认为，机构调查的准确度更高，因此美国官方或更加偏向于采纳CES的数据。

第二，我们认为这背后或仍是移民因素在持续发挥作用，导致相关的数据信号紊乱。在前期报告中我们曾指出，根据布鲁斯金学会的研究，其认为美国就业强劲的原因是移民政策放松后所导致的就业水平上升（供给侧改善）。由于接触性服务业是当下就业的主力军，且移民较为容易进入，或有挤出效应。拜登上台后，外国出生就业者的整体就业增速相较于美国出生的就业者要更多。

最后，我们认为对美联储而言，当下尚不能确定新的均衡就业水平是多少，因此其会更加关注通胀数据，这或许也是当下决策模式的一个改变。此外，薪资增速或更加引起美联储的关注。5月私人非农每周工资总额指数同比提升5.43%，环比提升0.6%，后续整体的薪资水平或将成为通胀的有力支撑。

往后看，由于6月FOMC召开时CPI数据尚未发布，因此美联储或会比较关注5月的就业数据，结合我们上述的分析，联储内部或将会提升对后续通胀水平的预估，我们认为在6月FOMC的点阵图上，美联储有很大可能削减2024年的降息次数。此外，由于当下美国股市表现较好，容易形成财富效应，从而刺激居民消费。**基准情形下，我们仍维持美联储最快于4季度开始降息，且2024年很有可能不降息的判断。**

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《欧洲央行降息开启，有望为风险资产价格提供支撑——宏观经济点评》-2024.6.7

《长期黄金价格取决于经济增长的实际驱动力——宏观经济专题》-2024.6.5

《新建房与二手房成交量表现分化——宏观周报》-2024.6.2

目 录

1、新增非农就业、失业率、平均薪资均有所提升.....	3
1.1、新增非农就业再度上升，服务业仍是就业主力.....	3
1.2、劳动参与率下降，失业率小幅走高.....	4
1.3、薪资同比增速迎来反弹，工作时长保持不变.....	5
1.4、劳动力市场供需关系略有缓解.....	5
2、移民或是就业市场的重要变量，美联储将更加关注通胀.....	6
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国新增非农就业人数再度上升.....	3
图 2：5月失业率上升、劳动参与率下降.....	4
图 3：5月 25-54 岁等区间人口劳动参与率上升.....	4
图 4：5月时薪增速同比、环比增速均上行.....	5
图 5：5月美国周工作时长保持不变.....	5
图 6：金融业、制造业薪资同比增速较高.....	5
图 7：4月职位空缺数、空缺率均下降.....	6
图 8：4月美国劳动力缺口继续下降.....	6
图 9：CES 与 CPS 口径下的就业水平有较大差异.....	7
图 10：外国出生就业者就业提升更多（2020 年 1 月=100）.....	7
图 11：私人非农的工资总额指数环比走强.....	8
表 1：5月非农新增就业细项及变动.....	4

