

## 美国 8 月劳动参与率显著提高，但预计难以持续

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

美国 8 月失业率提高 0.2 个百分点，这并非因为美国经济增长显著放缓，而是因为劳动参与率提高 0.3 个百分点。8 月份美国新增非农就业 31.5 万，虽然低于 7 月 52.6 万的水平，但与今年二季度的月均水平 34.9 万大体接近，美国就业与经济仍有韧性。考虑到持续的新冠感染会使得部分劳动者因为新冠后遗症而无法工作，未来美国劳动参与率可能再次回落。再考虑到美国经济的韧性，未来美国劳动力市场供需的紧张不太可能很快缓解，通胀压力也不会快速缓解。

### 摘要：

美国 8 月份失业率提高 0.2 个百分点至 3.7%，为今年以来首次出现抬升；劳动参与率提高 0.3 个百分点。这是否意味着美国劳动力市场面临拐点呢？

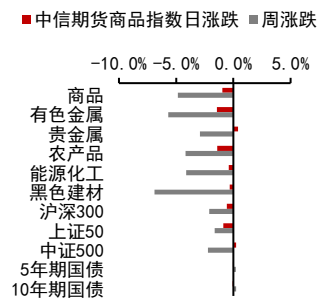
#### 第一，美国 8 月份失业率上升主要因为劳动参与率提高，美国经济增长仍有韧性。

美国 8 月份失业率为 3.7%，较 7 月提高 0.2 个百分点，为今年以来首次出现抬升。8 月份美国新增非农就业 31.5 万，与今年二季度的月均水平 34.9 万大体接近；8 月美国就业表现仍然良好，经济增长仍有韧性。美国 8 月失业率提高并非因为美国经济增长显著放缓，而是因为劳动参与率提高 0.3 个百分点至 62.4%。

第二，考虑到新冠感染会使得部分劳动者因为新冠后遗症而无法劳动，未来美国劳动参与率可能再次回落。根据美国布鲁金斯学会的研究，新冠后遗症使得 200-400 万美国劳动力无法工作。这意味着新冠后遗症会压低美国劳动参与率 0.75-1.5 个百分点。目前美国劳动参与率比疫情前低 1.0 个百分点，新冠后遗症成为美国劳动力市场修复的瓶颈。虽然目前新冠致死率已经较低，但出现新冠后遗症的概率并不低。英国的一项研究显示，即便接种过疫苗，感染奥密克戎毒株后出现长期后遗症的概率为 4.5%（德尔塔毒株长期后遗症概率为 10.8%）；另一项研究显示，已经感染过新冠并且没有后遗症的人再次感染新冠仍可能出现新冠后遗症。虽然随着时间的推移，部分患者的新冠后遗症会消退，但持续流行的新冠感染会导致新冠后遗症患者增加。从二季度美国劳动参与率反而有所下降来看，二季度新冠后遗症患者可能有所增加。这说明未来新冠后遗症患者数量存在继续增加的可能性，未来美国劳动参与率可能再次回落。

第三，由于新冠疫情对劳动参与率的持续抑制以及美国经济的韧性，美国劳动力市场供需的紧张不太可能很快缓解，通胀压力也不会快速缓解。今年以来美国劳动力市场持续紧张，非农职位空缺数比疫情前高 50%左右。二季度美国非农职位空缺数出现显著回落，这并非因为劳动力供应增加，也并非因为实际劳动力需求减少，而是部分企业基于对经济的悲观预期主动减少了招聘。这是不可持续的。在美国劳动力需求仍有韧性的背景下，7 月份美国非农职位空缺数再次回升。未来持续的新冠疫情可能对劳动参与率构成持续的抑制，美国劳动力供应难以增加。名义工资的较快增长会对美国消费构成支撑，因此美国经济增长虽然趋于回落，但下滑速度可能相对偏慢。因此，未来美国劳动力市场供需的紧张不太可能很快缓解，通胀压力也不会快速缓解。

风险提示：国内稳增长力度不及预期，海外地缘政治不确定性加大



### 宏观研究团队

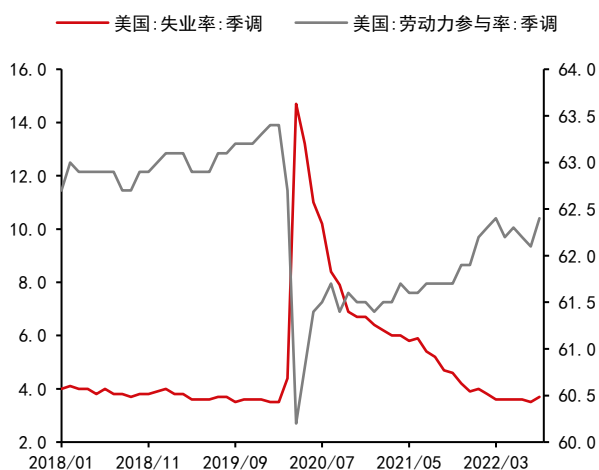
研究员：  
刘道钰  
021-80401723  
liudaoyu@citicsf.com  
从业资格号：F3061482  
投资咨询号：Z0016422

## 一、美国 8 月劳动参与率显著提高，但预计难以持续

美国 8 月份失业率提高 0.2 个百分点至 3.7%，为今年以来首次出现抬升；劳动参与率提高 0.3 个百分点，在连续 2 个月下滑之后首次回升。这是否意味着美国劳动力市场面临拐点呢？

