

# 美国5月非农点评：新增超预期，失业率新高



沈夏宜 分析师  
Email:shenxiayi@lczq.com  
证书:S1320523020004



杨见一 研究助理  
Email:yangjianyi@lczq.com

## 核心观点：

**美国5月非农超预期新增27.2万人，失业率小幅回升至4.0%**。4月彭博一致预期新增就业为18万，前值16.5万，失业率预期为3.9%，前值3.9%，新增就业超预期同时失业率小幅上升。新增就业和失业率背离的主要原因是家庭调查（CPS）口径的劳动力人数下降25万人，劳动参与率由62.7%回落至62.5%，失业率分母端缩小。尽管不是所有数据都指向就业市场韧性，但非农超预期仍然使得美元、美债利率走强，市场整体风险偏好下降。

**除零售、运输仓储和教育医疗外，大部分行业新增就业明显上升**。5月服务业新增就业20.4万，前值15.8万。其中医疗教育（+8.6万）较上个月略有回落，但依旧为最大拉动项；休闲和酒店新增大幅升至4.2万；金融活动、专业（+1万）和商业服务（3.3万）就业新增回正；零售、运输仓储上月冲高后回落，分别新增1.3万和1.1万。5月商品业（+2.5万）新增就业回正。其中，建筑业（+2.1万）新增大幅回升，制造业（+0.8万）也有小幅上升，采矿伐木（-0.4万）降幅缩小。

**美国5月非农平均时薪同比增速4.1%，前值4.0%，有所回升**。5月美国平均时薪\$34.91美元，环比增加0.4%，合上升\$0.14美元，名义工资同比增速有所反弹，但不改变整体下降趋势。按行业划分，5月商品业时薪同比增速5.11%，服务业时薪同比增速3.85%。整体来看，商品业时薪增速放缓趋势明显，但服务业增速下行中依旧会伴随波动，美国当前时薪同比增速水平仍然较高，虽然依旧对通胀产生压力，但趋势上持续放缓，有利于通胀平稳回落，就业市场再次平衡。

**美国5月非农数据超预期回升，市场首次降息预期再次推后至11月**。非农新增就业超预期，市场预期的降息路径进一步上移。非农数据公布后，9月首降概率由68.68%降至50.45%，11月首降概率为64.44%（包括降息25bps及以上的可能性）。5月非农数据给美国就业市场短期内的韧性提供了进一步的佐证，美联储今年因就业市场转弱而开启降息的可能性下降，美联储年内降息面临更大的不确定性。

**风险提示：**美国通胀粘性超预期，美联储货币政策紧缩超预期。

## 相关报告

4月财政数据点评：中央支出增速维持高位，超长期国债助力财政发力

2024.05.22

美国4月CPI点评：通胀回落符合预期，接近降息所需条件

2024.05.20

4月金融数据点评：社融短期读数承压，长期或与高质量发展相适配

2024.05.15

## 目 录

---

1. 美国 5 月非农新增超预期，背离失业率新高 .....	4
2. 美国劳动力供需持续修复 .....	7
3. 其他就业指标指向美国就业环境走弱 .....	8
4. 市场影响：就业数据使降息预期大幅回落 .....	8
5. 风险提示 .....	9

