

## 4月非农继续提振紧缩预期

### ■ 美国4月非农就业数据缘何“打架”？主因统计口径差异，不必过度解读

4月，美国非农新增就业继续超过40万人，劳动力参与率降低、失业率持平。具体来看，美国4月非农新增就业人数42.8万人，好于市场预期的38万人。若维持当前速度，美国非农就业人数有望在3个月内修复至疫情前水平。同时，4月劳动力参与率录得62.2%，不及前值62.4%；失业率录得3.6%，与前值持平；4月时薪环比0.3%，低于前值0.5%；每周工时录得34.6小时，持平前值。

**非农新增就业与劳动力参与率“打架”，主因统计口径差异，不必过度解读。**美国非农就业报告分为机构和家庭调查，非农就业采用机构调查口径，劳动力参与率、失业率采用家庭调查口径。与非农新增就业人数维持高位不同，家庭调查的4月就业人数减少35.3万人，失业人数减少1万人，使得劳动力参与率下滑、失业率持平。以史为鉴，伴随着机构和家庭数据的后续修正，背离有望慢慢收敛。

### ■ 就业结构释放哪些信号？就业质量提升，制造业修复加快、服务业分化

美国非农就业人数高增的同时，就业质量进一步提升。美国就业群体，可以分为全职就业者和临时工。回溯历史，美国经济处于高景气状态时，就业群体中，全职就业者占比往往大幅抬升，临时工占比则持续下滑；反之，临时工占比往往上升。4月，全职工占比稳步提升至84%，临时工占比持续下滑至16%。其中，因经济原因而只能获得临时性工作的就业者占比降至2.6%，折射美国经济韧性。

**制造业就业增长指向生产加快修复，服务业就业修复分化反映“疫后创伤”影响不同行业的劳动力供给。**分行业来看，制造业就业新增5.5万人，创2021年7月以来新高，指向生产加快修复。教育保健业、运输仓储业、零售贸易业就业人数分别增加5.9、5.2、2.9万人，都高于历史均值水平。但休闲酒店业就业人数仅新增7.8万人，连续6个月出现下滑，或与“疫后创伤”压制就业意愿有关。

### ■ 未来就业演绎及影响？供需矛盾仍尖锐，美联储维持高强度的政策正常化

旺盛的招工需求下，美国就业人数有望修复至疫情前水平，但难解的供需矛盾或引发薪资通胀压力进一步凸显。美国职位空缺数已连续8个月高于1000万个，表明劳动力供给仍没有充分满足需求。旺盛的招工需求下，本轮美国就业人数的修复潜力或高于疫情前水平。与此同时，“疫后创伤”等仍将制约劳动力供给、加剧供需矛盾，使得企业不得不大幅加薪招人、引发薪资通胀压力进一步凸显。

**就业韧性下，美联储维持高强度的政策正常化，但对全球市场影响最激烈的阶段或集中在上半年。**4月非农报告公布后的“股债双杀”，反映市场对美联储政策收紧的担忧有所升温。展望未来，就业市场折射美国经济韧性、通胀“高烧难退”下，为了维护公信力，美联储将维持政策正常化的高强度。这一背景下，10Y美债利率上行还没结束，但对全球市场影响最激烈的阶段可能主要集中在上半年。

**风险提示：**美国新冠疫情出现超预期反弹；劳动力就业意愿持续低迷不振。

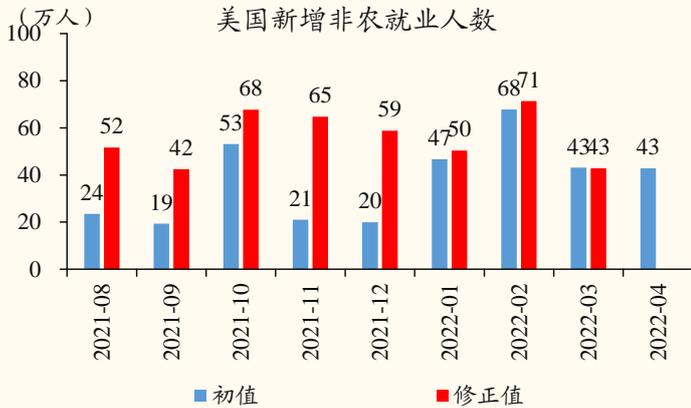
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人  
caojinqiu@gjzq.com.cn