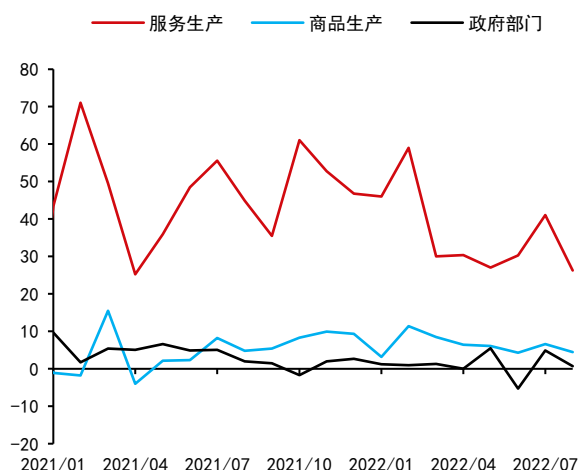
**第一，美国 8 月份失业率上升主要因为劳动参与率提高，美国新增就业仍然表现良好，经济增长仍有韧性。**美国 8 月份失业率为 3.7%，显著高于预期值 3.5%，较 7 月提高 0.2 个百分点，为今年以来首次出现抬升。近期美国经济增长放缓，市场对美国经济衰退的担忧加剧。不过，美国 8 月失业率提高并非因为美国经济增长显著放缓，而是因为劳动参与率提高 0.3 个百分点至 62.4%。8 月份美国新增非农就业 31.5 万，虽然低于 7 月 52.6 万的水平，但与今年二季度的月均水平 34.9 万大体接近；8 月美国就业表现仍然良好。其中，8 月美国服务生产部门新增非农就业 26.3 万人，商品生产部门新增就业 4.5 万，均与二季度的月均水平大体接近，服务业与制造业的就业继续继续保持扩张。

图表：美国失业率与劳动参与率（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美国三大部门的新增非农就业人数（万人）



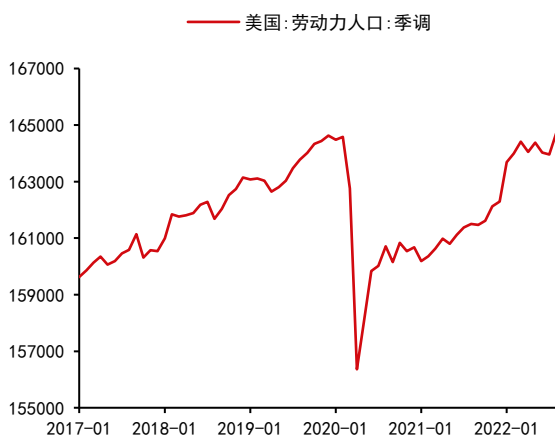
资料来源：Wind 中信期货研究所

**第二，美国 8 月份劳动参与率的提高大概率是暂时的。考虑到新冠感染会使部分劳动者因为新冠后遗症而无法劳动，未来美国劳动参与率可能再次回落。**疫情以来美国劳动参与率一直显著低于疫情前水平；随着疫苗的接种以及防疫措施的放开，去年四季度与今年一季度美国劳动参与率有所修复。但是，在今年二季度美国劳动力供需极其紧张背景下，美国劳动参与率没有继续修复，反而有所回落。我们认为这是因为新冠后遗症使得部分劳动力退出劳动力市场。根据美国布鲁金斯学会 8 月 24 号发布的一份研究报告，新冠后遗症使得 200-400 万美国劳动力无法工作。目前美国劳动年龄人口数量为 2.64 亿人。这意味着新冠后遗症会压低美国劳动参与率 0.75-1.5 个百分点。今年 3 月份时美国劳动参与率比疫情前低 1.0 个百分点，这与新冠后遗症对美国劳动参与率的影响大体接近。

此后，美国劳动参与率未能进一步修复，反映新冠后遗症成为美国劳动力市场修复的瓶颈。虽然目前新冠致死率已经较低，但出现新冠后遗症的概率并不低。英国的一项研究显示，即便接种过疫苗，感染奥密克戎毒株后出现长期后遗症的概率为 4.5%（德尔塔毒株长期后遗症概率为 10.8%）；另一项研究显示，已经感染过新冠并且没有后遗症的人再次感染新冠仍可能出现新冠后遗症。虽然随着时间的推移，部分患者的新冠后遗症会消退，但持续流行的新冠感染会导致新冠后遗症患者增加。从二季度美国劳动参与率反而有所下降来看，二季度新冠后遗症患者可能有所增加。这说明未来新冠后遗症患者数量存在继续增加的可能性。8 月份美国劳动参与率的提高大概率是暂时的。如果未来美国新冠后遗症患者数量继续增加，美国劳动参与率可能再次回落。

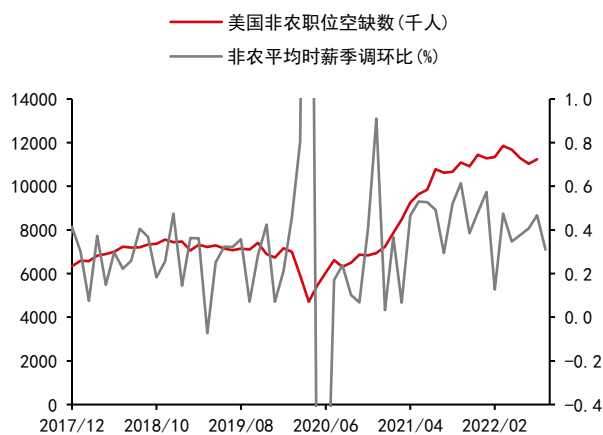
**第三，由于新冠疫情对劳动参与率的持续抑制以及美国经济的韧性，美国劳动力市场供需的紧张不太可能很快缓解，通胀压力也不会快速缓解。**今年以来美国劳动力市场持续紧张，非农职位空缺数比疫情前高 50%左右。二季度美国非农职位空缺数出现显著回落，但二季度美国劳动参与率反而略有回落，这说明非农职位空缺数的回落并非因为劳动力供应增加；二季度美国非农就业继续较快增加，这说明非农职位空缺数的回落也并非因为劳动力实际需求的减少。因此，我们推断二季度非农职位空缺数的减少主要因为部分非农企业基于对未来经济的悲观预期主动减少了招聘。从实际情况来看，虽然美国经济增长放缓，但经济仍有韧性，尤其是服务业的修复使得服务业就业需求仍保持平稳增长。部分企业基于悲观预期减少招聘是不可持续的，除非真实的劳动力需求持续减少。在美国劳动力需求仍有韧性的背景下，7 月份美国非农职位空缺数再次回升。未来持续的新冠疫情可能对劳动参与率构成持续的抑制，美国劳动力供应难以增加。从劳动力需求来看，名义工资的较快增长会对美国商品消费构成支撑，并带动服务消费继续修复，因此美国经济增长虽然趋于回落，但下滑速度可能相对偏慢。综合来看，未来美国劳动力市场供需的紧张不太可能很快缓解，通胀压力也不会快速缓解。

