

相关研究

《利润承压，等待政策——4月工业企业利润数据点评》2023.05.27

《收入增速回落，支出平稳——2023年4月财政数据点评》2023.05.18

《高点或已过——4月经济数据点评》2023.05.16

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

## 需求仍然稳定 ——2023年5月美国非农数据点评

### 投资要点:

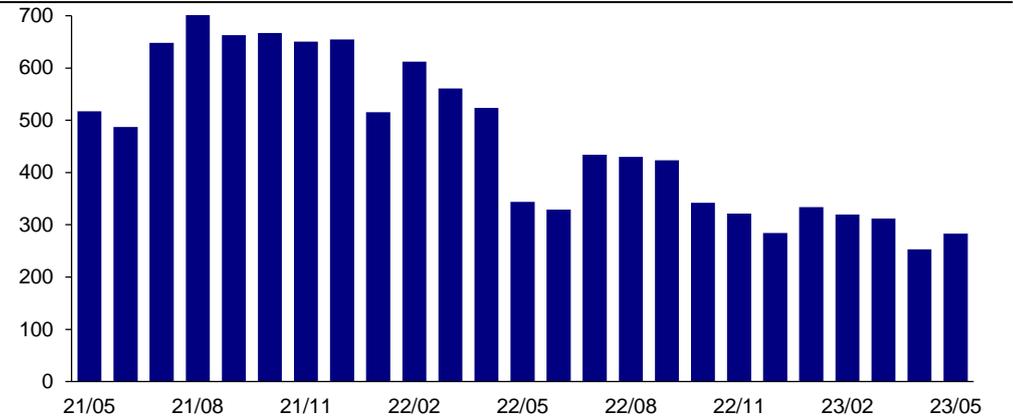
- **美国非农好于预期。**5月美国新增非农就业33.9万人，前2个月也明显上修，服务业仍是主要贡献；不过休闲和酒店业以及政府就业缺口仍大。失业率回升至3.7%，劳动参与率持平上一月。
- **就业数据为何有分歧？**美国非农就业增加，而失业率却上升，这很大程度上与美国劳动力调查有关，美国劳动力调查分为企业调查和住户调查。其中，失业率调查包含在住户调查里面，工作时间和工资报酬等都包含在企业调查；而企业调查和住户调查都包含就业数据，不过范围有所不同。企业调查的就业主要针对有工作的，也就是支付薪酬的人员（包括带薪休假）；而住户调查的就业则不仅包括支付薪酬人员，还包括自雇人员、家庭中的无薪人员以及从事农业等人员，不包括带薪休假人员。
- **核心通胀压力仍大。**核心通胀压力仍大。5月劳动力平均时薪同比仍高达4.35%，环比也维持在0.3%的高位；加之，4月职位空缺意外回升至1000万人以上，每一个失业者对应1.78个职位缺口。这表明劳动力市场整体依然较为紧张，也就意味着除住房外的核心通胀仍有较大压力。
- **往前看，**本轮海外银行业演变成系统性金融危机的概率相对较低；美国经济依然稳定，尤其是消费韧性。**我们认为，治理通胀仍然是美联储首要目标。**截至6月3日，市场预期6月停止加息的概率超过7成；不过，预期7月加息的概率超过5成，预期大概率将于11月降息，年底利率水平大概率维持5.00%-5.25%区间。

## 图目录

图 1	美国新增非农就业人数（千人，连续 3 个月平均）	3
图 2	5 月美国各行业新增就业（万人）	3
图 3	美国不同类型失业占比（%）	4
图 4	美国新增就业人数转负（千人）	4
图 5	美国每个失业者对应 1.78 个职位缺口（非农职位空缺数/总失业人数）	5
图 6	市场预期美联储加息概率分布	5

美国非农好于预期。5月美国新增非农就业 33.9 万人，前 2 个月分别上修至 29.4 万人和 21.7 万人。连续 3 个月平均新增就业人数仍有 28.3 万人，远高于美联储主席鲍威尔认为的合意新增就业人数，即每个月 10 万人左右。

