

8月非农的3大“焦点”

■ “焦点一”：8月非农新增超30万人，仍比预期要强

8月，美国非农新增就业下滑至30万人附近，为年内最小增幅，但仍高于预期。具体来看，美国8月非农新增就业31.5万人，远低于7月的52.8万人，增幅也创下2022年以来新低，但仍然高于预期的30万人。尽管6、7月非农新增就业合计下修10.7万人，但美国非农新增就业总人数达到1.53亿人、较疫情前高点多出20万人左右，意味着疫情期间“损失”的就业人数已经实现超额修复。

分行业来看，服务业就业进一步“挑大梁”，教育保健业等就业维持高增，但休闲酒店业就业回落。其中，制造业就业人数新增2.2万人，较前值的3.6万人有所回落。服务业方面，作为就业“主力军”的教育保健业、专业及商业服务业、零售业分别增加6.8、6.8、4.4万人，继续维持高位；相较而言，休闲酒店业仅新增3.1万人，背后或与美国多地极高温天气频发、抑制居民线下消费等有关。

■ “焦点二”：失业率意外回升，其实是个乐观“信号”

乍看矛盾的组合：8月失业率意外回升至3.7%，劳动力参与率也超预期上升至62.4%。作为美国就业数据中最核心的两个比率，失业率、劳动力参与率的中长期走势往往背道而驰，短期同向变动并非罕见。其中，在连续5个月维持在3.5%左右的低位后，8月失业率意外回升至3.7%。同时，劳动力参与率也升至62.4%，高于预期的62.2%。除了8月，2022年1月、7月也发生过类似情形。

失业率、劳动力参与率双双回升的背后，实则是劳动力供给瓶颈的边际改善，趋势确立仍需观察。8月，美国劳动力人口大增78.6万人。其中，就业、失业人数分别增加44.2、34.4万人，意味着适龄人口正在加速回归就业市场，但短期找到就业岗位的人数相对有限。分项数据显示，16-24岁年轻人的劳动力参与率提升最为显著，背后可能与刺激退潮下、储蓄快速消耗有关，趋势确立仍需观察。

■ “焦点三”：薪资通胀仍未缓解，紧缩担忧或将延续

尽管就业供给有所放量，但旺盛的需求推动薪资通胀压力依然高企，使得紧缩担忧继续升温。衡量美国企业招工需求的职位空缺数，7月依然维持在1100万个以上的高位；职位空缺率也反弹至6.9%，反映就业供需矛盾依旧尖锐。这一背景下，8月时薪同比高达5.2%，尚未看到趋势放缓迹象。薪资通胀高企下，紧缩担忧边际升温，10Y美债收益率逼近3.3%，美股期货、黄金价格纷纷调整。

展望未来，薪资通胀等或成通胀粘性的重要支撑，使得美联储高强度加息仍是必要选择，加剧外围波动。一方面，8月非农就业、制造业PMI等数据均显示，美国经济现状依然强劲，可以继续承受货币紧缩。另一方面，通胀目标优先的背景下，美联储对经济放缓的容忍度明显提升，重申将持续加息直至实现通胀目标。对于市场而言，宏观环境的不确定性依然高企，或预示外围不稳定性或将延续。

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 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008
caojinqiu@gjzq.com.cn

1、“焦点一”：8月非农新增超30万人，仍比预期要强

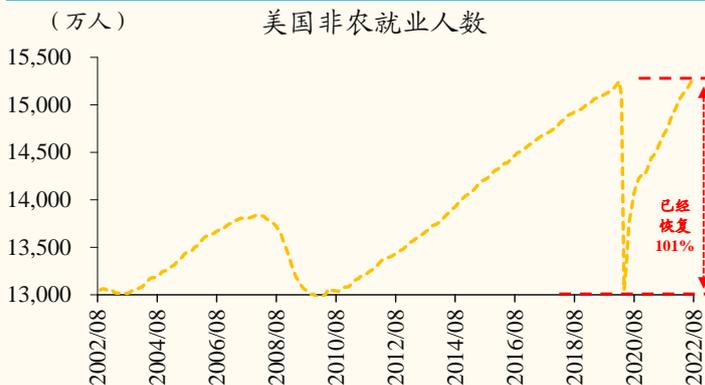
8月，美国非农新增就业下滑至30万人附近，为年内最小增幅，但仍高于预期。具体来看，美国8月非农新增就业31.5万人，远低于7月的52.8万人，增幅也创下2022年以来新低，但仍然高于预期的30万人。尽管6、7月非农新增就业合计下修10.7万人，但美国非农新增就业总人数达到1.53亿人、较疫情前高点多出20万人左右，意味着疫情期间“损失”的就业人数已经实现超额修复。