图表：美国劳动力人口数量（千人）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美国非农职位空缺数及平均时薪环比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、本周重要经济数据及事件

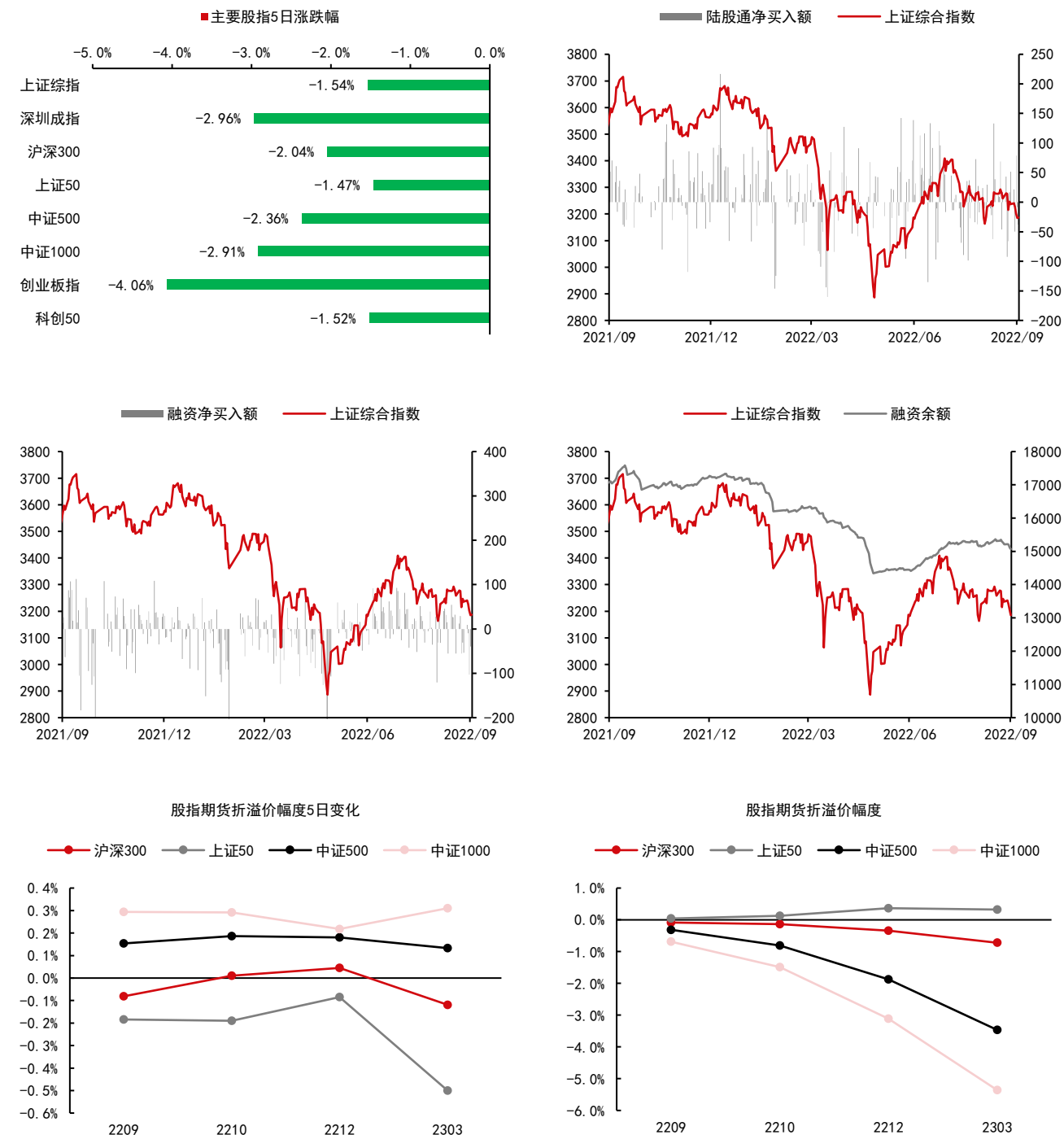
图表1：重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2022-09-05	16:00	欧盟	8月欧元区:服务业 PMI	51.2	50.5	
2022-09-05	16:00	欧盟	8月欧元区:综合 PMI	49.9	49.4	
2022-09-05	17:00	欧盟	7月欧元区:零售销售指数:环比(%)	-1.2		
2022-09-05	17:00	欧盟	7月欧元区:零售销售指数:同比(%)	-3.7		
2022-09-06	22:00	美国	8月非制造业 PMI	56.7	55.5	
2022-09-07	待定	中国	8月外汇储备(亿美元)	31040.71		
2022-09-07	17:00	欧盟	第二季度欧元区:GDP(终值):季调环比(%)	0.5	0.3	
2022-09-07	17:00	欧盟	第二季度欧元区:实际 GDP(终值):季调同比(%)	5.4	5.1	
2022-09-08	20:30	美国	9月03日当周初次申请失业金人数(万人)	23.2		
2022-09-08	20:30	美国	8月27日持续领取失业金人数(万人)	143.8		
2022-09-08	21:15	欧盟	9月欧洲央行公布利率决议			
2022-09-09	09:30	中国	8月CPI:同比(%)	2.7	2.8	
2022-09-09	09:30	中国	8月PPI:同比(%)	4.2	3.1	

