

美国就业市场整体仍在降温

——美国5月非农就业数据点评

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

事件：

5月美国非农就业增长超预期与失业率超预期上行到4%同时出现，我们认为非农就业由于统计方法、样本等问题可能高估了美国就业的水平，未来还可能下修。实际上，4月美国职位空缺数下降，职位空缺失业比也下降到1.24。综合各数据，就业市场虽然强于预期，但是整体仍在边际走弱。2024年12月会议降息的概率仍超过90%，期货市场仍押注今年降息。我们维持通胀继续回落的情况下，美联储今年还是有降息可能的判断。

➤ 失业率突破4%，劳动参与率下降

家庭调查的5月失业率升破4%。失业率的上升有劳动参与率下降的贡献，例如本身波动就比较大的20-24岁人群的劳动参与率下降1.6pct。雇主调查的新增非农就业27.2万人，高于预期，与家庭调查的结果不一致，这个数据可能因为统计方法和口径的原因高估美国的就业热度。此外，JOLTS报告的职位空缺失业比下降到1.24。综合各数据，我们认为就业市场整体还是呈现边际走弱。

➤ 工资通胀的压力反弹

时薪增长环比0.4%，同比反弹到4.1%，这其实是本次数据中最令人担忧的部分。美联储5月会议上说近几个月通胀进展有限，5月工资通胀仍表现出韧性。分行业看共8个行业时薪跑赢通胀，在13个行业中超过半数，较上月增加一个。5月每周工作时间34.3小时，持平上月。

➤ 采矿业仍是缺口最大行业

5月非季调的非农同比增长278.6万，月均23.2万，上月为280万；季调同比增长275.6万人，月均23万，上月278.7万人。目前来看，同比新增就业衡量的劳动力市场热度略微下降，但仍然略高于疫情前的水平。分行业看，多数行业就业增长，5月仅1个行业就业减少。累计就业上，休闲和酒店业就业人数已经超过疫情前5万人，采矿业仍是缺口最大的行业。

➤ 美联储今年或能降息

我们认为就业市场总体还是在边际走弱，经济软着陆下还能控制住通胀恰是美联储最希望看到的结果，目前实现的可能仍较大。美联储2024年6月会议降息可能性不大。欧洲央行已经降息，美联储当下降息的主要顾虑是通胀的问题。市场目前对于12月降息仍有期待，概率超过90%。我们认为在通胀回落的情况下，美联储年内或还是可以降息。

风险提示：美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

相关报告

- 1、《就业市场边际走弱可能不算坏消息：——美国4月非农就业数据点评》2024.05.07
- 2、《偏强的就业市场让降息预期进一步下行：——美国3月非农就业数据点评》2024.04.08

正文目录

1. 失业率升破 4%，劳动参与率走低	4
1.1 失业率升破 4%	4
1.2 劳动参与率回落	5
2. 非农就业增长强劲	7
2.1 非农就业增长强劲	8
2.2 仅 1 个行业就业减少	12
2.3 非农存量就业总体恢复	14
2.4 采矿业缺口最大	15
3. 时薪加速上升，同比回到 4.1%	16
3.1 时薪加速上涨，工时不变	17
3.2 分行业时薪：8 个行业跑赢通胀	18
4. 职位空缺数略高于 800 万	19
4.1 职位空缺等数据走弱	19
4.2 初次申请失业金 22 万人	20
5. 美联储今年或能降息	21
5.1 国债利率走高，股市下跌	22
5.2 美联储今年仍可能降息	23
6. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 近 3 年美国失业率 (%)	4
图表 2: 美国历史失业率 (%)	4
图表 3: 3 月 FOMC 经济预期概要 (SEP) 中位数	5
图表 4: Sahm 法则失业率平均值 (%)	5
图表 5: Sahm 法则 (%)	5
图表 6: 疫情以来美国劳动参与率 (%)	6
图表 7: 历史美国劳动参与率 (%)	6
图表 8: 16-19 岁人群劳动参与率 (%)	7
图表 9: 20-24 岁人群的劳动参与率 (%)	7
图表 10: 25-54 岁人群劳动参与率 (%)	7
图表 11: 55 岁以上人群的劳动参与率 (%)	7
图表 12: 环比新增非农就业 (万人)	8
图表 13: 疫情后环比新增非农就业 (万人)	8
图表 14: 2016 年以来 5 月的非季调非农 (万人)	9
图表 15: 2016 年以来 4 月的非季调非农 (万人)	9
图表 16: CES 和 QCEW 的差异 (万人)	9
图表 17: 2023 年就业变化 (万人)	9
图表 18: 新增非农就业 (万人)	10
图表 19: 新增非农就业修正变化 (万人)	10
图表 20: 疫情前同比新增非农就业 (万人)	11
图表 21: 疫情后同比新增非农就业 (万人)	11
图表 22: 环比新增非农就业 (万人)	11
图表 23: 12 月平均环比新增非农就业 (万人)	11
图表 24: 非农就业人数 (亿人)	12
图表 25: 非农就业人数 (2019 年 12 月=100)	12
图表 26: 就业人数 (2019 年 12 月=100)	12

图表 27:	疫情以来就业变化(万人)	12
图表 28:	5月新增非农就业分行业(单位:万人)	13
图表 29:	5月累积新增非农就业分行业(单位:万人)	14
图表 30:	非农就业总人数(单位:百万人)	15
图表 31:	5月美国存量非农就业分行业(单位:百万人)	16
图表 32:	5月美国存量非农就业分行业(单位:万人)	16
图表 33:	非农全部员工时薪同比(%)	17
图表 34:	非农全部员工时薪环比(%)	17
图表 35:	工资通胀拆解, 工资=时薪*工时(对数化结果)	18
图表 36:	时薪分行业(美元)	19
图表 37:	职位空缺数(万人)	20
图表 38:	职位空缺率(%)	20
图表 39:	空缺失业比	20
图表 40:	当周初次申请失业金人数(万人, 右轴%)	21
图表 41:	持续领取失业金人数(万人)	21
图表 42:	月均值: 当周初次申请失业金人数(万人)	21
图表 43:	劳动力供给和劳动力需求(百万人)	22
图表 44:	美国股市收盘的反应(%)	23
图表 45:	美国国债利率收盘变化(基点)	23
图表 46:	政策利率(%)	24
图表 47:	核心CPI(%)	24
图表 48:	美联储降息概率(%)	24

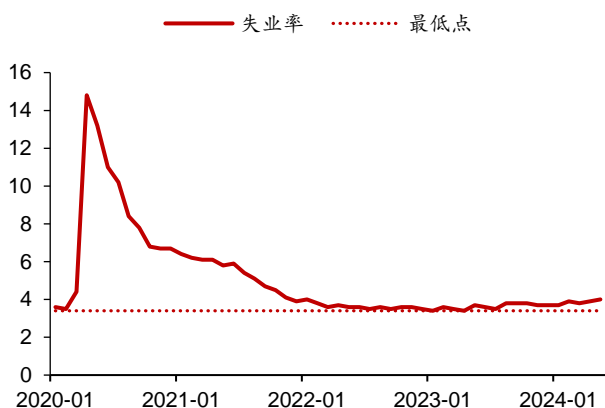
1. 失业率升破 4%，劳动参与率走低

失业率 5 月升破 4%，劳动参与率走低，整体就业市场边际走弱。家庭调查的 5 月失业率的上升不仅是失业人数上升的贡献，也有劳动参与率下降的贡献，尤其是 20-24 岁人群的劳动参与率下降 1.6pct。失业人数上升 15.7 万人，但是劳动力下降了 25 万人。失业率边际回升对于降通胀可能并不算坏消息，但是 20-24 岁人群的劳动参与率本身波动较大，未来可能再回升，失业率仍存在波动的可能。

1.1 失业率升破 4%

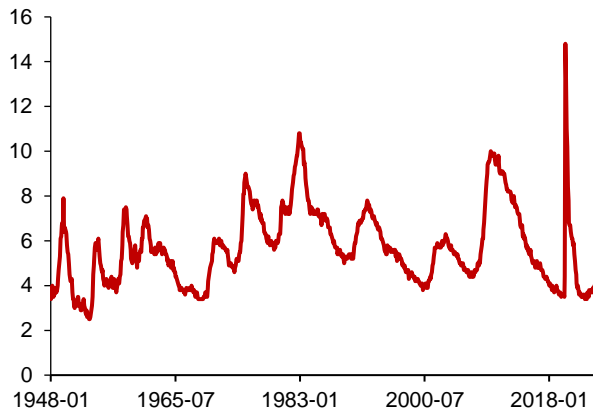
美国 5 月失业率为 4%，高于预期，较上月上升 0.1pct。失业率自 2022 年 1 月达到 4%后，连续 27 个月低于 4%，本月是首次升破 4%。失业率在疫情后的 4 月上升到 14.8%的最高点，然后一路回落，最低点为 3.4%。相对于最低点，失业率已经上升了 0.6pct。

