

美国经济：实际的韧性 vs 预期的衰退

■ 美国6月非农表现如何？就业人数维持高增，薪资通胀压力依然较大

6月，美国非农新增就业略微下滑至37万人附近，劳动力参与率下降、失业率持平。具体来看，美国6月非农新增就业人数37.2万人，远超市场预期的26.5万人，4、5月数据合计下修7.4万人。除了政府部门外，美国私人部门就业人数已较疫情前高出14万人。同时，6月劳动力参与率录得62.2%，低于前值的62.3%，相比疫情前低1.2个百分点；失业率连续第4个月维持在3.6%的低位。

企业招工需求旺盛及就业意愿低迷的背景下，薪资通胀压力依然较大。美国5月职位空缺率依然维持在7%附近的高位，指向企业招工需求依旧旺盛。同时，劳动力人数的供给依然偏紧，使得6月时薪同比5.1%、连续第6个月高于5%；每周工时连续第3个月维持于34.5小时，依然高于往年均值水平的34.3小时，反映在岗劳动力工作强度依然较大；周薪同比4.2%，连续第13个月高于4%。

■ 就业结构有哪些变化？全职占比稳步提升，服务业就业继续“挑大梁”

美国非农就业人数高增的同时，就业质量进一步提升，全职就业率已经回到疫情前水平。6月，全职工占比进一步提升至84.7%，临时工占比下滑至15.3%。其中，出于经济原因而从事临时工作的人数环比减少70.7万人至360万人，占比降至2.4%，双双低于疫情前的440万人、2.8%，折射美国经济韧性。目前全职就业率几乎回到疫情前水平，剩余的就业人数缺口反映兼职就业人数的减少。

分行业来看，制造业就业已修复至疫前水平，教育保健业、专业及商业服务业、休闲酒店业等服务业就业继续“挑大梁”。其中，制造业就业人数新增2.9万人，已经恢复至疫情前水平。服务业方面，在裁员潮之后，零售贸易就业人数新增1.5万人。作为“主力军”的教育保健业、专业及商业服务业、休闲酒店业、运输仓储业就业人数分别增加9.6、7.4、6.7、3.6万人，指向服务业复苏加快。

■ 未来就业演绎及影响？就业景气拉长经济过渡期，外围高波动或仍是常态

美国服务业就业与消费已形成良性循环，同时难解的供需矛盾或使得薪资通胀的持续性超预期。在美国经济体系中，服务业就业占比、消费占比分别超8成、6成，是真正的压舱石。考虑到疫情退潮背景下，休闲娱乐等服务消费有望在出行旺季获得明显提振，相关就业人数或延续高增状态，进而支撑整体就业新增人数。同时，劳动力供需矛盾或仍难解，使得薪资通胀的持续性可能超市场预期。

展望未来，就业高景气等或将拉长美国经济由“滞胀”到“衰退”的过渡期，外围高波动或仍是常态。6月非农公布前，PMI等经济指标走弱，使得“衰退”担忧大幅加剧、主要市场大幅调整。但非农公布后，“衰退”担忧明显缓解，加息预期升温带动10Y美债利率回升至3.08%。展望未来，就业高景气等支撑下，美国经济由“滞胀”到“衰退”的过渡期或被拉长，或使得外围高波动仍是常态。

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 6 月非农表现如何？就业人数维持高增，薪资通胀压力依然较大

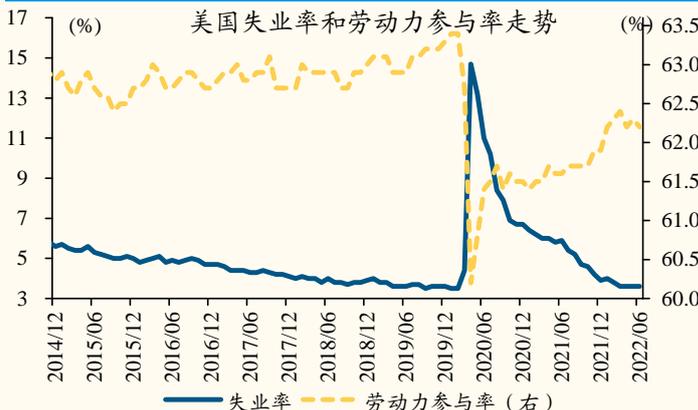
6 月，美国非农新增就业略微下滑至 37 万人附近，劳动力参与率下降、失业率持平。具体来看，美国 6 月非农新增就业人数 37.2 万人，远超市场预期的 26.5 万人，4、5 月数据合计下修 7.4 万人。除了政府就业人数低于疫情前水平外，美国私人部门的总就业人数已较疫情前高出 14 万人。同时，6 月劳动力参与率录得 62.2%，低于前值的 62.3%，相比疫情前低 1.2 个百分点；失业率连续第 4 个月维持在 3.6% 的低位。