事件：美国公布 5 月最新就业数据。其中新增非农就业 27.2 万，高于市场预期的 18 万；失业率为 4.0%，平均时薪同比增长 4.1%，均超过市场预期。

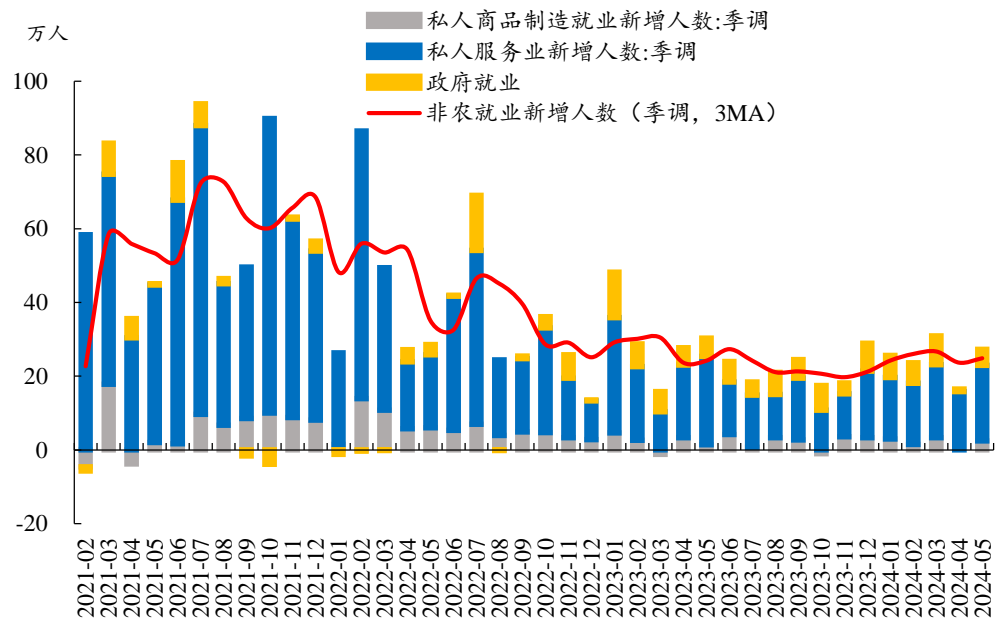
1、新增非农就业、失业率、平均薪资均有所提升

1.1、新增非农就业再度上升，服务业仍是就业主力

5 月新增非农就业 27.2 万人，较 4 月份初值（16.5 万）有较大程度回升，且远高于市场预期的 18 万。4 月、3 月新增非农就业分别下修 1.0 万、0.5 万，两个月累计下修 1.5 万。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 24.9 万人，较 2-4 月季调后数据微幅提升，显示当前美国就业市场有所升温。往后看，我们认为 4 月非农就业（相对较少）可能是一个相对极端的情况，后续非农就业预计仍将呈波动缓慢向下态势。

结构上看，私人部门、政府部门新增就业均有较大幅度回升。其中服务业新增就业占比超过 75%。5 月私人部门就业新增 22.9 万（制造业+2.5 万，服务业+20.46 万），政府就业新增 4.3 万。分行业来看，休闲和酒店业、专业和商业服务、教育和保健服务新增就业较多，分别新增 4.2 万、3.3 万、8.6 万。此外，零售业、运输仓储业 5 月新增就业较 4 月回落较多，政府就业、休闲和酒店业新增就业回升较多。教育和保健服务目前仍是新增就业的最主要行业，美国服务业仍是当前经济的主要支撑。

图1：美国新增非农就业人数再度上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

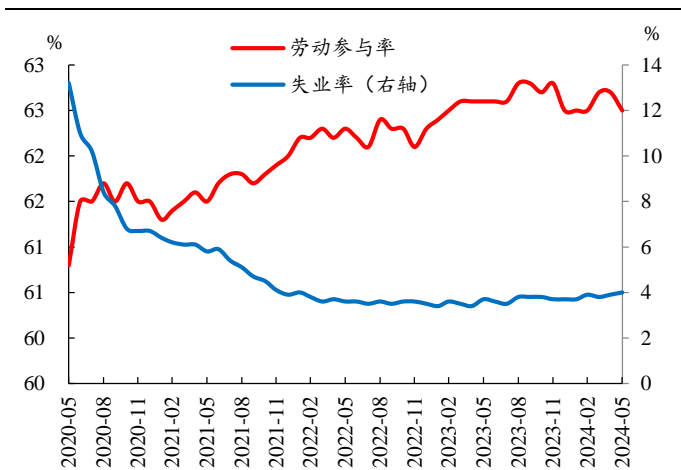
表1: 5月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比(%)	较4月变化	2024-05	2024-04	2024-03	近3月平均
总体新增非农	100.0	107	272	165	309	249
私人部门	84.2	71	229	158	231	206
采矿业	-1.5	2	-4	-6	2	-3
建筑业	7.7	21	21	0	37	19
制造业	2.9	2	8	6	-6	3
批发业	1.1	2	3	1	10	5
零售业	4.6	-10	13	23	19	18
运输仓储业	3.9	-9	11	20	5	12
公用事业	0.5	2	1	-1	-1	0
信息业	0.0	5	0	-5	2	-1
金融活动	3.7	12	10	-2	4	4
专业和商业服务	12.1	34	33	-1	17	16
教育和保健服务	31.6	-20	86	106	76	89
休闲和酒店业	15.4	30	42	12	54	36
其他服务业	2.2	1	6	5	12	8
政府就业	15.8	36	43	7	78	43