资料来源: Wind 中信期货研究所

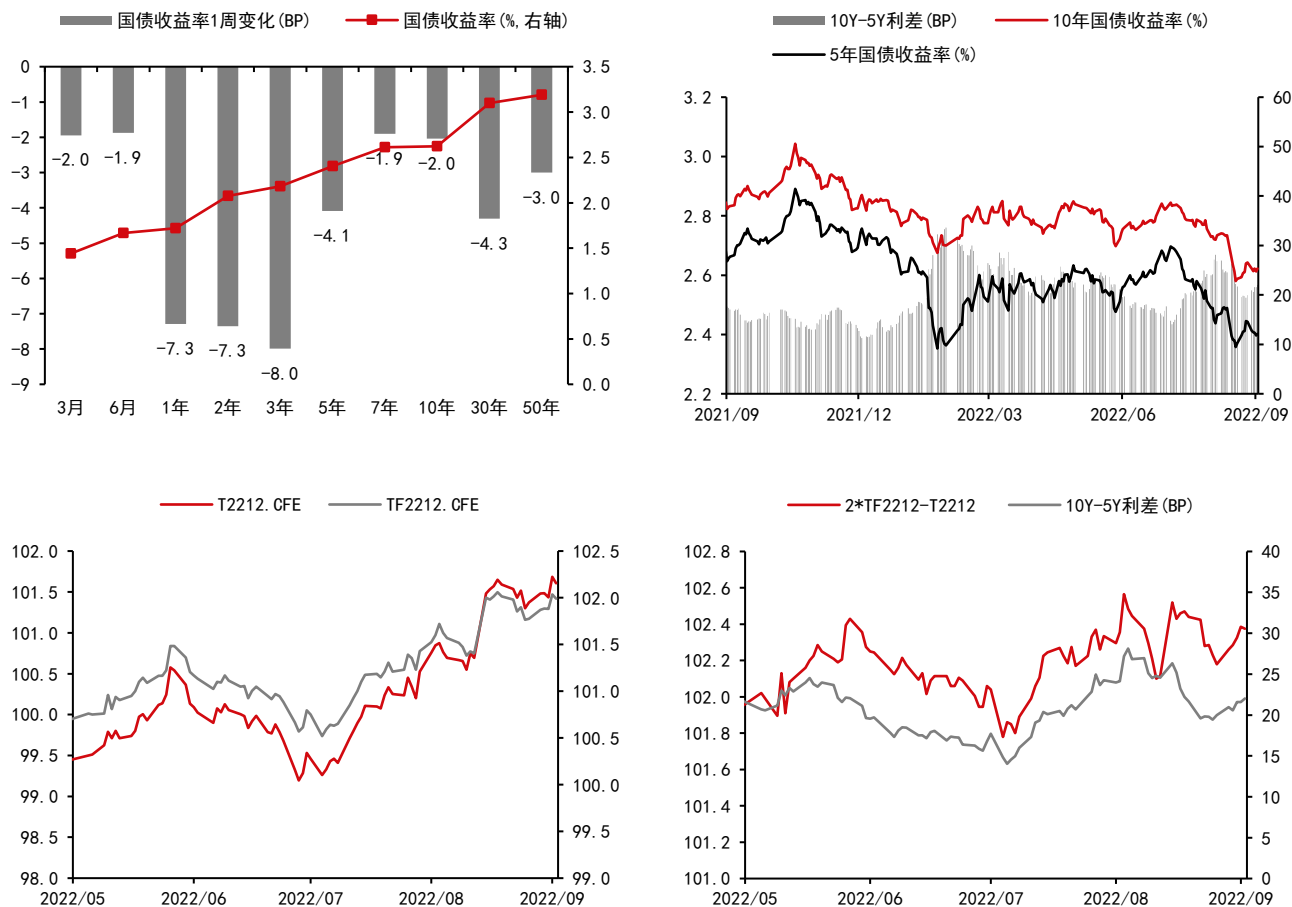
### 三、国内金融市场跟踪

图表2：国内股票市场



资料来源：Wind 中信期货研究所  
折溢价：期货价格/现货价格-1

图表3：国内债券市场



资料来源：Wind 中信期货研究所



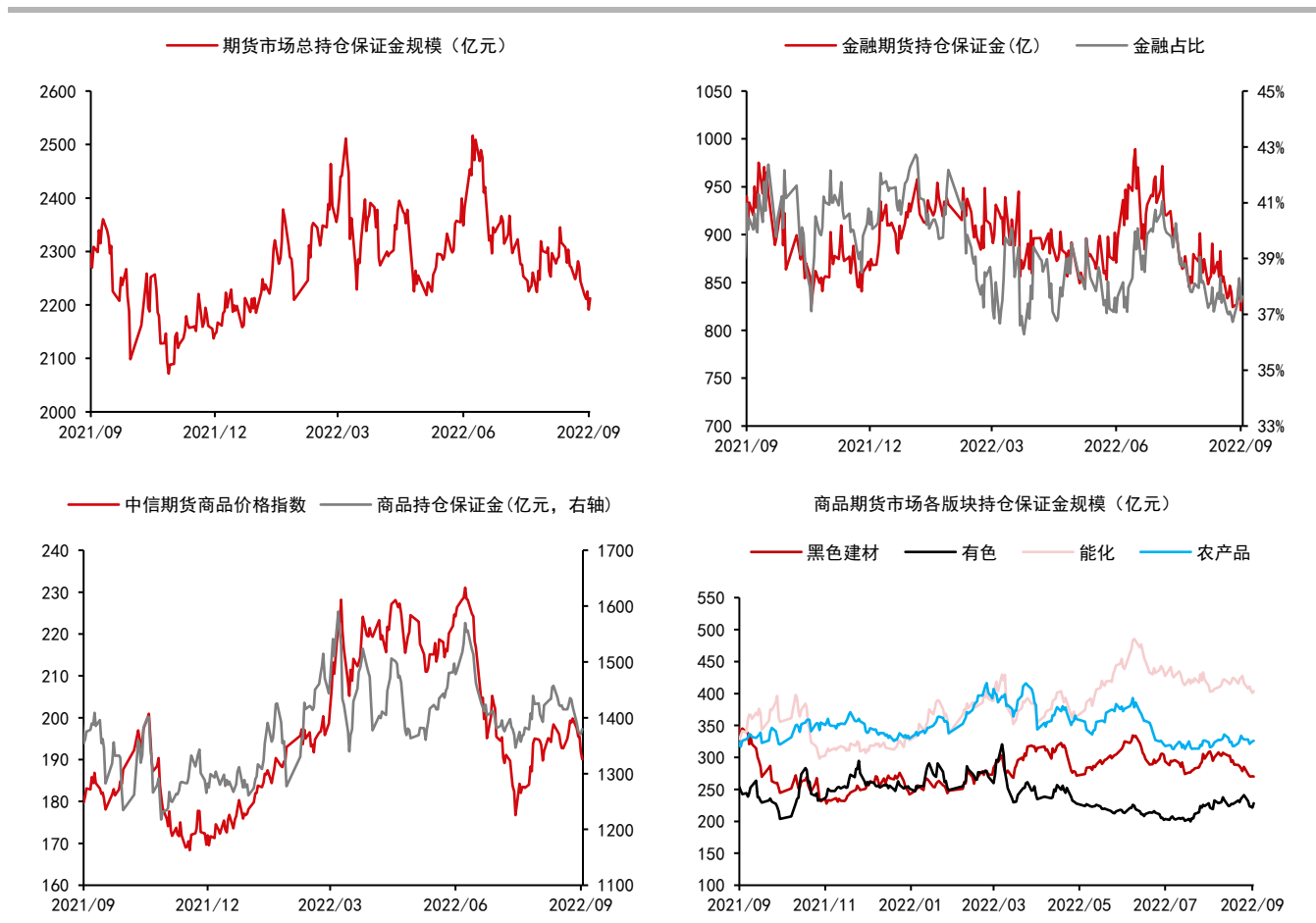
## 五、国内期货市场跟踪

图表4：国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日涨跌幅	5日涨跌幅	1日沉淀资金变化(亿)	5日沉淀资金变化(亿)	沉淀资金(亿)
合计			59.72	11.32	2312.58
金融			14.04	-2.36	874.44
商品			45.68	13.67	1438.14
贵金属	0.95%	0.71%	2.73	4.59	159.00
黑色建材	1.03%	-2.41%	5.49	-2.75	300.06
有色金属	2.75%	-2.71%	29.04	-14.16	248.14
能源化工	-0.86%	0.52%	3.37	1.78	407.22
农产品	2.12%	1.02%	5.06	24.21	323.72

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：国内期货市场板块沉淀资金



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：国内商品期货品种表现（按价格涨跌幅排序）

品种	5日涨跌幅	振幅	活跃度	20日涨跌幅
不锈钢	3.24%	4.71%	1.41	-2.69%
玻璃	2.77%	5.40%	1.14	0.28%
沪镍	2.76%	9.78%	1.43	10.46%
菜粕	2.60%	6.68%	1.31	-1.70%
沪锌	2.56%	6.12%	1.31	5.07%
红枣	2.16%	3.57%	0.36	4.36%
沪锡	1.56%	7.28%	1.23	8.02%
豆粕	1.33%	4.89%	0.52	2.49%
沪金	1.31%	2.11%	0.61	3.42%
连豆	0.95%	2.67%	0.91	3.63%
玉米	0.83%	2.03%	0.28	-0.52%
热卷	0.60%	4.33%	0.52	-5.36%
螺纹钢	0.33%	4.84%	0.87	-4.99%