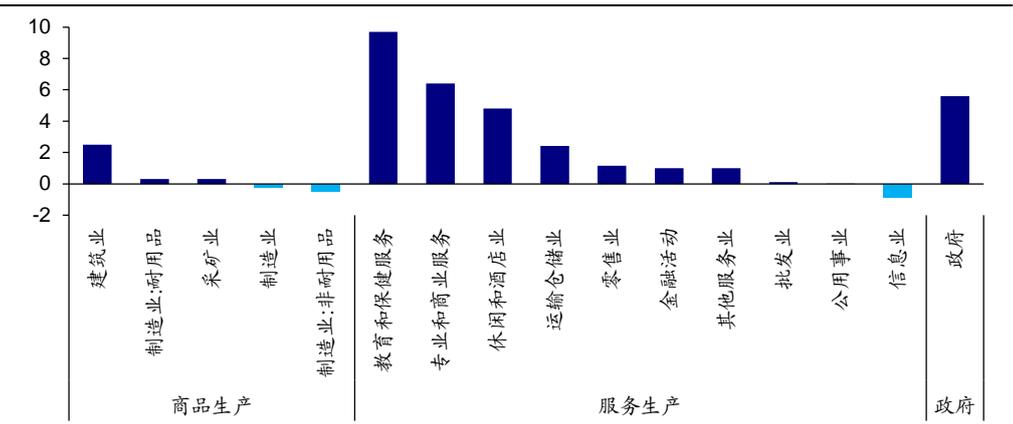
图1 美国新增非农就业人数（千人，连续 3 个月平均）



资料来源：Wind，海通证券研究所

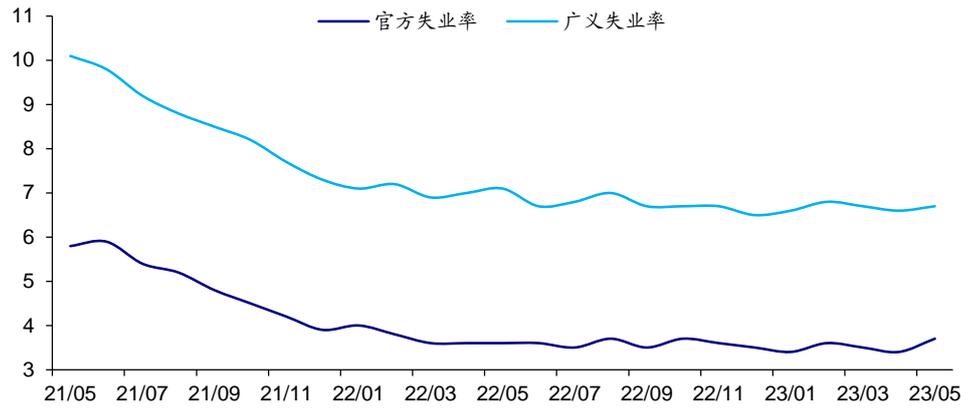
分行业来看，服务业仍是主要贡献。5月服务业新增就业 25.7 万人，贡献了新增就业的 75.8%，其中，贡献最大的是教育和保健业、专业和商业服务以及休闲和酒店业，分别贡献了 28.6%、18.9%以及 14.2%。不过，政府就业也贡献较多，贡献了 16.5%。

图2 5月美国各行业新增就业（万人）



资料来源：Wind，海通证券研究所

不过，失业率意外回升。5月美国劳动参与率维持在 62.6%，连续 3 个月维持这一水平，仍与疫情前（2020 年 2 月）有 0.7 个百分点的缺口。不过，5 月失业率意外回升，从上一月的 3.4% 上升至 3.7%，为 2022 年 7 月以来高点。

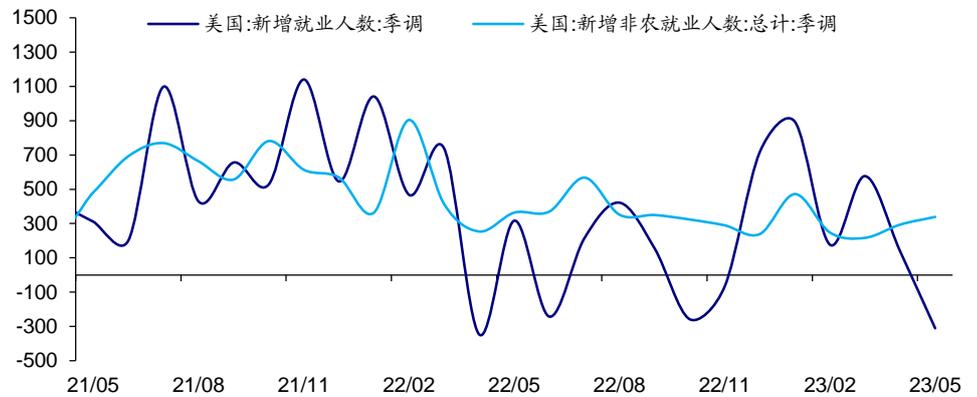
**图3 美国不同类型失业占比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**就业数据为何有分歧? 5月为什么会出现非农就业表现很好, 而失业率反而表现不好呢? 尤其是, 5月美国就业减少31万人, 明显与新增非农就业的33.9万人不符。**