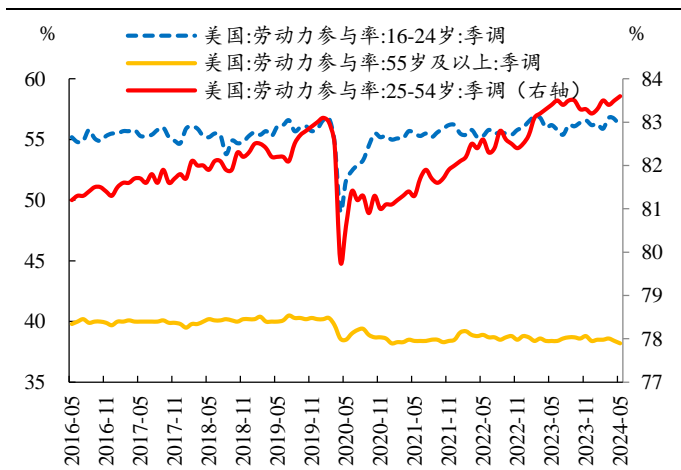
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率下降，失业率小幅走高

5月美国劳动参与率录得**62.5%**，失业率为**4.0%**，失业率较4月份略有提升。具体来看，5月份调查城市人口增加18.2万，劳动力人口减少25万。总就业人口减少40.8万，失业人口增加15.7万，导致失业率上升0.099个百分点至3.96%。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率小幅上升0.1个百分点，处于疫情以来最高水平，但16-24岁人群劳动参与率下降0.7个百分点，显示当前主力劳动人群就业意愿保持强劲的同时，年轻群体就业意愿有所下降，55岁以上人群劳动参与率也有所下降。失业率方面，白人失业率没有改变，但黑人、亚裔、西班牙裔失业率均录得较大幅度上行。5月劳动参与率下降，带动失业率小幅上行，且不同年龄段之间发生背离，我们认为可能与近期美国股市涨幅较大及选举有一定关系，持续性还需要观察。

图2: 5月失业率上升、劳动参与率下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 5月25-54岁等区间人口劳动参与率上升


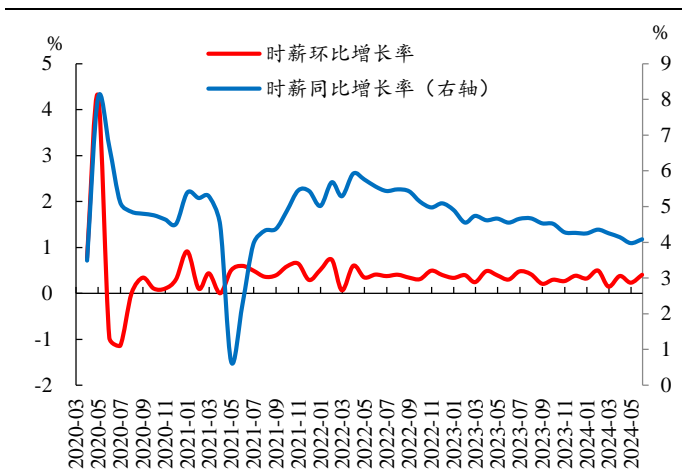
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、薪资同比增速迎来反弹，工作时长保持不变

5月美国非农就业时薪录得34.91美金，同比上升4.1%，环比上升0.4%，分别较4月份上升0.1、0.2个百分点，且超过市场预期。具体来看，制造业、金融活动、运输仓储薪资同比增长较多，其他服务业、批发业薪资环比增长较多。总的看，服务业薪资均录得较大涨幅，或是整体薪资同比增速有所上行的重要原因。