图表1：近 3 年美国失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：美国历史失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

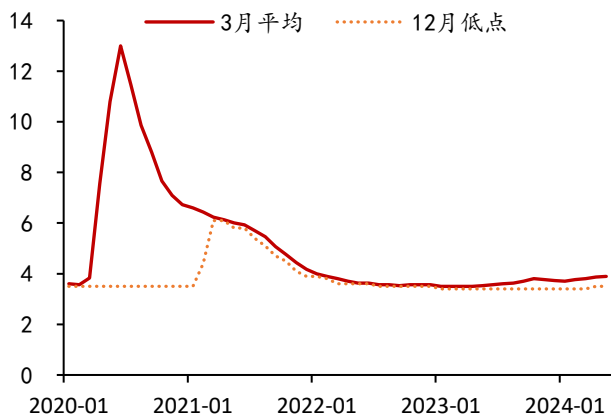
美联储 3 月公布的经济预期概要里预期 2024 年底失业率为 4%，目前刚升破。美联储在 6 月会议将更新经济预期概要。2023 年全年实际的平均失业率为 3.6%。

图表3：3月FOMC经济预期概要(SEP)中位数

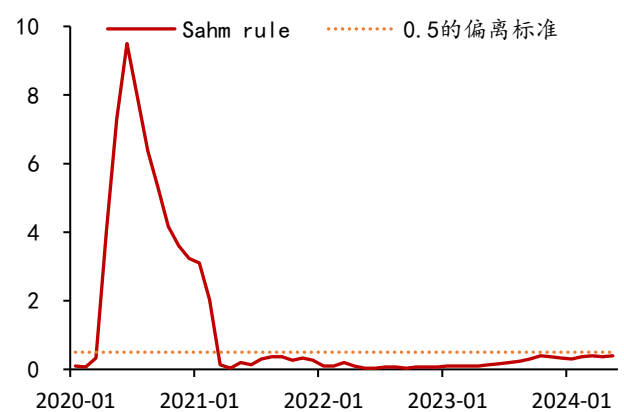
变量	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP		2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
12月会议	2.6%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
失业率		4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
12月会议	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
PCE通胀		2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
12月会议	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀		2.6%	2.2%	2.0%	
12月会议	3.2%	2.4%	2.2%	2.0%	
政策利率		4.6%	3.9%	3.1%	2.6%
12月会议	5.4%	4.6%	3.6%	2.9%	2.5%
注：数字颜色含义	变差	变好	不变		

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

美国5月失业率的数据显示近3月的均值较近12个月的低点上升了0.4%，上月是0.37%。根据Sahm法则，如果这个数值超过了0.5%时，那么经济就即将步入衰退。根据Sahm法则衰退的可能5月再次上升。

图表4：Sahm法则失业率平均值(%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：Sahm法则(%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 劳动参与率回落

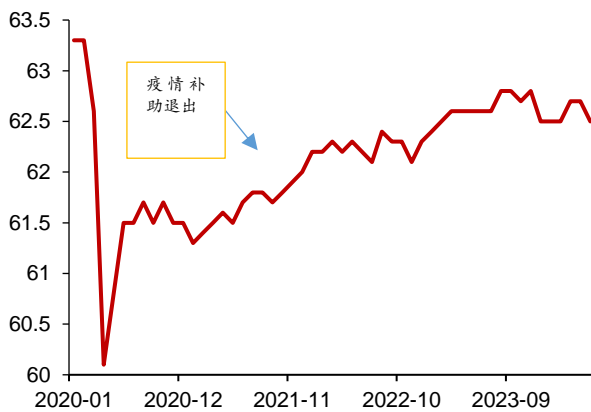
劳动参与率回落，失业率的上行也有劳动参与率下降的贡献。20-24岁人群的劳动参与率下降1.6pct，55岁以上人群劳动参与率下降0.2pct。劳动参与率和疫情前

水平差距较大的仍然是 55 岁以上人群，较疫情前高点仍有 2.3% 的差距。

1.2.1 劳动参与率

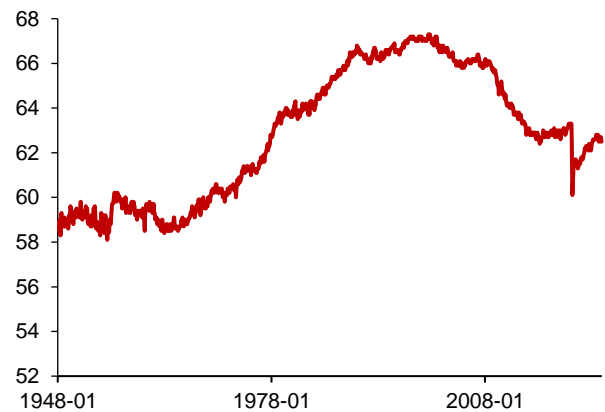
5 月劳动力参与率为 62.5%，上月 62.7%，距离疫情前的高点 63.3%，差距扩大到 0.8pct。劳动参与率下降，同时失业率上升，失业率的上升不仅是失业人数变化的贡献，也是劳动力下降的贡献，5 月劳动力人口下降了 25 万。

图表6：疫情以来美国劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：历史美国劳动参与率(%)



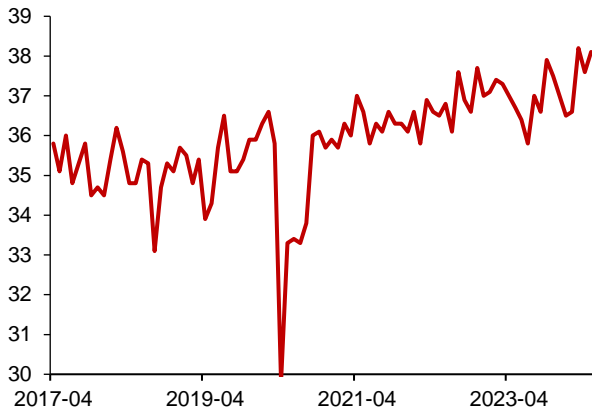
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2.2 劳动参与率结构

从劳动参与率年龄结构的分解来看，5 月份 2 个年龄组的劳动参与率较上月上升，2 个年龄组的劳动参与率较上月下降。16-19 岁人群的劳动参与率上升 0.5pct，25-54 岁人群的劳动参与率上升 0.1pct；20-24 岁人群的劳动参与率下降 1.6pct，55 岁以上人群劳动参与率下降 0.2pct。

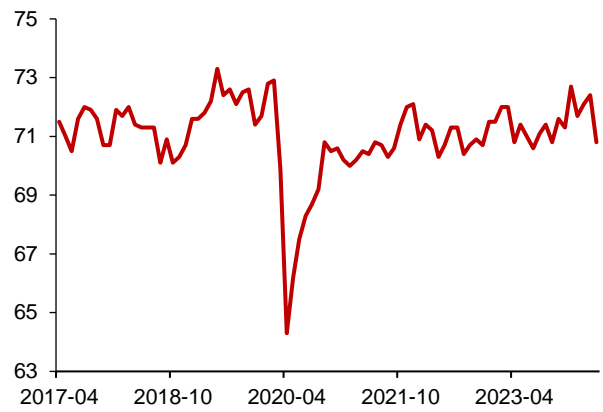
从绝对水平上看，劳动参与率低于疫情前高点的有 20-24 岁人群和 55 岁以上人群。20-24 岁人群的劳动参与率较疫情前最高点还低 2.5pct，可能还有一些上行的空间。而 55 岁以上人群，较疫情前高点有 2.3pct 的差距，但是并没有回升的迹象。

图表8：16-19岁人群劳动参与率(%)



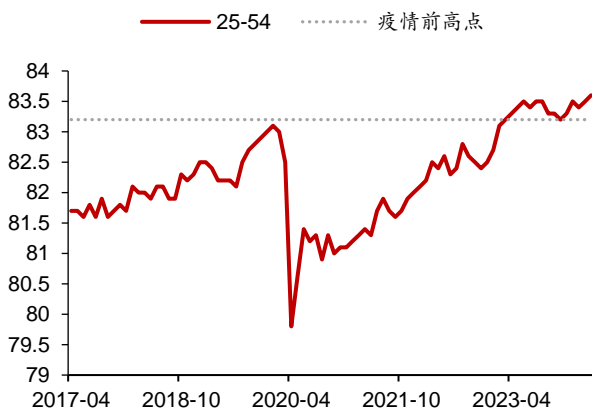
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：20-24岁人群的劳动参与率(%)



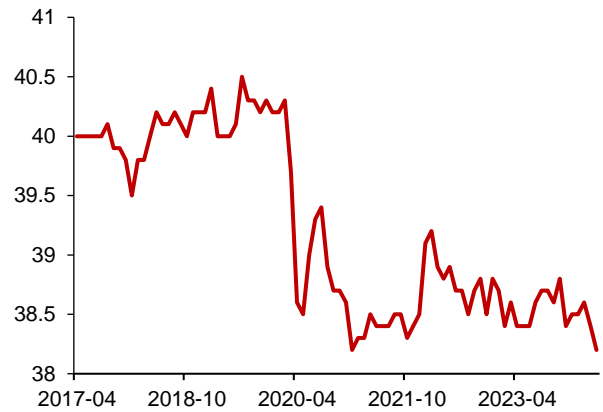
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：25-54岁人群劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：55岁以上人群的劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 非农就业增长强劲