图表 1：8月，美国非农新增就业下滑至30万人附近



来源：BLS、国金证券研究所

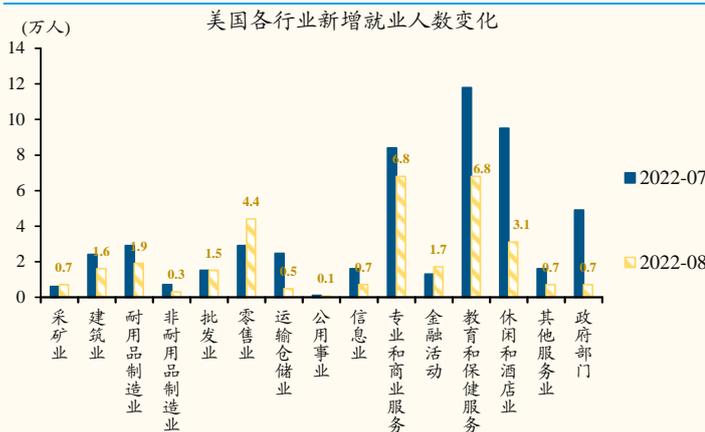
图表 2：8月，美国劳动力参与率下降，失业率持平



来源：BLS、国金证券研究所

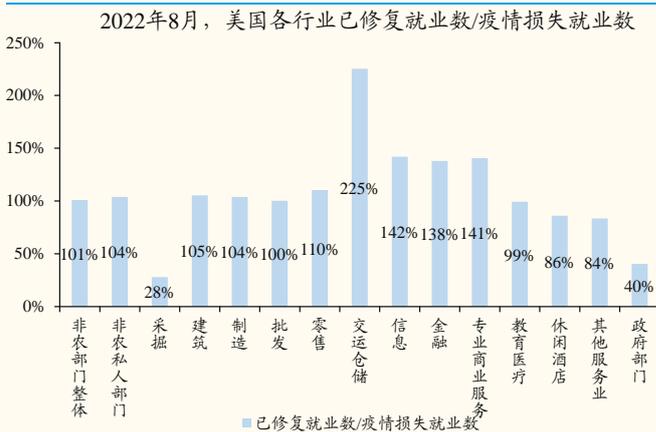
分行业来看，服务业就业进一步“挑大梁”，教育保健业等就业维持高增，但休闲酒店业就业回落。其中，制造业就业人数新增2.2万人，较前值的3.6万人有所回落。服务业方面，作为就业“主力军”的教育保健业、专业及商业服务业、零售业分别增加6.8、6.8、4.4万人，继续维持高位；相较而言，休闲酒店业仅新增3.1万人，背后或与美国多地极高温天气频发、抑制居民线下消费等有关。

图表 3：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 4：美国多数行业就业人数修复至疫情前水平以上

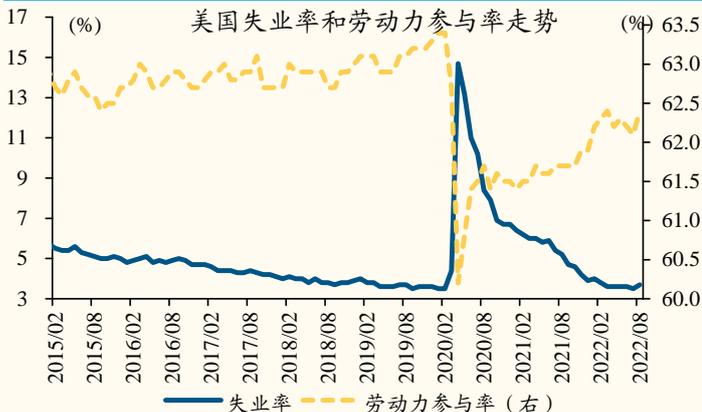


来源：BLS、国金证券研究所

2、“焦点二”：失业率意外回升，其实是个乐观“信号”

