



研究所

分析师:黄子崑
SAC 登记编号:S1340523090002
Email:huangziyin@cnpsec.com
研究助理:李起
SAC 登记编号:S1340124030007
Email:liqi@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《美国通胀有望波浪式回落，“硬着陆”风险犹存》 - 2024.06.02

宏观观点

美国就业数据背离，反映了什么？

● 核心观点

周五，美国公布就业数据，5月新增非农就业人数为27.2万人，大超市场预期的18.5万人，前值从17.5万人下修至16.5万人；失业率上升至4%，预期3.9%，前值3.9%。

非农新增就业人数与失业率出现如此明显的背离，原因在于家庭调查与企业调查的区别。从口径上来说，两者之间存在一些差异，比如涉及到打多份工的劳动者时，企业调查会重复计入，但家庭调查只计算一次，此外，自雇者、家庭企业中的无薪家庭工人、农业工人、私人家庭工人和无薪休假工人计入家庭调查，但不计入企业调查，这些都会带来影响。

但即使考虑口径因素调整后，近年来两者仍然存在较大差异。我们认为，非法移民的涌入可以解释一部分原因。受到拜登政府政策的影响，近两年美国移民人数大幅增加，而且其中有不少是非法移民，基于美国海关和边境保护局的统计，2023财年全美边境口岸越境人数达到320万人，较2021年财年增长63.61%，2024财年至今（2023年10月至2024年4月），入境人数已经达到198万人，超过去年同期。过去一年来，本国的工作者增长已近乎停滞，就业的增长主要来自移民。

除了移民的影响以外，美国劳工统计局的企业出生-死亡模型也可能高估了就业。最新数据显示，2023年第三季度，关闭企业损失了160万个工作岗位，比上一季度增加了8.5万个。考虑部分中小企业倒闭的事实尚未完全反映在非农里，企业出生-死亡模型在经济趋缓时可能高估了就业水平。

总体来说，我们认为美国劳动力市场的真实情况可能介于强劲的企业调查和略显疲软的家庭调查之间。就业将保持稳健，但无论是职位空缺的减少，还是辞职率的下降，都意味着劳动力市场的紧张正在得到缓解。数据公布后，美联储降息预期有所回落，美股三大指数均小幅下跌。考虑到当前的数据显然不能说符合美联储“劳动力市场意外走软”的降息条件，我们维持年内降息不超过一次的判断。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；美国通胀超预期回落；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

目录

1 非农新增就业人数与失业率背离	4
2 风险提示	8

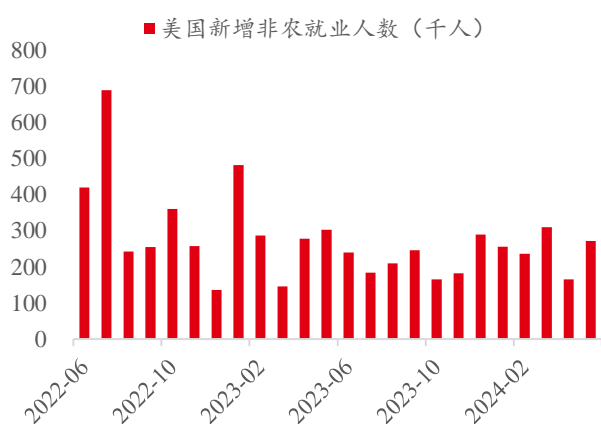
图表目录

图表 1: 美国新增非农就业人数.....	4
图表 2: 美国失业率 (%).....	4
图表 3: 家庭调查与企业调查相背离.....	4
图表 4: 就业增长主要来自移民.....	5
图表 5: 边境巡逻队和现场行动办公室报告的遭遇次数.....	5
图表 6: 美国扩张企业就业增长和收缩企业就业损失.....	6
图表 7: 美国新开企业就业增长和关闭企业就业损失.....	6
图表 8: 5月美国劳动力参与率小幅下行.....	6
图表 9: 5月美国平均时薪增速小幅上升.....	6
图表 10: 美国各行业平均时薪环比增速.....	7
图表 11: 美国各行业新增就业人数.....	7