雇主调查的5月新增非农就业强劲，新增就业27.2万人，但可能存在高估，未来可能向下修正。2024年4月的新增就业第一次修正下修1万人，2024前3个月合计下修了12.9万人。雇主调查和家庭调查的差距较大，家庭调查显示的就业市场热度略低一些。

疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间，5月季调同比就业增长降到略低于280万人左右，但仍然略高于疫情前的水平。

分行业看，多数行业就业增长，5 月仅 1 个行业就业减少。休闲和酒店业就业人数已经超过疫情前 5 万人。

2.1 非农就业增长强劲

5 月新增非农就业强劲，新增就业 27.2 万人。雇主调查和家庭调查的差距较大，家庭调查显示的就业市场热度略低一些。家庭调查显示就业的增长主要来自于移民。

2.1.1 新增非农就业总量

雇主调查的美国 5 月非农新增就业 27.2 万人，高于上月，上月 16.5 万人，高于预期的 18 万人。

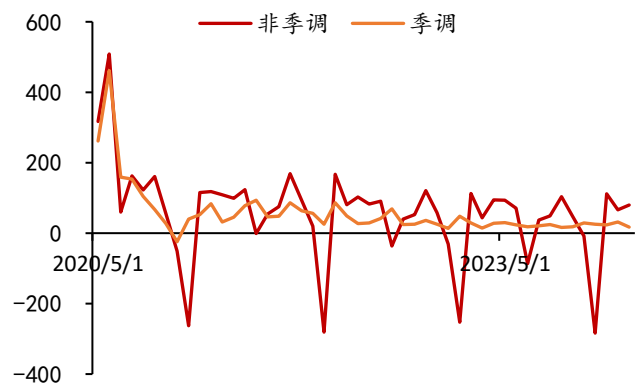
非季调的非农环比 5 月上升了 91.7 万，对比疫情前几年的情况来看，5 月非季调的数据高于 2016-2019 年的水平，均值为 77 万以上。5 月的非农新增数据考虑到季节因素也偏强。

图表12：环比新增非农就业(万人)



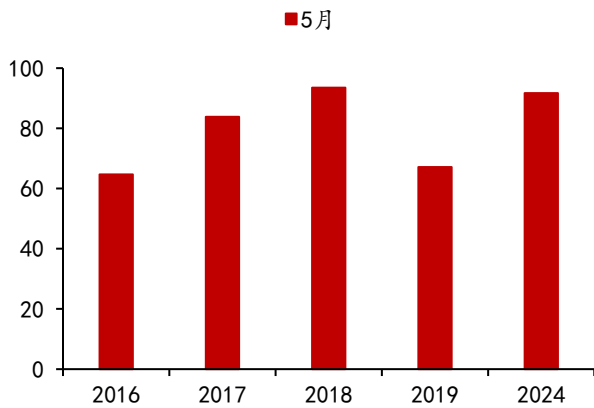
资料来源：FRED，国联证券研究所

图表13：疫情后环比新增非农就业(万人)



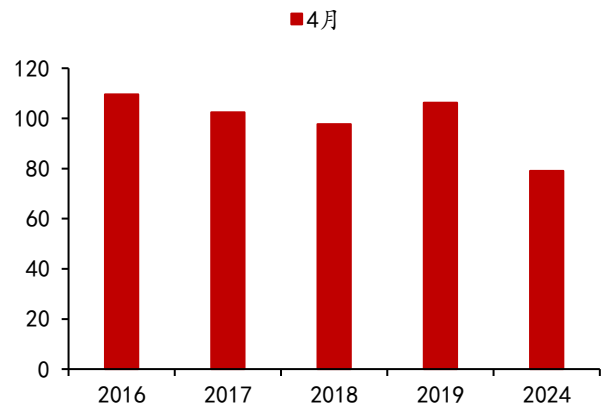
资料来源：FRED，国联证券研究所

图表14: 2016年以来5月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

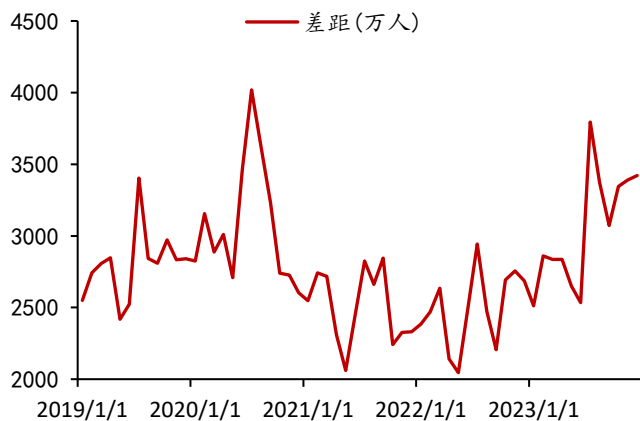
图表15: 2016年以来4月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

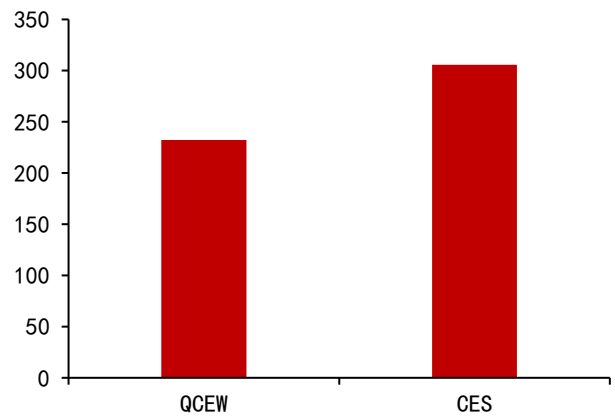
雇主调查的非农新增的数据有可能存在高估的问题。非农数据的调查来自于雇主调查(CES), 大概抽样率略大于5%, 而就业和工资季度普查(QCEW)几乎是全样本。对比最近的数据, 可以看到 CES 和 QCEW 的差异似乎有走高的趋势, 从 2023 年的数据看 CES 显示就业增长了 306 万, 而 QCEW 显示就业只增长了 232 万。

图表16: CES 和 QCEW 的差异(万人)



资料来源: BLS, 国联证券研究所

图表17: 2023年就业变化(万人)



资料来源: BLS, 国联证券研究所

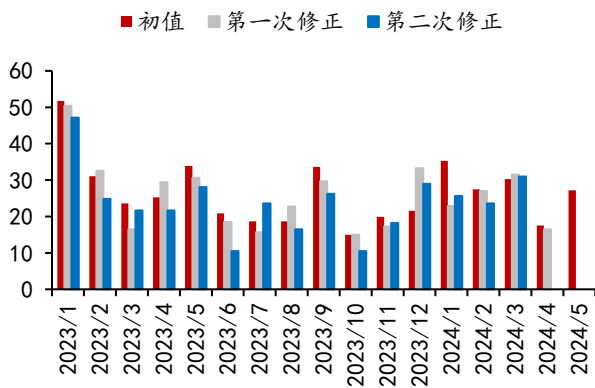
2.1.2 新增非农就业数据修正

2024年4月的新增就业第一次修正下修1万人, 下修幅度不大。

2024年3月的新增就业第二次修正相对第一次修正下修0.5万人，第一次修正上修1.2万人，第二次修正相对初值上修了0.7万人。2024前3个月合计下修了12.9万人。

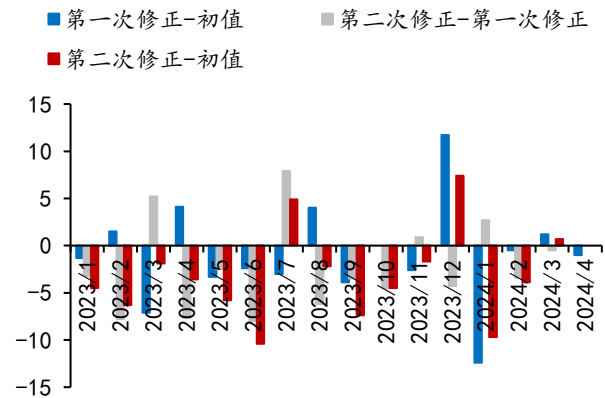
2023年以来新增非农第二次修正相对于初值的变化向下修正的居多，全年累计向下修正了36万。其中6月份的修正幅度最大，初值是20.9万，而第二次修正后变成了10.5万，向下修正了10.4万。

