

## 7月非农就业点评

证券研究报告

2022年08月07日

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**向静姝** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520070002  
xiangjingshu@tfzq.com

### 相关报告

低端服务业就业增长仍将持续，但随着缺口回补，受需求疲软且就业缺口已经弥合的部分行业（建筑、专业、商业服务、金融、信息）拖累，整体新增就业或将放缓。低端服务业薪资涨幅高，可能令薪资增速回落较慢，整体较紧的劳动力市场和薪资增速推高的通胀中枢，这个组合不排除联储可能再次作出误判，导致货币政策过紧、经济衰退提前和加深。

**风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国劳动力市场走弱超预期**

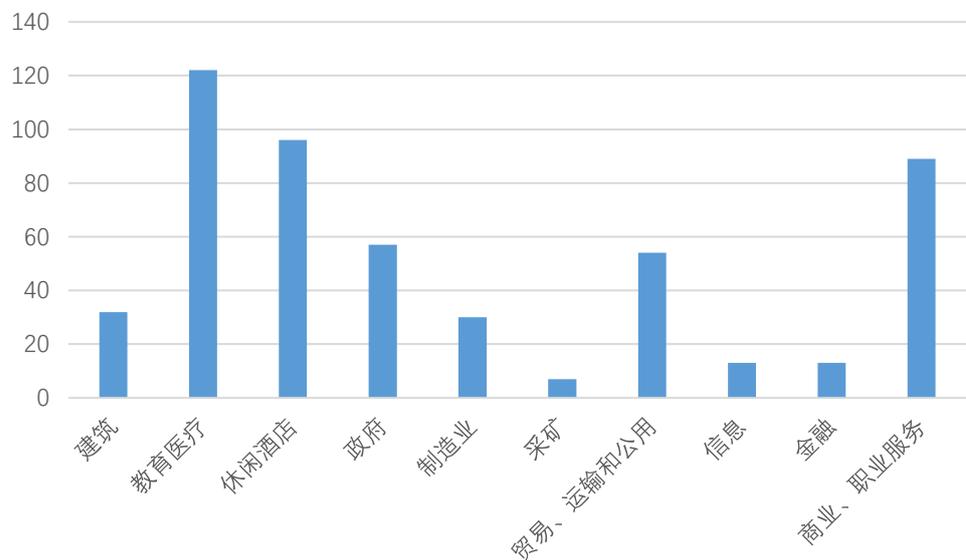
美国劳工统计局周五最新数据显示，美国 7 月非农就业人口增加 52.8 万人，好于市场预期 的 25 万人，前值 37.2 万人，创今年 2 月以来最大增幅，就业人数连续 19 个月增长， 非农就业总人数回到疫情前水平。失业率小幅下跌至 3.5%，创 2020 年 2 月以来新低。 与此同时，美国经济数据在走弱，7 月 Markit 制造业、服务业、综合 PMI 均创两年多新 低，GDP 连续两个季度负增长，陷入技术性衰退。

怎么理解劳动力市场和经济基本面的差异？

第一， 新增就业和经济结构表现是基本对应的。

分行业看， 非农就业新增主要集中在住宿餐饮、教育和医疗保健等服务业（政府部门新增 就业主要也是教育业），这些就业领域尚未从疫情的冲击中完全恢复。以休闲和酒店业为 例，新增就业 9.6 万人，但仍比疫情前水平减少了 120 万名员工。今年以来服务消费需求 明显强于商品消费需求，这意味着“补齐员工以应对需求反弹”仍是服务业维持就业和薪 资增速增长的动力。