1 非农新增就业人数与失业率背离

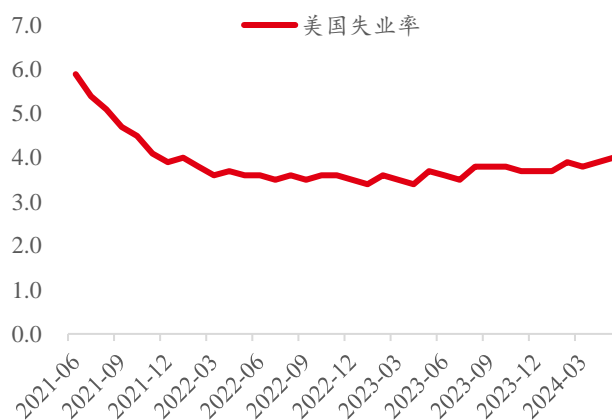
周五，美国公布就业数据，5月新增非农就业人数为27.2万人，大超市场预期的18.5万人，前值从17.5万人下修至16.5万人；失业率上升至4%，预期3.9%，前值3.9%。

图表1：美国新增非农就业人数



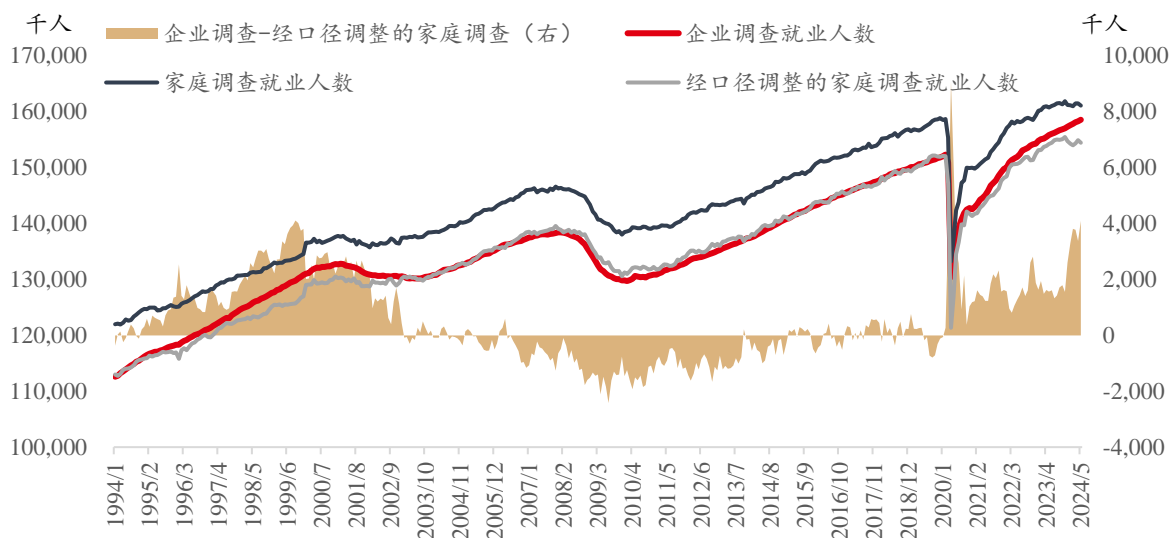
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国失业率 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：家庭调查与企业调查相背离