乍看矛盾的组合：8月失业率意外回升至3.7%，劳动力参与率也超预期上升至62.4%。作为美国就业数据中最核心的两个比率，失业率、劳动力参与率的中长期走势往往背道而驰，短期同向变动并非罕见。其中，在连续5个月维持在3.5%左右的低位后，8月失业率意外回升至3.7%。同时，劳动力参与率也升至62.4%，高于预期的62.2%。除了8月，2022年1月、7月也发生过类似情形。

图表 5：8月失业率、劳动力参与率双双回升



来源：BLS、国金证券研究所

图表 6：美国就业数据中的比率

$$\text{就业率} = \text{就业人数} / (\text{16岁-64岁人口})$$

$$\text{劳动力参与率} = \text{劳动力人口} / (\text{16岁-64岁人口})$$

$$= (\text{就业人数} + \text{失业人数}) / (\text{16岁-64岁人口})$$

$$\text{失业率} = \text{失业人数} / \text{劳动力人口}$$

$$= (\text{劳动力人口} - \text{就业人数}) / \text{劳动力人口}$$

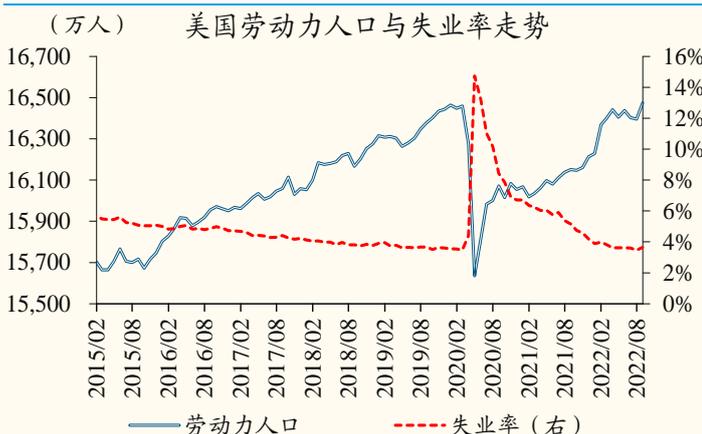
$$= (\text{劳动力参与率} - \text{就业率}) / \text{劳动力参与率}$$

注：均为家庭调查数据

来源：BLS、国金证券研究所

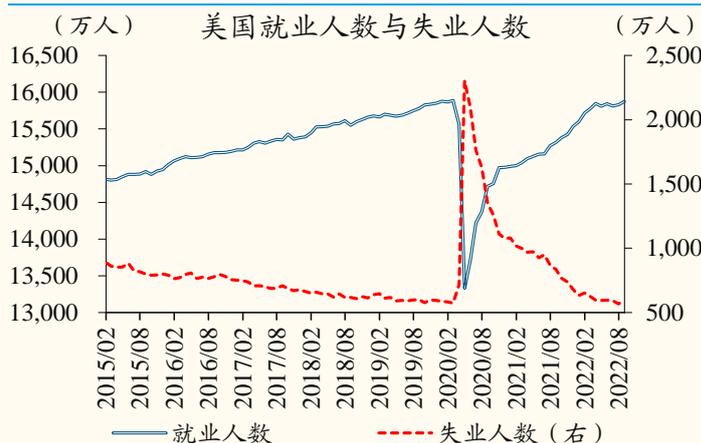
失业率、劳动力参与率双双回升的背后，实则是劳动力供给瓶颈的边际改善，趋势确立仍需观察。8月，美国劳动力人口大增78.6万人。其中，就业、失业人数分别增加44.2、34.4万人，意味着适龄人口正在加速回归就业市场，但短期找到就业岗位的人数相对有限。分项数据显示，16-24岁年轻人的劳动力参与率提升最为显著，背后可能与刺激退潮下、储蓄快速消耗有关，趋势确立仍需观察（详情参见《美国超额储蓄，会否带来消费大反弹？》）。