图表 1：6 月，美国非农新增就业维持在 40 万人左右



来源：BLS、国金证券研究所

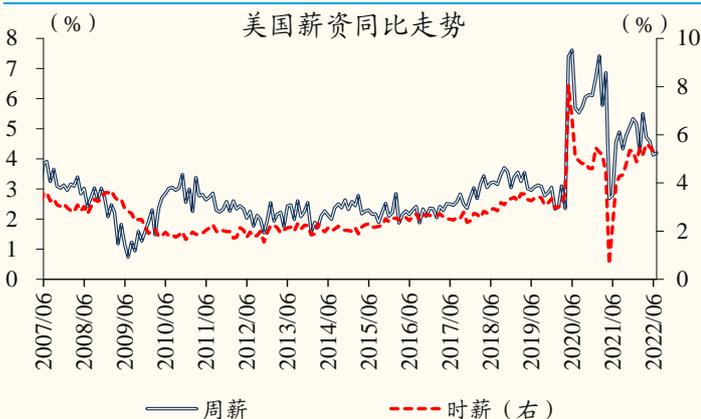
图表 2：6 月，美国劳动力参与率下降，失业率持平



来源：BLS、国金证券研究所

企业招工需求旺盛及就业意愿低迷的背景下，薪资通胀压力依然较大。美国 5 月职位空缺率依然维持在 7% 附近的高位，指向企业招工需求依旧旺盛。同时，劳动力人数的供给依然偏紧，使得 6 月时薪同比 5.1%、连续第 6 个月高于 5%，高于预期；每周工时连续第 3 个月维持于 34.5 小时，略低预期，依然高于往年均值水平的 34.3 小时，反映在岗劳动力工作强度依然较大；周薪同比 4.2%，连续第 13 个月高于 4%。

图表 3：6 月，美国时薪同比 5.1%，低于前值 5.3%



来源：BLS、国金证券研究所

图表 4：6 月，美国每周工时录得 34.5 小时，持平前值



来源：BLS、国金证券研究所

2、就业结构有哪些变化？全职占比稳步提升，服务业就业继续“挑大梁”

美国非农就业人数高增的同时，就业质量进一步提升，全职就业率已经回到疫情前水平。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，反之亦然。6 月，全职工占

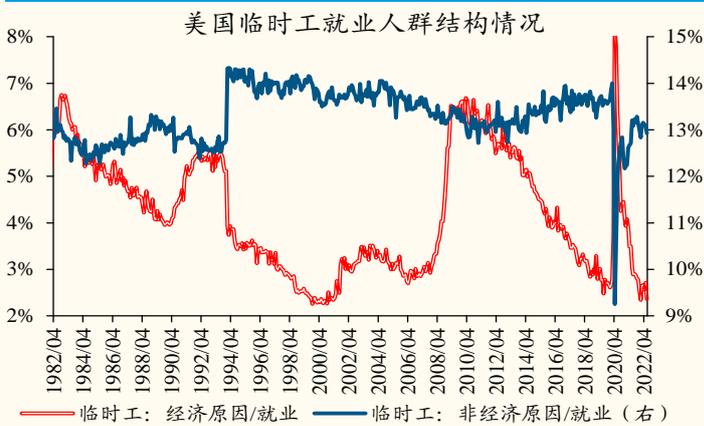
比进一步提升至 84.7%，临时工占比下滑至在 15.3%。其中，出于经济原因而从事临时工作的人数环比减少 70.7 万人至 360 万人，占比降至 2.4%，双双低于疫情前的 440 万人、2.8%，折射美国经济韧性。目前全职就业率几乎回到疫情前水平，剩余的就业人数缺口反映兼职就业人数的减少。

