

# 美国经济

## 非农就业超预期令近期降息必要性下降

美国5月非农数据再次大超预期，新增非农就业27.2万人，其中医疗服务和休闲酒店等服务业延续强劲增长，政府就业反弹。薪资增速超预期反弹，或增加服务业去通胀波折。实际工资持续增长将支撑消费支出和美国经济韧性。失业率小幅上升至近两年新高。家庭调查口径下就业人数减少40.8万人，与非农数据大幅背离。家庭调查口径样本更小，非法移民大幅增加和非农口径对多份工作重复计算可能是两者背离的原因。非农就业超预期令近期降息必要性下降。就业数据发布后，市场对9月已降息概率的预期从68.7%降至50.5%，10年国债收益率从4.3%升至4.46%。随着货币政策紧缩效应显现，经济和通胀将渐进放缓，我们维持美联储可能在9月和12月两次降息，全年可能降息50个基点左右的判断。

■ **非农就业超预期，薪资增速反弹。**4月新增非农就业27.2万人，大幅超出市场预期的18万人。私营部门新增就业加速，从4月的15.8万人升至5月的22.9万人。分行业来看，商品生产部门新增就业2.5万人，服务业新增就业20.4万人。商品生产中，建筑业从4月的零新增升至2.1万人，制造业则增加0.6万人。服务业中，医疗保健与社会救助业延续强劲增长，5月新增8.35万人。休闲和酒店业新增就业也从1.2万人反弹至4.2万人。政府部门新增就业从4月的0.7万人增至4.3万人，其中地方政府新增3.4万人，州级和地方继续成为政府部门新增就业的主要推动。每周工时不变维持在34.3小时，就业扩散指数从56.6升至63.4，显示就业增长的行业更加广泛。非农私企薪资增速超预期反弹，环比增速从4月的0.2%升至0.4%，同比增速也从4%小幅反弹至4.1%。薪资增速反弹或增添服务去通胀波折。由于名义工资增速持续超过通胀，实际工资保持扩张，支撑消费支出和经济韧性。职位空缺数与失业人数比从2023年末的1.4进一步降至4月的1.2，接近疫情前水平，显示劳工供求更趋平衡。就业数据显示，大量移民流入带来劳工供应扩大可能对就业增长贡献较大，而家庭调查、ADP、职位空缺等数据显示就业需求在温和降温。

■ **失业率小幅上升，家庭调查数据与非农就业的背离扩大。**失业率为3.9%升至5月的4%，为22年1月以来最高，主要因为家庭调查口径下5月就业人数大幅减少40.8万人。劳动力人口下降25万人，劳动参与率从62.7%降至62.5%，其中25-54岁主力劳动人群的参与率提高0.1个百分点至83.6%，为近20年最高。而疫情后迟迟未恢复的55岁以上劳动参与率则下降0.2个百分点至38.2%。非农口径和家庭调查口径下新增非农就业人数在历史上走势基本一致，但在疫情后大幅背离，5月非农口径和家庭调查口径下同比累计新增就业相差超200万人。非农口径就业自23年末以来累计新增超120万工作岗位，而家庭调查口径的非农就业累计减少超7万人。造成巨大差异的原因可能是非农口径数据来自近12万企业和政府机构，而家庭调查来自6万美国家庭，更少的样本导致家庭调查口径的就业数据波动更大。近年来大幅增加的非法移民劳工通常不会回答家庭调查，也可能是导致数据背离的重要原因。同时非农口径中持有多份工作者会被重复计算，可能导致数据偏差。另外，家庭调查口径显示就业市场走弱的迹象包括过去一年新增就业主要来自兼职工作：全职工作人数自23年5月以来累计减少116万人，而兼职工作者则增加了151万人，尽管兼职工作占总工作比例仍在历史低位。

■ **经济依然稳健但有所放缓，美联储9月可能降息。**非农就业超预期令近期降息必要性下降。但随着货币政策紧缩效应逐步显现，经济增长、就业和通胀将渐进放缓。我们维持美联储可能在9月和12月两次降息，全年可能降息50个基点左右的判断。

叶丙南, Ph.D

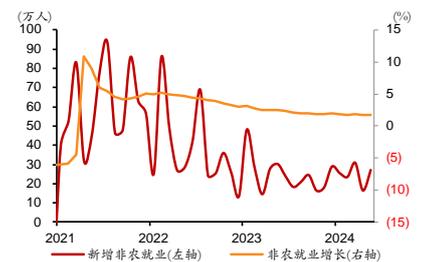
(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