图表 7：美国劳动力人口与失业率



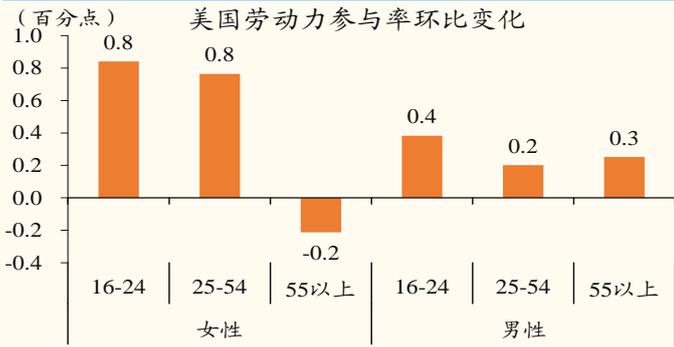
来源：BLS、国金证券研究所

图表 8：美国就业人数与失业人数



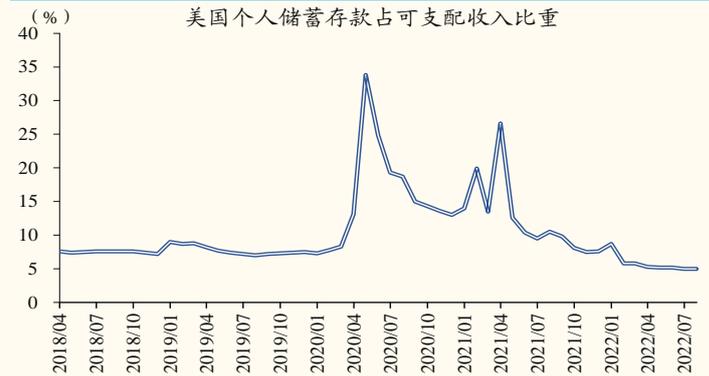
来源：BLS、国金证券研究所

图表 9: 16-24 岁年轻人的劳动力参与率提升最为显著



来源: BLS、国金证券研究所

图表 10: 刺激退潮下, 储蓄快速消耗

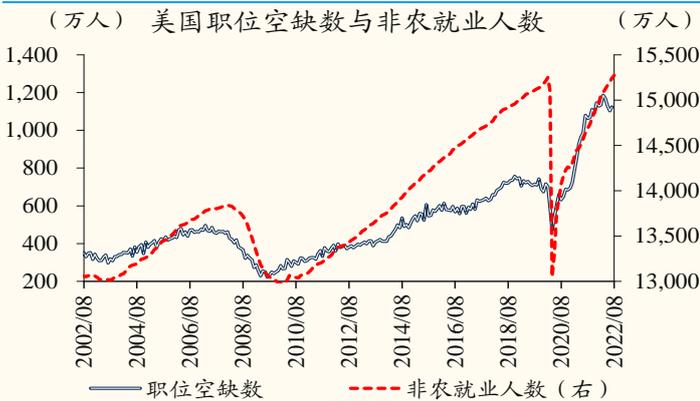


来源: BLS、国金证券研究所

3、“焦点三”：薪资通胀仍未缓解，紧缩担忧或将延续

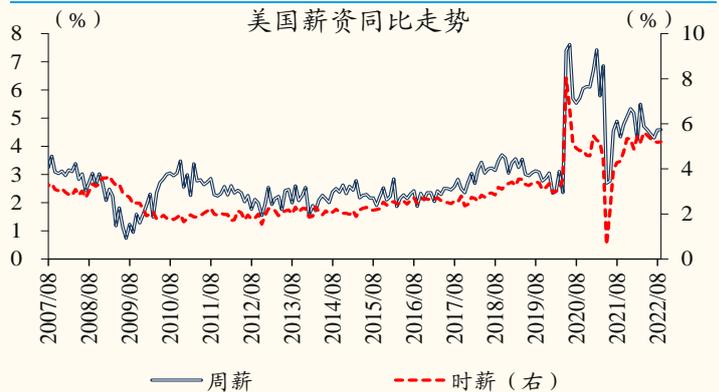
尽管就业供给有所放量，但旺盛的需求推动薪资通胀压力依然高企，使得紧缩担忧继续升温。衡量美国企业招工需求的职位空缺数，7月依然维持在1100万个以上的高位；职位空缺率也反弹至6.9%，反映就业供需矛盾依旧尖锐。这一背景下，8月时薪同比高达5.2%，尚未看到趋势放缓迹象。薪资通胀高企下，紧缩担忧边际升温，10Y美债收益率逼近3.3%，美股期货、黄金价格纷纷调整。