图表 5: 美国临时工占比持续大幅下滑



来源: BLS、国金证券研究所

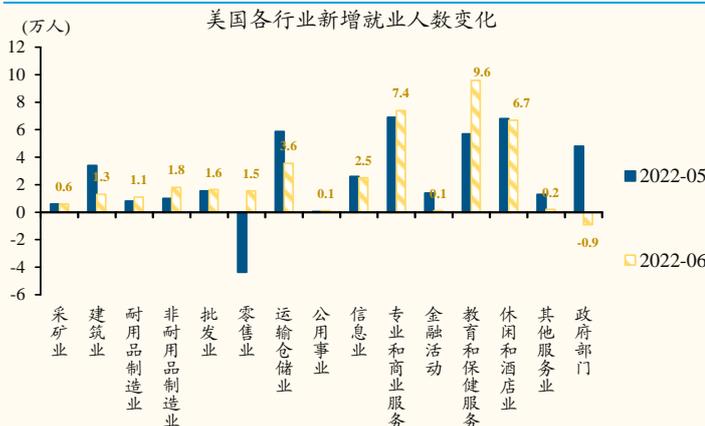
图表 6: 美国出于经济原因从事临时工的占比下滑



来源: BLS、国金证券研究所

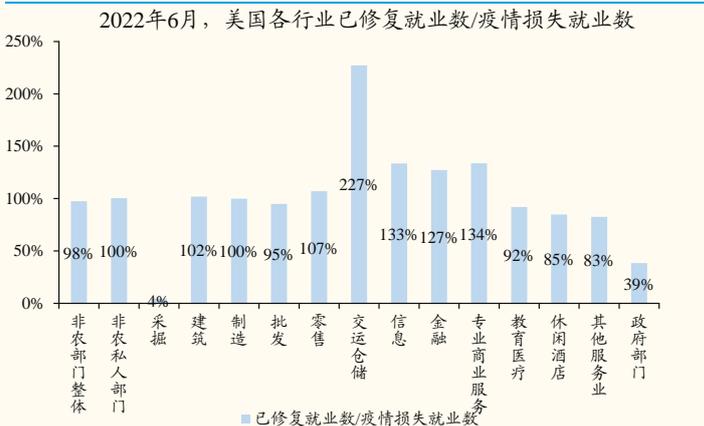
分行业来看，制造业就业已修复至疫前水平，教育保健业、专业及商业服务业、休闲酒店业等服务业就业继续“挑大梁”。其中，制造业就业人数新增 2.9 万人，已经恢复至疫情前水平。服务业方面，在裁员潮之后，零售贸易就业人数新增 1.5 万人。作为“主力军”的教育保健业、专业及商业服务业、休闲酒店业、运输仓储业就业人数分别增加 9.6、7.4、6.7、3.6 万人，指向服务业复苏加快。（详细分析请参见《从就业市场，看美国衰退有多远？》）。

图表 7: 美国多数服务业就业人数都维持高增



来源: BLS、国金证券研究所

图表 8: 美国服务业就业仍有望加快修复



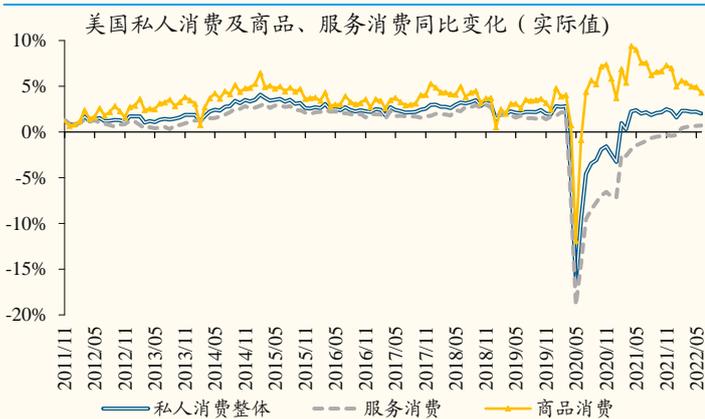
来源: BLS、国金证券研究所

3、未来就业演绎及影响？就业景气拉长经济过渡期，外围高波动或仍是常态

旺盛的招工需求下，美国就业、尤其是服务业就业修复可期，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 10 个月高于 1000 万个，指向企业招工需求依然旺盛。再考虑到疫情退潮背景下，休闲娱乐等服务消费有望在出行旺季获得明显提振，相关就业人数或延续高增状态。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。