淀粉	0.31%	2.47%	0.63	-0.79%
沪铜	0.22%	4.62%	0.63	2.03%
沪银	0.20%	3.07%	1.00	5.66%
粳米	0.10%	0.78%	0.24	0.34%
沪铅	-0.35%	1.72%	0.67	2.21%
铁矿	-0.63%	8.93%	0.80	1.91%
尿素	-0.69%	5.13%	0.62	-4.20%
豆二	-0.73%	6.95%	1.43	5.27%
沪胶	-0.77%	3.65%	1.27	-3.07%
动煤	-0.81%	2.46%	0.07	-0.40%
焦炭	-0.92%	6.27%	1.28	-5.11%
沪铝	-1.37%	4.80%	1.03	0.64%
20号胶	-1.55%	5.21%	0.63	-5.23%
硅铁	-2.08%	5.64%	0.57	-3.81%
纸浆	-2.34%	4.74%	0.94	3.31%
锰硅	-2.41%	5.14%	0.55	-8.72%
沥青	-2.64%	6.79%	0.79	-1.05%
燃油	-2.75%	11.76%	1.80	-4.72%
苹果	-2.85%	3.31%	0.51	-2.82%
棉纱	-3.01%	4.71%	1.27	-7.69%
菜油	-3.13%	7.43%	1.42	6.96%
郑糖	-3.39%	3.86%	0.46	-3.74%
PP	-3.39%	5.07%	0.99	-6.38%
鸡蛋	-3.64%	4.06%	0.50	-6.60%
塑料	-3.69%	5.35%	0.89	-7.12%
焦煤	-4.19%	9.75%	1.57	-8.49%
PVC	-4.58%	7.34%	1.52	-0.18%
豆油	-4.60%	9.64%	1.59	3.73%
甲醇	-4.60%	7.17%	0.83	-0.59%
LPG	-4.62%	8.03%	1.57	-6.81%
郑棉	-4.80%	7.42%	0.88	-12.66%
原油	-5.15%	10.34%	3.49	-4.00%
苯乙烯	-5.19%	10.11%	1.55	-13.01%
TA	-5.50%	8.07%	0.82	-10.10%
纯碱	-6.26%	8.48%	1.53	-4.44%
棕榈	-6.30%	14.61%	1.96	-2.99%
乙二醇	-7.93%	10.56%	0.88	-8.97%
低硫燃油	-12.60%	19.23%	1.81	-11.85%

