

面对矛盾的 8 月就业数据，美联储的加息路径将如何演变？

➤ **8 月美国就业数据分化，新增非农就业超预期，但失业率上行。**

8 月美国非农就业增长仍然强劲，小幅超市场预期。8 月美国新增非农就业 31.5 万人，高于市场预期的 29.8 万人。尽管统计方法改进后的 ADP 新增非农就业数据不及预期（13.2 万，预期 30 万），不过近期的前瞻指标，如 8 月制造业 PMI 就业分项、咨商会消费者信心指数等均强劲，因此非农就业偏强并不奇怪。

劳动参与率回升推动失业率上行，就业没看起来那么差。

8 月美国失业率录得 3.7%，高于市场预期的 3.5%，是 2022 年 1 月以来的首次上升。不过，需要注意的是，虽然本月失业人数上升 34.4 万人，但失业率的明显反弹同样和劳动参与率回升有关。

8 月美国劳动参与率录得 62.4%，比上月上升 0.3%。劳动参与率上升通常会同时推升失业率的分子（失业人口）和分母（劳动力人口），从而让失业率上行。

服务业仍是美国非农就业增长的主力。本月专业商业服务业、医疗保健业和零售业的新增就业较为强劲，分别录得 6.8 万人、6.2 万人和 4.4 万人。

➤ **本月劳动力市场供需失衡有所改善，但趋势有待观察。**

从工资环比增速和劳动参与率看，本月美国劳动力市场供需失衡现象有好转。

8 月份，美国劳动参与率回升的原因是壮年人口（25-54 岁）的劳动参与率从 82.4% 上升至 82.8%，已经基本回到疫情前的水平（82.9%）。同时，8 月美国非农时薪环比录得 +0.3%，低于市场预期的 +0.4%。

2021 年以来，劳动力需求超过劳动力供给所导致的高工资增速，一直是美国劳动力市场的头号问题。8 月份美国劳动参与率和工资增速的环比变化表明劳动力市场供需失衡的现象或有边际好转。

但是美国劳动力结构错配的现象并未改善，工资-通胀螺旋仍是担忧。

首先，8 月份劳动力参与率数据中，55 岁以上老年人、以及高中以下学历这两个群体的劳动参与率都在下降。其次，目前各行业中，休闲酒店业为首的低端服务业时薪同比增速最高，且就业恢复比率偏低。**这意味着，美国劳动力供需失衡或集中在低端服务业，且本月数据未见改善。未来，美国工资增速可能仍会偏高，工资-通胀螺旋风险不可忽视。**

➤ **通胀是加息幅度的关键，矛盾的就业数据则给了美联储“秀肌肉”的机会。**

判断美联储 9 月加息幅度，最关键的还是 8 月 CPI 数据。在报告《鲍威尔的“沃尔克时刻”》中，我们提到，当前美国加息周期仍处于阶段一，即美联储仍在加息 75BP 与 50BP 之间的权衡。**假如 CPI 或核心 CPI 环比增速在 0.4% 以上，那么美联储大概率加息 75BP，8 月份非农数据对加息影响较小。**

矛盾的非农数据正好让美联储展现鹰派决心。8 月美国的就业数据其实比较矛盾：非农就业强于预期但失业率弱于预期；工资增速弱于预期但结构问题仍存。市场资产价格对其解读则偏鸽，非农数据公布后美股拉升、美元下跌、美债收益率下跌（美股最后收跌以及美元回升主要跟俄罗斯供气不及预期有关）。这主要还是与市场“一旦失业率上升，美联储可能不得不边际放松政策”的预期有关。

在报告《鲍威尔的“沃尔克时刻”》中，我们表示美联储有意打破市场关于“保就业”的预期。**我们认为，这份矛盾的就业数据正好给了美联储“秀肌肉”的机会，需要关注货币政策的鹰派风险，“紧缩交易”未来或仍是市场主线。**

➤ **风险提示：**美联储加息节奏超预期；美国地缘政治风险；美国通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

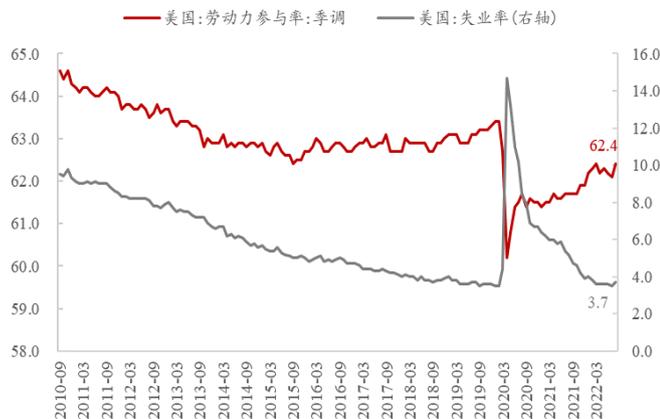
电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