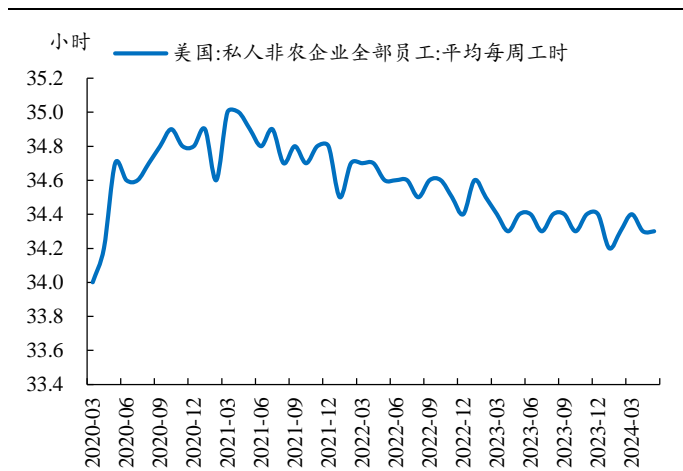
我们认为，结合劳动参与率和失业率的变化来看，美国劳动力市场的再平衡进程呈现出明显的波动性特征。此外，我们看到，5月美国周工作时长较4月没有回落，结合当前较低的失业率来看，后续薪资增速的回落斜率并不乐观。若失业率持续处于较低位，薪资增速或仍将保持一定韧性，需要我们持续关注。

图4：5月时薪增速同比、环比增速均上行



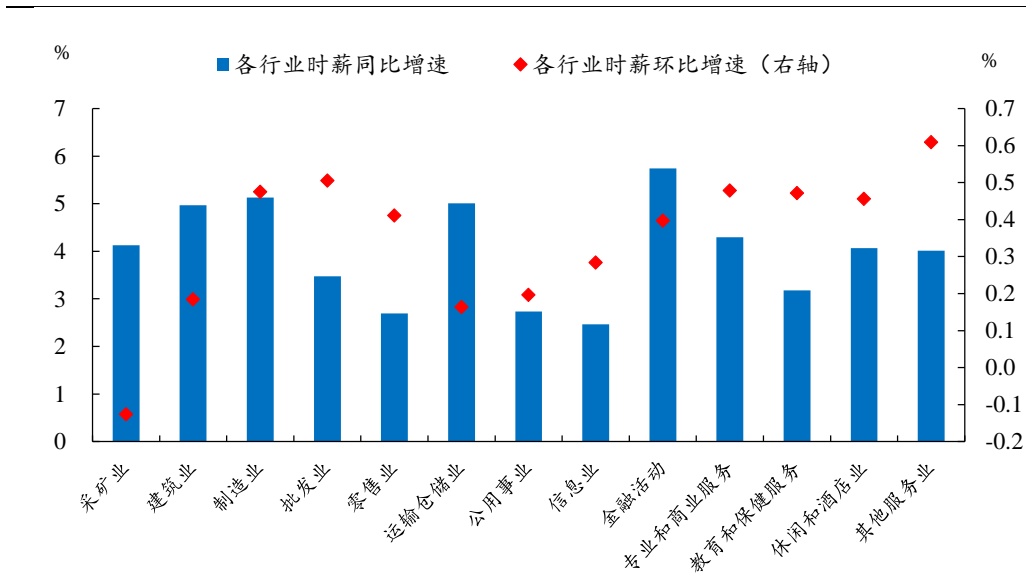
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：5月美国周工作时长保持不变