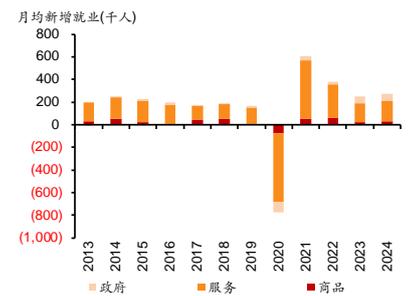
刘泽晖

(852) 3761 8957

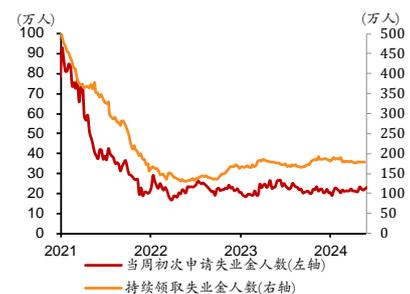
frankliu@cmbi.com.hk



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

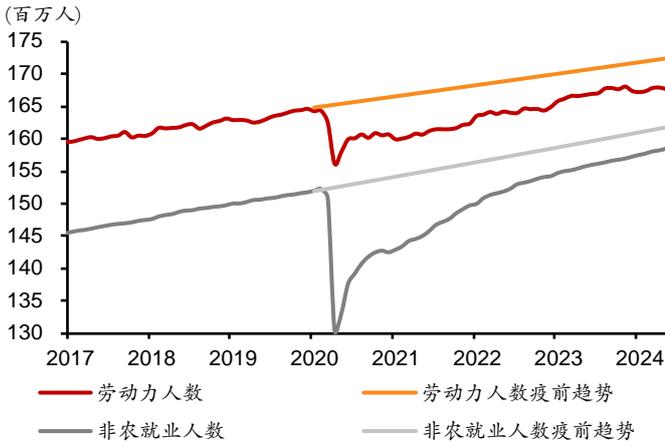


资料来源: Wind, 招银国际环球市场



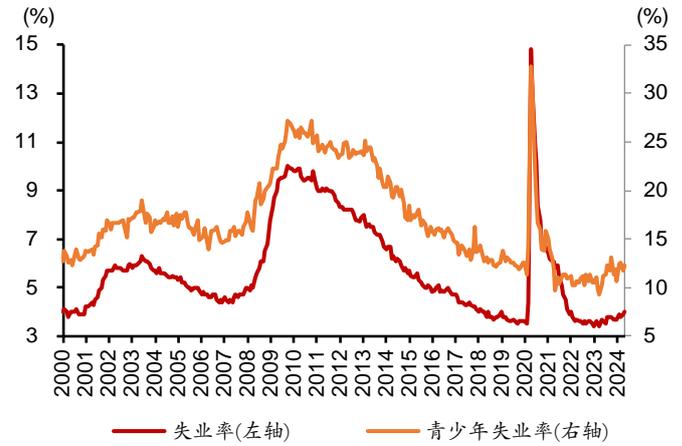
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

**图 1: 劳动力人数和非农就业人数**



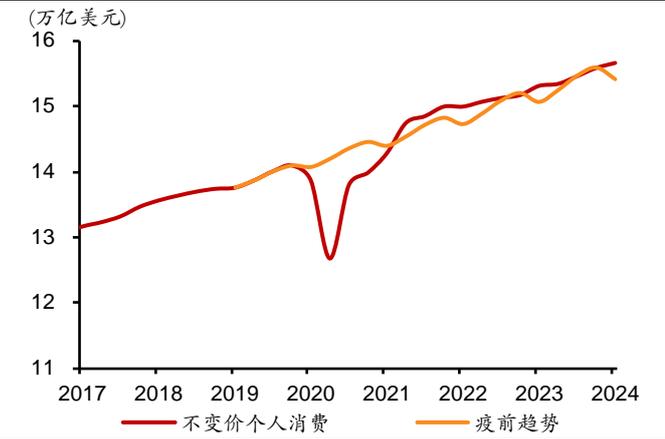
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