资料来源：Wind 中信期货研究所



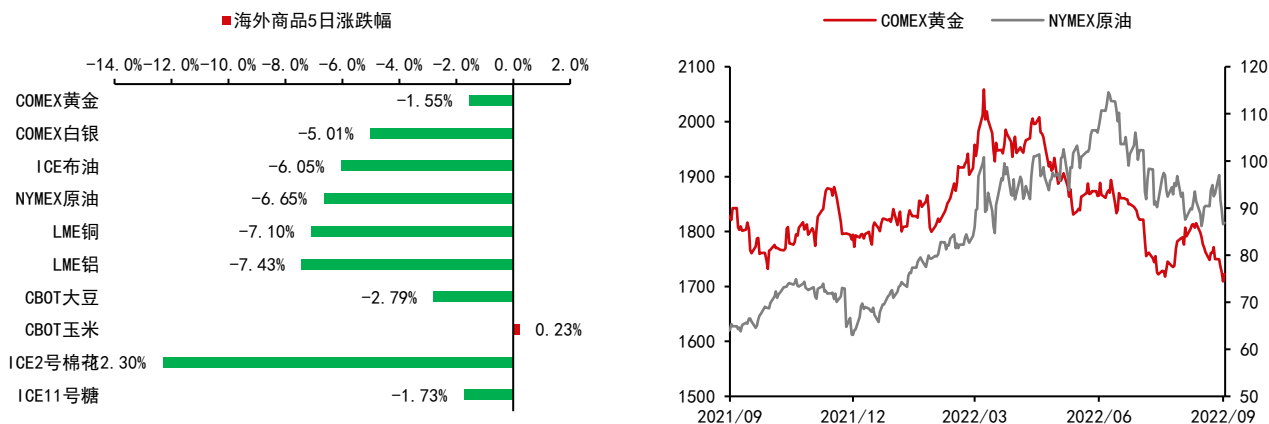
图表7：国内商品期货沉淀资金及其变化

品种	5日沉淀资金变化(亿)	品种	20日沉淀资金变化(亿)	品种	沉淀资金(亿)
沪铜	3.57	沪铜	19.99	沪铜	129.25
沪金	3.45	沪金	17.18	铁矿	103.78
沪锌	3.05	沪锌	5.54	螺纹	96.73
乙二醇	2.71	棕榈	4.77	沪金	89.35
螺纹	1.91	沪镍	4.26	沪银	69.66
沪镍	1.85	菜油	3.36	豆粕	63.40
郑棉	1.58	铁矿	3.21	原油	47.25
沪银	1.15	甲醇	2.47	棕榈	46.73
连豆	1.02	郑棉	2.44	TA	46.38
豆粕	0.78	乙二醇	1.97	豆油	45.52
不锈钢	0.73	沪银	1.75	郑棉	40.30
20号胶	0.66	螺纹	1.34	甲醇	38.49
玻璃	0.54	豆油	1.29	沥青	38.09
鸡蛋	0.50	纸浆	1.09	沪铝	37.54
PP	0.48	焦炭	1.04	热卷	37.20
LPG	0.45	沪锡	0.80	PP	31.44
菜油	0.42	焦煤	0.75	沪锌	30.21
PVC	0.41	连豆	0.72	郑糖	29.86
苯乙烯	0.28	不锈钢	0.70	PVC	28.17
沪胶	0.24	豆二	0.68	塑料	28.06
菜粕	0.12	热卷	0.63	玉米	27.81
红枣	0.00	沥青	0.60	乙二醇	27.73
粳米	0.00	菜粕	0.50	沪胶	26.46
动煤	0.00	豆粕	0.48	沪镍	22.54
棉纱	-0.01	棉纱	0.02	沪锡	22.00
锰硅	-0.02	粳米	0.02	玻璃	20.91
尿素	-0.03	动煤	-0.01	菜油	19.81
焦炭	-0.03	鸡蛋	-0.03	纯碱	19.29
豆二	-0.07	红枣	-0.13	苹果	19.06
焦煤	-0.11	沪铝	-0.20	纸浆	18.89
热卷	-0.20	尿素	-0.23	燃油	17.32
硅铁	-0.25	锰硅	-0.27	LPG	11.39
沪铝	-0.26	沪铅	-0.32	苯乙烯	11.19
塑料	-0.27	硅铁	-0.46	焦炭	10.10
沪铅	-0.29	20号胶	-0.50	硅铁	9.98
沥青	-0.34	低硫燃油	-0.63	连豆	9.33
低硫燃油	-0.40	淀粉	-0.69	锰硅	7.97
淀粉	-0.46	PP	-0.72	20号胶	7.83
苹果	-0.62	LPG	-1.23	菜粕	7.43
沪锡	-0.68	塑料	-1.47	焦煤	6.96
玉米	-0.72	PVC	-1.49	沪铅	6.60
燃油	-0.73	苹果	-1.79	不锈钢	6.44
铁矿	-0.79	TA	-1.80	低硫燃油	6.04
纸浆	-0.80	燃油	-1.81	鸡蛋	5.84
豆油	-1.20	苯乙烯	-1.90	淀粉	4.02
棕榈	-1.77	玻璃	-2.40	尿素	3.19
郑糖	-2.33	郑糖	-2.56	红枣	1.90
TA	-2.59	玉米	-2.66	豆二	1.78
纯碱	-3.07	沪胶	-3.19	粳米	0.64
甲醇	-3.27	纯碱	-5.03	棉纱	0.29
原油	-7.90	原油	-7.22	动煤	0.00

