

政府就业左右非农是否超预期

——5月美国非农数据点评

2024年6月11日

宏观经济

事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国5月季调后非农就业增27.2万，预期18.5万，前值16.5万；失业率4%，预期3.9%，前值3.9%。

主要观点：

- 1、就业紧绷程度已降至疫情前的高位，短期内非农总量无忧。
- 2、1~5月周期性行业就业没有本质变化，总量受医疗和政府两大非周期性行业影响较大。
- 3、收入增速和失业率具有中后期周期性特征。
- 4、当前政策利率离中性利率并不太远，预防性降息次数非常有限。
- 5、维持美国十年期国债利率下限3.65~3.85%，上限4.6~4.85%；美股维持短期没有明显风险点，长期中性。

非农总量短期内无忧，就业紧绷程度回落至疫情前高点。岗位空缺数与非农就业总和仍显著高于劳动力供给，短期内就业无忧。以岗位空缺数与非农就业总和作为衡量劳动力市场的需求方，以劳动力人数作为供给方，4月需求占供给百分比从疫情后期高点103.77%进一步降至100.93%，非常接近疫情前的高点100.91%（2018年11月）。但疫情前2年，2018~2020年2月，美国劳动力市场处于历史上较为紧绷的时期，因此非农短期仍将较为紧绷（图4）。分行业看，部分行业岗位空缺数已显著低于疫情前，如贸易运输和能源（85%）、零售（72%），仍显著高于疫情前的有医疗保健（134%）、制造业（126%）（图8）。今年以来，非农四大主力行业，医疗、政府、专业与商业服务、餐饮的岗位空缺数虽然有所回落，但仍在当前平台震荡，表明非农总量仍有支撑（图7）。

医疗、政府继续高位增长，专业与商业服务、娱乐休闲回升。5月就业主要集中于医疗（6.8万）、政府（4.3万）、娱乐休闲（含餐饮）（4.2万）和专业与商业服务（3.3万），其中，专业与商业服务仍主要集中于专业科学技术服务（3.2万），结束今年以来连续4个月的低迷期。此外，社会支持1.5万，零售（1.3万）。制造业连续2个月止跌回升（0.8万），主要来自非耐用品企稳（1万）；而耐用品就业略有下降（-0.2万），主要来自汽车制造（0.5万）以及电子行业（0.1万）（图3）。赌博娱乐行业恢复良好，或预示三季度旅游旺季消费可期（图13）。

1~5月周期性行业就业没有本质变化，总量起伏基本由医疗和政府两大非周期性行业主导。近期就业主力集中在医疗和政府，占非农总量约25%（图10），对非农影响显著，但这两个行业周期性不强。扣除医疗与政府就业，则非农新增仍处于历次经济周期较低水平。从2023年3月开始，扣除后的非农与总量之间的差距显著而稳定（图12）。4月非农不及预期也主要来自当月政府几乎没有新增就业；随着5月政府就业恢复增长，非农再次超预期。当然，本轮周期不排除政府和医疗就业对其他行业的替代效应。劳动力市场数据在经济周期中一般属于滞后项，当各行业陆续恢复疫情前的节奏后，非农数据对经济周期的预示作用下降，降息仍由通胀主导。

收入端具有典型的中后期特征。中高收入增速显著下降，低收入增速高位略有下降，为经济周期中后期的典型特征（图11）。另一方面，历史上高通胀时期的前半段一般都伴随着失业率的显著下降，甚至低于一般经济周期的低位水平，随后失业率缓慢爬升，目前也符合这一特征（图16）。从收入来看，时薪（或周薪）同比降至4%以下才可看到通胀压力实际下降，需至少一个季度才能确定不会反弹。而在前期基数较高的基础上，5月时薪同比4.2%没有下降（图6）。横向比较，4.2%属于正常经济周期的高位，特别是CPI同比低于时薪的情况下。因此，从时薪角度看，降息时机尚未成熟。按照2008年以前的政策风格，高于2%的GDP增速以及高于4%的时薪增速的情景中，美联储没有降息的理由。