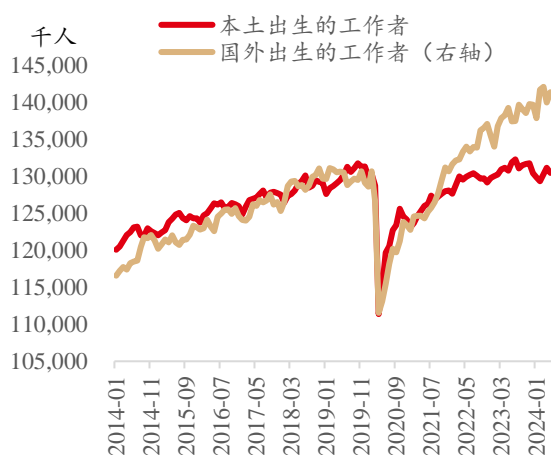


资料来源：美国劳工统计局，中邮证券研究所

非农新增就业人数与失业率出现如此明显的背离，原因在于家庭调查与企业调查的区别。从样本来看，企业调查（GES）向 14.3 万家企业发放问卷调查在岗领薪员工数量，家庭调查（CPS）则是向 6.2 万户家庭发放问卷，前者误差更小、更稳定。从口径上来说，两者之间存在一些差异，比如涉及到打多份工的劳动者时，企业调查会重复计入，但家庭调查只计算一次，此外，自雇者、家庭企业中的无薪家庭工人、农业工人、私人家庭工人（如保姆、管家）和无薪休假工人计入家庭调查，但不计入企业调查，这些都会带来影响。但即使考虑口径因素调整后，近年来两者仍然存在较大差异。

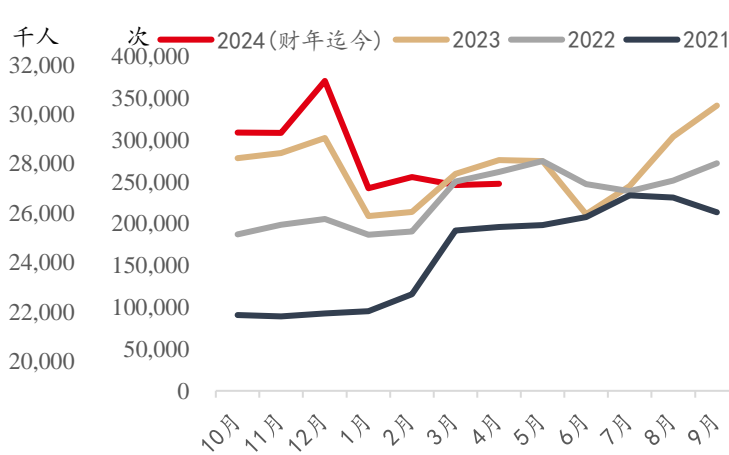
我们认为，非法移民的涌入可以解释这一差异。受到拜登政府政策的影响，近两年美国移民人数大幅增加，而且其中有不少是非法移民，基于美国海关和边境保护局的统计，2023 财年全美边境口岸越境人数达到 320 万人，较 2021 财年同比增长 63.61%，2024 财年至今（2023 年 10 月至 2024 年 4 月），入境人数已经达到 198 万人，超过去年同期。从下图也可以看出，过去一年来，本国的工作者增长已近乎停滞，就业的增长主要来自移民。