资料来源：Wind 中信期货研究所

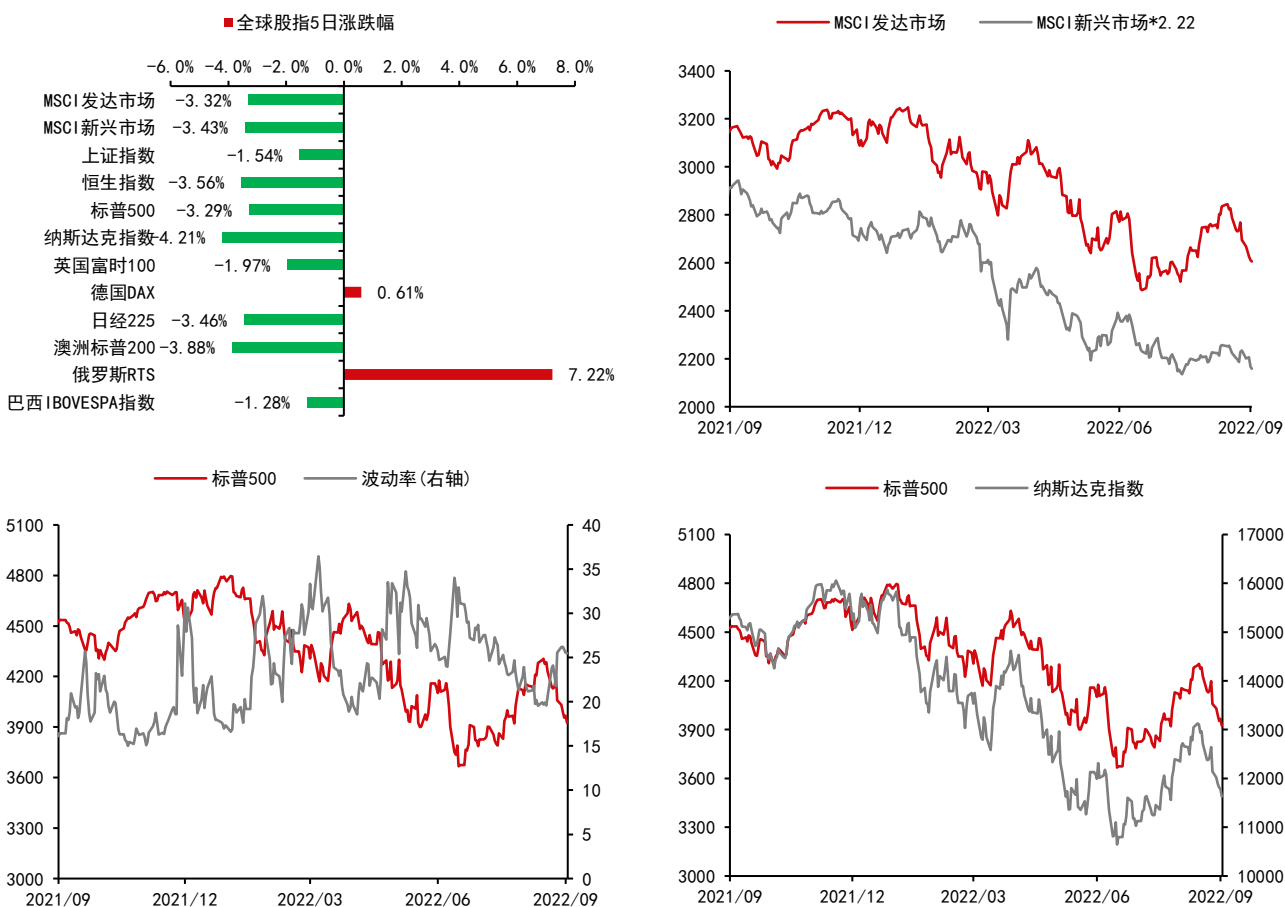
## 四、海外金融市场跟踪

图表8：海外商品



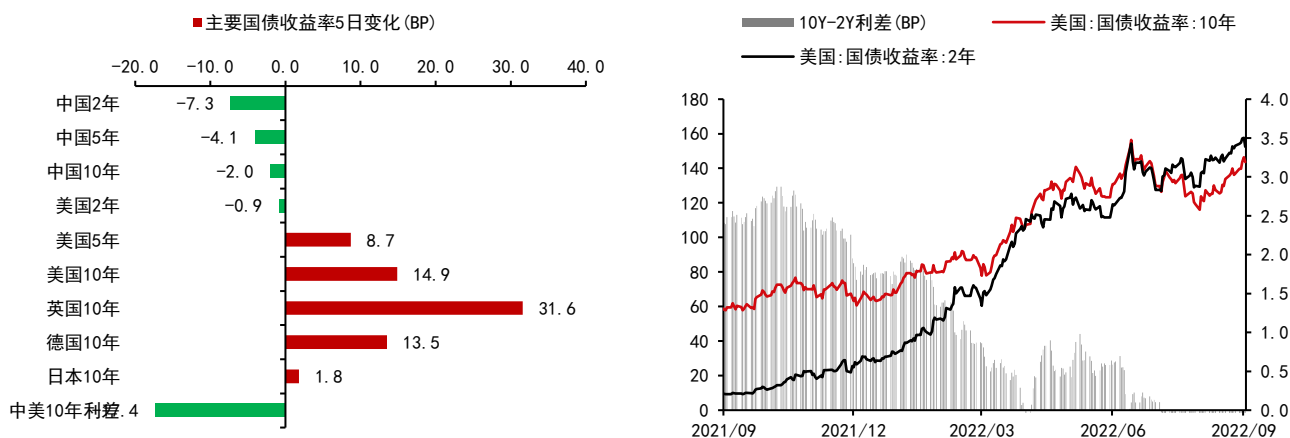
资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