图表18：新增非农就业(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

图表19：新增非农就业修正变化(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

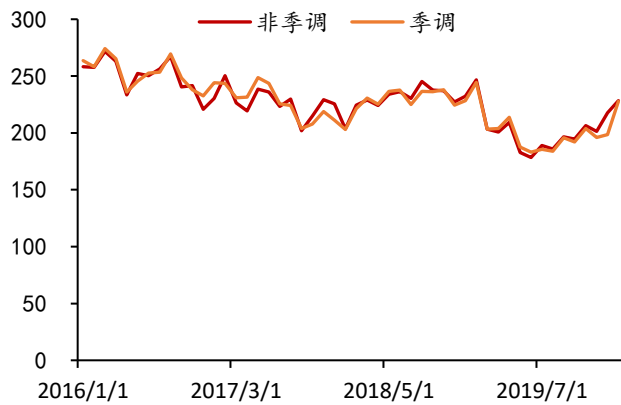
2.1.3 新增非农就业同比

从同比增长的数据看，5月非季调的非农同比增长278.6万，月均23.2万，上月为280万；季调同比增长275.6万人，月均23万，上月278.7万人¹。

疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间，目前来看，同比新增就业衡量的劳动力市场热度仍然略高于疫情前的水平。

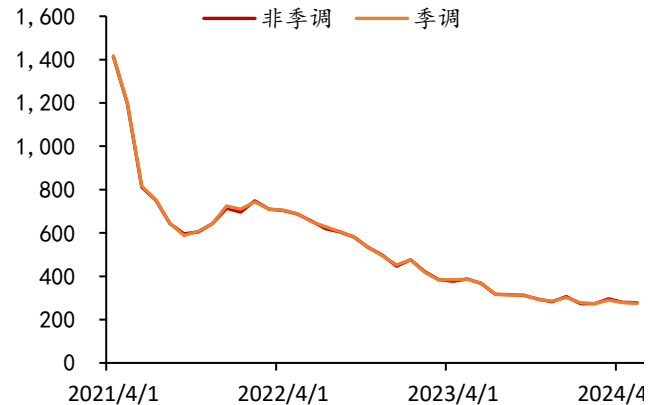
¹ 同比的增长不会被季节调整影响，另外同比数据相当于考虑了12个月的变化，也更不易受一两个月数据波动的影响。

图表20: 疫情前同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表21: 疫情后同比新增非农就业(万人)

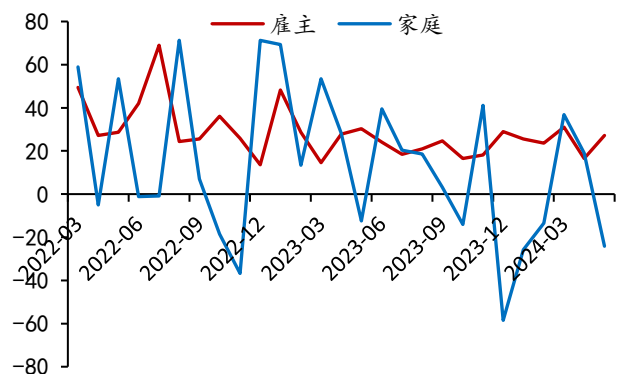


资料来源: FRED, 国联证券研究所

2.1.4 雇主调查和家庭调查

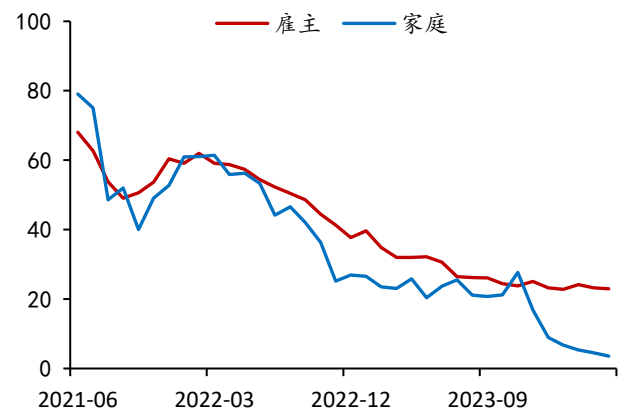
雇主调查显示5月非农就业增长27.2万人,而失业率上升,就业市场究竟是走强还是走弱似乎存在矛盾。一个重要的观察角度来自于对雇主调查和家庭调查的对比,家庭调查计算的非农就业增长为下降24.2万人。从就业市场的大趋势发展来看,雇主调查和家庭调查应该指向相同的方向,两者差异过大可能意味着存在某些调查的不同技术因素影响。从12月平均的角度看家庭调查显示的就业市场热度略低一些。

图表22: 环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

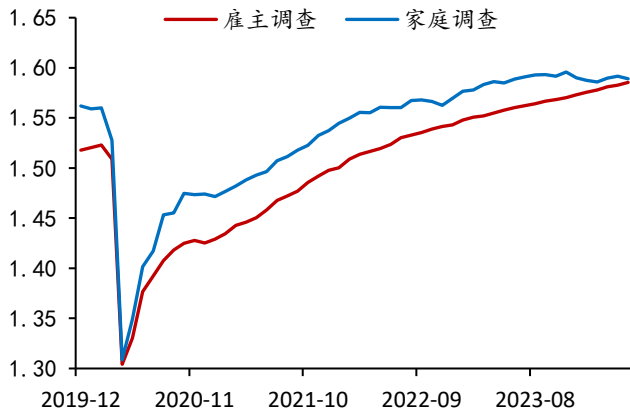
图表23: 12月平均环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

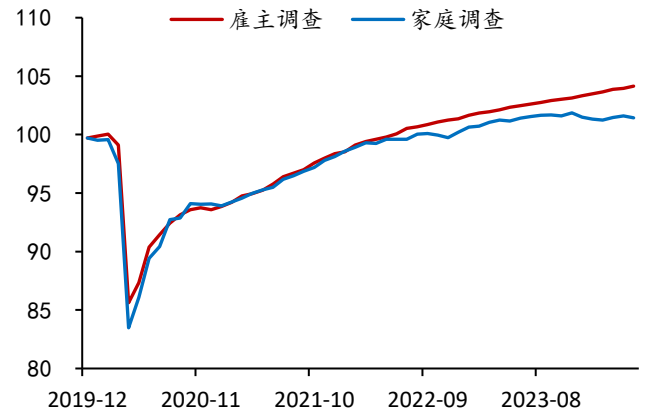
从总的非农就业人数来看,家庭调查的非农就业人数增长走弱的幅度显然要快于雇主调查。如果以2019年12月为100,那么雇主调查5月为104.4,家庭调查为101.7。

图表24: 非农就业人数(亿人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表25: 非农就业人数(2019年12月=100)

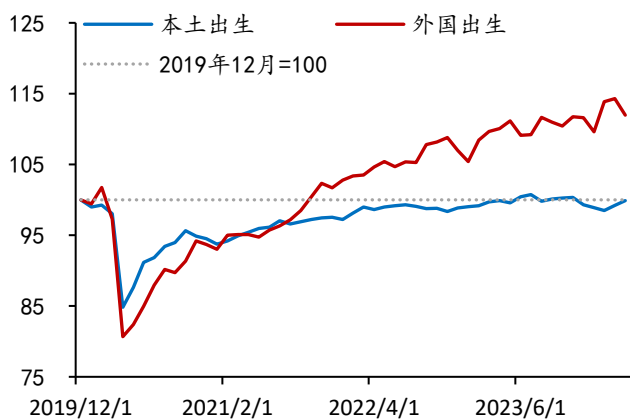


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.1.5 移民问题

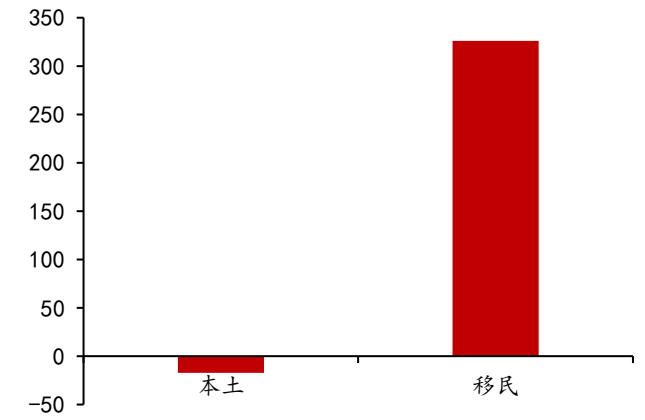
另外, 就业市场可能没有非农显示的那么强的一个观察角度是, 就业市场的红火可能很多来自于非法移民的贡献。从疫情以来, 就业的增长主要来自于外国出生的劳动力。从就业人数来看, 本土出生的就业和 2019 年底基本持平, 而外国出生的就业增长了 12%。从绝对数量来看, 外国出生的就业增长了超过 300 万人。

图表26: 就业人数(2019年12月=100)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表27: 疫情以来就业变化(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 仅 1 个行业就业减少