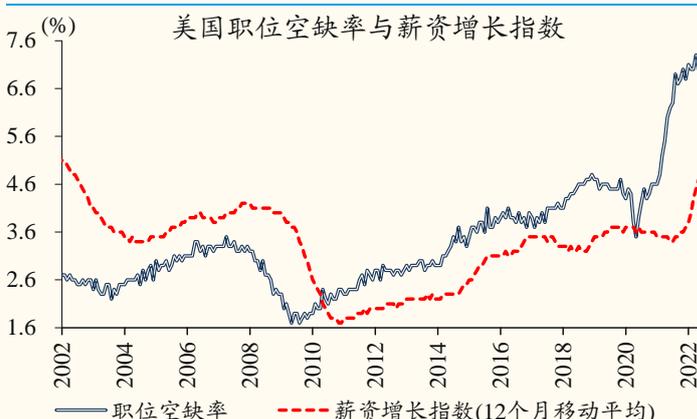
美国服务业就业与消费已形成良性循环，同时难解的供需矛盾或使得薪资通胀的持续性超预期。在美国经济体系中，服务业就业占比、消费占比分别超8成、6成，是真正的压舱石。考虑到疫情退潮背景下，休闲娱乐等服务消费有望在出行旺季获得明显提振，相关就业人数或延续高增状态，进而支撑整体就业新增人数。同时，持续的“疫后创伤”等仍将制约劳动力供给、加剧供需矛盾，使得薪资通胀的持续性可能超市场预期（详细分析请参见《繁荣的顶点？美国消费，能走多远》）。

图表 9: 美国服务消费或将延续修复



来源: Wind、国金证券研究所

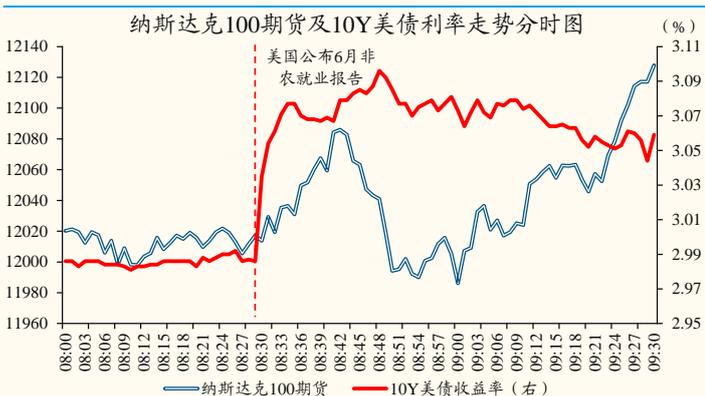
图表 10: 美国薪资通胀的持续性或超预期



来源: Wind、国金证券研究所

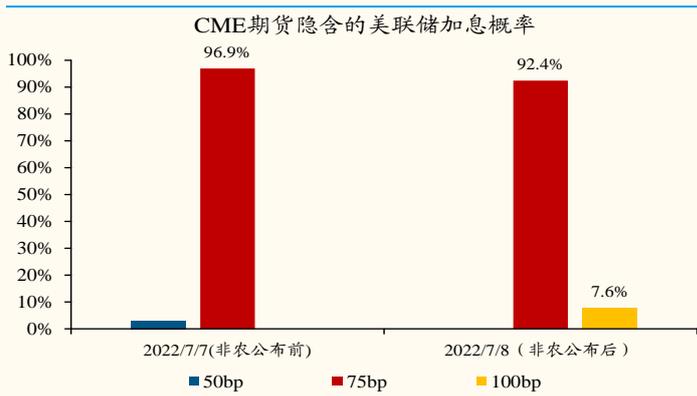
展望未来，就业市场高景气或将拉长美国经济由“滞胀”到“衰退”的过渡期，使得外围高波动仍是常态。6月非农公布前，PMI等经济指标走弱，使得“衰退”担忧大幅加剧、主要市场大幅调整。但非农公布后，“衰退”担忧明显缓解，加息预期升温带动10Y美债利率回升至3.08%。展望未来，就业高景气等支撑下，美国经济由“滞胀”到“衰退”的过渡期或被拉长，或使得外围高波动仍是常态（详细分析请参见《美联储的“暂时性胜利”？》）。

图表 11: 非农公布后，市场对“衰退”的担忧明显缓解



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 12: 非农公布后，市场上调美联储7月的加息预期



来源: Bloomberg、国金证券研究所

风险提示:

- 1、美国新冠疫情出现超预期反弹。疫苗保护效力衰减的背景下，美国新冠疫情可能出现超预期反弹。
- 2、劳动力就业意愿持续低迷不振。劳动力需求依然旺盛的背景下，就业意愿低迷不振，导致薪资通胀的持续性超出预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402