### 1、美国 4 月非农就业数据缘何“打架”？主因统计口径差异，不必过度解读

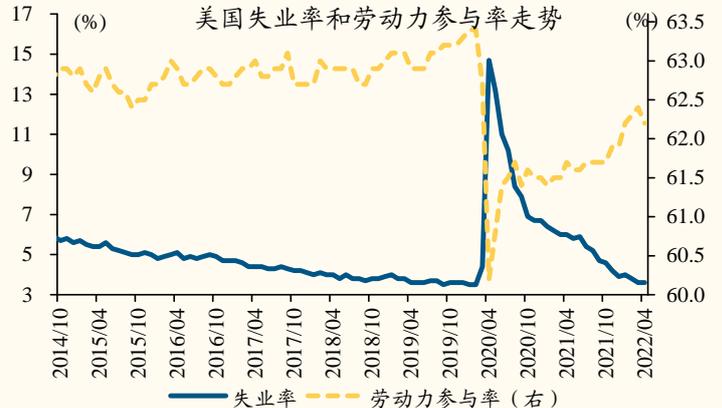
4 月，美国非农新增就业继续超过 40 万人，劳动力参与率降低、失业率持平。具体来看，美国 4 月非农新增就业人数 42.8 万人，好于市场预期的 38 万人。若维持当前速度，非农就业人数有望在 3 个月内修复至疫前。同时，4 月劳动力参与率录得 62.2%，不及前值 62.4%；失业率录得 3.6%，与前值持平；4 月时薪同比 5.5%，低于前值 5.6%；每周工时录得 34.6 小时，持平前值。

图表 1：4 月，美国非农新增就业继续超过 40 万人



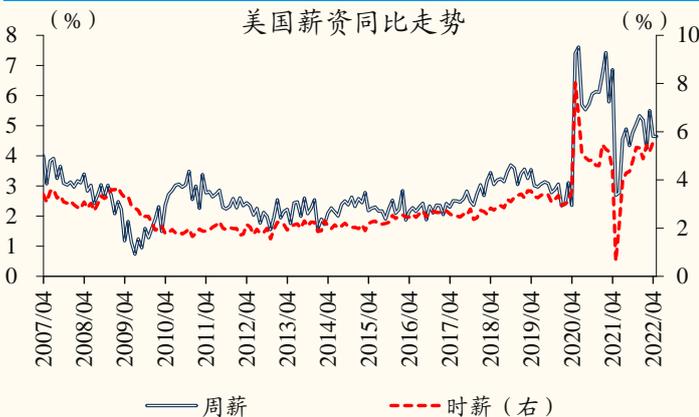
来源：BLS、国金证券研究所

图表 2：4 月，美国劳动力参与率降低、失业率持平



来源：BLS、国金证券研究所

图表 3：4 月，美国时薪同比 5.5%，低于前值 5.6%



来源：BLS、国金证券研究所

图表 4：4 月，美国每周工时录得 34.6 小时，持平前值



来源：BLS、国金证券研究所

非农新增就业高企、劳动力参与率下滑的“数据组合”背后，主因统计口径差异，不必过度解读。美国非农就业报告分为机构和家庭调查，非农就业采用机构调查口径，劳动力参与率、失业率采用家庭调查口径。与非农新增就业人数维持高位不同，家庭调查的 4 月就业人数减少 35.3 万人，失业人数减少 1 万人，二者合计的劳动力人口减少 36.3 万人，使得劳动力参与率下滑、失业率持平。以史为鉴，伴随着数据的后续修正，背离有望慢慢收敛。

图表 5: 美国失业率、劳动力参与率采用家庭调查口径

就业率=就业人数/(16岁-64岁人口)

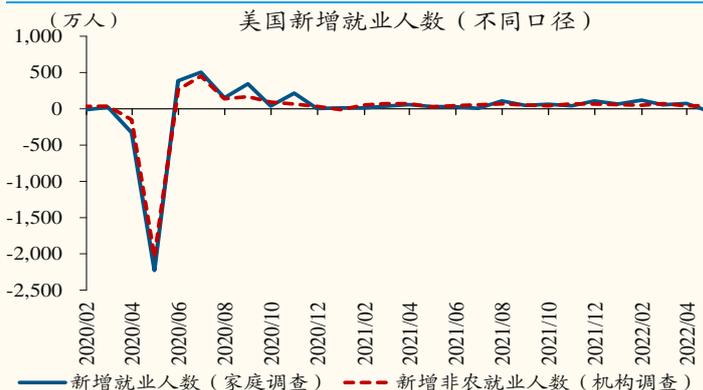
劳动力参与率=劳动力人口/(16岁-64岁人口)  
=(就业人数+失业人数)/(16岁-64岁人口)