**图 2: 失业率和青少年失业率**



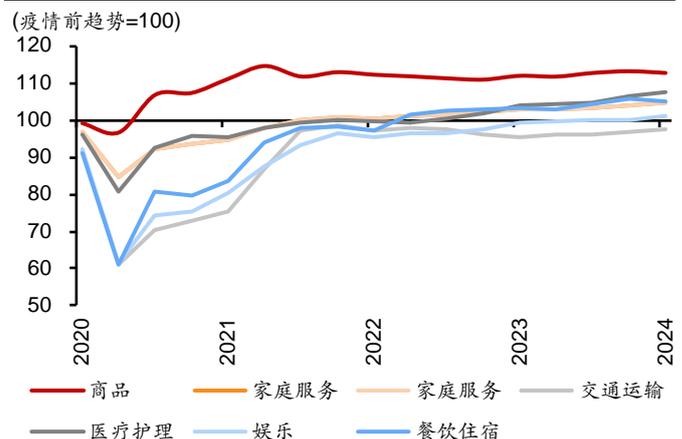
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

**图 3: 不变价消费支出**



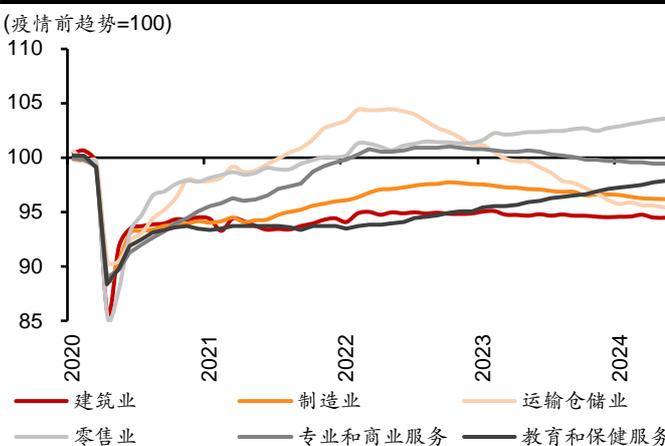
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

**图 4: 不变价消费支出分项复苏趋势**



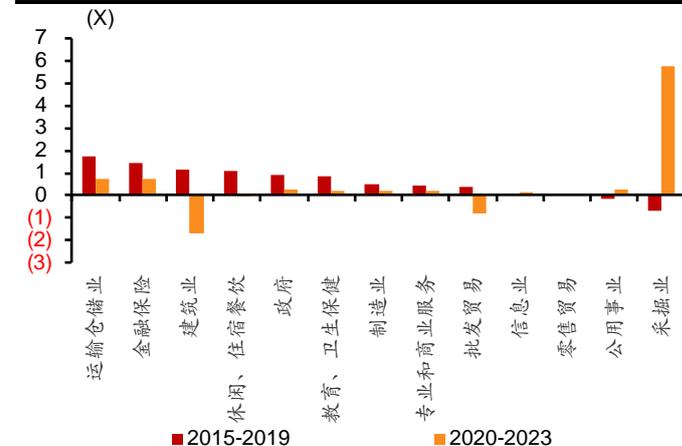
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

**图 5: 主要行业非农就业人数复苏趋势**



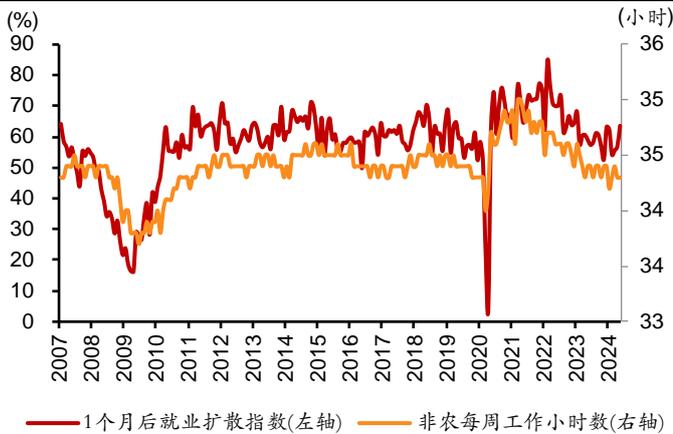
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