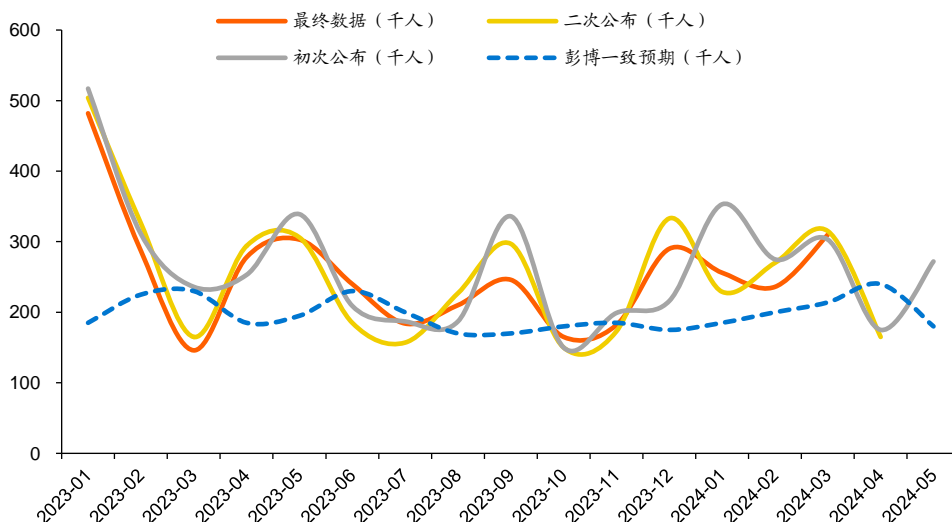
## 图表目录

图 1	美国非农就业数据公布同时修正前 2 个月数据 .....	4
图 2	最近 12 个月美国新增非农就业分布, 按行业 (千人) .....	5
图 3	美国 5 月失业率小幅升至 4.0% (%) .....	5
图 4	美国劳动力供给需求回落, 就业缺口收窄 (千人) .....	5
图 5	美国 5 月劳动力参与率降至 62.5% (%) .....	6
图 6	美国 5 月非农平均时薪同比增速 4.1% (%) .....	6
图 7	最近 12 个月美国各行业平均时薪同比增速 (%) .....	6
图 8	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%) .....	7
图 9	美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %) .....	7
图 10	美国 4 月职位空缺率 4.8% (%) .....	7
图 11	Indeed 领先指标显示美国职位空缺数有下降空间 .....	7
图 12	美国广义失业率和狭义失业率 (%) .....	8
图 13	美国因经济原因兼职人数持续上升 .....	8
图 14	美国平均周工时趋势回落 (小时) .....	8
图 15	美国离职率持续回落 (%) .....	8
图 16	CME Fedwtach 数据显示非农公布后 9 月降息预期回落 .....	9

## 1. 美国 5 月非农新增超预期，背离失业率新高

美国 5 月非农超预期新增 27.2 万人，失业率小幅回升至 4.0%。4 月彭博一致预期新增就业为 18 万，前值 16.5 万，失业率预期为 3.9%，前值 3.9%，新增就业超预期同时失业率小幅上升。新增就业和失业率背离的主要原因是家庭调查（CPS）口径的劳动力人数下降 25 万人，劳动参与率由 62.7% 回落至 62.5%，失业率分母端缩小。5 月就业数据公布同时，劳工部下修 4 月非农至 16.5 万（初值 17.5 万），下修 3 月非农至 31 万（初值 31.5 万）。尽管不是所有数据都指向就业市场韧性，但非农超预期仍然使得美元、美债利率走强，市场整体风险偏好下降。

图1 美国非农就业数据公布同时修正前 2 个月数据



资料来源: BLS, 联储证券研究院

服务业为主要拉动项，建筑业旺季新增就业走强。5 月服务业新增就业 20.4 万，前值 15.8 万。其中医疗教育 (+8.6 万) 较上个月略有回落，但依旧为最大拉动项；休闲和酒店新增大幅升至 4.2 万；金融活动、专业 (+1 万) 和商业服务 (3.3 万) 就业新增回正；零售、运输仓储上月冲高后回落，分别新增 1.3 万和 1.1 万。5 月商品业 (+2.5 万) 新增就业回正。其中，建筑业 (+2.1 万) 新增大幅回升，制造业 (+0.8 万) 也有小幅上升，采矿伐木 (-0.4 万) 降幅缩小。

美国 5 月非农平均时薪同比增速 4.1%，前值 4.0%，有所回升。5 月美国平均时薪 \$34.91 美元，环比增加 0.4%，合上升 \$0.14 美元，名义工资同比增速有所反弹，但不改变整体下降趋势。按行业划分，5 月商品业时薪同比增速 5.11%，服务业时薪同比增速 3.85%。整体来看，商品业时薪增速放缓趋势明显，但服务业增速下行中依旧会伴随波动，美国当前时薪同比增速水平仍然较高，虽然依旧对通胀产生压力，但趋势上持续放缓，有利于通胀平稳回落，就业市场再次平衡。