当前政策利率离中性利率并不太远，预防性降息次数非常有限。我们在2020年疫情开始后就提出，随着地产周期复苏，中

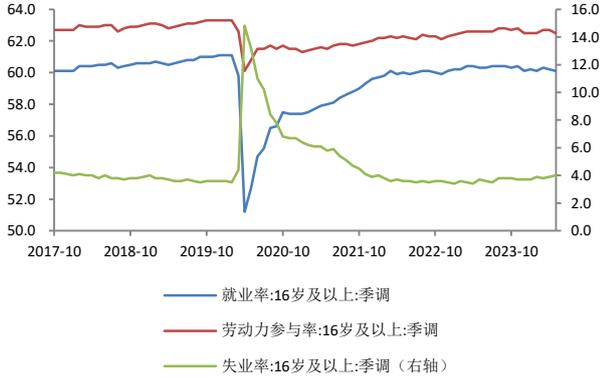
性利率可能有所抬升，即目前的政策利率水平虽处于限制性区域，但可能离中性利率并不太远。本轮美联储降息的诉求是在经济不出现衰退的前提下，政策利率能够匹配回落的通胀水平，即从限制性区域回落至略微限制~中性利率的区间。从这一角度理解，若通胀不改下降趋势，今年小幅降息的概率尚存。

美国十年期国债利率下限维持 3.65~3.85%，上限 4.6~4.85%（图 14）。随着通胀中枢以及 GDP 增长中枢上移，美十债很难回到 2008~2022 年间的长期低利率水平，定价应参照 2008 年之前。去年美十债一度突破 5%，债市与股市产生了跷跷板的反应。当时的背景为美联储可能还会再加一次息以及通胀环比仍处于高位，市场情绪一度较为极端，但今年这两个因素均不存在。今年美联储基本不考虑再次加息，并寻找合适的机会开启降息。通胀虽然仍具有粘性，但整体环比还是比去年跌落一个平台，今年美十债再次突破 5% 的可能性不高。

股市方面，美国短期经济衰退风险不大，实体经济投资止跌，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。但长期泡沫再次出现，类似 1997-2000 年科技泡沫时期。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，鉴于美联储仍保留降息可能，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是因为目前尚没有货币政策导致的流动性问题（图 15）。

风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1：劳动参与率不再提升（%）



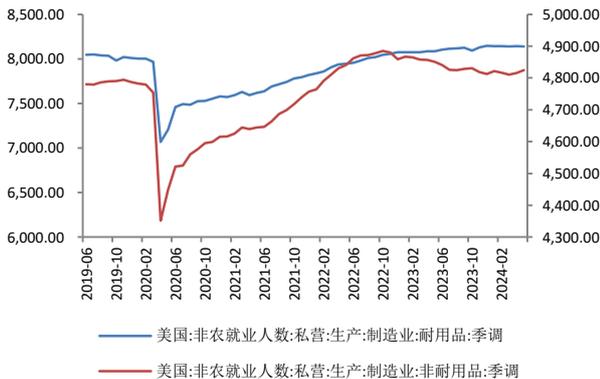
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：家庭调查就业与企业调查就业均超过疫情前（千人）



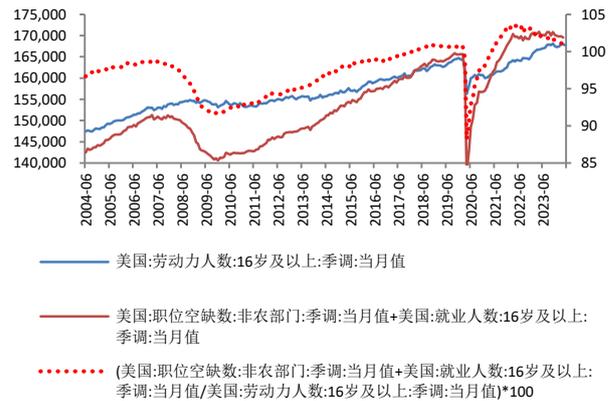
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：制造业就业仍在平台期（千人）



