

# 非农质量略降

## ——美国6月非农数据点评

2023年7月12日

宏观经济 | 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

### 事件：

美国6月季调后非农就业增20.9万，预期22.5万，前值33.9；4月从29.4万下修至21.7万，5月从33.9万下修至30.6万。

失业率3.6%，预期3.6%，前值3.7%。劳动参与率62.6%，前值62.6%。时薪同比4.4%，预期4.2%，前值4.3%。

### 主要观点：

- 1、 非农质量略降，随着夏季旅游高峰来临，服务业仍有空间。
- 2、 薪资处于陆续见顶状态，仅后25%人群仍在新高。
- 3、 三季度进入衰退概率不大。
- 4、 本月核心CPI环比若不能显著跌破平台，则7月加息几成定局。

**就业总量结构继续区间窄幅震荡。**连续4个月，劳动参与率达到62.6%以上（vs 疫情前63.3%），就业率达到60.3%（vs 疫情前61.1%）（图1）。分年龄看，55岁以上参与率继续下跌，45-54岁持续上升，其余年龄层区间震荡（图3）。因为经济原因不得不兼职的增加45.2万，部分反映了工作或商业环境疲软导致这些就业人群的工作时长下降。

**服务业继续拉动非农，餐饮业首次负增长。**非农就业主要集中于政府（6万）、医疗（4.1万）、社会援助（2.4万），以及建筑业（2.3万），专业和商业服务（2.1万），休闲住宿（2.1万）。专业和商务服务比上月（6.4万）有大幅下降，低于今年均值（4万），值得关注。休闲住宿新增（2.1万）主要来自赌博娱乐（1.8万）和酒店（0.6万）。随着暑期旅游旺季来临，赌博娱乐和酒店就业回升合理。但餐饮首次数显就业下降（-0.8万），而1~5月平均月增3.8万，回落明显，该行业距离疫情前仍有0.4%约4.9万人的差距。**专业和商业服务、医疗、餐饮一直是私营部门服务业新增就业的三大主力，6月首次出现其中两大行业新增就业出现环比显著下降，显示6月非农质量略降。**其他服务业中，金融行业继续增加，其中银行和地产就业增加；信息业连续2个月就业0增长。房地产业务受加息影响后就业一直低迷收缩后连续4个月出现就业回暖，与地产相关数据触底略有回升一致。

**政府部门今年就业呈现加速恢复态势，支撑非农服务就业数据。**政府部门（6万）就业继续加速，其中州政府（2.7）、地方政府（3.2万），低于疫情前2020年2月0.7%约16.1万人。（虽然2020年2月受到人口普查人手需求的扰动，但考虑到疫情3年政府岗位的自然增长需求，我们仍以2020年2月作为标准。）就业差距主要在地方政府，州政府和联邦政府基本恢复到疫情之前。

**除汽车行业外，与商品消费相关的就业下降。**商品流通环节相关的服务就业呈现全面少量减少（-2.2万）的局面，其中批发-0.4万，零售-1.1万，运输仓储-0.7万。细分行业主要集中于零售中的装修园艺（-1万）、家具电子电器（-0.5万），以及运输仓储中的快递（-0.7万）和仓储（-0.7万）。但客运交通就业继续上涨，其中航空和地面交通均有微弱涨幅，与旅游旺季相符。商品制造中，非耐用品行业（-0.8万）就业继续减少，耐用品行业就业增加（1.5万），主要集中于汽车（0.7万）、电子（0.2万）以及机械（0.3万）。建筑业就业增长主要与住宅相关，与住宅相关专业贸易承包继续增加1万，重型土木工程增0.5万。

**劳动力市场紧绷看到部分缓解迹象。**宏观上，消费的迅速恢复与就业市场固有的缓慢复苏特征是造成去年至今劳动力市场紧绷的主要原因。自4月略有反弹后，5月岗位空缺数代表的就业缺口小幅回落，是疫情前的140% vs 147%，短期难以下降至合理范围。细分行业中，制造业（150% vs 166%）、住宿餐饮（147% vs 151%）的岗位空缺数回落至3月以下；建筑（115% vs 121%）和政府（133% vs 147%）则继续增长。（图8）