图 1：7 月非农就业分行业（千人）



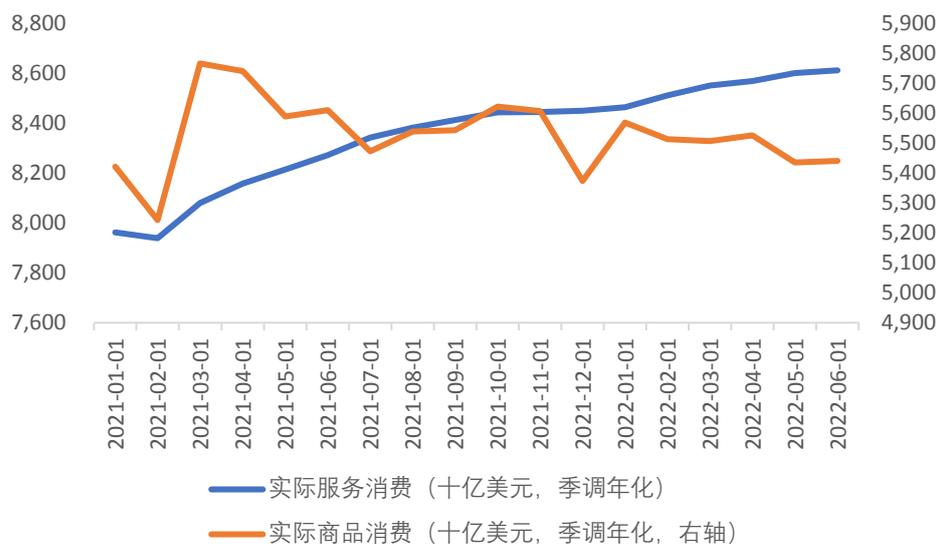
资料来源：FRED，天风证券研究所

图 2：政府部门细分就业情况



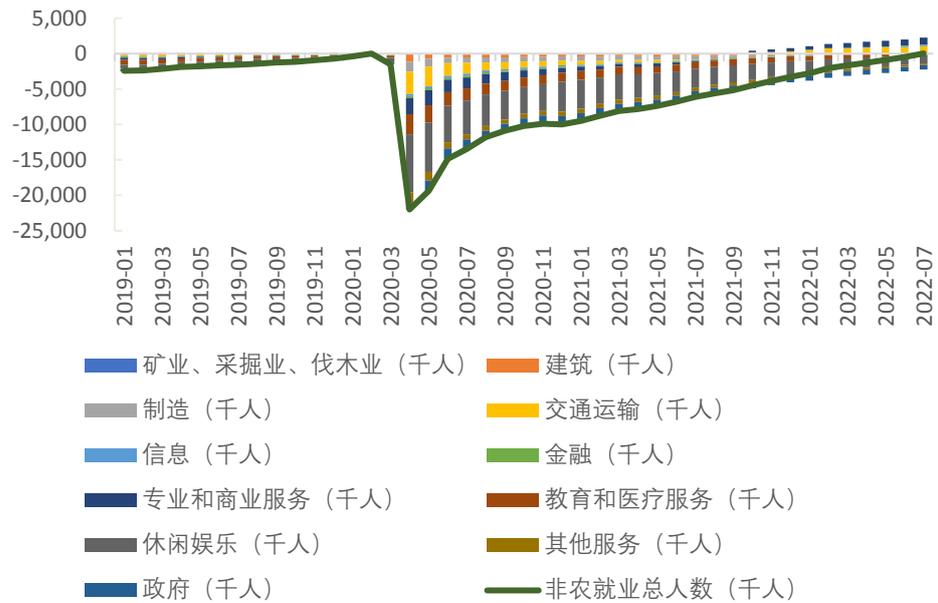
资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 3: 今年以来美国服务需求明显强于商品需求



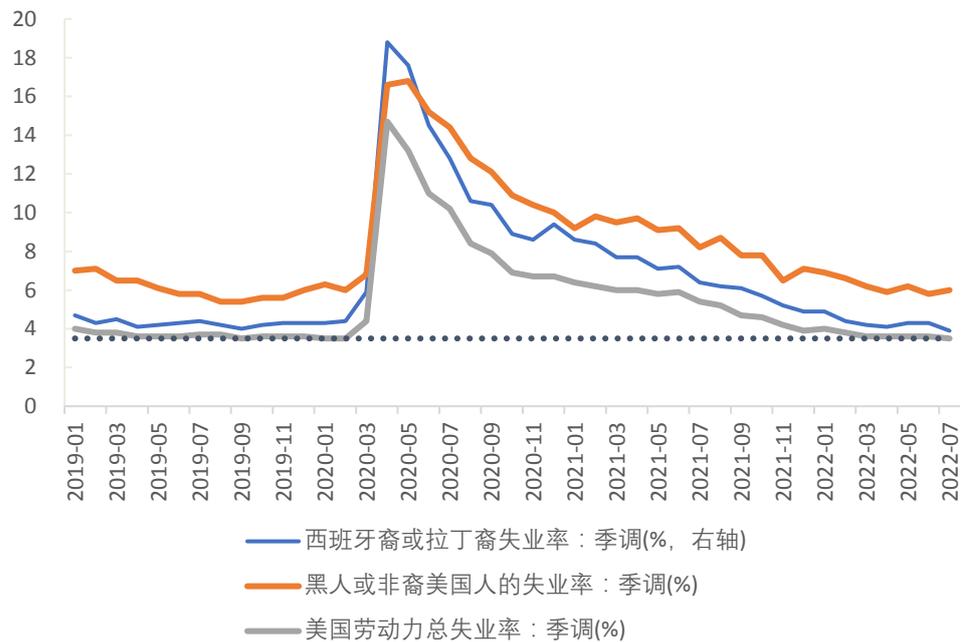
资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 4: 美国非农就业总人数回到疫情前水平