图表 11: 美国职位空缺数继续高于1100万个



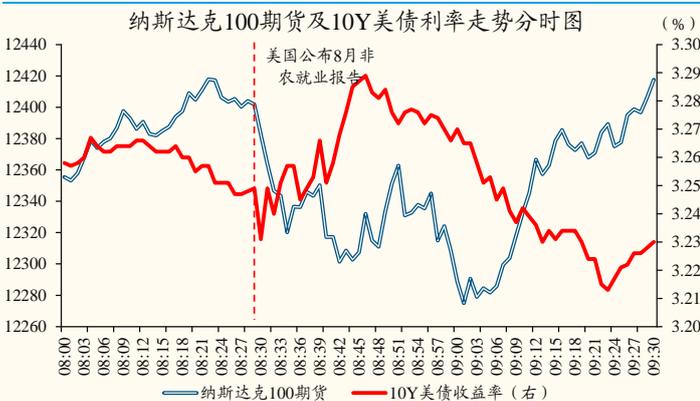
来源: BLS、国金证券研究所

图表 12: 美国薪资通胀压力依然高企



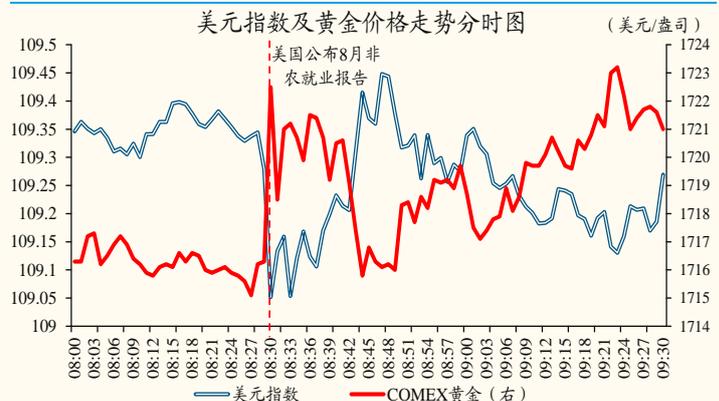
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 非农公布前后, 美股期货及 10Y 美债利率走势