**图 6: 各行业就业增速/GDP 增速**



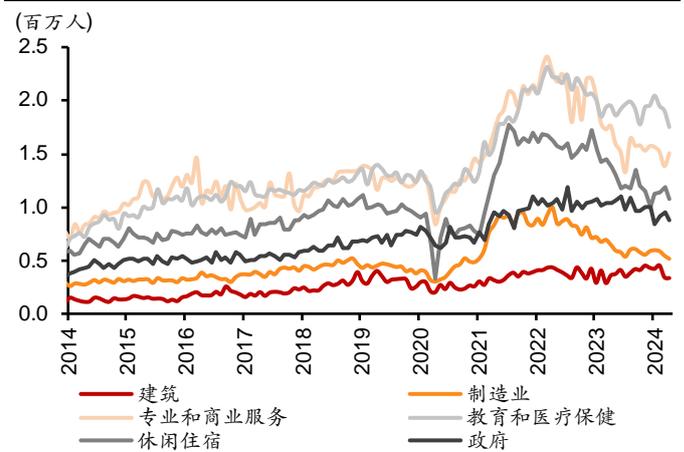
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 非农就业扩散指数与每周工作小时数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 主要行业职位空缺数



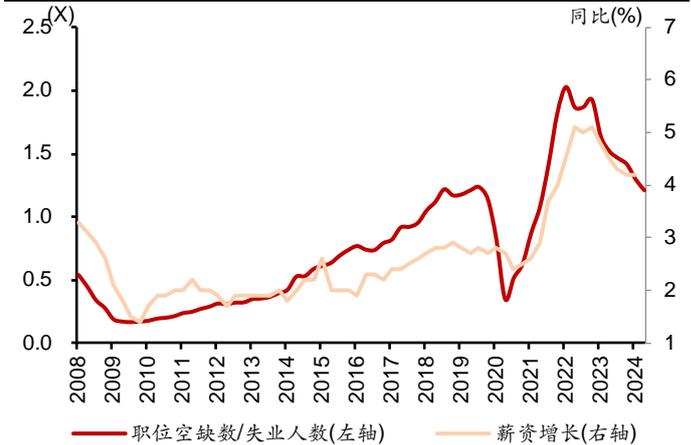
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 制造业与非制造业就业指数



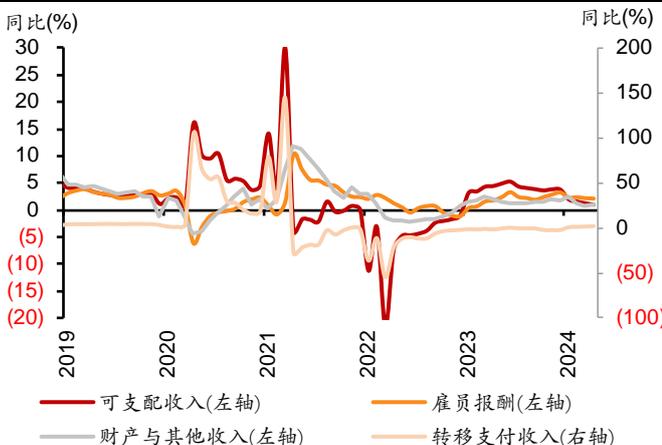
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 职位空缺数/失业人数与薪资增速



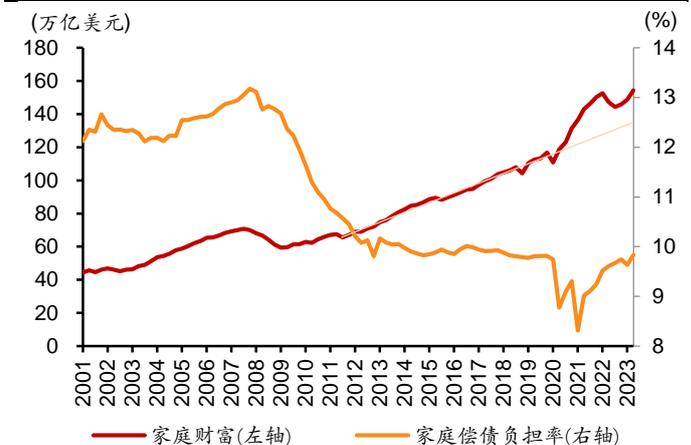
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国家庭收入增速



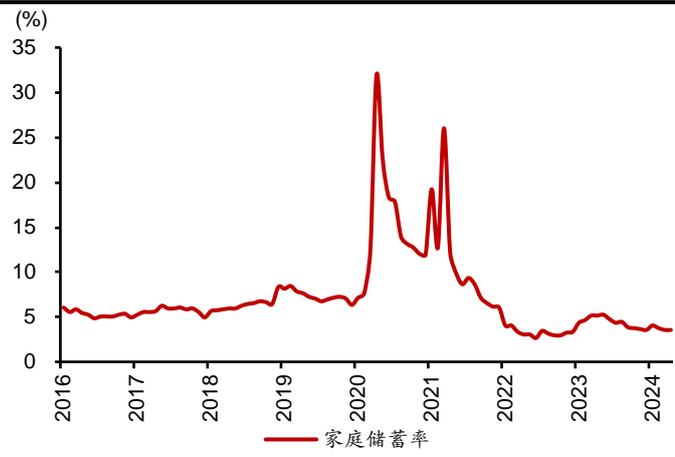
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



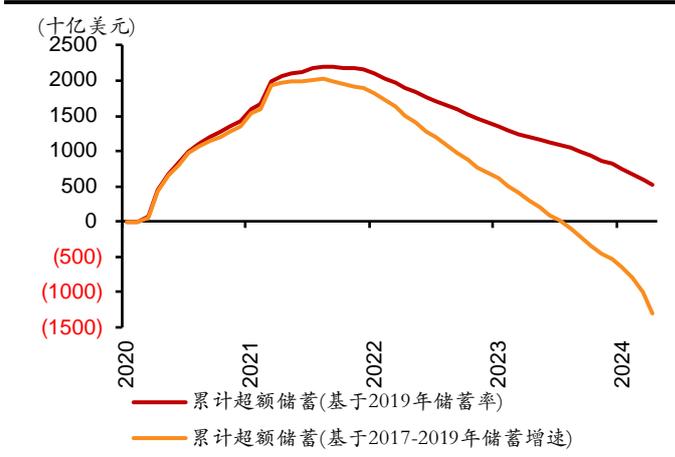
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国家庭储蓄率



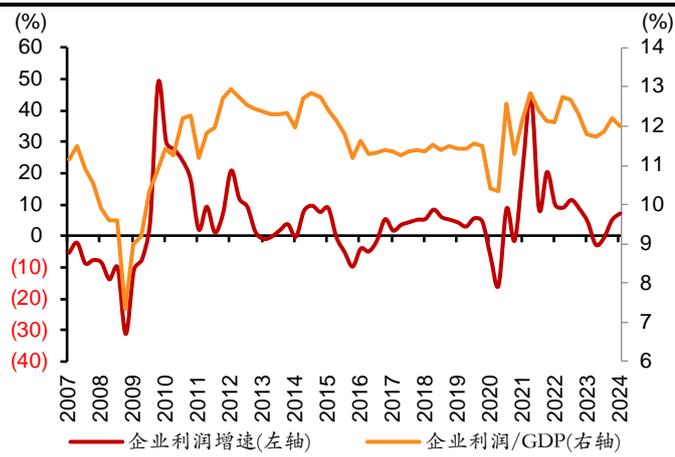
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国家庭累计超额储蓄



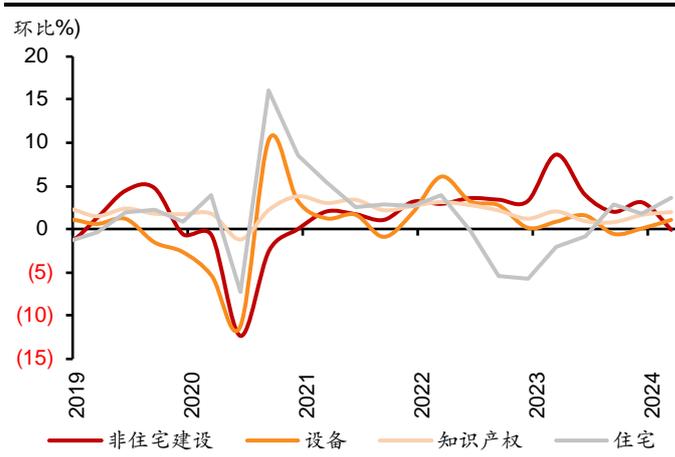
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 美国企业利润增速



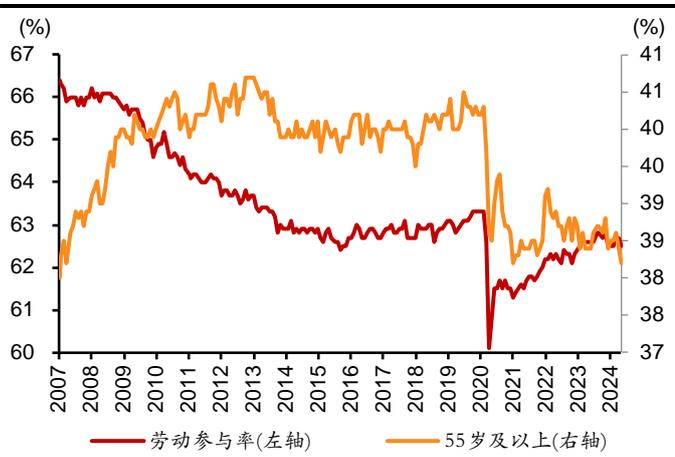
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 主要固定投资增速



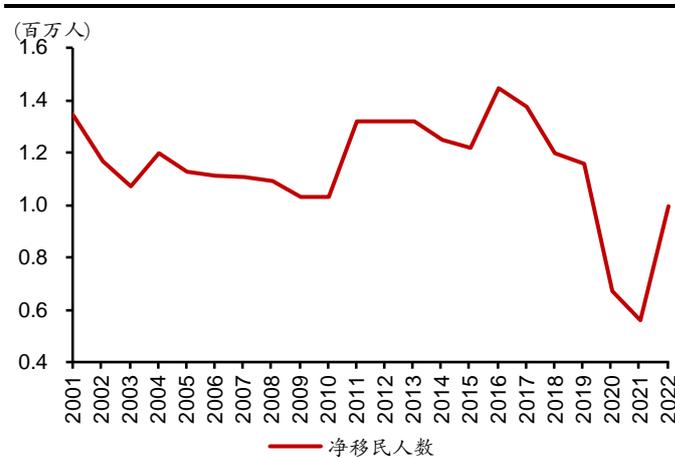
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 美国劳动参与率



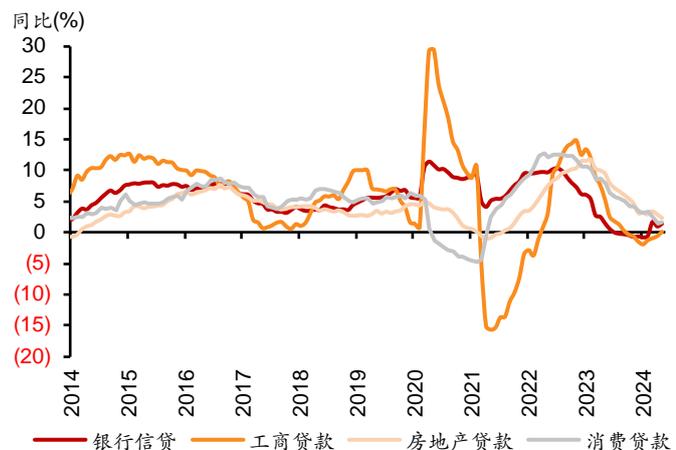
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 美国净移民人数



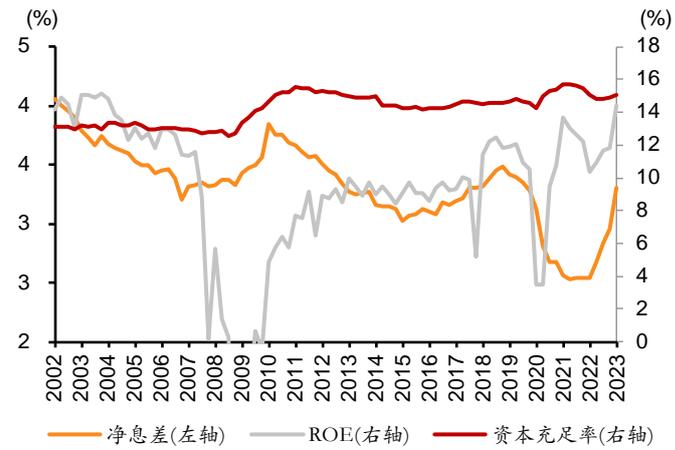
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 美国银行业信贷增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 银行业盈利状况和资本充足率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。