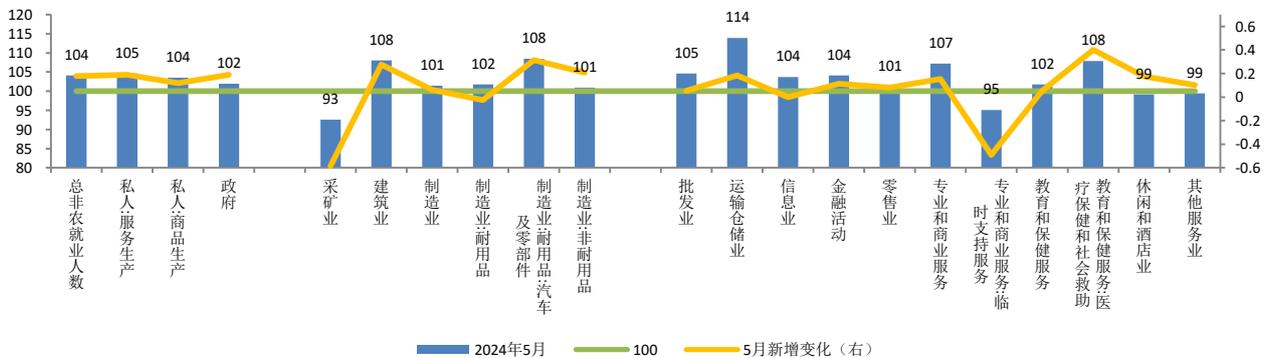
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：就业紧绷进一步下降（千人）



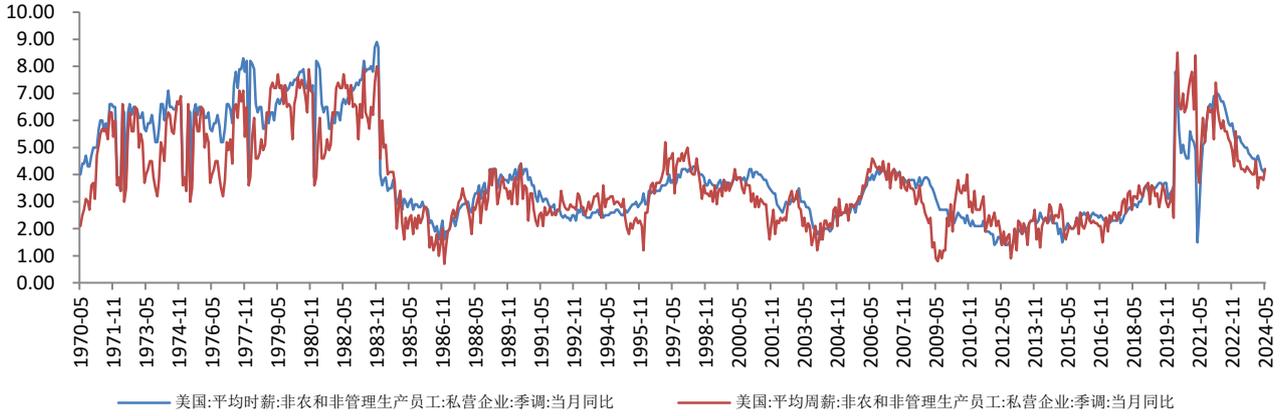
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：非农细分行业新增环比（2020年2月=100）



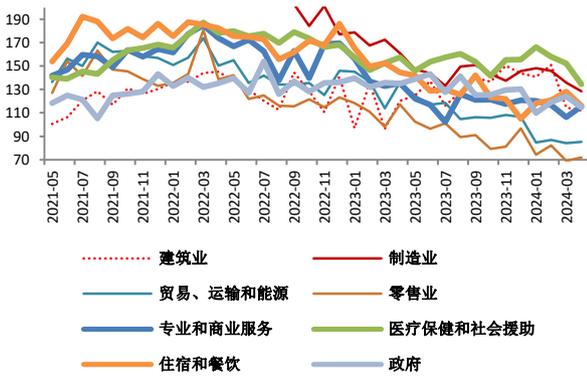
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：周薪同比位于至正常周期末期高位，但基数效应明显，至少需半年时间验证是否为有效回落（%）