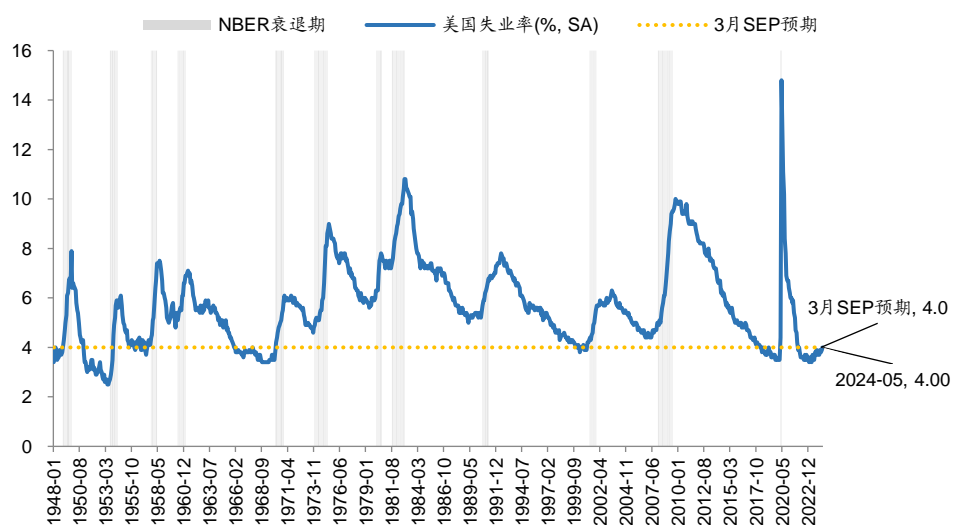
美国 5 月非农数据超预期回升，市场首次降息预期再次推后至 11 月。非农新增就业大幅超过预期，市场预期的降息路径进一步上移。非农数据公布后，9 月首降概率由 68.68% 降至 50.45%，11 月首降概率为 64.44%（包括降息 25bps 及以上的可能性）。5 月非农数据给美国就业市场短期内的韧性提供了进一步的佐证，美联储今年因就业市场转弱而开启降息的可能性下降，美联储年内降息面临更大的不确定性。

图2 最近 12 个月美国新增非农就业分布, 按行业 (千人)

项目	趋势	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05
总量	非农总量	303	240	184	210	246	165	182	290	256	236	310	165	272
私人	商品	14	42	7	33	27	-10	36	33	30	15	33	0	25
	采矿业	3	0	2	0	1	-1	-4	3	-2	0	2	-6	-4
	建筑业	16	33	11	31	13	22	15	18	26	24	37	0	21
	制造业	-5	9	-6	2	13	-31	25	12	6	-9	-6	6	8
	服务	240	143	141	117	169	108	116	181	166	166	199	158	204
	批发	7	1	16	2	12	12	7	7	-7	-4	10	1	3
	零售	13	-6	6	-6	18	1	-43	32	17	23	19	23	13
	运输和仓储	20	-12	-11	-28	9	-9	-11	-18	-4	31	5	20	11
	公用事业	1	1	-2	3	2	2	2	2	2	3	-1	-1	1
	信息	-3	-7	-28	-18	11	-26	17	13	8	-3	2	-5	0
	金融活动	13	9	18	4	0	0	4	6	-4	-7	4	-2	10
	专业和商务服务	49	7	-17	-1	-1	-5	10	35	48	6	17	-1	33
	私立教育和医疗保健	91	77	109	93	81	77	110	84	100	80	76	106	86
	休闲和酒店	39	60	41	52	27	57	10	41	-3	26	54	12	42
其他服务	10	12	9	16	9	-1	10	0	10	10	12	5	6	
政府	政府	49	55	36	60	50	67	30	76	60	55	78	7	43