图表4：就业增长主要来自移民



资料来源：FRED，中邮证券研究所

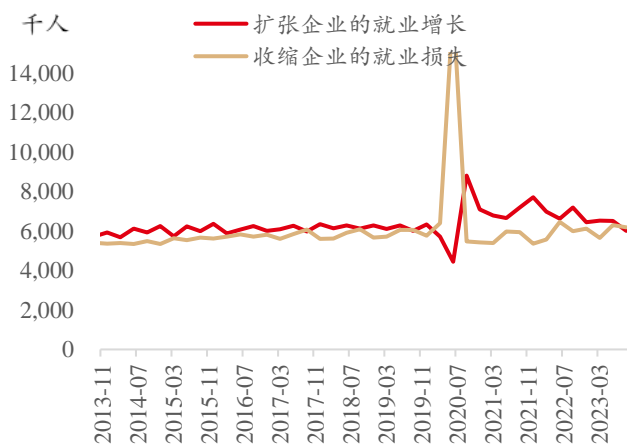
图表5：边境巡逻队和现场行动办公室报告的遭遇次数



资料来源：美国海关和边境保护局，中邮证券研究所

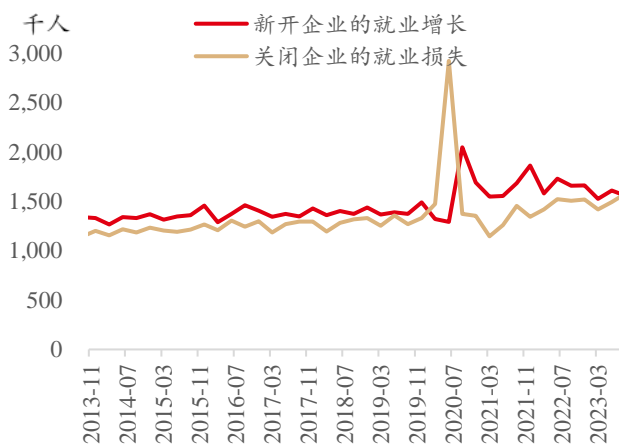
除了移民的影响以外，美国劳工统计局的企业出生-死亡模型也可能高估了就业。最新数据显示，2023年第三季度，关闭企业损失了160万个工作岗位，比上一季度增加了8.5万个。按企业规模来看，中小企业面临的压力更大，拥有1至49名员工的公司净就业人数减少20.4万人，拥有50至249名员工的公司净就业人数减少2.6万人。拥有250名或以上员工的公司净就业人数减少1.6万人。考虑部分中小企业倒闭的事实尚未完全反映在非农里，企业出生-死亡模型在经济趋缓时可能高估了就业水平。

图表6：美国扩张企业就业增长和收缩企业就业损失



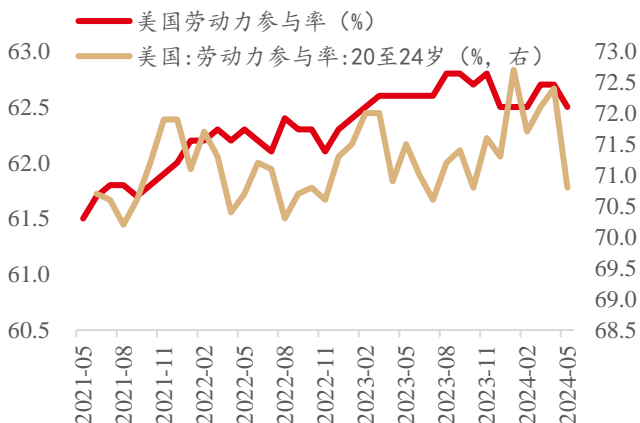
资料来源：美国劳工统计局，中邮证券研究所

图表7：美国新开企业就业增长和关闭企业就业损失



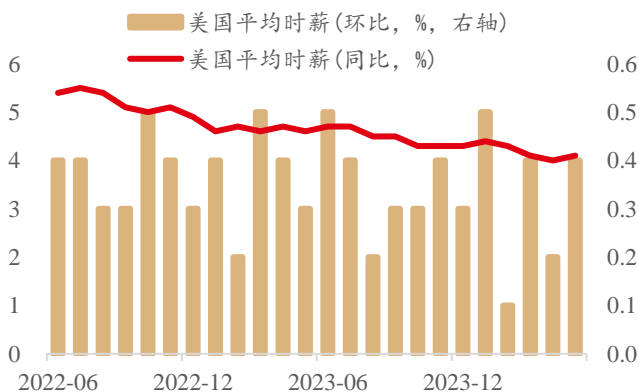
资料来源：美国劳工统计局，中邮证券研究所

图表8：5月美国劳动力参与率小幅下行



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

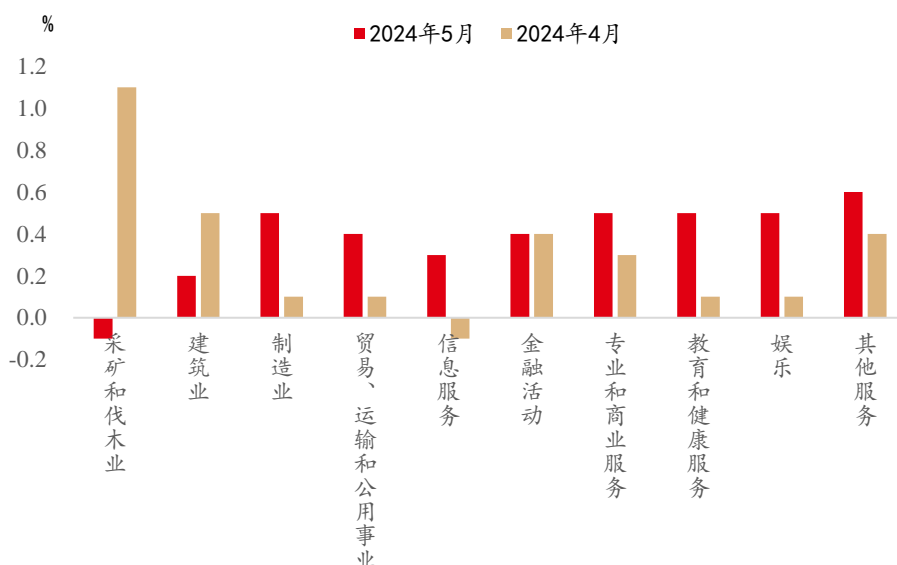
图表9：5月美国平均时薪增速小幅上升



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

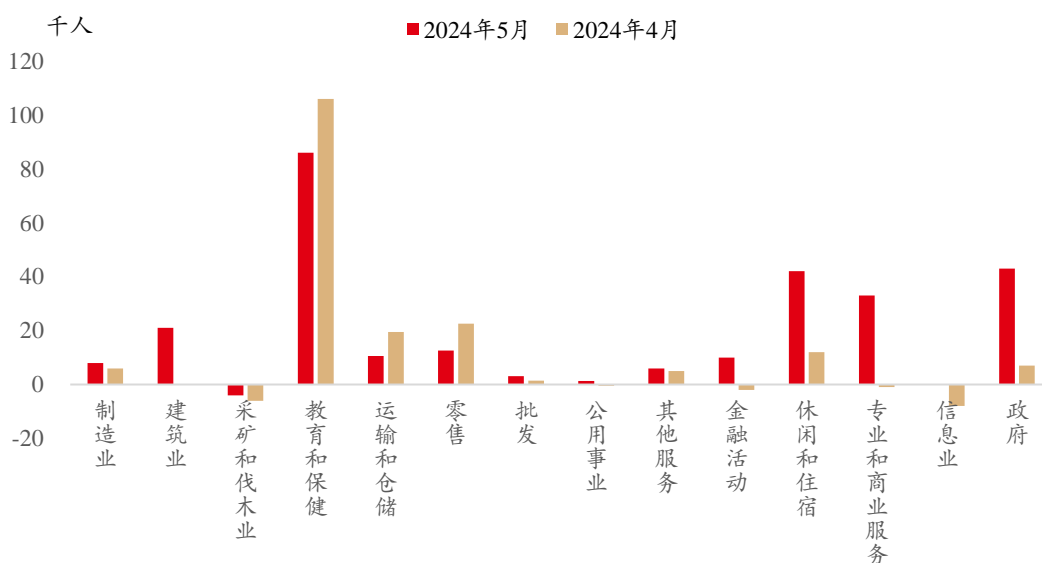
5月美国劳动力参与率小幅下行至64.5%，但主要是受波动较大的20-24岁年轻人参与率的影响，较为稳定的壮龄劳动力（25-54岁）参与率仍然稳健，小幅上升0.1%至83.6%。平均时薪环比增长0.4%，同比增速从4.0%升至4.1%，分行业看，主要来自制造业和服务业的升温。但从其他薪资数据如亚特兰大的薪资追踪器来看，这种增速的明显上升并未得到验证。建议关注美联储更喜欢的就业成本指数（ECI），该指数将于7月底发布。

图表10：美国各行业平均时薪环比增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表11：美国各行业新增就业人数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

分行业来看, 5月的就业增长主要来自医疗保健(+6.8万)、政府(+4.3万)和休闲及酒店业(+4.2万)和专业、科学和技术服务业(+3.2万), 就业增长主要集中在周期性敏感度较低的行业。

总体来说, 我们认为美国劳动力市场的真实情况可能介于强劲的企业调查和略显疲软的家庭调查之间。就业将保持稳健, 但无论是职位空缺的减少, 还是辞职率的下降, 都意味着劳动力市场的紧张正在得到缓解。数据公布后, 美联储降息预期有所回落, 美股三大指数均小幅下跌。考虑到当前的数据显然不能说符合美联储“劳动力市场意外走软”的降息条件, 我们维持年内降息不超过一次的判断。

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱; 美联储降息幅度和速度超预期; 美国物价水平超预期回落; 金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048