**就业紧绷缓解仍需至少一个季度。**总量上，GDP和消费分别超过2019年四季度的5.3%、4.6%，而5月非农仅超过2.4%，

差距明显（图 15）。以餐饮业为例，餐饮业与疫情前只有 0.4% 约 5 万的差距，考虑到总非农已超过疫情前 2%，若餐饮业以 2.2% 的恢复空间为目标，以去年 12 月餐饮每月 3 万人的增速计算需 9 个月达标，以 1 月 8 万人的速度需 3 个月。（但注意到餐饮业出现首次就业负增长，若夏季旅游高峰未能再次恢复平均增速，则该推断不成立。）

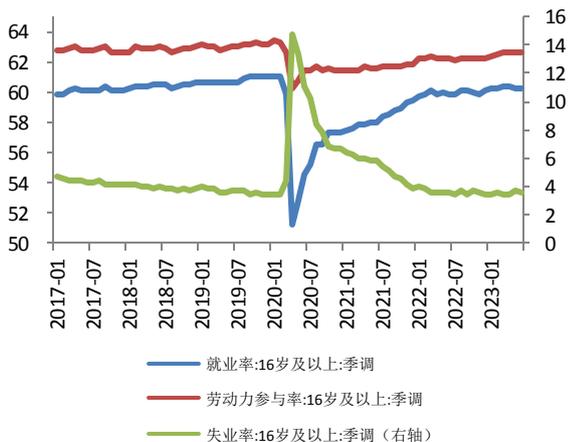
**低收入人群薪资仍在上涨，但各阶层薪资已陆续见顶。**时薪同比需降至 4% 以下（6 月为 4.4%）才可能看到通胀压力下降，需至少半年才能确定不会反弹。本轮周期中时薪第 1~4 分位同比增速均高企（图 14），这是有别于 1980 年代以来的薪资增速分化的特点，与 1970 年代的通胀周期更为相似。目前，低收入人群薪资仍在上涨。十二个月平均时薪，第一、二、三分位收入均已见顶，只有最低分位（第四分位）继续新高。这与科技公司裁员，但服务行业人手紧缺吻合。

**三季度衰退概率不大。**以岗位空缺数为代表的劳动力市场紧绷程度来看，劳动力市场至少需一个季度才有可能恢复正常，仍有明显的恢复空间，特别是夏季旅游旺季到来对服务业需求将达到高峰。由于受疫情影响最大的低收入服务业就业占比远高于高技能服务业就业人数，这种一方面裁员，一方面人手紧缺的现象在总量上以服务业占优。与以往经济周期中行业复苏同步性较强不同，本轮经济复苏中行业间存在明显的周期性错位（科技、商品消费 vs 服务业）导致高利率、高通胀下的就业数据显得尤为强劲。服务业就业总量上的占优掩盖了先期行业的回落，而以餐饮为代表的休闲娱乐行业并不是经济增长的引擎，这使得在服务业恢复完成后就业市场突然预冷的可能性较以往明显提高。

**通胀仍是加息第一决定因素。**本月核心 CPI 环比若不能显著跌破平台，则 7 月加息几成定局。

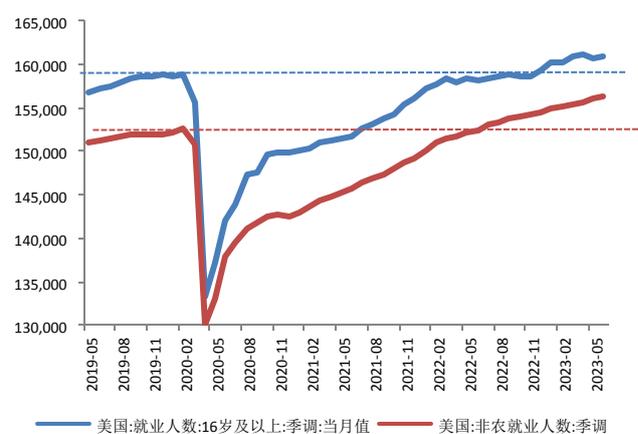
**风险提示：**海外通胀超预期，海外经济衰退。

图1：劳动参与率、就业率停滞（%）



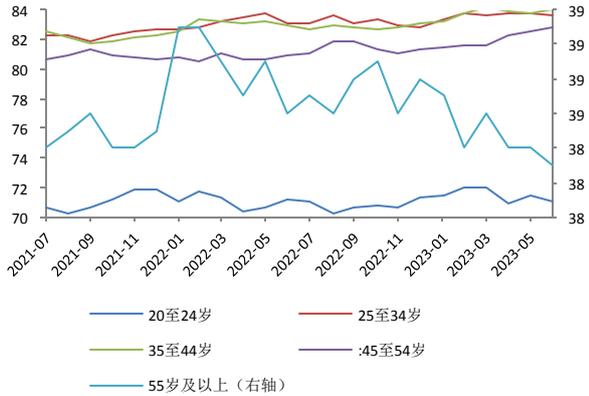
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

图2：家庭调查就业与企业调查就业均超过疫情前（千人）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

图3: 劳动参与率: 分年龄 (%)



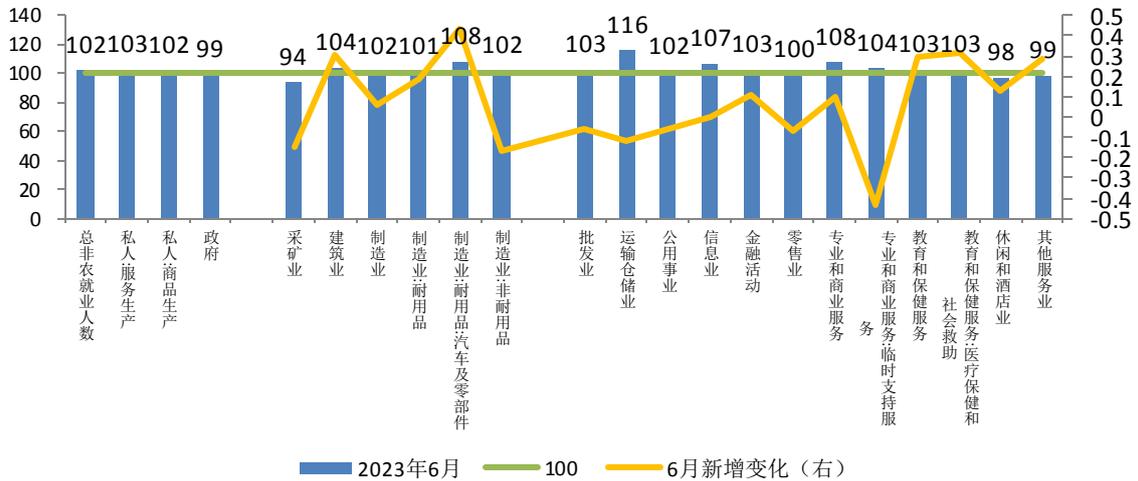
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4: 制造业就业仍在平台期, 非耐用品回落 (千人)



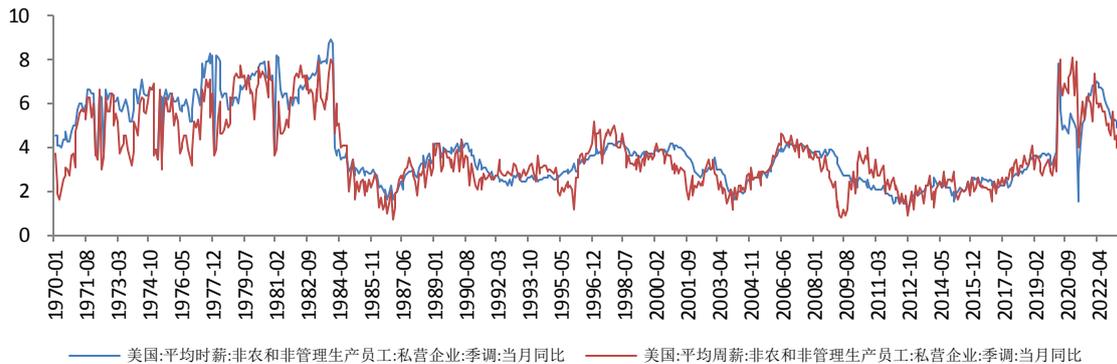
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5: 非农细分行业新增环比 (2020年2月=100)



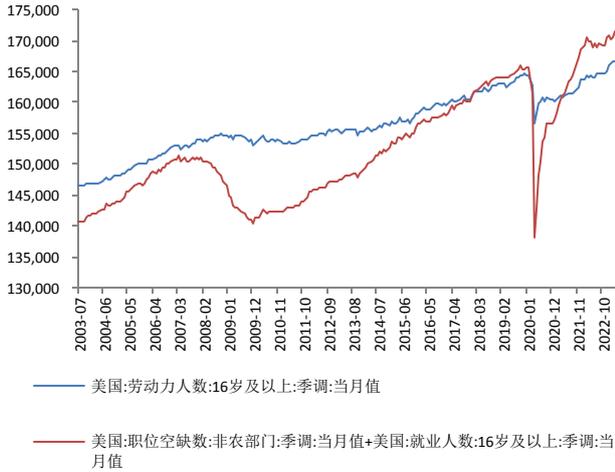
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图6: 周薪同比继续回落至正常周期末期高位, 但基数效应明显, 至少需半年时间验证是否为有效回落 (%)



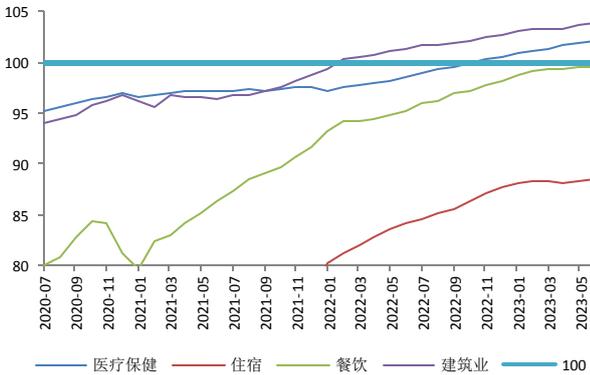
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7：就业缺口下降，紧绷至少需一个季度才能缓解（千人）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

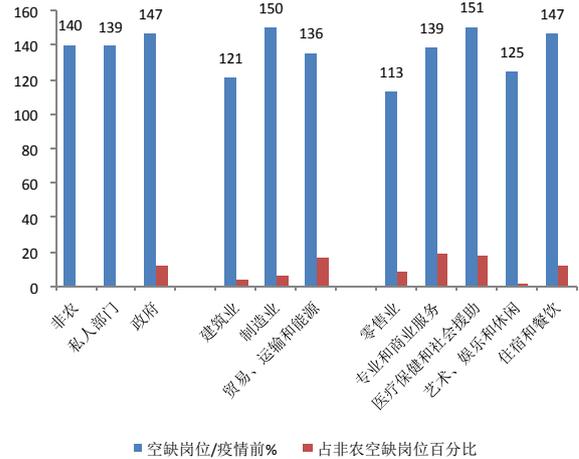
图9：部分行业就业恢复距离（2020年2月=100）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

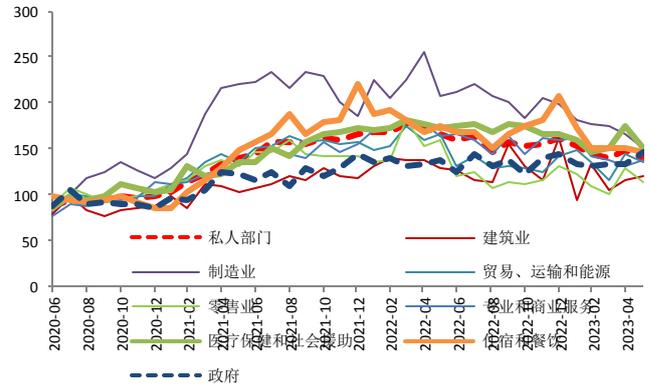
图11：政府部门就业支撑非农（千人）

图8：制造、医疗、餐饮、娱乐等就业市场需求旺盛（2020年2月=100）



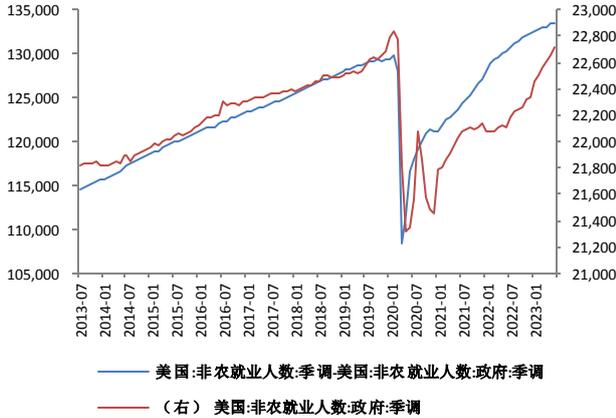
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图10：医疗岗位需求旺盛，制造业和餐饮高位持续缓慢回落（2020年2月=100）



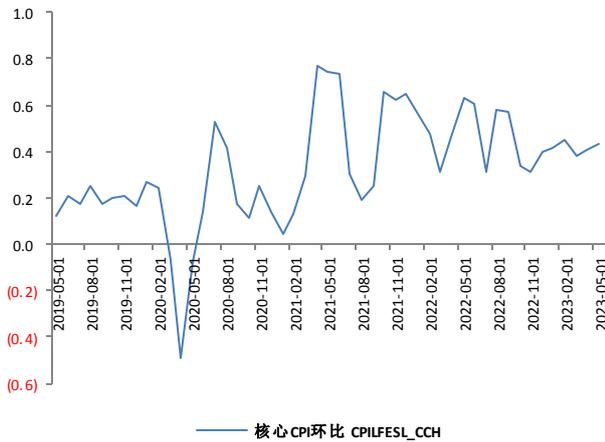
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图12：非农新增（按行业，单位：千人）



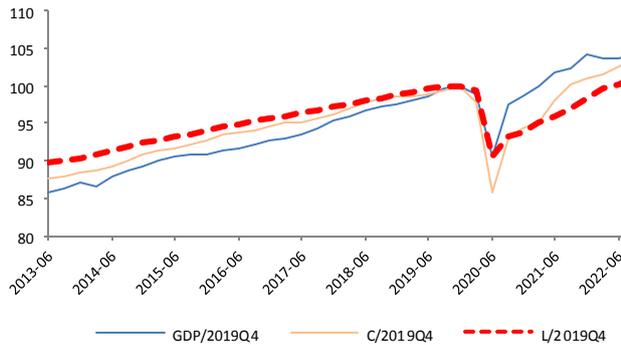
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**图13: 核心 CPI 环比需跌落平台 (%)**

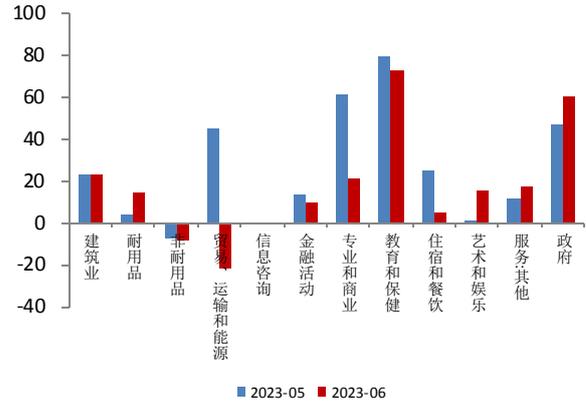


资料来源: FRED, 东兴证券研究所

**图15: 就业恢复远不及 GDP 和消费 (2019Q4=100)**



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**图14: 时薪 12 月移动平均第 1~4 分位 (%)**



资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	东兴宏观：衰退延迟--2023 年年中海外经济展望	2023-07-07
宏观深度报告	东兴宏观：衰退延迟--2023 年年中海外经济展望	2023-07-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储暂停加息，保留进一步加息空间	2023-06-16
宏观普通报告	宏观普通报告：基数效应护航，6 月 CPI 将继续回落	2023-06-14
宏观普通报告	宏观普通报告：非农仍有上升空间	2023-06-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美国 6 月通胀同比可降至 4%	2023-05-11
宏观普通报告	宏观普通报告：4 月非农不影响 6 月美联储利率决议	2023-05-08
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储无限接近暂停加息	2023-05-04
宏观普通报告	宏观普通报告：美国一季度 GDP 不及预期，但消费强劲	2023-04-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储期待银行信用收紧缓解通胀	2023-03-23

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070  
传真：010-66554008

电话：021-25102800  
传真：021-25102881

电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526