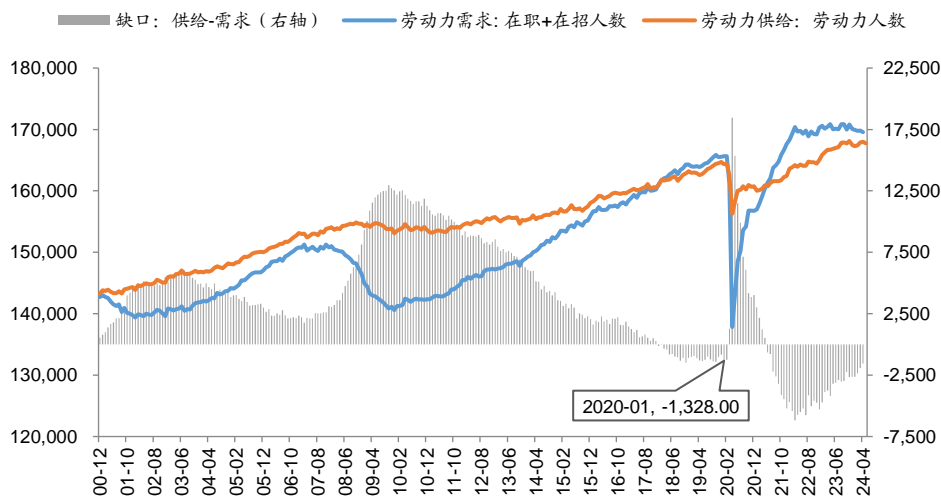
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图3 美国 5 月失业率小幅升至 4.0% (%)



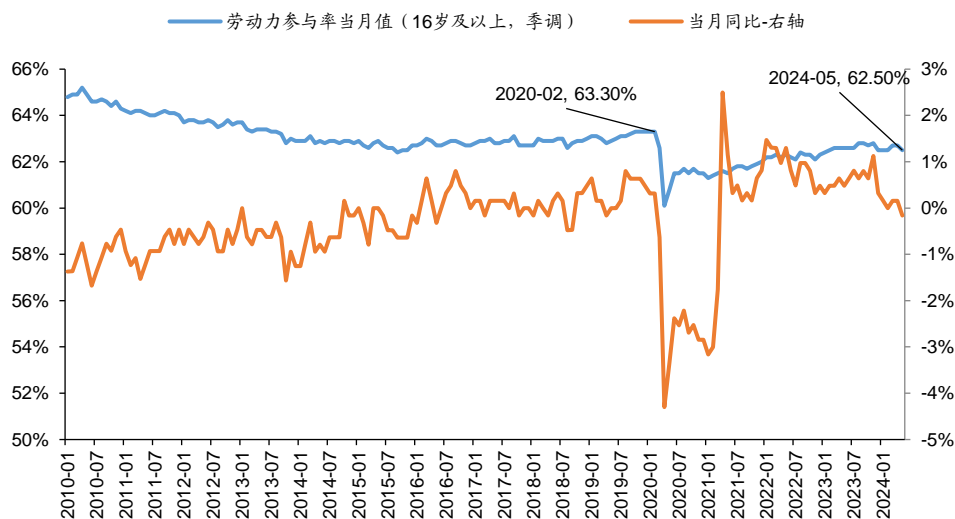
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图4 美国劳动力供给需求回落, 就业缺口收窄 (千人)



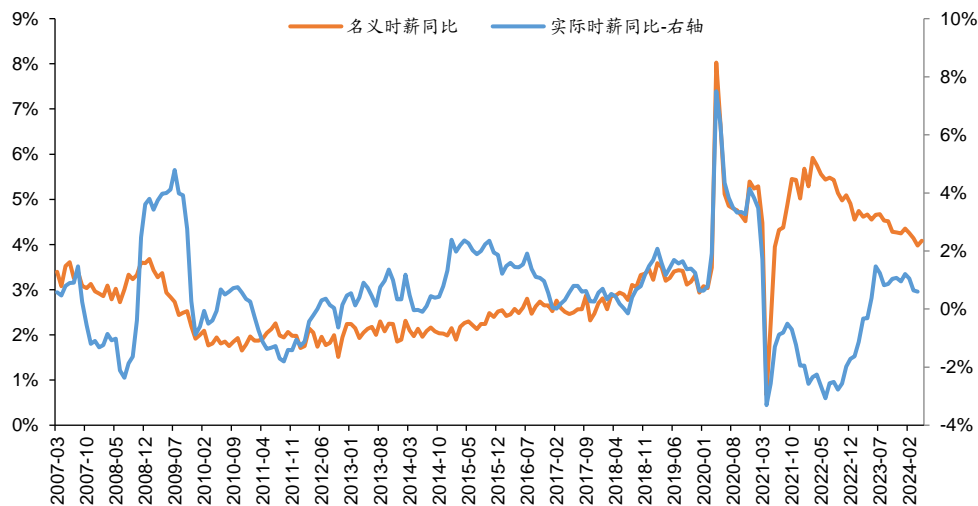
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图5 美国 5 月劳动力参与率降至 62.5% (%)