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 5：7 月失业率回到疫情前水平

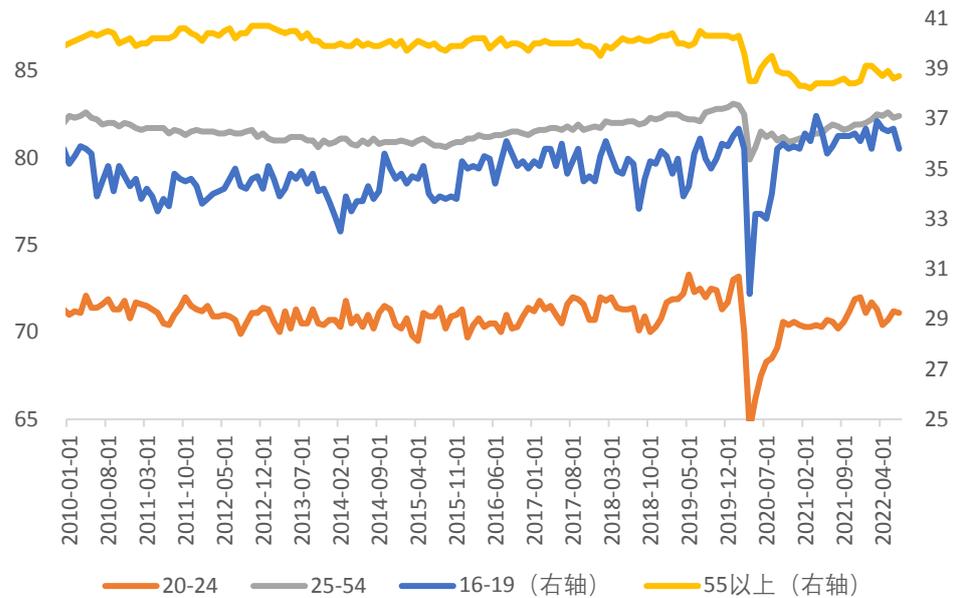


资料来源：FRED，天风证券研究所

第二，劳动力结构性短缺依然是就业市场的主要特征。

劳动参与率小幅下跌，7 月数据微跌至 62.1%，不及前值 62.2%，主要原因为 16-24 岁年轻群体部分离开劳动力市场，千禧一代和 Z 世代人群不喜欢传统工作模式，更愿意灵活就业，转换工作频率更高。