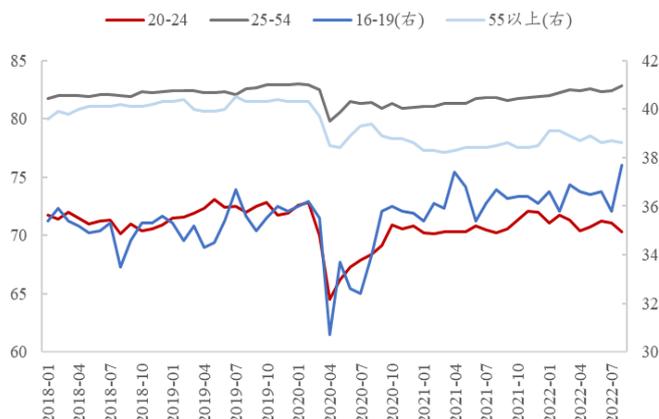
1. 宏观专题研究：极宽的流动性或已过去-2022/09/01
2. 8 月 PMI 数据点评：当前宏观的核心矛盾仍在地产-2022/08/31
3. 地产、宏观联合专题研究：当前地产现状评估-2022/08/29
4. 全球大类资产跟踪周报：长短端利率均有上行-2022/08/28
5. 政策双周报：新一轮稳经济政策推进-2022/08/28

图1：美国失业率与劳动参与率（单位：%）



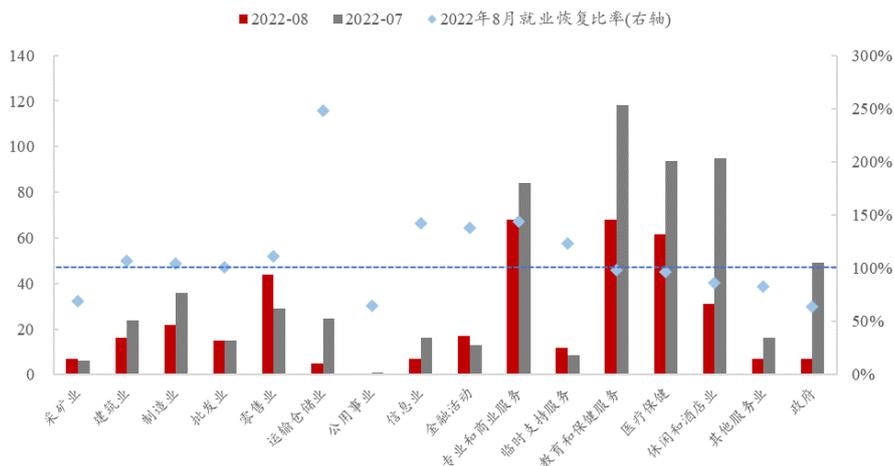
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：美国不同年龄的劳动参与率（单位：%）



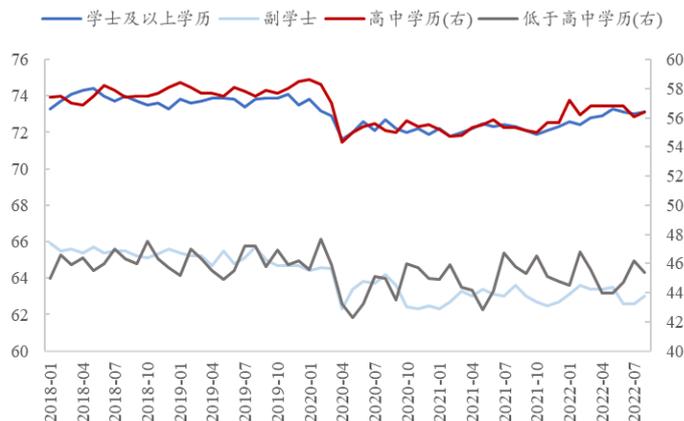
资料来源：BLS，民生证券研究院

图3：美国各行业非农就业增加（左：千人）



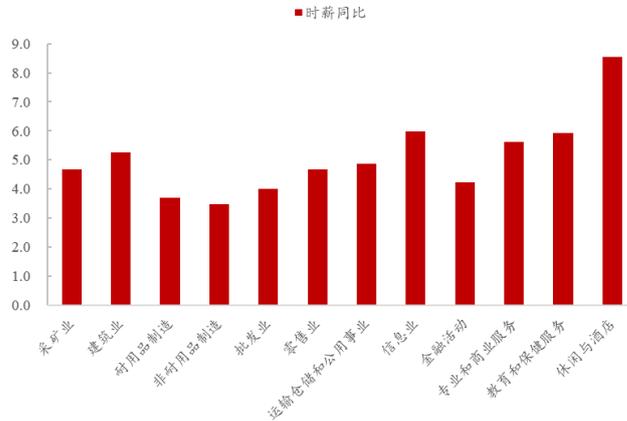
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：美国不同教育水平的劳动参与率（单位：%）



资料来源：BLS，民生证券研究院

图5：各行业的时薪同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026