资料来源：BLS，联储证券研究院

图6 美国 5 月非农平均时薪同比增速 4.1% (%)



资料来源：BLS，联储证券研究院

图7 最近 12 个月美国各行业平均时薪同比增速 (%)

部门	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05
<b>非农平均</b>	4.55%	4.66%	4.67%	4.53%	4.52%	4.28%	4.26%	4.25%	4.35%	4.25%	4.14%	3.98%	4.08%
<b>商品生产</b>	4.73%	5.06%	5.45%	5.31%	5.35%	5.14%	5.33%	5.37%	5.38%	5.30%	5.39%	5.13%	5.11%
采矿业和伐木业	7.06%	5.99%	5.03%	5.49%	6.61%	6.36%	5.92%	5.64%	5.79%	6.06%	5.26%	5.23%	4.13%
建筑业	5.01%	4.72%	5.46%	5.33%	5.05%	4.96%	5.02%	4.74%	5.32%	4.77%	5.00%	5.15%	4.96%
制造业	4.28%	5.09%	5.33%	5.02%	5.23%	4.92%	5.25%	5.53%	5.27%	5.46%	5.45%	5.02%	5.13%
<b>服务提供</b>	4.53%	4.57%	4.47%	4.35%	4.34%	4.04%	4.00%	3.98%	4.15%	4.02%	3.85%	3.72%	3.85%
贸易、运输和能源	4.79%	5.25%	4.79%	4.92%	4.97%	4.15%	4.21%	4.56%	4.24%	3.84%	3.97%	3.50%	3.74%
零售	4.21%	4.32%	3.82%	3.94%	4.10%	3.13%	2.60%	3.32%	2.89%	2.31%	2.79%	2.18%	2.69%
批发	4.97%	5.37%	4.45%	5.29%	5.24%	3.63%	4.36%	3.76%	2.76%	3.18%	3.27%	3.07%	3.48%
信息	4.74%	3.81%	3.63%	2.28%	1.38%	2.25%	3.34%	2.81%	2.89%	2.48%	2.32%	3.05%	2.47%
金融活动	4.29%	4.29%	4.56%	5.25%	5.10%	5.12%	5.42%	5.05%	5.36%	5.59%	5.50%	5.99%	5.74%
专业和商务服务	4.33%	4.57%	4.71%	4.41%	4.40%	4.28%	4.23%	4.22%	4.31%	4.19%	4.20%	3.98%	4.29%
教育和健康服务	4.33%	4.05%	3.81%	3.80%	4.23%	3.90%	3.48%	3.35%	3.46%	3.52%	3.01%	2.94%	3.18%
休闲接待	5.85%	5.72%	5.24%	4.97%	4.71%	4.79%	4.51%	4.10%	4.28%	4.56%	4.39%	4.03%	4.06%
其他服务	5.31%	5.42%	5.40%	5.77%	5.36%	5.48%	5.14%	5.75%	5.38%	4.98%	3.81%	3.86%	4.01%

资料来源：BLS，联储证券研究院

\*颜色以当月非农平均时薪为基准（白色）

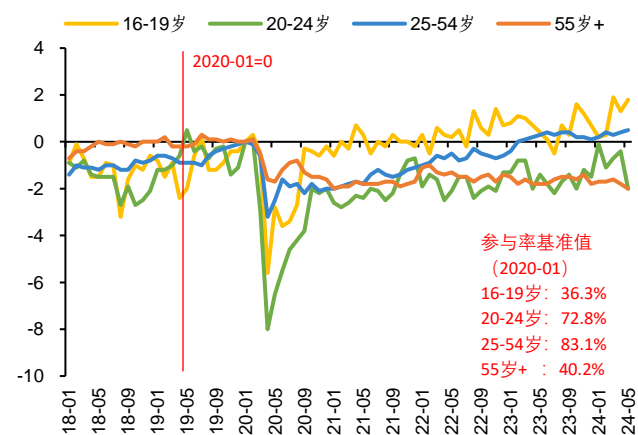
## 2. 美国劳动力供需持续修复

从供给端来看，5月劳动力人数明显回落，参与率降至62.5%。整体来看，5月劳动人口连续增长3个月后开始回落，当月减少25万人，劳动供给回落。按年龄划分，16-19岁青少年以及25-54岁黄金年龄段人群参与率有所上升，保持在疫情前水平之上。20-24岁和55岁及以上劳动参与率再次下降，拖累5月劳动参与率。由于人口老龄化和疫情冲击的影响，这两类人群参与率恢复较慢，符合我们之前的判断。未来美国劳动力供给端修复的重点仍在于黄金年龄人群就业的恢复。

从需求端来看，美国最新企业职位空缺率4.8%，未来有望继续放缓。在高利率环境影响下，美国企业招聘需求放缓，近半年整体在岗+在招人数持续回落，就业市场需求端进一步松弛。从同比来看，企业需求整体的下降趋势不变，劳动力需求端结构性放缓。向前看，领先指标Indeed job posting index显示，未来美国职位空缺可能延续下降趋势，就业市场需求端将持续降温。

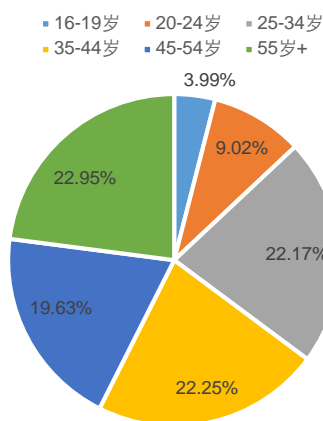
从供需结构来看，美国就业市场供给需求两侧持续修复。从趋势上看，需求端美国企业招聘需求全面放缓，供给端黄金年龄人群劳动供给逐步改善，尽管部分人群就业意愿较难恢复。从进度来看，美国劳动力市场供给缺口仍然存在，4月就业缺口为-156.8万，但较1月份的-262.4万明显改善。美国劳动力市场供需结构改善是劳动力市场进一步松弛的前提条件，预计未来就业缺口将持续收窄，就业市场有望放缓。

图8 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



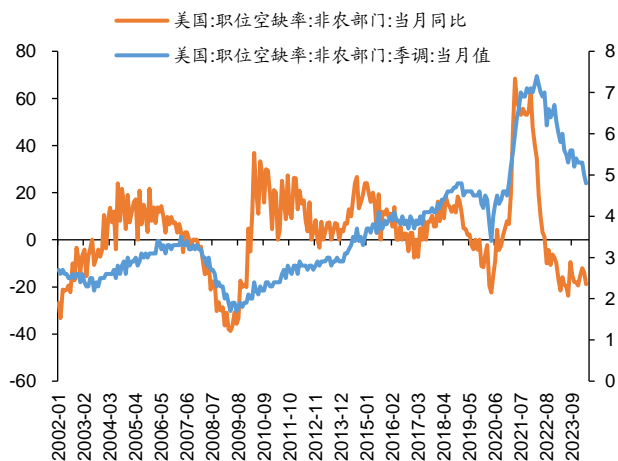
资料来源：FRED，联储证券研究院

图9 美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)



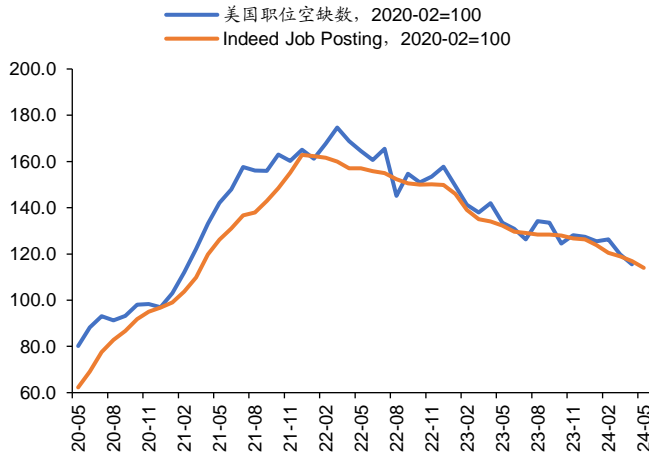
资料来源：BLS，联储证券研究院

图10 美国4月职位空缺率4.8% (%)



资料来源：BLS，联储证券研究院

图11 Indeed 领先指标显示美国职位空缺数有下降空间

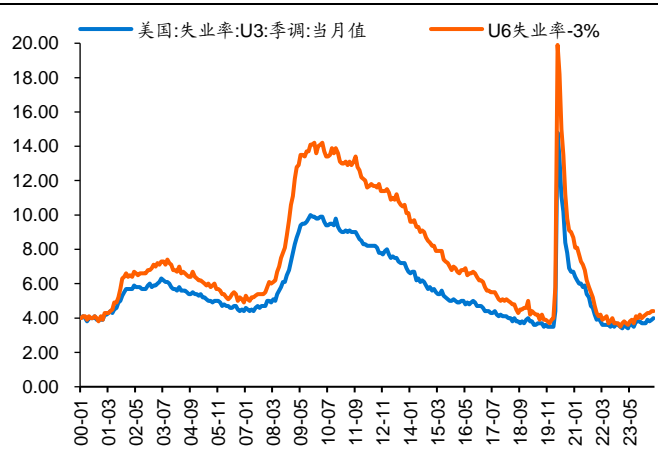


资料来源：FRED，联储证券研究院

### 3. 其他就业指标指向美国就业环境走弱

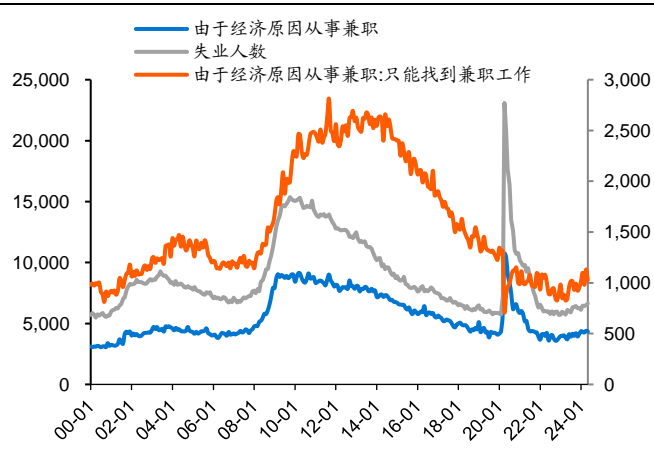
广义失业率、被迫兼职人数、离职率等数据指向美国就业市场转弱。4月美国广义失业率持平前值7.4%，U6与U3失业率的差额增加，指向失业人数走高。因经济原因兼职人数持续上升，指向美国新增就业质量逐步转差。5月周工作时长方面，生产工作工时上升，服务则下降，整体持平前值但趋势上仍在回落，指向生产意愿—用工需求减弱。5月总离职率3.4%，持平前值，但趋势上保持回落，自愿性离职率连续持平2.2%，处在两年来的低位，指向劳动力市场流动性转弱。这些均表明美国就业环境正在持续转弱，2024年就业市场大概率仍将继续放缓。

图12 美国广义失业率和狭义失业率 (%)