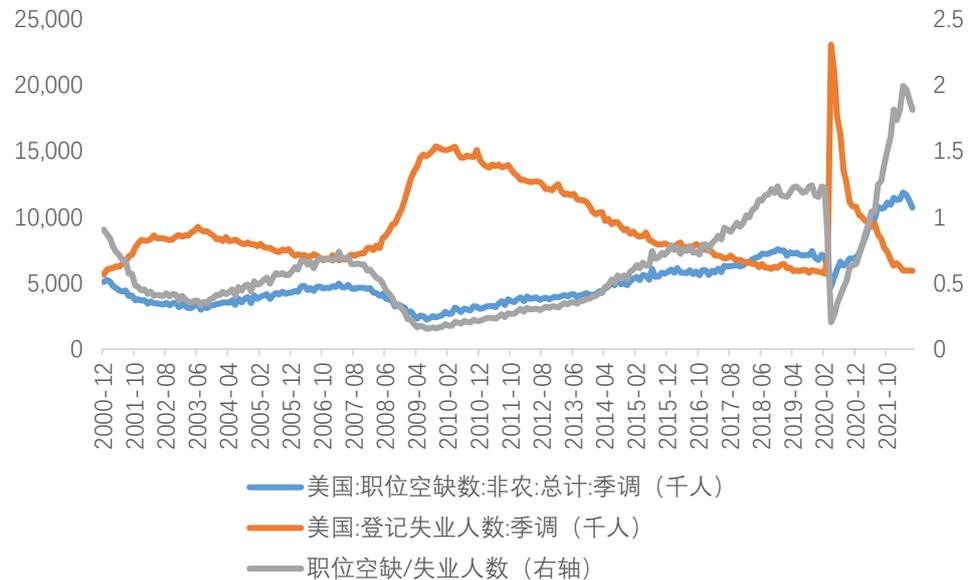
图 6：劳动参与率分年龄段



资料来源：FRED，天风证券研究所

**劳动力市场依然紧张。**虽然职位空缺数从 5 月的 1125 万下降到 1070 万，显示招聘需求有所下降，但职位空缺数与失业人数之比仍高达 1.81。

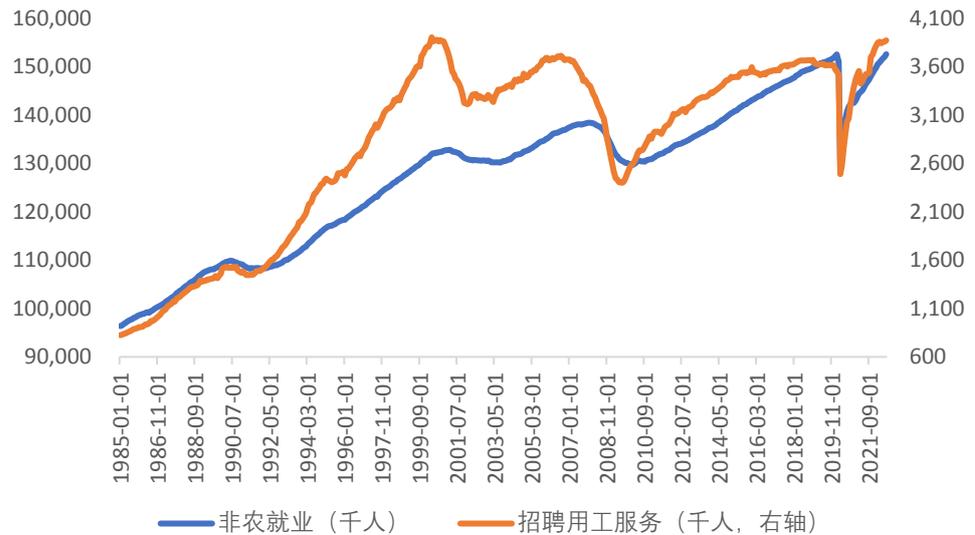
图 7：失业人数下降同时，职位空缺有所下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

历史上来看，职业、商业服务里的招聘服务就业拐点领先于整个非农就业拐点（除 1990 年之外，领先 8~16 个月），目前招聘服务就业人数再创新高，表明招聘需求仍然强劲，劳动力市场转弱可能尚需一段时间。

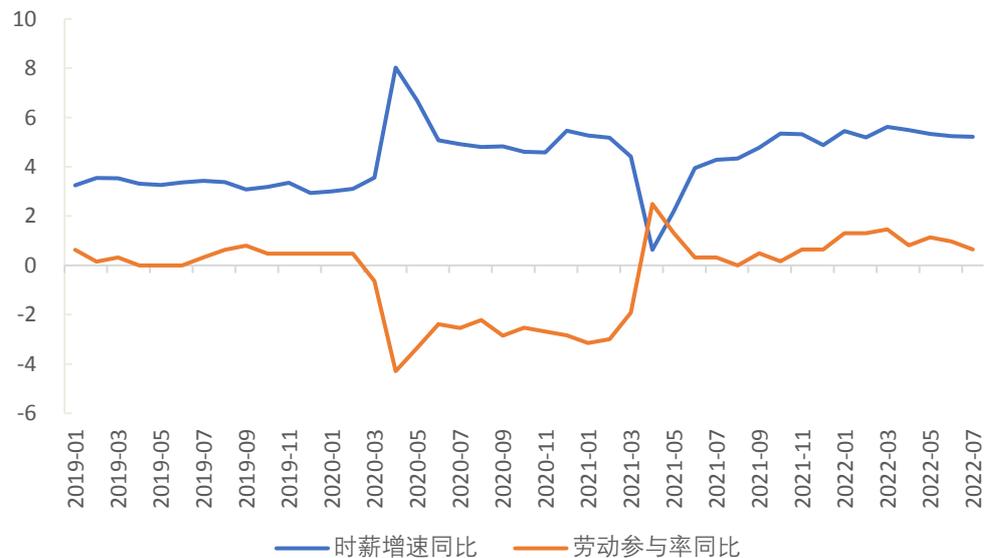
图 8：招聘服务就业拐点领先于整个非农就业拐点



资料来源：FRED，天风证券研究所

**薪资涨幅强劲。**7月时薪环比增长0.5%，超市场预期0.3%；同比增长5.2%，超市场预期的4.9%。工资增长可能加剧联储对通胀的担忧。

图 9：劳动参与率与时薪增速同比



资料来源：FRED，天风证券研究所

第三，低端服务业就业增长仍将持续，但随着缺口回补，受需求疲软且就业缺口已经弥合的部分行业（建筑、专业、商业服务、金融、信息）拖累，整体新增就业或将放缓。低端服务业薪资涨幅高，可能令薪资增速回落较慢，整体较紧的劳动力市场和薪资增速推高的通胀中枢，这个组合不排除联储可能再次作出误判，导致货币政策过紧、经济衰退提前和加深。（《美联储下一个可能的错判》）

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com