失业率=失业人数/劳动力人口  
=(劳动力人口-就业人数)/劳动力人口  
=(劳动力参与率-就业率)/劳动力参与率

注: 均为家庭调查数据

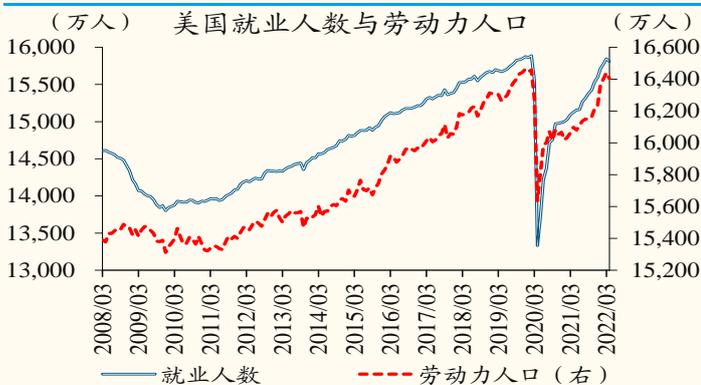
来源: BLS、国金证券研究所

图表 6: 美国家庭、机构调查的口径存在差异, 但会收敛



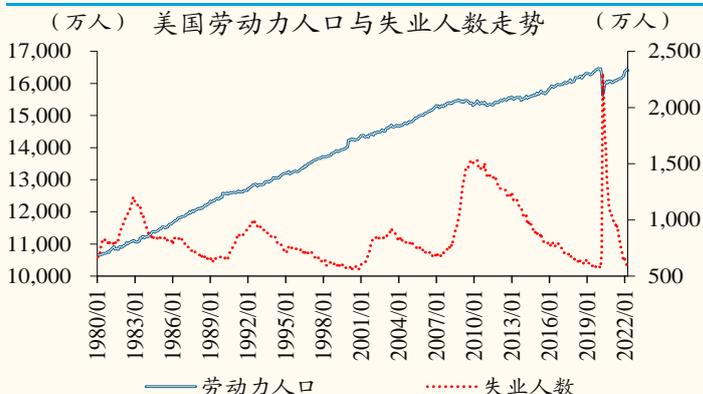
来源: BLS、国金证券研究所

图表 7: 家庭调查的4月就业人数减少35.3万人



来源: BLS、国金证券研究所

图表 8: 家庭调查的4月失业人数减少1万人



来源: BLS、国金证券研究所

## 2、就业结构释放哪些信号? 就业质量提升, 制造业修复加快、服务业分化

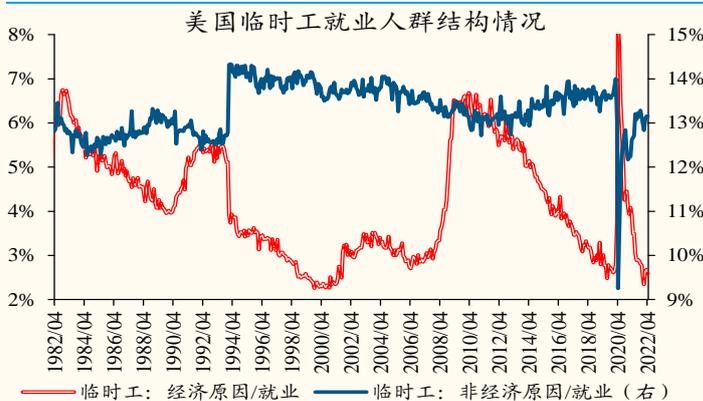
美国非农就业人数高增的同时, 就业质量进一步提升。美国就业群体, 可以分为全职就业者和临时工。回溯历史, 美国经济处于高景气状态时, 就业群体中, 全职就业者占比往往大幅抬升, 临时工占比则持续下滑; 相反, 美国经济景气持续下滑时, 临时工占比一般显著上升。4月, 全职工占比稳步提升至84%, 临时工占比持续下滑至16%。其中, 因经济原因而只能获得临时性工作的就业者占比降至2.6%, 折射美国经济韧性。

图表 9: 美国临时工占比持续大幅下滑



来源: BLS、国金证券研究所

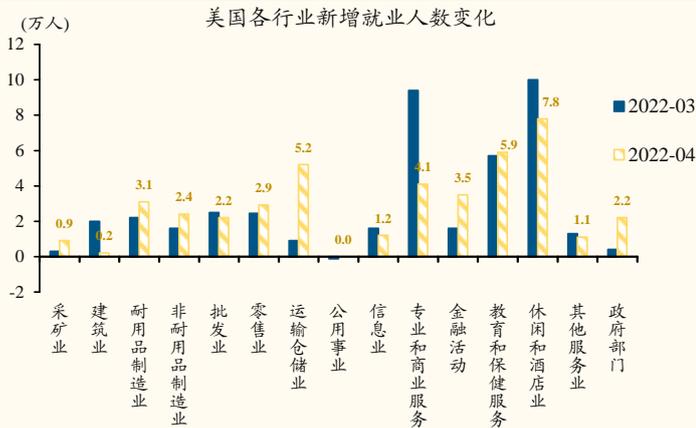
图表 10: 美国因经济原因从事临时工的占比维持低位



来源: BLS、国金证券研究所

制造业就业增长指向生产加快修复，服务业就业修复分化反映“疫后创伤”影响不同行业的劳动力供给。分行业来看，制造业就业新增 5.5 万人，创 2021 年 7 月以来新高，指向生产加快修复。教育保健业、运输仓储业、零售贸易业就业人数分别增加 5.9、5.2、2.9 万人，都高于历史均值水平。但休闲酒店业就业人数仅新增 7.8 万人，连续 6 个月出现下滑，或与“疫后创伤”压制就业意愿有关。（详细分析请参见《从就业市场，看美国衰退有多远？》）。

图表 11: 美国制造业修复加快，服务业就业表现分化



来源: BLS、国金证券研究所

图表 12: 美国休闲酒店业就业人数修复偏慢

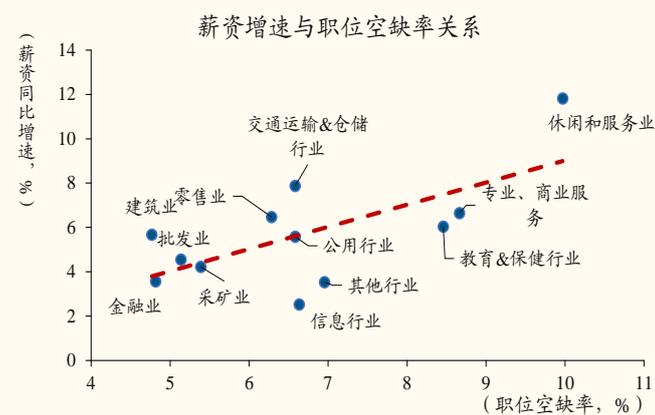


来源: BLS、国金证券研究所

### 3、未来就业演绎及影响？供需矛盾仍尖锐，美联储维持高强度的政策正常化

旺盛的招工需求下，美国就业人数有望修复至疫情前水平，但难解的供需矛盾或引发薪资通胀压力进一步凸显。美国职位空缺数已连续 8 个月高于 1000 万个，与失业人数的比值进一步升至历史新高的 1.9，表明劳动力供给仍没有充分满足需求。若将当前职位空缺数视作未来就业修复的潜在最大值，美国就业市场将可以继续吸纳超过 1100 万的劳动力，整体就业人数达到疫情前的 1.4 倍。与此同时，“疫后创伤”等仍将制约劳动力供给、加剧供需矛盾，使得企业不得不大幅加薪招人、引发薪资通胀压力进一步凸显。

图表 13: 职位空缺率与薪资增速呈正相关关系



来源: Wind、国金证券研究所

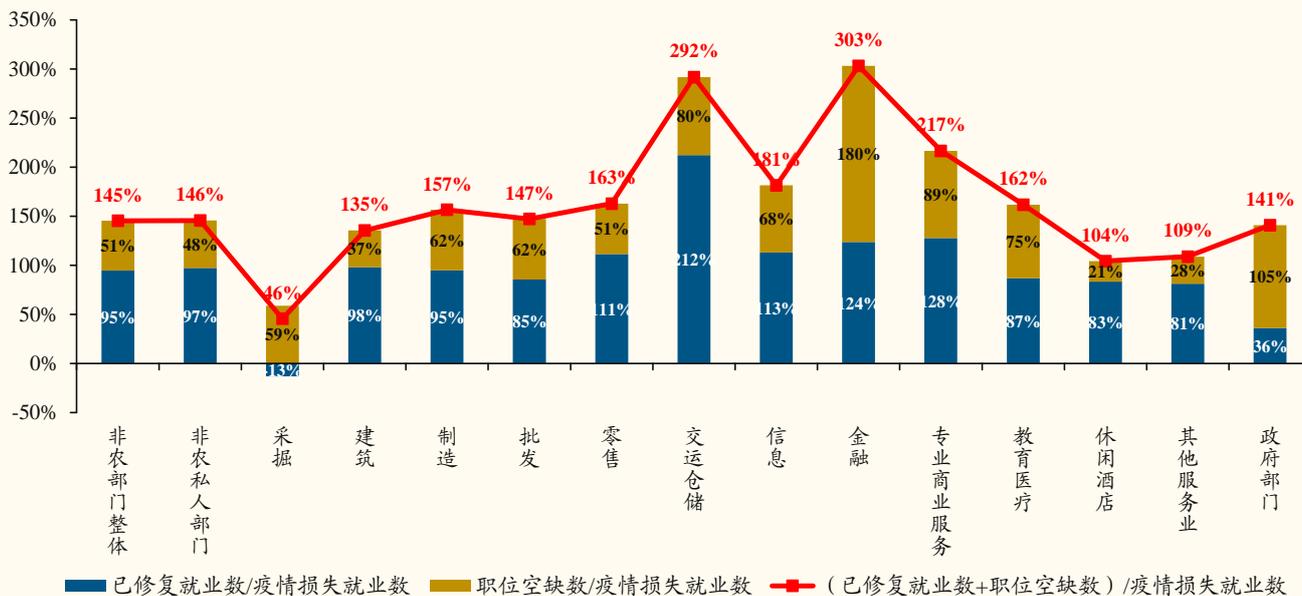
图表 14: 美国离职率同样处于历史高位



来源: BLS、国金证券研究所

图表 15: 本轮美国就业人数的修复潜力或将高于疫情前水平

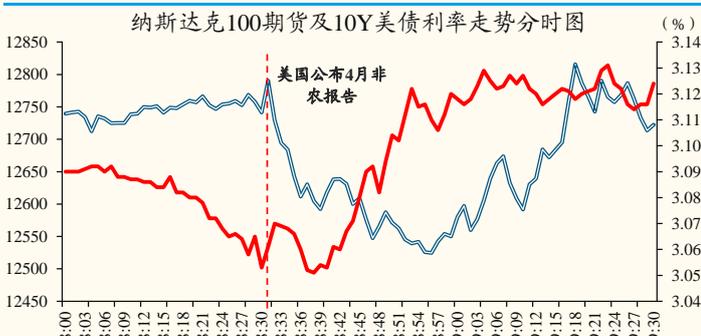
2022年4月，美国就业修复及职位空缺情况



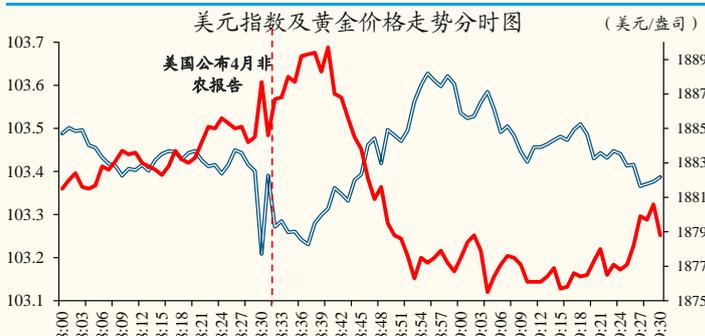
来源: BLS、国金证券研究所

就业韧性下，美联储维持高强度的政策正常化，但对全球市场影响最激烈的阶段或集中在上半年。4月非农报告公布后的“股债双杀”，反映市场对美联储政策收紧的担忧有所升温。展望未来，就业市场折射美国经济韧性、通胀“高烧难退”下，为了维护公信力，美联储将维持政策正常化的高强度。这一背景下，10Y美债利率上行还没结束，但对全球市场影响最激烈的阶段可能主要集中在上半年。(详细分析请参见《鲍威尔的“温柔一刀”》)。

图表 16: 非农公布后，美股期货下跌，美债利率上行



图表 17: 非农公布后，美元指数上行，黄金下跌



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_41345](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41345)