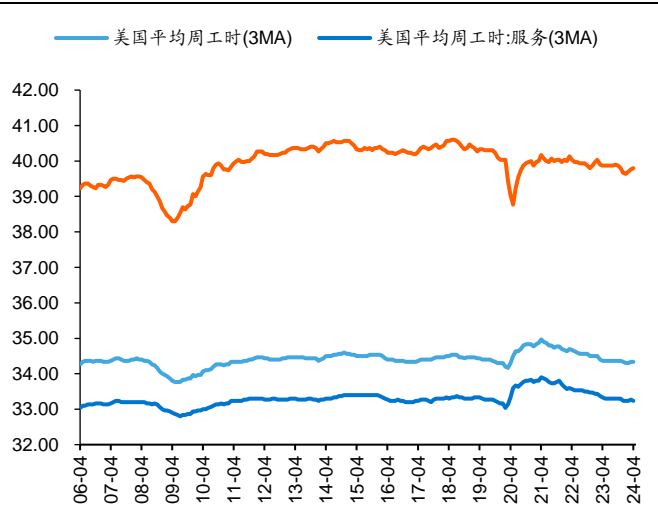
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图13 美国因经济原因兼职人数持续上升



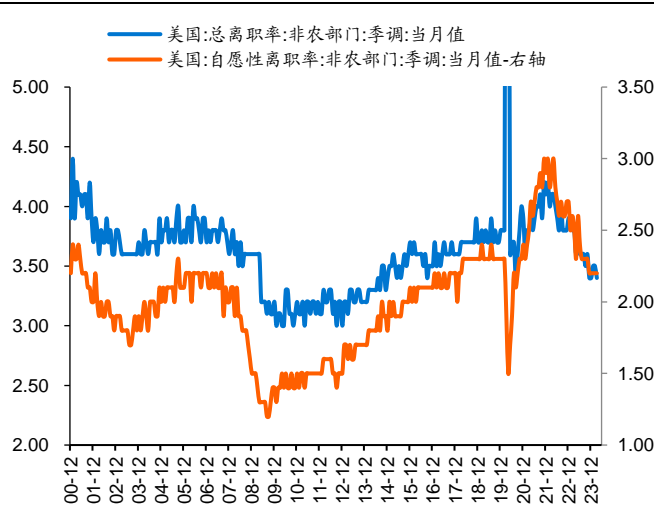
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图14 美国平均周工时趋势回落 (小时)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

图15 美国离职率持续回落 (%)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

### 4. 市场影响: 就业数据使降息预期大幅回落

美国5月非农数据超预期回升，市场首次降息预期再次推后至11月。非农新增就业大幅超过预期，市场预期的降息路径进一步上移。非农数据公布后，9月首降概率由68.68%降至50.45%，11月首降概率64.44%（包括降息25bps及以上的可能性）。美联储今年因就业市场大幅转弱而开启降息的可能性下降，年内降息面临更大的不确定性。

结合其他就业数据来看，美国就业市场短期走强与其总体放缓的趋势并不矛盾。我们认为本次数据是4月美国就业市场降温以来美国劳动力市场再平衡过程中的一次扰动。



ISM 服务业 PMI 数据超预期走强对应服务业就业回升，5 月非农数据给美国就业市场短期内的韧性提供了进一步的佐证。然而，从更长期的视角来看，美国劳动力市场供需持续改善、就业质量下降、劳动力市场流动性转弱、边缘劳动力就业机会承压，这些均表明美国就业市场正在逐步放缓，未来就业市场大概率继续松弛。

图16 CME Fedwtach 数据显示非农公布后 9 月降息预期回落

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
6/12/2024		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	97.8%
7/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	8.1%	91.8%
9/18/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	46.6%	49.5%
11/7/2024	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	15.9%	47.4%	35.6%
12/18/2024	0.0%	0.0%	0.7%	10.2%	35.3%	40.1%	13.7%
1/29/2025	0.0%	0.3%	4.9%	21.3%	37.4%	28.4%	7.6%
3/19/2025	0.2%	2.7%	13.6%	29.8%	32.7%	17.4%	3.6%
4/30/2025	1.1%	6.5%	19.3%	30.8%	27.3%	12.6%	2.3%

资料来源：CME，联储证券研究院

## 5. 风险提示

美国通胀粘性超预期；美联储货币政策紧缩超预期。

### 免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F  
 邮编：200120

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F  
 邮编：518000