分行业看，多数行业就业增长，5月仅1个行业就业减少。

2.2.1 新增非农分行业

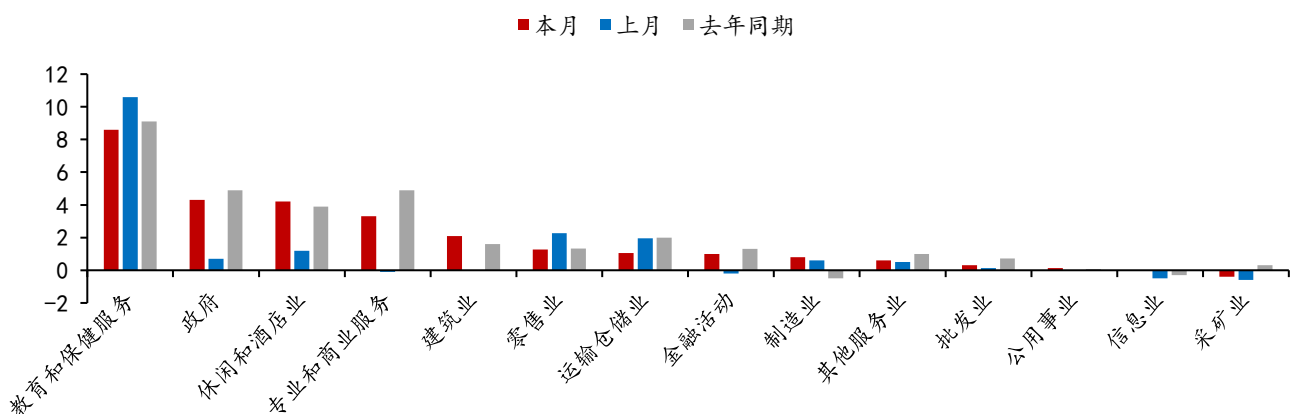
从新增非农就业的行业结构看，5月就业减少的部门仅有1个，4月就业减少的部门有3个。采矿业减少0.4万人，其他行业就业都实现增长。

在就业增长的私人部门行业中，最大增幅前三的私人行业为教育和保健服务、休闲和酒店业、专业和商业服务业，最大增幅前三个行业加起来的新增就业占到5月全部新增就业的59%，4月占全部新增就业的78%，集中度本月较上月下降。

具体数字上来看，教育和保健服务新增8.6万人，其次是休闲和酒店业新增4.2万人，专业和商业服务业新增3.3万人。

其他行业中，建筑业新增2.1万人，零售业增加1.26万人，运输仓储业增加1.06万人，金融活动业增加1万人，制造业新增0.8万人，其他服务业增加0.6万人，批发业增加0.31万人，公共事业增加0.13万人，信息业不增不减。另外政府新增4.3万人。如果去除政府的话，私人部门的新增就业5月为22.96万人。

图表28：5月新增非农就业分行业(单位:万人)

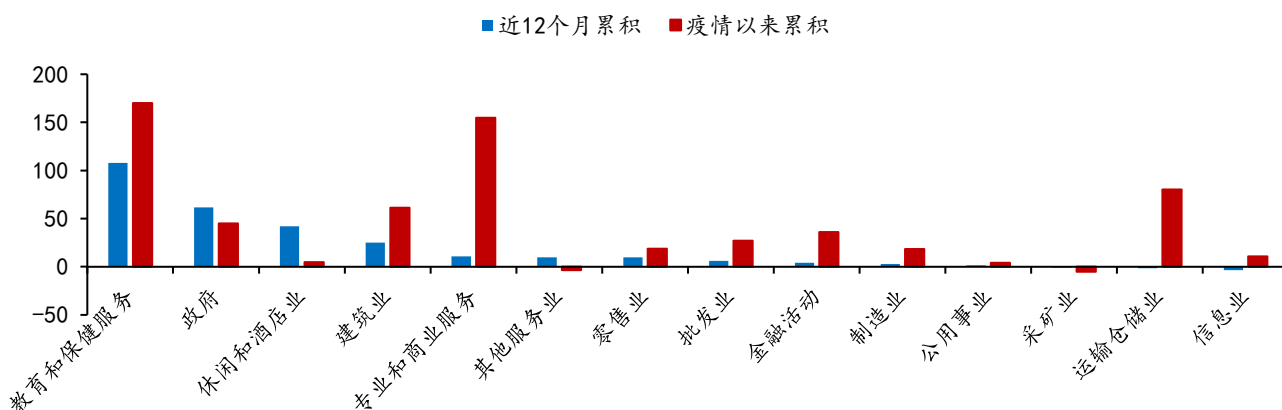


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2.2 新增非农分行业累积增长

从分行业累积的就业增长来看，近 12 个月新增就业最大增幅来自教育和保健服务，近 12 个月新增就业 107.9 万，休闲和酒店业近 12 个月新增就业 41.9 万人，仅次于教育和保健服务，除了信息业、运输仓储业和采矿业外所有行业都为正增长。

图表29：5月累积新增非农就业分行业（单位：万人）



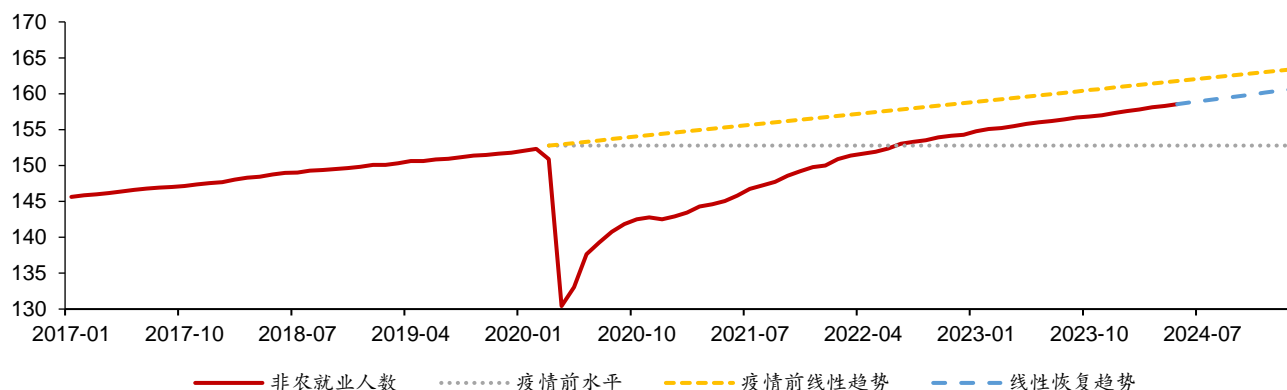
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.3 非农存量就业总体恢复

5 月份的美国非农就业总人数为 1.59 亿人，比 2020 年 2 月疫情前创下的历史新高多 623 万人。非农就业在 2022 年 6 月就已经超过了疫情前的历史新高。

相比疫情前的线性趋势，5 月份的美国非农就业存量仍有明显的差距。最近恢复速度逐渐减慢，近 12 个月的就业增长速度，图中的斜率不断在下降。按照近 12 个月的就业增长速度线性外推的话，存量的就业在 2025 年初仍无法追上疫情前的趋势，存在约 277 万人的差距。

图表30：非农就业总人数（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.4 采矿业缺口最大

休闲和酒店业就业人数已经超过疫情前 5 万人，恢复得最好的教育和保健服务业已经超过疫情前水平 170 万人。采矿业仍是缺口最大的行业。

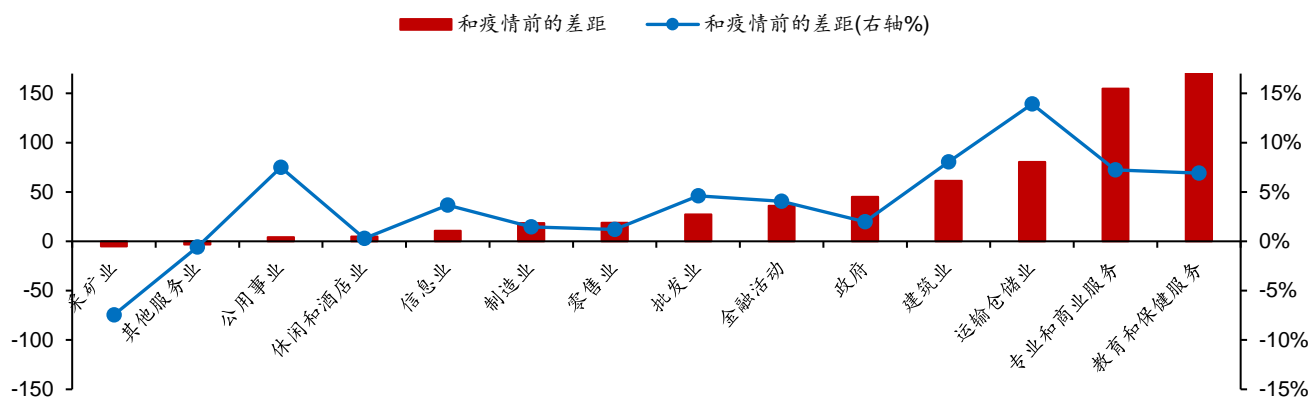
2.4.1 非农存量就业分行业

虽然总量上非农就业已经超过疫情前，是疫情前的 104.1%；从分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况仍有差异，到 5 月为止只有 2 个行业没有完全修复，较上月下降一个，分别是采矿业和其他服务业。差距最大的行业是采矿业，采矿业就业人数较疫情前仍有 5 万人左右的缺口（下图中显示为负值）。其他服务业就业人数距离疫情前还差 3 万人。

缺口的比例最高的是采矿业，达到了 7.5%。和疫情前相比有待恢复比例差距其次的行业是其他服务业。

剩下的其他行业都已经恢复到略超过疫情前水平。恢复得最好的教育和保健服务业已经是超过疫情前水平 170 万人；恢复比例最高的运输和仓储业已经是疫情前水平的 113.9%。

图表31：5月美国存量非农就业分行业（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.4.2 非农存量就业分行业增速

分行业存量就业的增速来看，私人部门里教育和保健服务业的同比增速最快，其次是建筑业和休闲和酒店业；政府就业的增速也较快。从环比上看，增速最快的也是教育和保健服务业，其次是建筑业，接下来是休闲酒店业。

图表32：5月美国存量非农就业分行业（单位：万人）

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的差距(右轴%)
采矿业	63.3	63.7	64.2	-0.6%	-1.4%	-5	-7.5%
其他服务业	590.7	590.1	580.9	0.1%	1.7%	-3	-0.6%
公用事业	58.82	58.69	57.43	0.2%	2.4%	4	7.5%
休闲和酒店业	1694.7	1690.5	1652.8	0.2%	2.5%	5	0.3%
信息业	301.4	301.4	305	0.0%	-1.2%	11	3.7%
制造业	1296.5	1295.7	1293.6	0.1%	0.2%	19	1.4%
零售业	1569.72	1568.46	1559.93	0.1%	0.6%	19	1.2%
批发业	616.34	616.03	610.24	0.1%	1.0%	27	4.6%
金融活动	923.4	922.4	919.2	0.1%	0.5%	36	4.1%
政府	2331.9	2327.6	2270.2	0.2%	2.7%	45	2.0%
建筑业	822.8	820.7	797.7	0.3%	3.1%	61	8.0%
运输仓储业	658.35	657.29	659.9	0.2%	-0.2%	80	13.9%
专业和商业服务	2298.5	2295.2	2287.6	0.1%	0.5%	155	7.2%
教育和保健服务	2627.9	2619.3	2520	0.3%	4.3%	170	6.9%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 时薪加速上升，同比回到 4.1%

时薪增长环比回升，同比回到 4.1%，工资通胀加速是就业报告里面真正令美联储担忧的部分。分行业看共 8 个行业时薪跑赢通胀，在 13 个行业中超过半数。

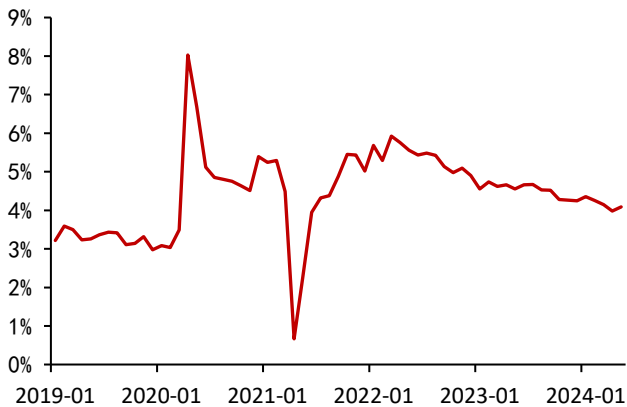
3.1 时薪加速上涨，工时不变

工资通胀压力反弹，5 月份平均时薪同比增长 4.1%，较上月 4% 上升；环比增长 0.4%，高于预期，每周工作时间 34.3 小时。

3.1.1 总体时薪

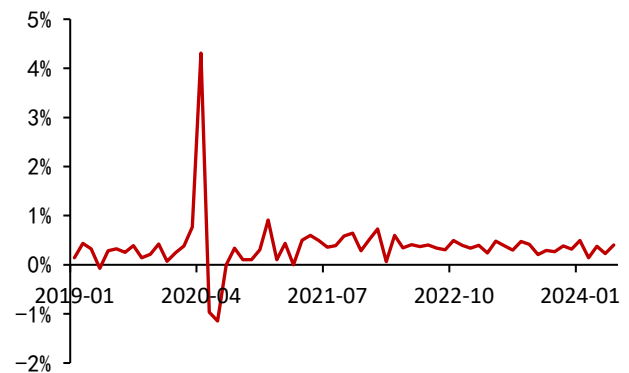
5 月份平均时薪同比增长 4.1%，较上月 4% 上升，高于预期；环比增长 0.4%，高于预期，较上月上升。5 月时薪的环比又加速，同比回到 4% 以上，对于实现美联储通胀目标来讲并不是个好消息。每周工作时间 5 月为 34.3 小时，和上月持平。

图表33：非农全部员工时薪同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：非农全部员工时薪环比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

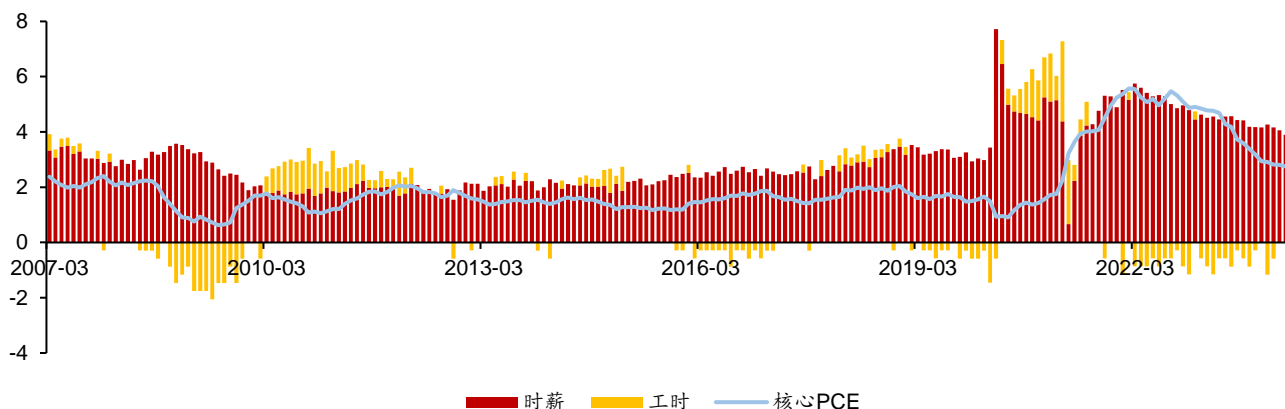
3.1.2 时薪和工时

周工资等于时薪乘以周工时，我们可以把工资的通货膨胀分解为时薪的贡献和

工时的贡献。对数化后， $\ln(\text{工资}) = \ln(\text{时薪}) + \ln(\text{工时})$ 。近期的数据显示，工资通胀已经从高点超过 7% 回落到 4% 附近波动。

详细拆解显示，数据中工时的贡献已经较 2020 年的高点明显回落，近期工时的贡献都为负，与工资通胀高峰期工时明显增长有较大差异。平均周工时 2021 年 1 月最高达到 35 小时，5 月最新为 34.3 小时，2018 年以来最低值为 34 小时。

图表 35：工资通胀拆解，工资=时薪*工时（对数化结果）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.2 分行业时薪：8 个行业跑赢通胀

分行业的时薪增长来看，休闲酒店业的增幅仍最大，较疫情前累计增长了 30.3%。但是由于休闲酒店业的时薪绝对值较低，休闲酒店业的就业增长将拉低平均时薪。

CPI 和核心 CPI 相比疫情前上涨 20.8% 和 18.8%，如果以 CPI 增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的有 8 个行业，较上月增加一个，它们分别是休闲和酒店业、金融业、运输仓储业、专业和商业服务、其他服务业、教育和医疗服务业、建筑业以及零售业。13 个行业中超过半数的行业时薪增长跑赢了通胀，没有跑赢通胀的只剩 5 个行业。

图表36: 时薪分行业(美元)

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的增幅
休闲和酒店	22.02	21.92	21.16	0.5%	4.1%	5.12	30.3%
金融业	45.47	45.29	43	0.4%	5.7%	8.58	23.3%
其他服务业	31.38	31.19	30.17	0.6%	4.0%	5.71	22.2%
运输仓储业	30.6	30.55	29.14	0.2%	5.0%	5.55	22.2%
专业和商业服务	42.01	41.81	40.28	0.5%	4.3%	7.6	22.1%
教育和医疗服务	34.09	33.93	33.04	0.5%	3.2%	6.09	21.8%
建筑业	38.06	37.99	36.26	0.2%	5.0%	6.68	21.3%
零售业	24.42	24.32	23.78	0.4%	2.7%	4.21	20.8%
公用事业	51.08	50.98	49.72	0.2%	2.7%	8.4	19.7%
制造业	33.83	33.67	32.18	0.5%	5.1%	5.54	19.6%
批发业	37.81	37.62	36.54	0.5%	3.5%	5.89	18.5%
信息业	49.41	49.27	48.22	0.3%	2.5%	6.4	14.9%
采矿业	39.62	39.67	38.05	-0.1%	4.1%	5.1	14.8%

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

4. 职位空缺数略高于 800 万

职位空缺数下降到 806 万, 职位空缺失业比下行。职位空缺失业比下降到 1.24, 工作岗位的需求继续降温。

4.1 职位空缺等数据走弱

JOLTS 报告也显示劳动力市场大趋势继续走弱。职位空缺数 4 月较 3 月继续回落, 仅有 806 万。

图表37：职位空缺数（万人）

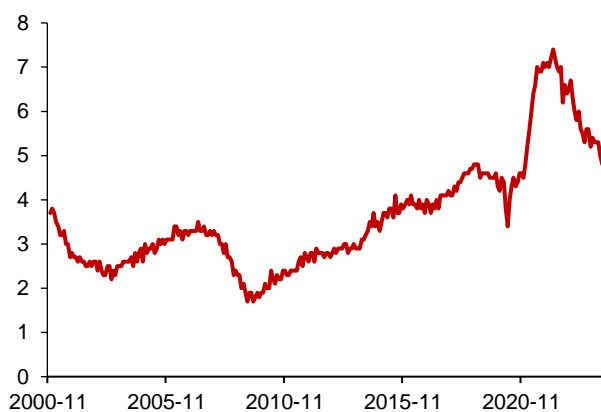


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度 4 月延续回落，每一个失业的人平均面对 1.24 个潜在的就业机会。2022 年初时的峰值超过 2，目前较高位明显回落。目前已经非常接近疫情前的水平，2020 年疫情开始前仅略高于 1.2。

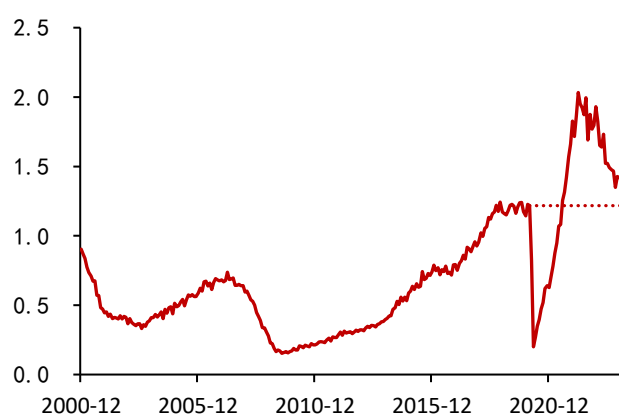
职位空缺率的数据也显示就业市场边际在走弱，4 月的职位空缺率为 4.8%，低于上月 5%，较 2022 年 3 月的峰值 7.4%回落了 2.6pct。

图表38：职位空缺率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表39：空缺失业比



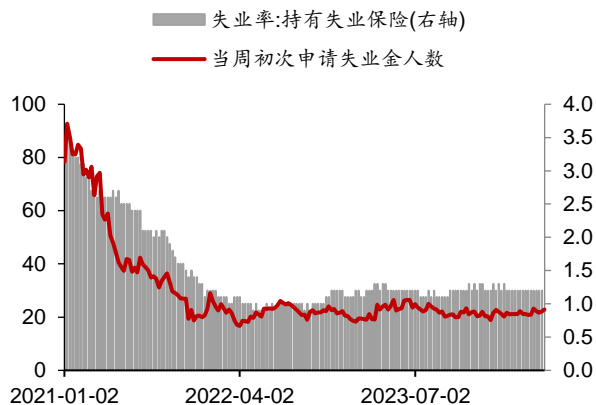
资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 初次申请失业金 22 万人

周度数据中，持有失业保险的失业率 5 月 25 日为 1.2%，较最低点上升了 0.3pct。

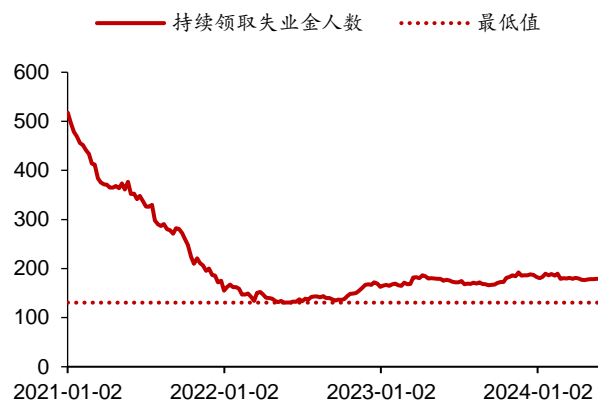
持续领取失业金人数 5 月 25 日为 179.2 万，较 2022 年中达到的最低值已经上升了约 49 万人。

图表40：当周初次申请失业金人数（万人，右轴%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

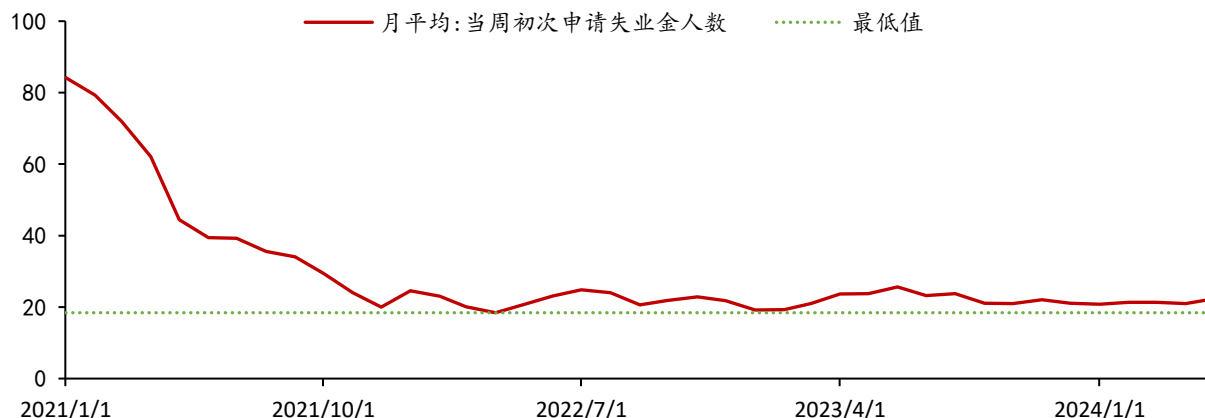
图表41：持续领取失业金人数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所

当周初次申请失业金的人数 5 月升到 22 万人附近波动，8 月曾一度上升到 24 万人左右波动。从月度的均值来看，5 月均值 22.3 万，较 4 月上升。

图表42：月均值：当周初次申请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

5. 美联储今年或能降息

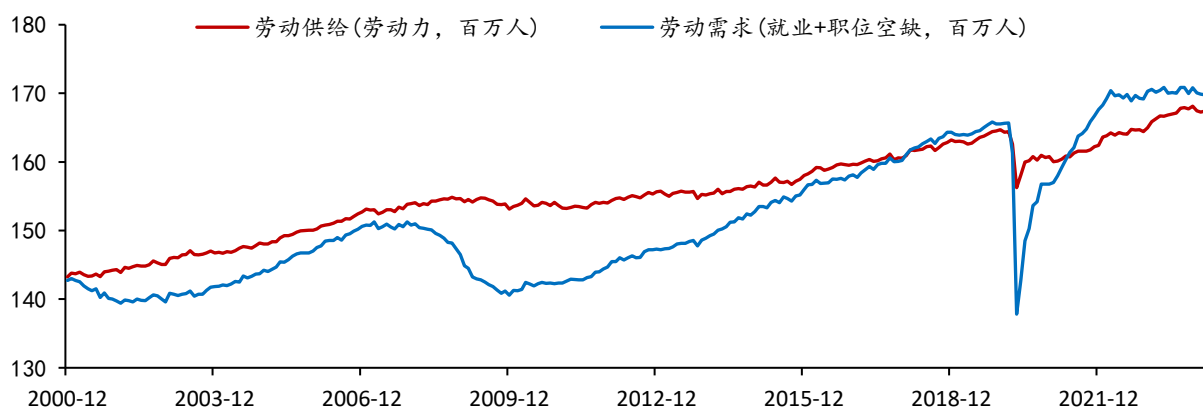
我们认为就业市场总体还是在边际走弱，或意味着美国总需求边际走弱，失业率回到 4%，职位空缺失业比也继续回落。新增非农数据高于预期，但是雇主调查和家庭调查差距扩大，新增非农未来或下修。时薪环比加速，同比上涨到 4.1%，对美联储控制通胀可能不是好消息，美联储当下降息的主要顾虑是通胀的问题。欧洲央行已经降息，市场目前对于美联储 12 月降息仍有期待，概率超过 90%。我们认为通胀回落的情况下，就业市场整体还是在降温，美联储今年或能降息。

5.1 国债利率走高，股市下跌

综合多方面的数据，我们认为就业市场总体还是在边际走弱。

- 失业率升破 4%，显示就业市场还是在边际走弱，失业的人数增加了 15.7 万人。
- JOLTS 报告数据可以更清楚看到就业市场的走弱迹象。职位空缺数继续下降，仅略高于 800 万，职位空缺失业比下降到 1.24，已经接近疫情前水平。
- 虽然新增非农 27.2 万人，高于预期，但非农新增的数据可能存在高估，未来可能向下修正。家庭调查显示的就业热度就相对弱一些。

图表43：劳动力供给和劳动力需求（百万人）



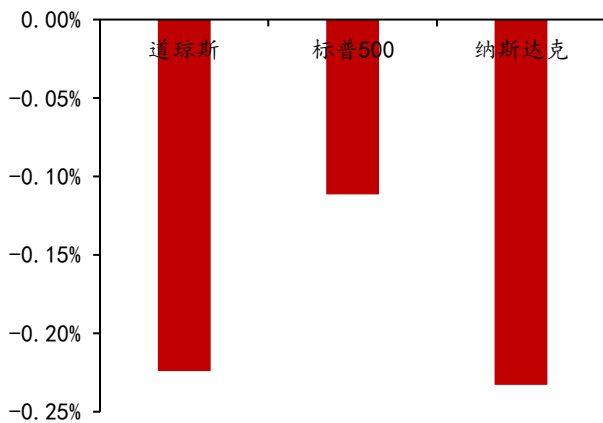
资料来源：Fred，国联证券研究所整理

在非农数据公布后，市场的反应上，债券收益率明显上行，股市下跌。

当地时间周五交易日非农公布后，美国三大股指收盘下跌，其中纳斯达克收盘下跌 0.23%，道琼斯指数下跌 0.22%，标普 500 下跌 0.11%。失业率虽然上升，升破 4%，但是新增非农偏强，市场对降息的预期减弱或是拖累股市的主要因素。

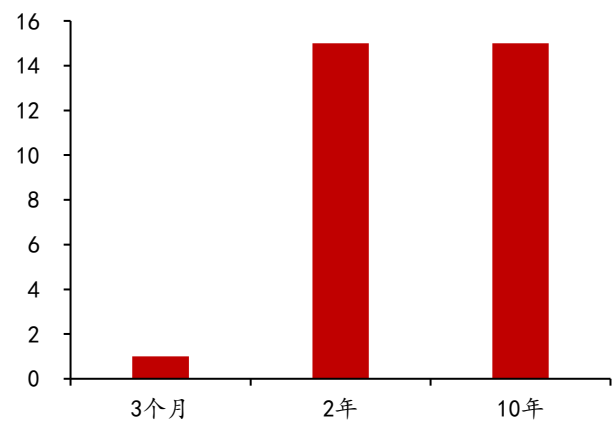
其他资产在数据公布后的变化，盘中 2 年期国债从 4.74% 上涨到 4.874%，上涨了 13 个基点；10 年期国债从 4.291% 上涨到 4.426%，上涨了 14 个基点。收盘时，3 个月的国债收益率上升 1 个基点，2 年期国债收益率上升 15 个基点，10 年期国债收益率上升 15 个基点。美元指数走高，现货黄金下行。

图表44：美国股市收盘的反应(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表45：美国国债利率收盘变化(基点)



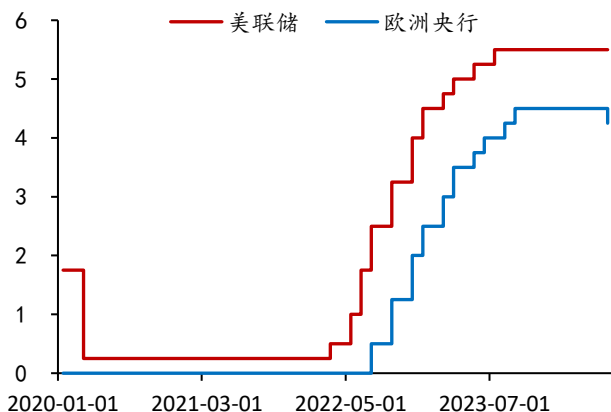
资料来源：Wind，国联证券研究所

5.2 美联储今年仍可能降息

美联储 2024 年 6 月会议降息的概率仍然较低，9 月降息概率回落到仅略超过 50%。9 月如果不降息，最多的降息次数就不太可能超过 2 次。现在降息的时点分歧还比较大，市场整体还是认为今年会降息，12 月前降息的概率接近 90%。我们认为今年或能降息，但是否能降息仍然存在较大不确定性，偏强的就业数据或还不是最大的问题，主要还是通胀回落的可持续性。鲍威尔在 3 月会议后的新闻发布会上曾表示强劲的就增长单独并不构成对通胀的威胁。

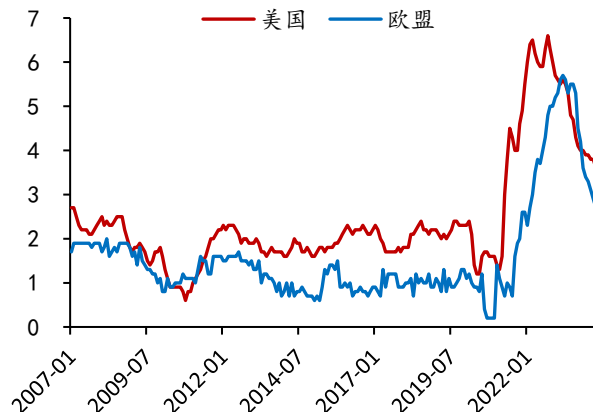
相比之下，欧洲央行已经率先降息。欧洲通胀已经回落到 3% 以下，而且经济本身更弱。美国和欧洲的经济周期的同步性正在下降，过去的几个周期里，美联储往往都是先行行动的，无论是加息还是降息，但是本轮周期有点不一样。

图表46：政策利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表47：核心CPI(%)

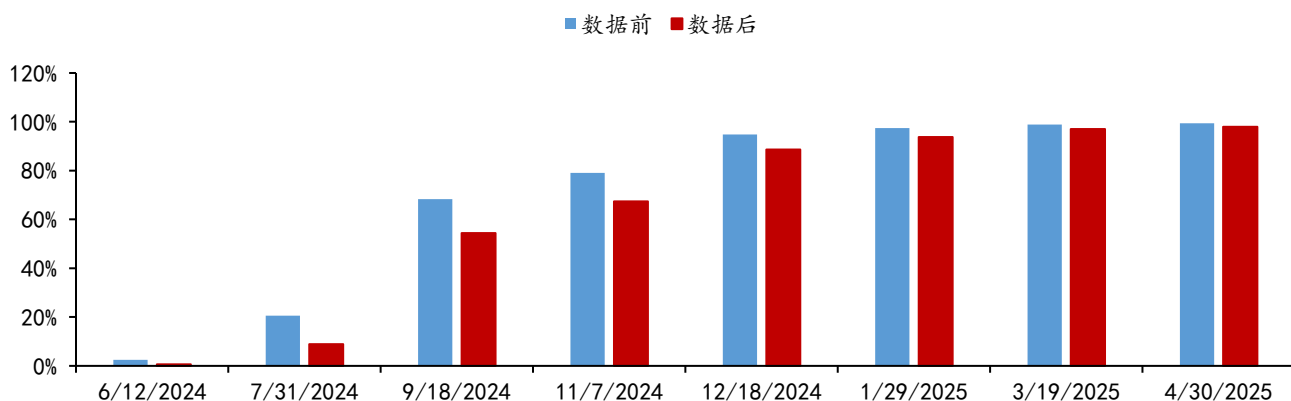


资料来源：Wind，国联证券研究所

我们还是认为劳动力市场在边际走弱，或有利于美联储降息，经济软着陆下还能控制住通胀恰是美联储最希望看到的结果，目前实现的可能仍较大。5月非农新增的数据未来或可能下修。通胀的下行需要总需求的走弱，这要求就业市场走弱，控制通胀却完全不付出失业率上升的代价可能过于理想化了。我们在报告《需求温和降温或有助于通胀回落——美国经济韧性和再通胀研究（三）》中的分析还是认为需求整体走弱有利于通胀继续回落。

另一方面，降息可能提前的主要风险或在于金融体系的压力，应关注缩表后期对流动性的影响。6月缩表开始降速，或意味着流动性紧张的时点已经没有那么远了。可参见我们之前的深度报告《美国小银行的大风险——美联储的缩表和潜在风险》。

图表48：美联储降息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

6. 风险提示

美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