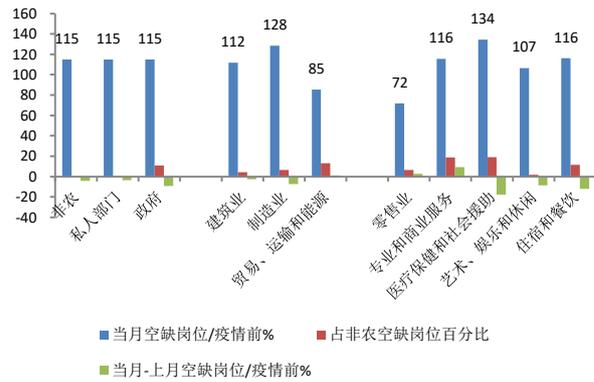
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：除政府、休闲娱乐和医疗，其他岗位需求继续回落（2020年2月=100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

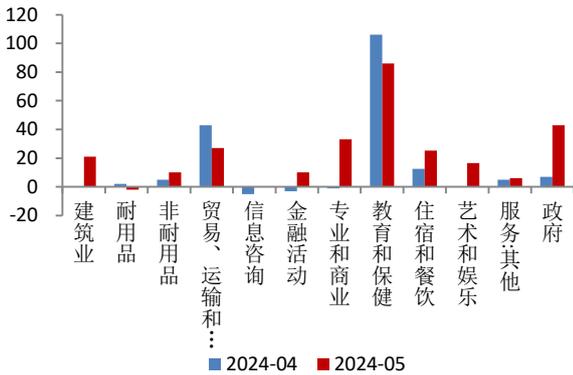
图8：各行业就业市场需求（2020年2月=100）



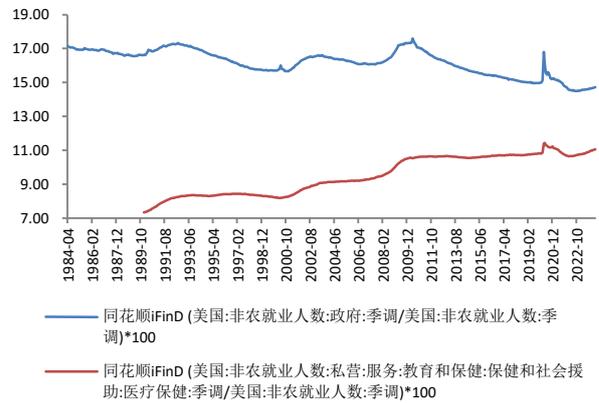
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：非农新增（按行业，单位：千人）

图10：政府和医疗占非农就业百分比（%）

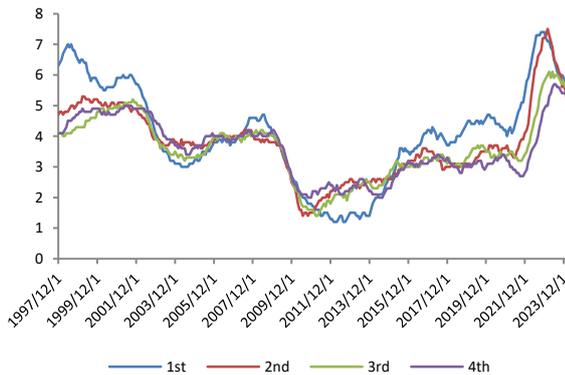


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



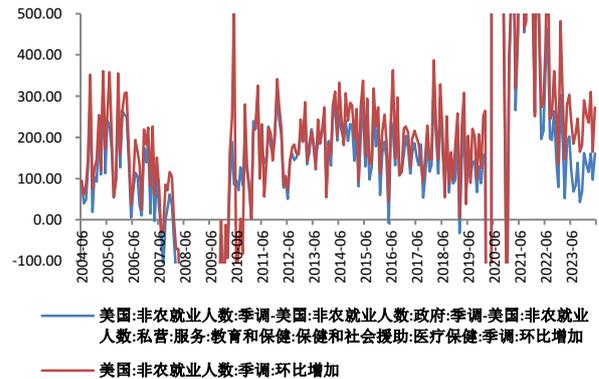
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：中高收入阶层时薪同比迅速回落（%）