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：金融业、制造业薪资同比增速较高



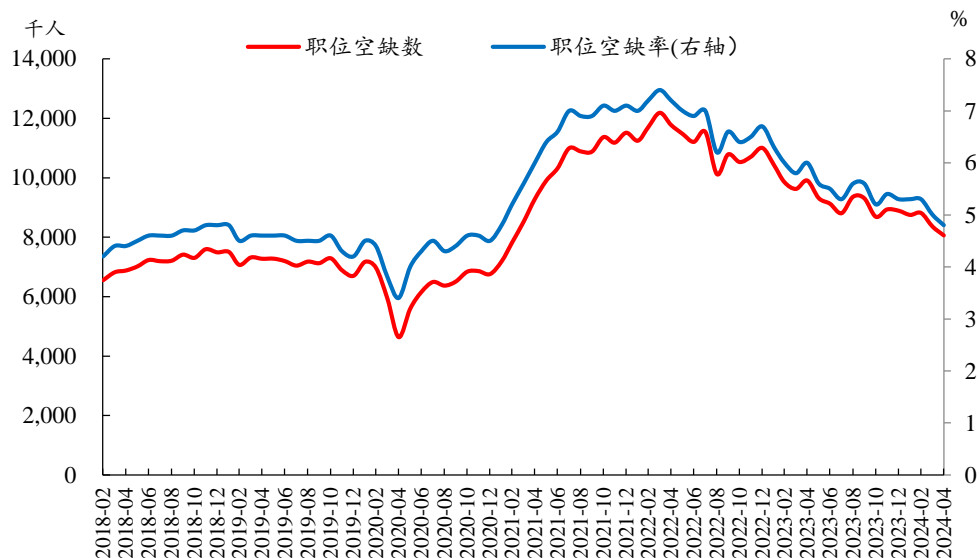
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、劳动力市场供需关系略有缓解

从LOJTS数据来看，4月份职位空缺数为805.9万人，较3月下降约45.8万人，职位空缺率为4.8%，目前每个求职者对应约1.21个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度略有下降。同时，职工主动离职率录得2.2%，较4月份并未有改变，

或表明当前企业与员工的招人/换工作的意愿暂无变化。

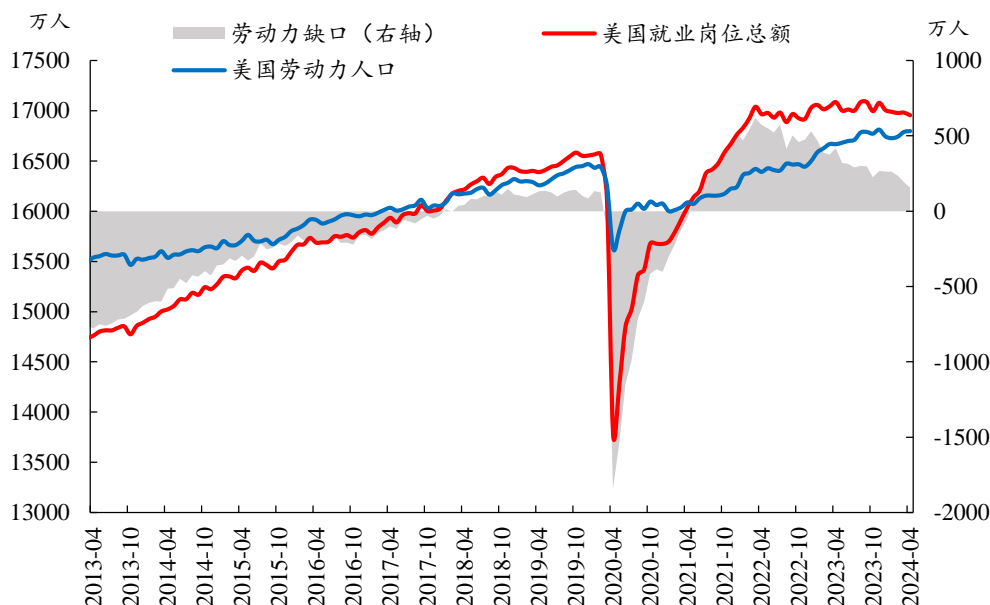
图7：4月职位空缺数、空缺率均下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，4月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较3月下降35.8万至156.8万，继续保持下降态势，但离历史均值水平仍有下行空间。往后看，我们认为相关缺口收窄或仍是较为确定的趋势。