来源: Wind、国金证券研究所

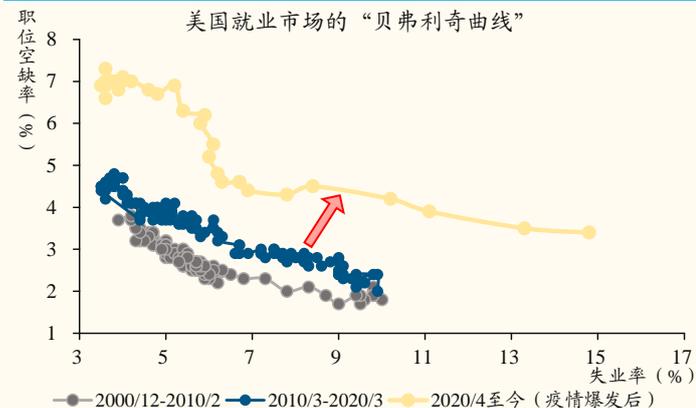
图表 14: 非农公布前后, 美元指数及黄金价格走势



来源: Wind、国金证券研究所

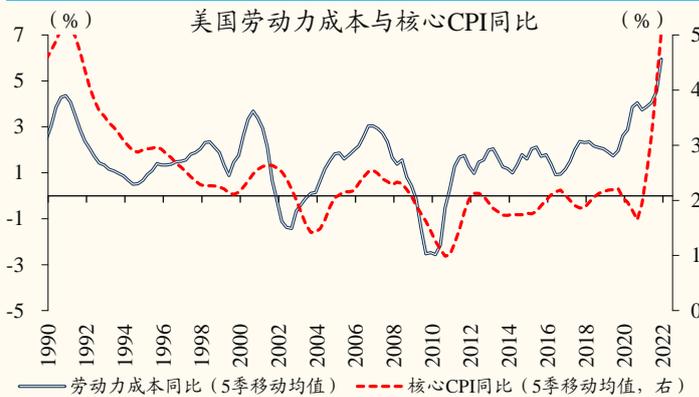
展望未来，薪资通胀等或成通胀粘性的重要支撑，使得美联储高强度加息仍是必要选择，加剧外围波动。一方面，8月非农就业、制造业PMI等数据均显示，美国经济现状依然强劲，可以继续承受货币紧缩。另一方面，通胀目标优先的背景下，美联储对经济放缓的容忍度明显提升，重申将持续加息直至实现通胀目标。对于市场而言，宏观环境的不确定性依然高企，或预示外围不稳定性或将延续（详情参见《鲍威尔的“背水一战”》）。

图表 15: 美国就业供需矛盾难以缓解



来源: BLS、国金证券研究所

图表 16: 美国劳动力成本与核心CPI同比



来源: BLS、国金证券研究所

图表 17: 美联储官员讲话对比

姓名	职位	投票状态	过去表态	最新表态
Jerome Powell	主席	常任	美联储对抗通胀的承诺是“无条件的”，预计随着时间推移会进一步加息；美国经济非常强劲，复苏形势良好	美国经济形势强劲，劳动力市场强劲，能够承受货币政策进一步收紧；软着陆可能但相当具挑战性
Lael Brainard	副主席	常任	高通脹是我们面临最具压力的挑战；还没有就发行央行数字货币（CBDC）作出决定	很难看到暂停加息的理由；量化紧缩可能相当于额外加息2-3次
John C. Williams	纽约联储主席	常任	央行的作用是提供流动性和稳定性，但数字货币可能会改变实施情况；联储了解数字技术如何影响经济、金融和政策的道路；美联储今年需要大幅加息，联邦基金利率达到3.5%-4%是合理的	衰退不是我的基本预期，美国经济强劲，有一条降低通货膨胀
Michael S. Barr	理事	常任	高通脹很可能是暂时的，未来会议上讨论缩减QE至关重要	基于调查的通胀预期比基于市场的通胀预期更重要；美联储在通胀问题上的观点可能是错误的
Lisa D. Cook	理事	常任	-	-
Michelle Bowman	理事	常任	-	支持在7月会议上加息75个基点，认为7月之后进行数次50个基点的加息是合适的
Philip N. Jefferson	理事	常任	-	-
Chris Waller	理事	常任	支持在7月加息75个基点，在9月加息50个基点；经济相当强劲，如果能在9个月到一年的时间里将增长率降下来，那就足以在不引发衰退的情况下让通胀回落	认为中性利率是2-2.25%；美国劳动力市场非常强劲，软着陆非常可能，经济衰退可以避免
Susan M. Collins	波士顿联储主席	2022年	-	对经济来说，这是一个非常具有挑战性的时期；通胀太高，解决通胀是当务之急
James Bullard	圣路易斯联储主席	2022年	希望今年将利率提高到3.75%-4%，我更喜欢提前加息；通胀率需要一段时间才能降至2%，不会像市场预期的那样迅速	提前加息是合适的，希望年底前利率达到3.75%-4%
Loretta Mester	克利夫兰联储主席	2022年	通胀太高且未见顶；CPI数据并不显示美联储加息幅度将小于6月份紧缩政策必须经过深思熟虑且在计划之中的	需要进一步提高利率以缓解需求；认为9月份我们可能加息75个基点也不是没有道理的，但很可能是50个基点
Esther L. George	堪萨斯联储主席	2022年	在8月将主要利率提高到2%左右；冲突和封锁造成的进一步生产中断可能会加剧通货膨胀，需要采取更强有力的行动	毫无疑问，美联储会将利率提升在4%以上；现在说9月预期还为时过早，有更多关键数据即将出炉

来源: Fed、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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	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