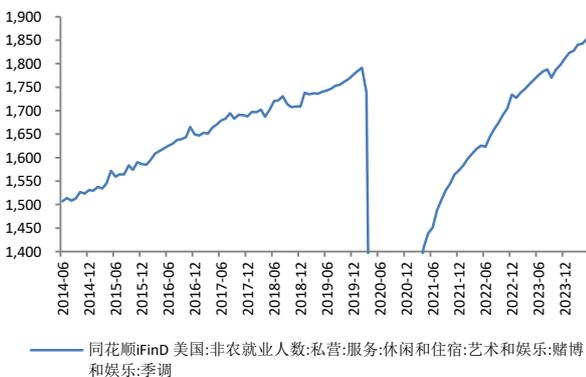
资料来源：美联储，东兴证券研究所

图12：非农环比新增（千人）



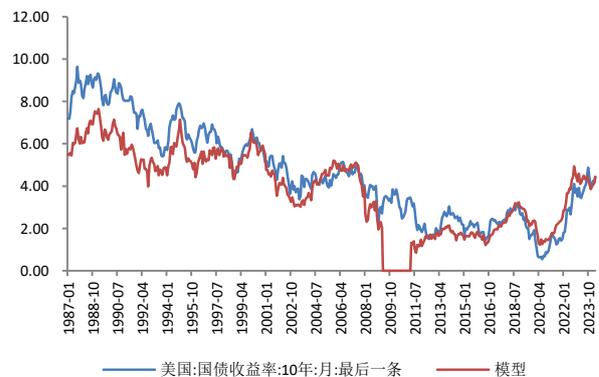
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：赌博娱乐业就业恢复加速（千人）



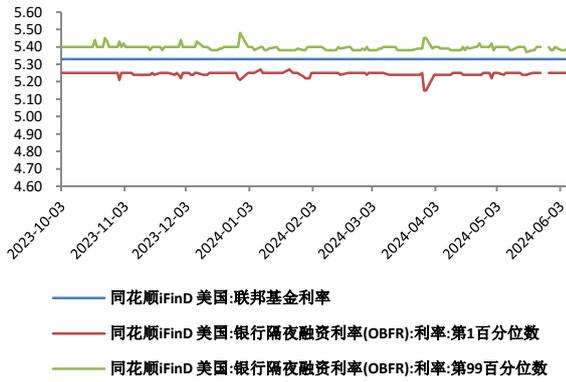
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：美十债模型（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：短期货币市场没有出现流动性问题（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：通胀与失业率



资料来源：FRED，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观深度报告	20240527 大类资产配置 PPT	2024-05-29
宏观深度报告	2024 年半年度大类资产配置——经济微暖，风险偏好回升	2024-05-28
宏观普通报告	美国二三季度降息无望，年内降息必要性下降—美国 3 月 CPI 数据点评	2024-04-12
宏观普通报告	降息仍由通胀主导，年内降息概率略有下降—美国 3 月非农数据点评	2024-04-10
宏观普通报告	点阵图对降息幅度有边际收窄倾向—美国 3 月 FOMC 点评	2024-03-22
宏观深度报告	衰退继续延迟，海外进入降息通道—2024 海外经济展望 PPT	2024-03-14
宏观普通报告	美国通胀仍有粘性，降息窗口较窄—美国 2 月 CPI 数据点评	2024-03-14
宏观普通报告	美国劳动力市场仍较为稳健，降息窗口较窄—美国 2 月非农数据点评	2024-03-13
宏观深度报告	对 2024 年政府工作报告的几点理解—	2024-03-07
宏观普通报告	美国商品价格止跌，服务价格粘性不变—美国 12 月 CPI 数据点评	2024-01-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526