图8：4月美国劳动力缺口继续下降



数据来源：Fred、开源证券研究所

2、移民或是就业市场的重要变量，美联储将更加关注通胀

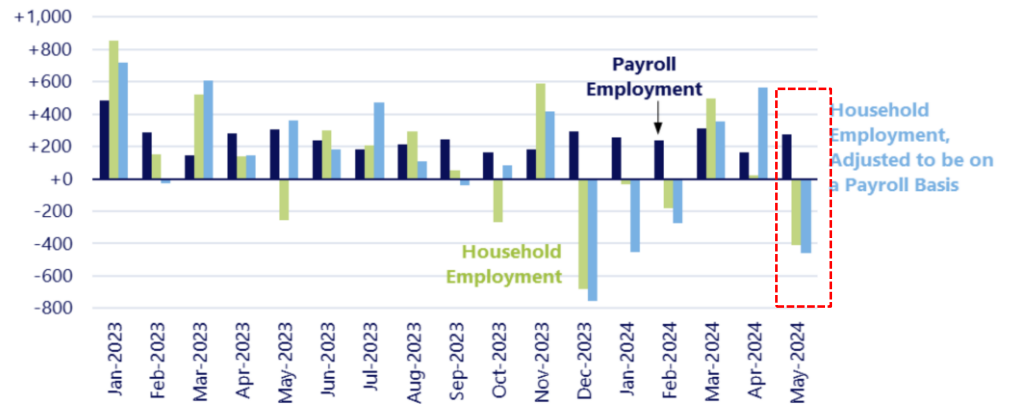
5月非农数据再度出现新增非农就业与失业率同时上升的情况，且从家庭调查与机构调查的就业人数来看，两者的背离出现一定程度的加大，引发市场关于就业数据准确性的质疑。我们认为背后或是移民因素在持续扰动，对于非农就业的判断标准可能需要改变，但从薪资指标来看，后续通胀水平不容乐观。

第一，5月新增非农与失业率同时出现上升，显示出家庭调查（CPS）与机构调查（CES）的背离再度发生，经过CES的口径调整后，CPS新增就业减少反而扩大至45.6万，引发市场对数据真实性的差异。但从两者的统计口径来看，由于机构调查覆盖的范围更广，包括CEA在内的机构认为，机构调查的准确度更高，因此美国官方或更加偏向于采纳CES的数据。

图9：CES与CPS口径下的就业水平有较大差异

Household survey employment has continued to run below payroll.

Change in employment, thousands



Council of Economic Advisers

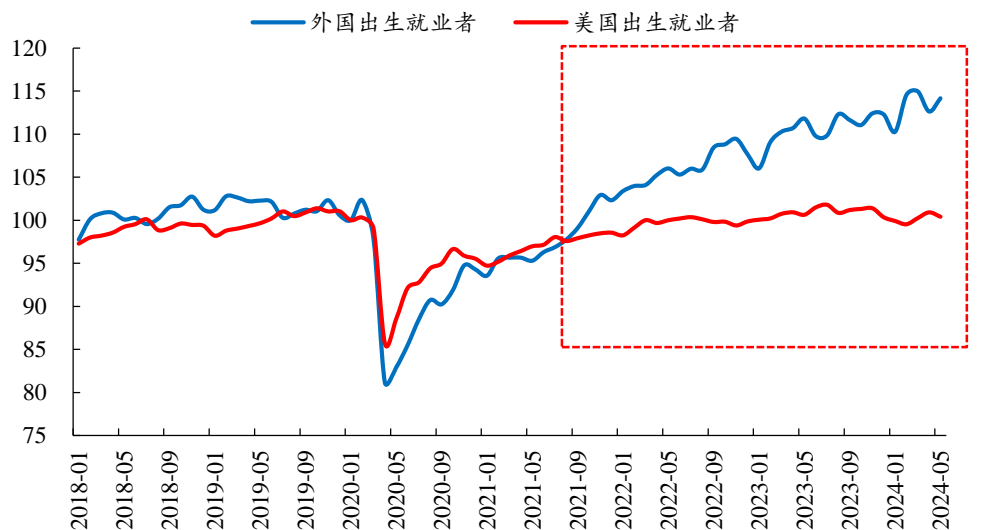
Sources: Bureau of Labor Statistics; CEA calculations.