图表9：全球股票市场



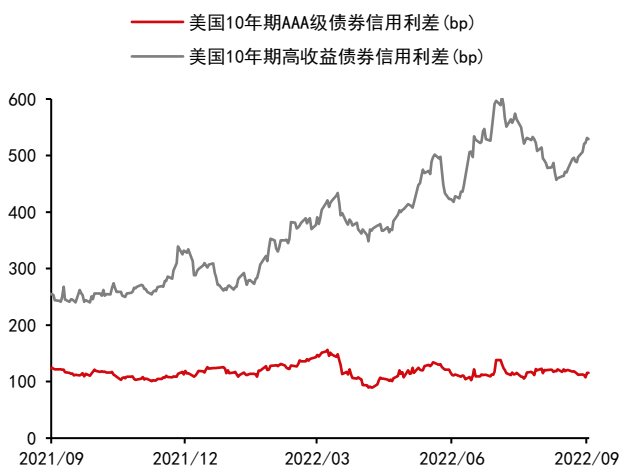
资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

图表10：全球债券市场



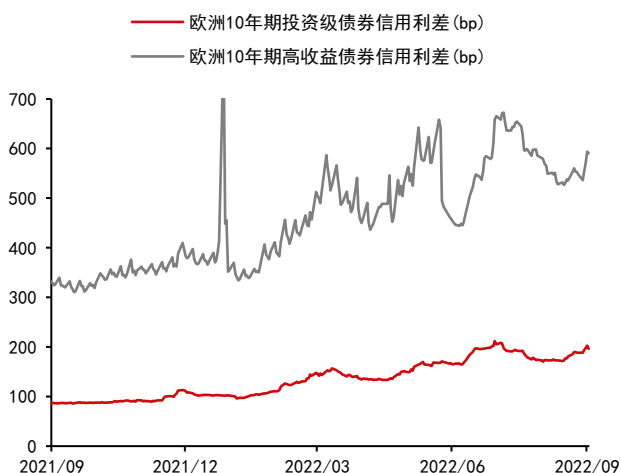
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表11：美债信用利差



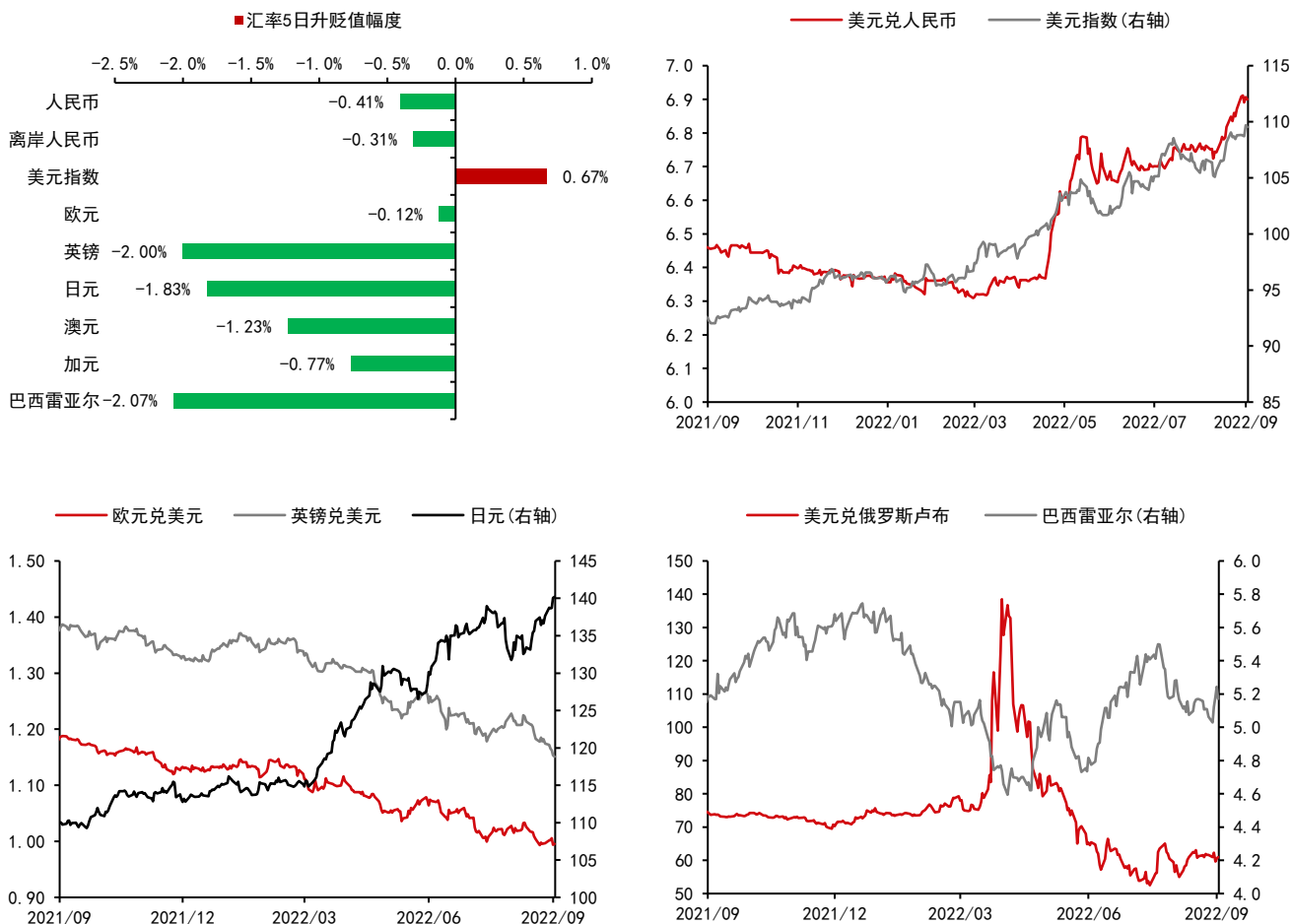
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表12：欧洲信用利差



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表13：全球外汇市场



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>