**这很大程度上与美国劳动力调查有关, 美国劳动力调查分为企业调查和住户调查。**其中, 失业率调查包含在住户调查里面, 工作时间和工资报酬等都包含在企业调查; 而企业调查和住户调查都包含就业数据, 不过范围有所不同。企业调查的就业主要针对有工作的, 也就是支付薪酬的人员(包括带薪休假); 而住户调查的就业则不仅包括支付薪酬人员, 还包括自雇人员、家庭中的无薪人员以及从事农业等人员, 不包括带薪休假人员。

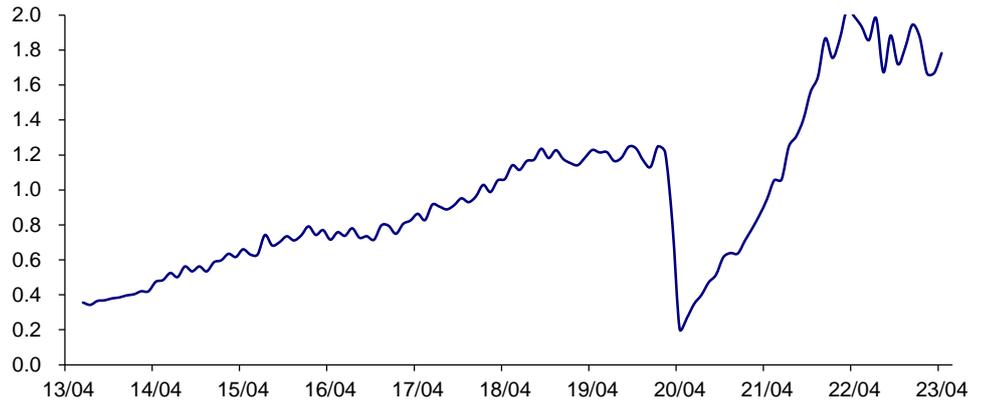
**实际上, 从历史上来看, 经常出现新增就业人数和新增非农就业人数背离的情形。**

**图4 美国新增就业人数转负 (千人)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**核心通胀压力仍大。**5月劳动力平均时薪同比仍高达4.35%, 环比也维持在0.3%的高位; 加之, 4月职位空缺意外回升至1000万人以上, **每一个失业者对应1.78个职位缺口。**这表明劳动力市场整体依然较为紧张, 也就意味着除住房外的核心通胀仍有较大压力。**并且, 后续美国非农新增就业即使延续回落, 更加值得关注的问题或将在薪资增长方面。**

**此外, 需要关注的是非农就业人员每周工作时长下降至34.3小时, 低于2017-2019年的平均水平。**

**图5 美国每个失业者对应 1.78 个职位缺口（非农职位空缺数/总失业人数）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

往前看，美国经济依然稳定，尤其是消费有韧性。我们认为，治理通胀仍然是美联储首要目标。

截至 6 月 3 日，市场预期 6 月停止加息的概率超过 7 成；不过，预期 7 月加息的概率超过 5 成，预期大概率将于 11 月降息，年底利率水平大概率维持 5.00%-5.25% 区间。

**图6 市场预期美联储加息概率分布**

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	74.7%	25.3%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.1%	53.5%	14.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	34.7%	48.8%	12.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	19.6%	41.9%	30.4%	6.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	10.9%	30.8%	36.1%	18.2%	3.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	8.5%	26.1%	34.8%	22.4%	6.6%	0.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.4%	23.7%	33.6%	24.1%	8.8%	1.6%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	10.0%	25.3%	32.1%	21.7%	7.7%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.1%	20.0%	29.7%	25.3%	12.6%	3.5%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.0%	6.5%	18.5%	28.6%	25.8%	14.0%	4.5%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.8%	5.3%	15.9%	26.4%	26.4%	16.6%	6.6%	1.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.6%	4.1%	13.2%	23.7%	26.4%	19.1%	9.2%	2.9%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至 6 月 3 日。

## 信息披露

### 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。