Note: Both Household employment measures account for the January 2024 population control adjustment.

资料来源：CEA、开源证券研究所

第二，我们认为这背后或仍是移民因素在持续发挥作用，导致相关的数据信号紊乱。在3月份的非农报告中，我们曾指出，根据布鲁斯金学会的研究，其认为美国就业强劲的原因是移民政策放松后所导致的就业水平上升（供给侧改善）。我们确实也观察到了近期美国非农就业相对强劲，因此货币政策所对应的就业均衡水平或需要上修（参考《美联储2024年降息决策面临强就业挑战——美国3月非农就业数据点评》）。此外，由于接触性服务业是当下就业的主力军，且是移民较为容易进入的行业，可能存在一定的挤出效应。我们也看到，外国出生就业者在拜登上台后的整体就业增速相较于美国出生的就业者要更多。

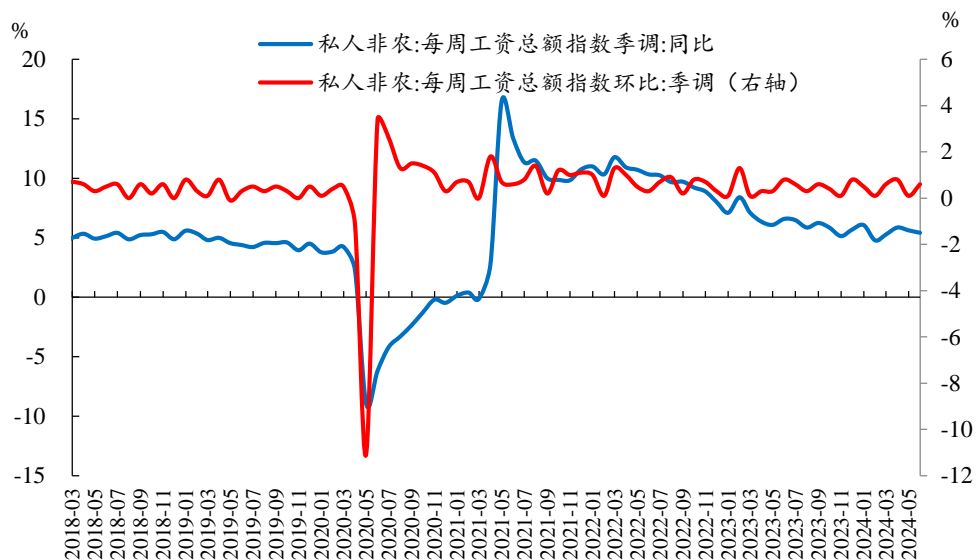
图10：外国出生就业者就业提升更多（2020年1月=100）



数据来源：FRED、开源证券研究所

最后，我们认为对美联储而言，当下尚不能确定新的均衡就业水平是多少，因此其会更加关注通胀数据，这或许也是当下决策模式的一个改变。此外，我们需要关注的是，薪资增速或更加引起美联储的关注。5月私人非农每周工资总额指数同比提升5.43%，环比提升0.6%，同比增幅虽有所下降，但环比增幅却再度走强，显示后续整体的薪资水平或将处于一个较高的状态，并将成为通胀的有力支撑。

图11：私人非农的工资总额指数环比走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

往后看，由于6月FOMC召开时CPI数据尚未发布，因此美联储或会比较关注5月的就业数据，结合我们上述的分析，联储内部或将会提升对后续通胀水平的预估，我们认为在6月FOMC的点阵图上，美联储有很大可能削减2024年的降息次数。此外，由于当下美国股市表现较好，容易形成财富效应，从而刺激居民消费。还有一点需要注意，暑期临近，后续16-24岁年龄群劳动参与率是否能够回升还有待观察。基准情形下，我们仍维持美联储最快于4季度开始降息，且2024年很有可能不降息的判断。

就业数据发布后，美股收跌，黄金亦录得较大跌幅，美债收益率上升，CME期货显示9月降息概率已降至略高于50%。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年15月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn