

2023年08月06日

宏观研究团队

低失业率或是当前美国就业市场的“底气”——美国7月非农就业数据点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● 新增就业趋势性下降、低失业率是当前就业市场重要特征

1. 新增非农就业数量不及预期，且趋势仍在继续放缓

7月新增非农就业18.7万人，较6月份微升0.2万，但连续2个月不及市场预期。趋势上来看，5-7月平均新增就业较4-6月份继续下降，新增就业市场表现继续降温。结构上看，服务业在当前新增就业比重有所提升，且仍是主要的就业贡献项。总的看，随着美联储的持续加息，新增就业持续下滑的趋势当前较为明显。

2. 失业率再次微跌，低失业率或是后续就业市场的重要特征

7月失业率录得3.5%，较6月份再度下降0.1个百分点，显示当前美国劳动力市场仍较紧张。失业率和新增就业仍有一定分化，或也反应当前企业和员工对招聘均保持观望态度，从而导致总体失业人数的下降，而这样的就业特征若能持续，亦有助于提升美国经济实现“软着陆”的概率。

3. 薪资增速基本稳定，后续或难继续上行

7月美国非农就业时薪同比上升4.4%、环比上升0.4%，均较6月份持平。从美联储最为关注的雇佣成本指数（ECI）来看，2季度ECI同比上升4.5%，环比上升1.0%，较1季度有所下降，显示当前薪资增速进一步放缓。同时，6月亚特兰大工资增长指数亦有所下降，均指向当前薪资难有继续向上的动力，不过当前4.4%的薪资增速仍然高于联储的合意水平，还需关注薪资增长的韧性。

4. 劳动力市场总体未更紧张

从6月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数、空缺率均较5月继续下降，每个求职者对应约1.64个工作岗位，亦有所下降，当前美国劳动力市场的供需紧张继续缓解。同时，职工主动离职率下降0.2个百分点至2.4%。从劳动力缺口来看，6月美国总劳动力缺口较5月微升10.6万至362.5万，总体保持平稳，整体并未出现较大幅度的提升，显示劳动力市场的降温态势并没有出现逆转。

● 低失业率的大背景下，美联储货币政策或难言放松

如何理解当前的就业市场形势对美联储后续货币政策的影响？趋势向下的新增就业、趋于停滞的薪资增长均使得美联储有动力放缓乃至停止加息，但低失业率的大背景下，美联储货币政策或更偏向维持当前的高利率水平，整体决策更加谨慎，可能难有降息的想法。

总的来看，当前的就业市场或正处在一个缓慢有序降温改善的过程中，趋势性的降温信号还不明显，当前的数据或能增强美联储官员们对维持高利率水平的信心，但还不足够支撑其推动进一步加息。我们维持在前期报告中的观点，即当前美联储决策的周期在拉长。对市场而言，当前的数据积极信号较为明显，各类资产均有积极反应，CME期货显示当前美联储9月继续加息的概率为13%。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《PMI未计入政治局积极因素，可以更乐观——兼评7月PMI数据——宏观经济点评》-2023.7.31

《库存周期熨平与否的探讨与投资思路——宏观经济点评》-2023.7.31

《投资转暖助推美国经济再超预期——美国二季度GDP数据点评——宏观经济点评》-2023.7.29

目录

1、新增就业趋势性下降、低失业率是当前就业市场重要特征.....	3
1.1、新增非农就业数量不及预期，且趋势仍在继续放缓.....	3
1.2、失业率再次微跌，低失业率或是后续就业市场的重要特征.....	4
1.3、薪资增速基本稳定，后续或难继续上行.....	5
1.4、劳动力市场总体未更紧张.....	6
2、低失业率的大背景下，美联储货币政策或难言放松.....	7
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：美国新增非农就业数量继续下滑.....	3
图 2：7月失业率微跌，劳动参与率未变.....	4
图 3：7月部分族裔失业率均有所下降.....	4
图 4：7月时薪增速同比、环比基本稳定.....	5
图 5：7月建筑业平均时薪环比增速较高.....	5
图 6：美国雇佣成本指数继续下滑.....	5
图 7：6月职位空缺数与空缺率有所下降.....	6
图 8：6月美国劳动力缺口基本稳定.....	6
表 1：7月非农新增就业细项及变动.....	4

美国公布 7 月最新就业数据。其中新增非农就业 18.7 万，低于市场预期的 20 万；失业率为 3.5%，低于市场预期；平均时薪同比增长 4.4%，略高于市场预期。

1、新增就业趋势性下降、低失业率是当前就业市场重要特征

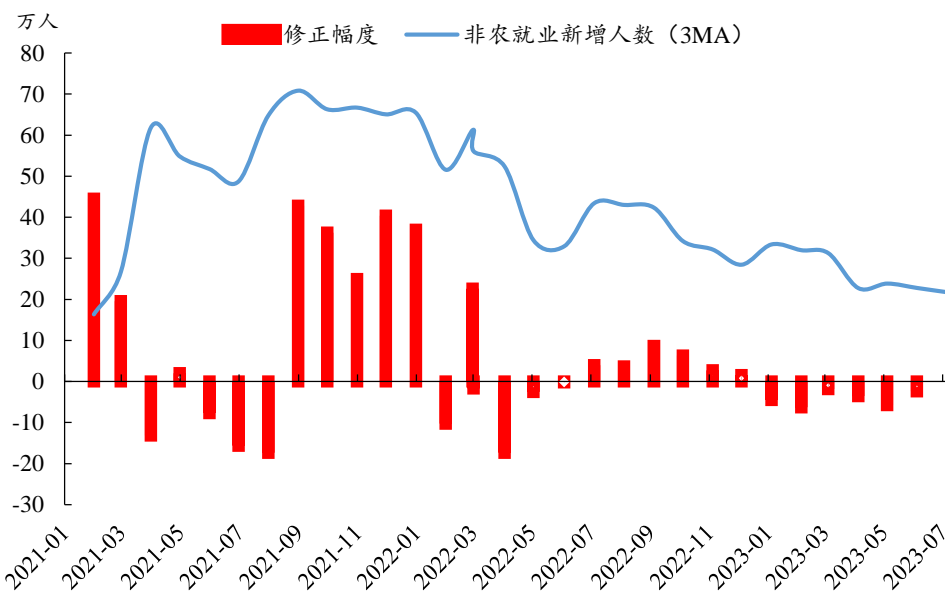
1.1、新增非农就业数量不及预期，且趋势仍在继续放缓

7 月新增非农就业 18.7 万人，较 6 月份微升 0.2 万，但连续 2 个月不及市场预期。5、6 月份新增非农就业分别下修 5.8、2.4 万人至 28.1、18.5 万人，下修幅度较大。事实上，2023 年以来的新增非农均经历了不同幅度的下修，显示当前新增就业市场或较初值更弱，7 月份也有可能面临相关压力。趋势上来看，5-7 月平均新增就业 21.8 万人，较 4-6 月份均值继续下降，新增就业市场表现继续降温。

结构上看，服务业在当前新增就业比重有所提升，且仍是主要的就业贡献项。7 月新增非农就业的主要私人行业为：建筑业 1.9 万，金融活动 1.9 万，教育和保健服务业 10 万，其他服务业 2 万，四项合计新增 15.8 万，占全部新增非农的 84.5%。此外，休闲和酒店业、批发业亦新增就业 1.7、1.8 万人。建筑业近期就业持续保持较高位增长，反映出当前美国房地产市场回暖及制造业部分回流带动相关建筑需求的提升。

总的看，随着美联储的持续加息，新增就业持续下滑的趋势当前较为明显。但 7 月份私人服务新增就业数量相较 6 月有所增加，或显示随着暑假的来临，相关的服务业需求有所提升，8 月份相关趋势可能将延续。

图1：美国新增非农就业数量继续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

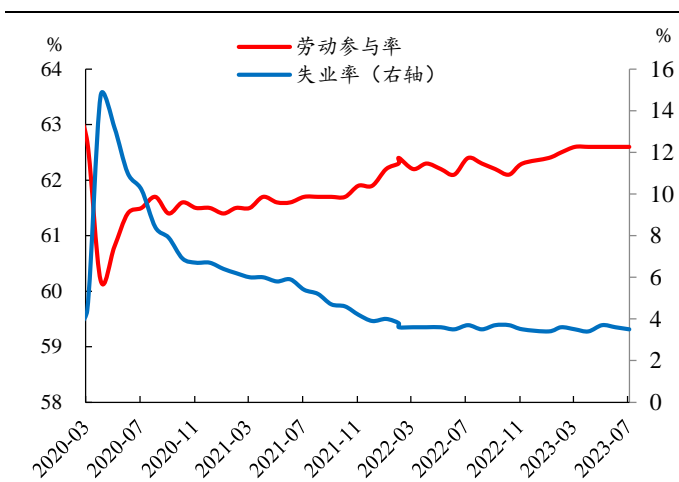
表1: 7月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比 (%)	较6月变化	2023-07	2023-06	2023-05	5-7月平均
总体新增非农	100.0	1.8	187	185	281	218
私人部门	92.0	44	172	128	255	185
采矿业	0.5	2	1	-1	3	1
建筑业	10.2	7	19	26	25	23
制造业	-1.1	3	-2	6	-4	0
批发业	9.6	26	18	-8	8	6
零售业	4.6	23	9	-14	21	5
运输仓储业	-4.5	0	-8	-9	19	1
公用事业	-0.1	1	0	1	1	0
信息业	-6.4	7	-12	-5	-4	-7
金融活动	10.2	10	19	9	13	14
专业和商业服务	-4.3	31	-8	23	45	20
教育和保健服务	53.5	29	100	71	88	86
休闲和酒店业	9.1	2	17	19	28	21
其他服务业	10.7	9	20	11	13	15
政府就业	8.0	42	15	57	26	33

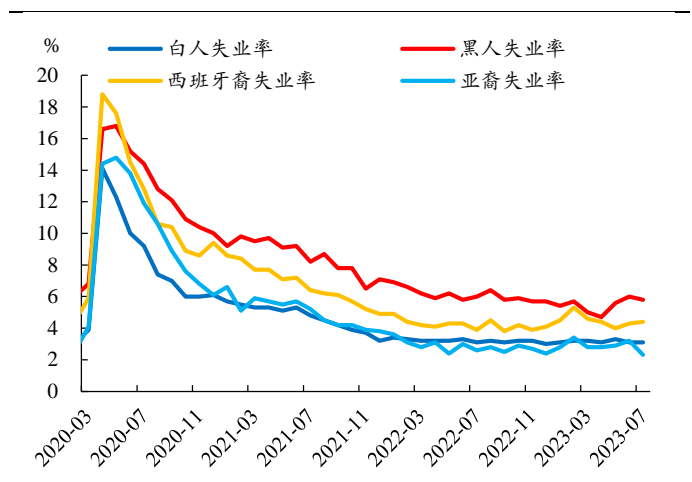
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、失业率再次微跌，低失业率或是后续就业市场的重要特征

失业率方面，7月失业率录得 3.5%，较 6 月份再度下降 0.1 个百分点，显示当前美国劳动力市场仍较紧张，不过与新增就业数据分化有所减少。具体来看，7 月份调查城市居民人口增加 20.1 万，劳动力人口增加 15.2 万。劳动参与率录得 62.6%，与 6 月持平。总就业人口上升 26.8 万，失业人口下降 11.6 万，从而带动失业率下降。其中白人、黑人、西班牙裔、亚裔失业率分别持平、下降 0.2 个百分点、上升 0.1 个百分点、下降 0.9 个百分点至 3.1%、5.8%、4.4%、2.3%。从当前的就业特征来看，失业率和新增就业仍有一定分化，除去分属不同调查外，或也反应当前企业和员工对招聘均保持观望态度，从而导致总体失业人数的下降，而这样的就业特征若能持续，亦有助于提升美国经济实现“软着陆”的概率。

图2: 7月失业率微跌，劳动参与率未变


数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 7月部分族裔失业率均有所下降


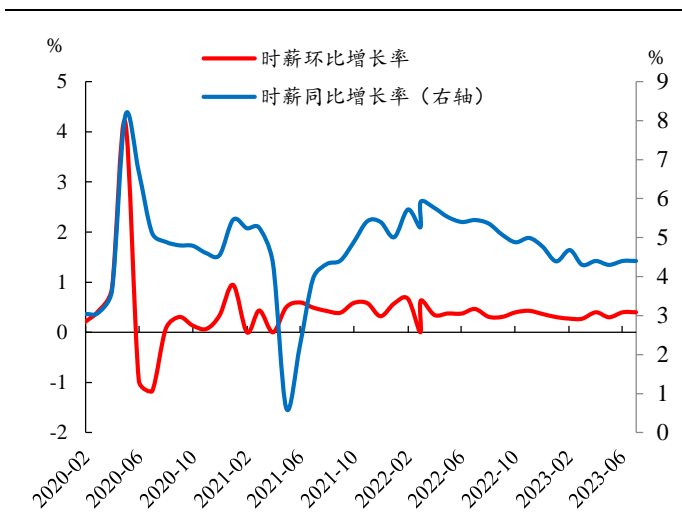
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、薪资增速基本稳定，后续或难继续上行

7月美国非农就业时薪录得33.74美金，同比上升4.4%、环比上升0.4%，均较6月份持平。平均周工作时长为34.3小时，较6月下降0.1个小时。具体来看，7月建筑业、公用事业、休闲和酒店业薪资同比增长较多，建筑业、制造业薪资环比增长较多。总的来看，7月份建筑业、专业和商业服务薪资环比增速较高带动整体薪资增长边际坚挺。

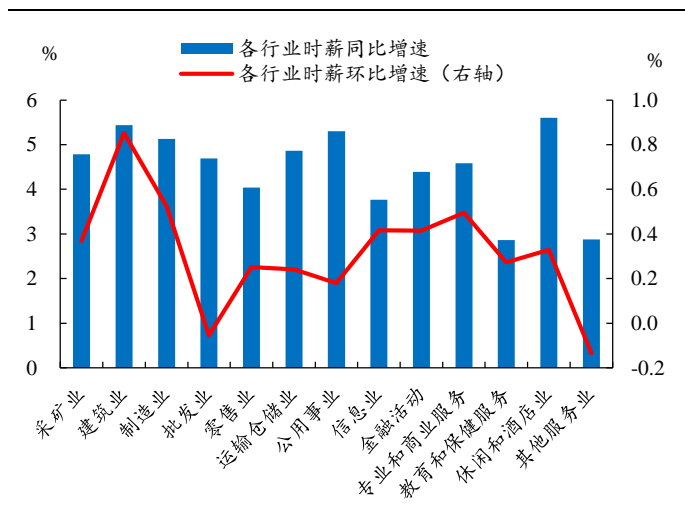
我们认为，虽然失业率继续降低，但新增就业亦在放缓，薪资增速较难出现比较大幅的反弹，后续需要关注的可能是薪资增长的韧性。从美联储最为关注的雇佣成本指数（ECI）来看，2023年2季度ECI同比上升4.5%，环比上升1.0%，较2023年一季度有所下降，显示当前薪资增速进一步放缓。同时，2023年6月亚特兰大工资增长指数亦有所下降，均指向当前薪资难有继续向上的动力，不过需要注意的是，当前4.4%的薪资增速仍然高于联储的合意水平，还需关注薪资增长的韧性。

图4：7月时薪增速同比、环比基本稳定



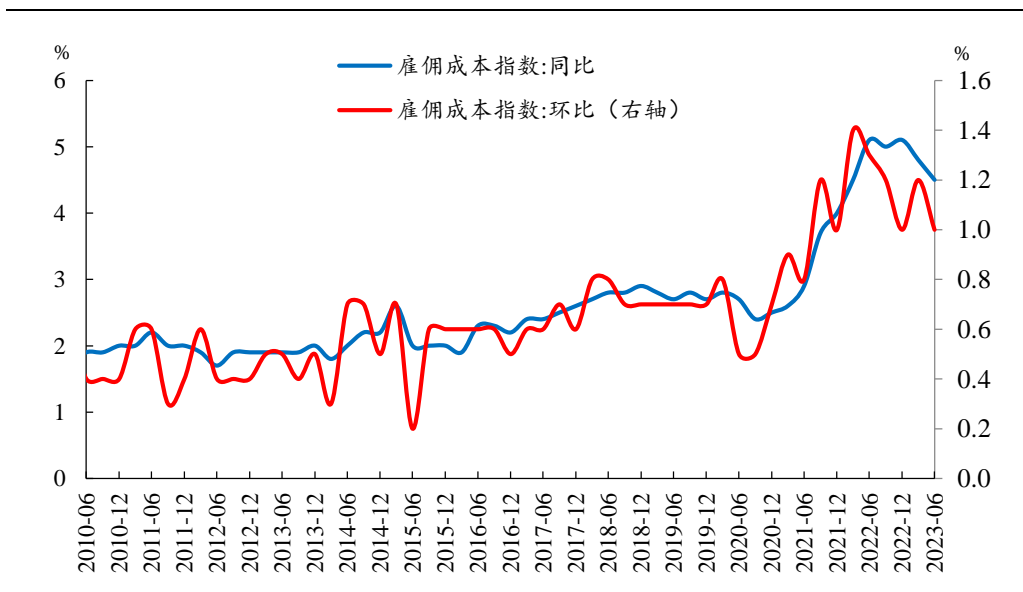
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：7月建筑业平均时薪环比增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美国雇佣成本指数继续下滑

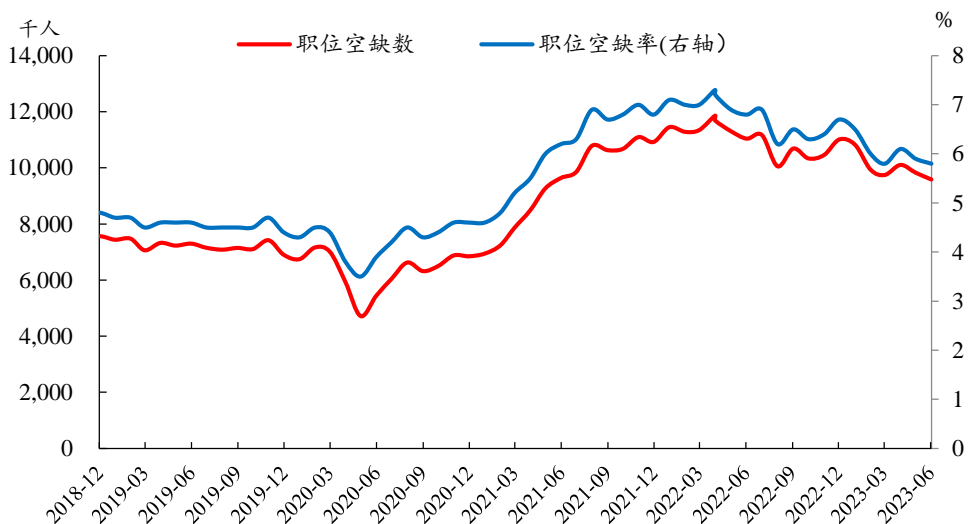


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、劳动力市场总体未更紧张

从6月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为958.2万人，较5月继续下降24.2万人，职位空缺率下降0.1个百分点至5.8%，目前每个求职者对应约1.64个工作岗位，较5月亦有所下降，当前美国劳动力市场的供需紧张继续下降。同时，职工主动离职率下降0.2个百分点至2.4%，与我们前述对失业率下降背后的推断逻辑相一致，或表明当前企业与员工的招人/换工作的意愿均有所下降。

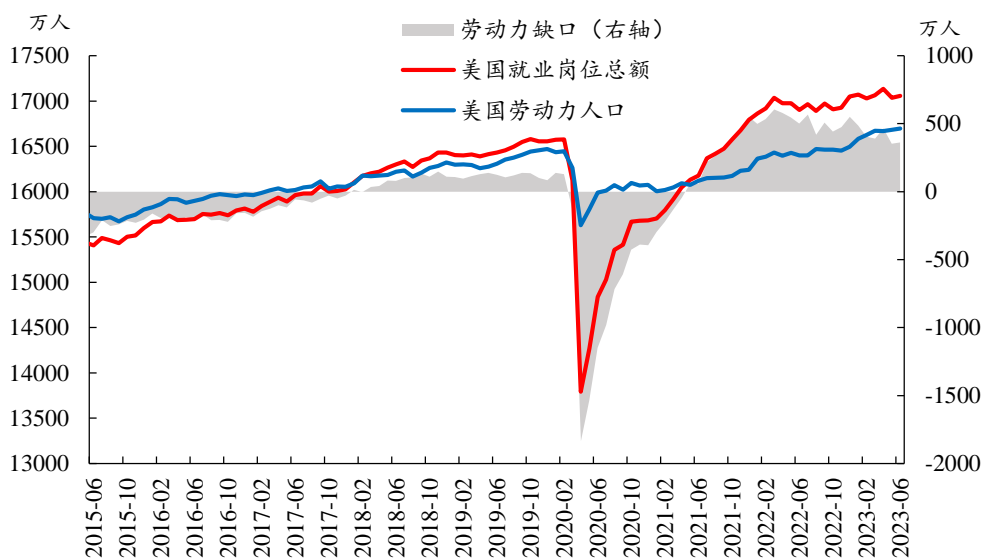
图7：6月职位空缺数与空缺率有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，6月美国总劳动力缺口（就业岗位总额—劳动力人口）较5月微升10.6万至362.5万，总体保持平稳，整体并未出现较大幅的提升，显示劳动力市场的降温态势并没有出现逆转。我们曾指出，若更多的劳动力回到市场，带动薪资继续下降，叠加岗位需求继续减少，失业率和新增就业数量走势有望统一，当前来看，劳动力市场或正在逐渐朝这个方向靠拢，后续可能会继续降温，对通胀的支撑力度将会逐渐减弱，我们需要对就业市场保持密切观察。

图8：6月美国劳动力缺口基本稳定



数据来源：Fred、开源证券研究所

2、低失业率的大背景下，美联储货币政策或难言放松

如何理解当前的就业市场形势对美联储后续货币政策的影响？**趋势向下的新增就业、趋于停滞的薪资增长均使得美联储有动力放缓乃至停止加息，但低失业率的大背景下，美联储货币政策或更偏向维持当前的高利率水平，整体决策更加谨慎，可能难有降息的想法。**

一则根据美联储主席鲍威尔在7月FOMC会议上的表态，美联储关注的并不是单一数据，而更关注数据显示出来的趋势（详见《美联储的决策周期在拉长——7月FOMC会议点评》）。根据前述分析，整体非农就业仍处于趋势向下的通道中，即使后续暑期结束，政府就业会有所回升，但私人就业或也将随之放缓，整体就业市场大概率仍将继续放缓。且整体薪资的逐渐放缓，以及整体劳动时长的减少，意味着员工整体获得的薪资增速放缓，需求端对通胀的支撑作用也会降低；

二则从失业率的角度来看，当前失业率持续下降的动力是劳动供给改善缓慢（劳动参与率近期均未再上行），显示企业倾向于挽留现有员工，避免增加后续招聘成本，因此即使新增就业连续下行，但整体失业率并没有出现上行。在此背景下，对整体的通胀是一个相对有力的支撑；

总的来看，当前的就业市场或正处在一个缓慢有序降温改善的过程中，趋势性的降温信号还不明显，当前的数据或能增强美联储官员们对维持高利率水平的信心，但还不足够支撑其推动进一步加息。我们维持在前期报告中的观点，即当前美联储决策的周期在拉长，在每次FOMC会议前，将会综合前3个月的数据来进行判断。我们也观察到，数据发布后，芝加哥联储主席表示当前美国就业市场正在向着平衡的方向迈进，需要保持足够的耐心¹。在9月FOMC会议前，美联储还会有8月份的数据，届时将会有更多的数据对决策进行支撑。不过对市场而言，当前的数据积极信号较为明显，各类资产均有积极反应，CME期货显示当前美联储9月继续加息的概率为13%。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3694860>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn