

# 辨析美国劳动力市场，时薪是关键

## 定期报告

### 华金宏观·双循环周报（第16期）

#### 投资要点

- ◆ **美6月非农就业低于预期，但时薪超预期高增。**在强劲的“小非农（ADP）”数据拉高市场预期之后，6月美国非农就业数据令市场意兴阑珊，新增非农就业较少，但失业率小幅下降的同时，时薪超预期高增，数据结构性的“矛盾”有待辨析。美国6月新增非农就业20.9万人，私人部门新增14.9万人，均创下近两年半新低，与一天前ADP公布的“小非农”对比强烈。6月失业率下降0.1个百分点至3.6%，时薪同比增速再度高于预期，连续第三个月维持在4.4%的高于疫情前增速水平。
- ◆ **新增就业拖累主要来自波动剧烈领域，暂时性特征较为明显。**首先，从行业分布来看，6月非农就业不及预期主要源于批零仓储等波动剧烈的领域出现了暂时性的就业岗位减少，综合考虑劳动力供给的加速增加、以及ADP与非农就业的长期收敛关系，我们预计7月之后美非农就业有望再度走强。此外，制造业部门就业改善、建筑业连续3个月走强，则分别显示美国工业生产和房地产市场近期活跃度有所提升。2022年以来，随着俄乌冲突的爆发、以及美国对华半导体电子产业链实施愈演愈烈的“围堵”政策，美国国内工业生产获得了一定程度的短期支撑，工业生产表现开始持续好于PMI，并且正的缺口不断扩大。此外，3月美国银行业动荡压低10Y美债收益率中枢，此后美国房地产市场利率压力出现明显缓和，房地产交易有所回暖、房价再度有所上涨，带动建筑业活跃度转为提升。
- ◆ **时薪涨幅居高不下，薪资通胀螺旋持续演绎。**职位空缺下降速度极为缓慢，居高不下的薪资增速凸显劳动力市场总量和结构性紧张的趋势尚未得到破解，薪资通胀螺旋持续演绎，核心通胀下半年可能展现较强黏性。6月时薪同比连续第三个月维持在4.4%的高增速水平，是劳动力市场、乃至综合性的商品和服务市场持续处于供不应求的紧张状态的一个综合性体现。由于美国核心CPI（或核心PCE）通胀与薪资黏性之间具备极强的正相关螺旋传导关系（即“薪资通胀螺旋”），在目前形势下，我们有理由展望下半年美国除房租外的核心服务、以及核心非耐用品通胀仍将维持高增而难以出现迅速的回落。
- ◆ **总结起来，6月美国新增就业的暂时性偏弱呈现明显的行业暂时波动放大特征，失业率的下行、时薪增速的超预期维持高位、以及与制造业和建筑业就业稳定向好所反映的工业生产、房地产市场偏强的结构性特征，都指向美国7月后就业数据有望再度反弹，下半年美国核心通胀和失业率都可能强于当前市场预期，美联储7月加息25BP的概率仍然较高。维持美元指数下半年在103左右、10Y美债收益率在3.7%-3.8%中枢窄幅震荡、下半年美联储加息2次、2024年中之前不会降息、黄金价格趋势性回落的预测不变。**
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**全球主要股市普遍下跌，欧股跌幅最深，A股上证综指跌幅较小；A股汽车、石油石化领涨，电力设备、传媒板块大幅下跌。美国国债收益率曲线熊平，长端上行幅度较大；我国国债收益率1Y期下行6BP，资金面偏紧，其他期限基本持平，中美利差扩大。人民币汇率企稳。
- ◆ **风险提示：**美联储加息超预期。

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 相关报告

- 华金宏观·双循环周报（第15期）-对汇率多点信心、耐心和平常心 2023.7.2
- PMI、工业企业利润点评（2023.6）-去库存，行至半途还是刚刚开始？ 2023.6.30
- LPR下调10BP（2023.6）点评-促进基建投资与修复净息差并行不悖 2023.6.20
- 华金宏观·双循环周报（第14期）-鹰上加鹰？欧央行能否长期压制美元指数 2023.6.18
- 国务院常务会议（2023.6.16）点评-新一批政策措施展望：有力有序，注重实效 2023.6.18



## 内容目录

美 6 月非农就业低于预期，但时薪超预期高增 .....	3
新增就业拖累主要来自波动剧烈领域，暂时性特征较为明显 .....	3
时薪涨幅居高不下，薪资通胀螺旋持续演绎 .....	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP） .....	7

## 图表目录

图 1：美国劳动参与率、失业率、广义失业率与平均时薪同比（%） .....	3
图 2：近 3 个月美国新增非农就业行业分布（千人） .....	4
图 3：近 3 个月美国新增非农就业行业分布（千人） .....	4
图 4：2022 年 9 月以来美国制造业生产持续好于两大 PMI 指标，并且正缺口不断扩大 .....	5
图 5：美国劳动力缺口下滑缓慢，时薪居高不下，核心通胀或呈较强黏性 .....	5
图 6：全球股市：全球主要股市普遍下跌，欧洲股市跌幅最深，A 股上证综指跌幅较小 .....	7
图 7：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周汽车、石油石化领涨，电力设备、传媒板块大幅下跌 .....	7
图 8：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周除必选消费外，普遍下跌，能源、健康护理、通讯服务跌幅较深 .....	7
图 9：美国国债收益率变动幅度：曲线熊平，长端上行幅度较大（曲线单位：%） .....	8
图 10：中国国债收益率变动幅度：1Y 国债收益率下行 6BP（曲线单位：%） .....	8
图 11：本周 1Y 国债收益率下行 6BP（%） .....	8
图 12：中美 10Y 利差扩大（%） .....	8
图 13：10Y 国开债与国债利差进一步缩小（%） .....	9
图 14：1Y 信用利差持平，3Y 扩大 3BP .....	9
图 15：美联储本周资产规模小幅减少（USD bn） .....	9
图 16：主要央行政策利率（%） .....	9
图 17：全球汇率：美元指数持平 .....	9
图 18：人民币本周小幅升值 .....	9
图 19：金价本周小幅下行 .....	10
图 20：油价小幅回升 .....	10
图 21：6 月末焦煤、山西优混价格上行，无烟煤继续下行 .....	10
图 22：本周铜价继续小幅下行 .....	10

## 美 6 月非农就业低于预期，但时薪超预期高增

在强劲的“小非农（ADP）”数据拉高市场预期之后，6月美国非农就业数据令市场意兴阑珊，新增非农就业较少，但失业率小幅下降的同时，时薪超预期高增，数据结构性的“矛盾”有待辨析。据美国劳工统计局当地时间周五（7月7日）公布，美国6月新增非农就业20.9万人，私人部门新增14.9万人，均创下近两年半新低，并显著低于过去12个月均值（32.9万、28.5万），与一天前ADP公布的“小非农”当月新增高达49.7万人的数据之间对比强烈，这也是2021年9月以来非农低于ADP数据最多的一个月。在总体低于市场预期的非农就业数据以外，同时公布的美国劳动参与率连续第4个月持平于62.6%的疫情以来高位水平，低于疫情前0.7个百分点；6月失业率下降0.1个百分点至3.6%，连续16个月位于3.4%-3.7%的低位区间窄幅震荡。尽管上述数据似乎指向美国劳动力市场有所降温，但时薪同比增速再度高于预期，连续第三个月维持在4.4%的高于疫情前增速水平，并且上月数据小幅上修0.1个百分点，则又显示美国劳动力市场过热的局面需要更长时间才能真正降温、美国薪资通胀螺旋仍未出现明显的“断裂”迹象。面对结构上似乎有所“矛盾”的就业数据，外汇市场在美元指数102.7-103.1之间展开戏剧化的短线反复震荡，我们需对此进行详细辨析。

图 1：美国劳动参与率、失业率、广义失业率与平均时薪同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：大流行前24个月平均时薪使用两年平均增速

## 新增就业拖累主要来自波动剧烈领域，暂时性特征较为明显

首先，从行业分布来看，6月非农就业不及预期主要源于批零仓储等波动剧烈的领域出现了暂时性的就业岗位减少，综合考虑劳动力供给的加速增加、以及ADP与非农就业的长期收敛关系，我们预计7月之后美非农就业有望再度走强。6月私人部门非农就业新增仅14.9万人，比5月大幅少增的11.0万人全部来自批发零售交运公用事业（6月减少2.2万人，环比少增6.7万）和专业商务服务教育医疗行业（6月新增9.4万人，环比少增4.7万）。其中后者6月的新增就业人数仍是大幅高于疫情前水平，与新增就业较为稳定的休闲酒店业共同显示美国主流服务业正在持续从大流行的抑制效应中好转。而批零交运公用事业领域则自去年9月以来呈现出改善乏力、月度波动加大的阶段性特征，这一点与美国居民商品消费在天量财政补贴的刺激下从2020年下半年开始即率先迅速走向过热、疫情大幅缓和之后反而批零物流进一步改善的空间相对较小；而由于月度之间波动明显放大，6月净减少2.2万人的表现为近7个月的最低水平，或显示后续月

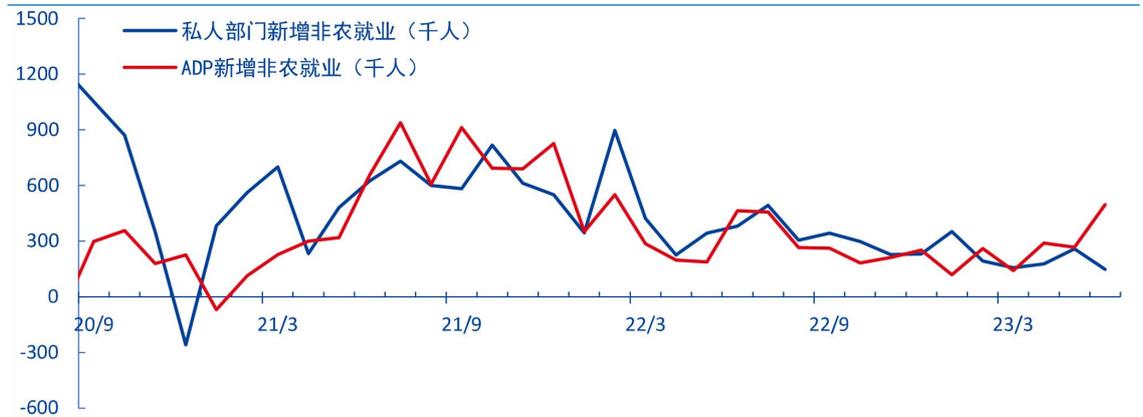
份有望波动中再度均值回归，2017-2019年，批零交运公用事业月均新增就业约1.3万人。此外，从中长期趋势来看，私人新增非农就业和ADP新增就业数据保持了波动收敛的趋势，考虑到美国就业数据统计口径并不统一，时间上往往有一个月左右的前后差异，甚至同样来自美国劳工统计局的失业率和非农就业数据就往往存在一个月左右的“时差”，6月低于预期的非农就业数据在总量和结构上都呈现出比较明显的暂时性特征。

图2：近3个月美国新增非农就业行业分布（千人）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图3：近3个月美国新增非农就业行业分布（千人）



资料来源：Wind，华金证券研究所

此外，制造业部门就业改善、建筑业连续3个月走强，则分别显示美国工业生产和房地产市场近期活跃度有所提升。6月美国制造业部门新增就业0.7万人，环比多增1万人，显示美国工业生产趋势仍然相当稳定，从供给端有望逐步转化美国持续过热的商品消费需求，对经济增长形成重要的稳定作用。2022年以来，随着俄乌冲突的爆发、以及美国对华半导体电子产业链实施愈演愈烈的“围堵”政策，美国国内工业生产获得了一定程度的短期支撑，工业生产表现开始持续好于PMI，并且正的缺口不断扩大。此外，3月美国银行业动荡压低10Y美债收益率中枢，此后美国房地产市场利率压力出现明显缓和，房地产交易有所回暖、房价再度有所上涨，带动建筑业活跃度转为提升，6月建筑业新增就业2.3万人，持平上月，为近5个月高位。

图 4: 2022 年 9 月以来美国制造业生产持续好于两大 PMI 指标, 并且正缺口不断扩大



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 时薪涨幅居高不下, 薪资通胀螺旋持续演绎

职位空缺下降速度极为缓慢, 居高不下的薪资增速凸显劳动力市场总量和结构性紧张的趋势尚未得到破解, 薪资通胀螺旋持续演绎, 核心通胀下半年可能展现较强黏性。劳动力市场的需求侧在持续过热的美国居民消费需求拉动下, 也难以见到趋势性的快速降温。昨日公布的美国 5 月非农职位空缺数为 982.4 万个, 尽管较 4 月下降了近 50 万个, 但仍高于 3 月水平并持续大幅高于疫情前月均 730 万个的职位空缺中枢。这显示美国政府在大流行前一年半中对居民部门实施的过度财政补贴所导致的消费需求过热仍令美国劳动力市场始终处于需求明显偏热的紧张状态。6 月时薪同比连续第三个月维持在 4.4% 的高增速水平, 是劳动力市场、乃至综合性的商品和服务市场持续处于供不应求的紧张状态的一个综合性体现。由于美国核心 CPI (或核心 PCE) 通胀与薪资黏性之间具备极强的正相关螺旋传导关系 (即“薪资通胀螺旋”), 在目前形势下, 我们有理由展望下半年美国除房租外的核心服务、以及核心非耐用品通胀仍将维持高增而难以出现迅速的回落。再考虑到近期美国房价止跌小涨又可能滞后传导至明年年中的房租通胀之中, 美联储未来面临的很有可能是一个持续强于市场预期的实体经济、通胀和就业路径。

图 5: 美国劳动力缺口下滑缓慢, 时薪居高不下, 核心通胀或呈较强黏性



资料来源: Wind, 华金证券研究所

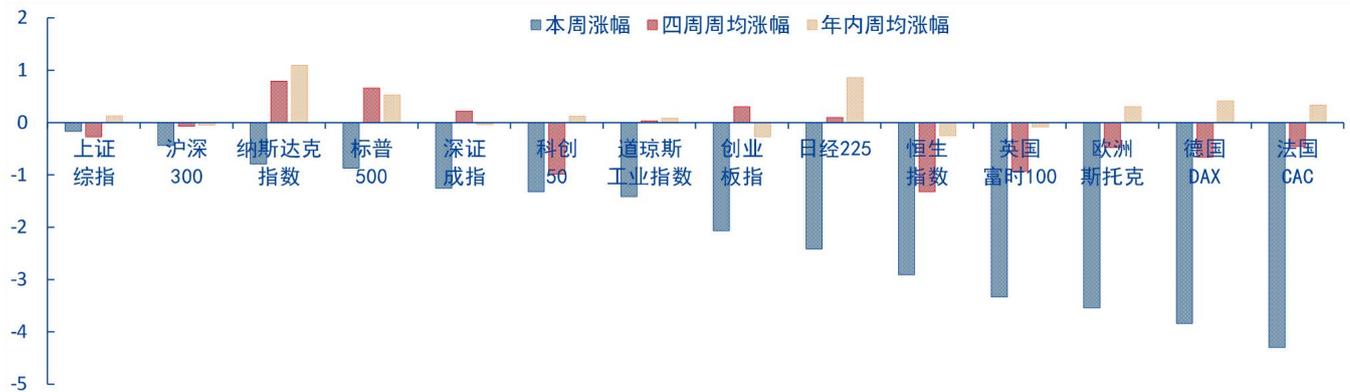
总结起来, 6 月美国新增就业的暂时性偏弱呈现明显的行业暂时波动放大特征, 失业率的下行、时薪增速的超预期维持高位、以及与制造业和建筑业就业稳定向好所反映的工业生产、房地

产市场偏强的结构性特征，都指向美国 7 月后就业数据有望再度反弹，下半年美国核心通胀和失业率都可能强于当前市场预期，美联储 7 月加息 25BP 的概率仍然较高。6 月非农数据不改变我们对美国经济和美联储货币政策路径的看法，维持美元指数下半年在 103 左右震荡、10Y 美债收益率在 3.7%-3.8% 中枢窄幅震荡、下半年美联储加息 2 次、2024 年中之前不会降息、黄金价格趋势性回落的预测不变。

**风险提示：**美联储加息超预期。

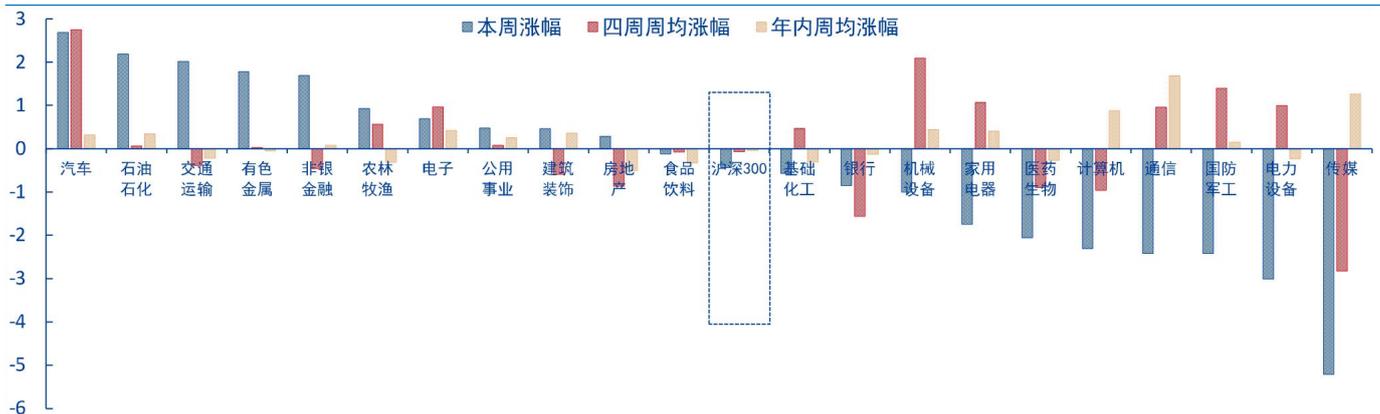
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 6: 全球股市: 全球主要股市普遍下跌, 欧洲股市跌幅最深, A 股上证综指跌幅较小



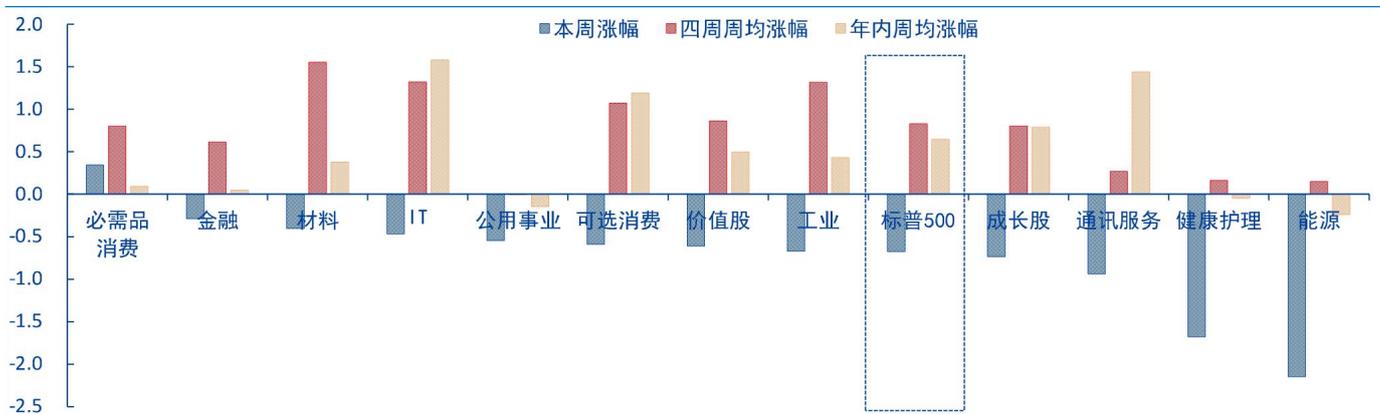
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周汽车、石油石化领涨, 电力设备、传媒板块大幅下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周除必选消费外, 普遍下跌, 能源、健康护理、通讯服务跌幅较深



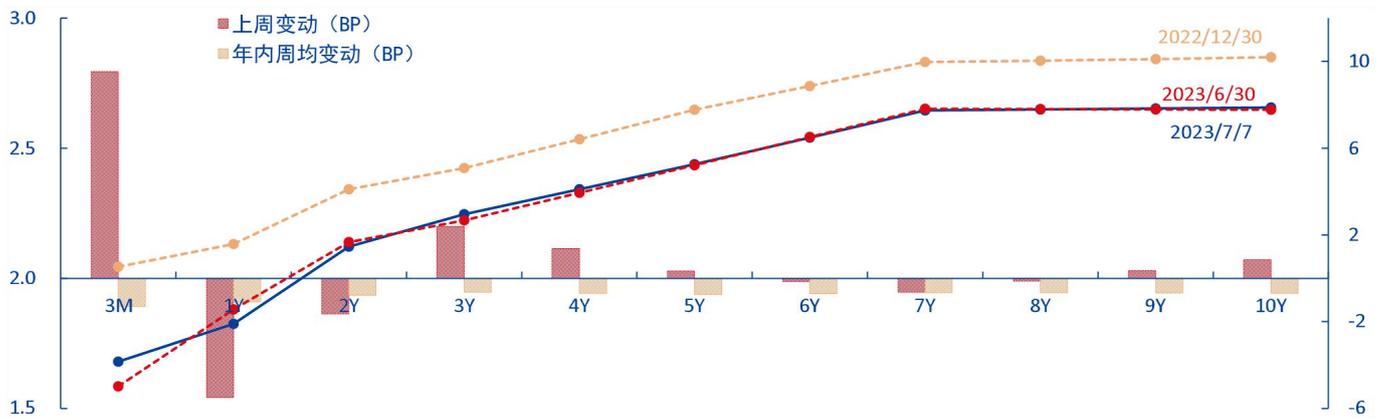
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9：美国国债收益率变动幅度：曲线熊平，长端上行幅度较大（曲线单位：%）



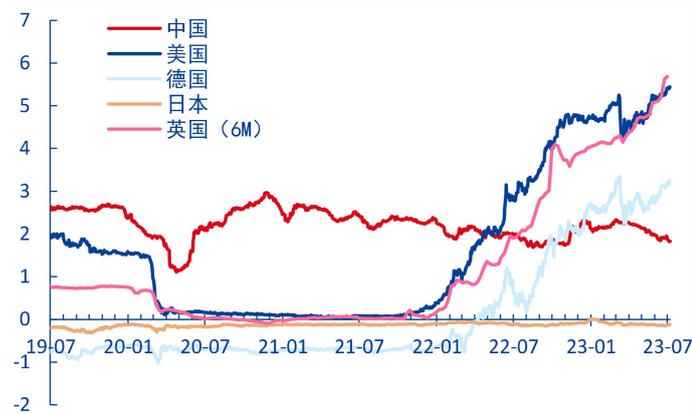
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：中国国债收益率变动幅度：1Y 国债收益率下行 6BP（曲线单位：%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：本周 1Y 国债收益率下行 6BP（%）



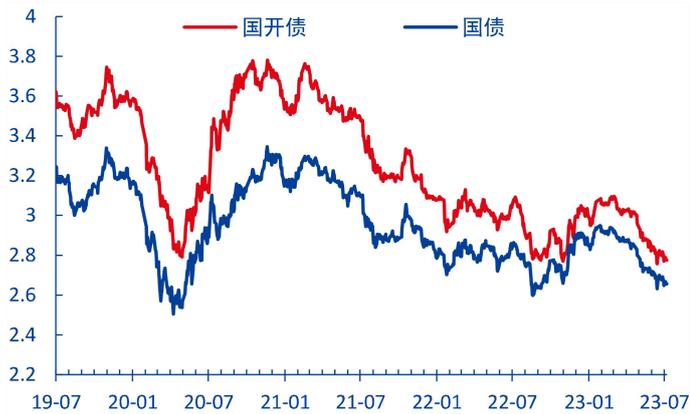
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：中美 10Y 利差扩大（%）



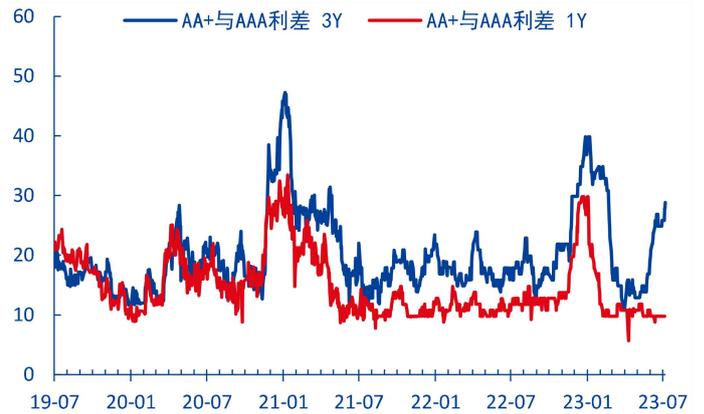
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13: 10Y 国开债与国债利差进一步缩小 (%)



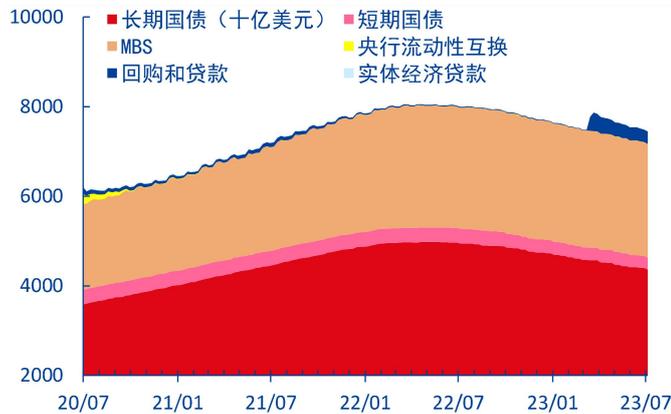
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 1Y 信用利差持平, 3Y 扩大 3BP



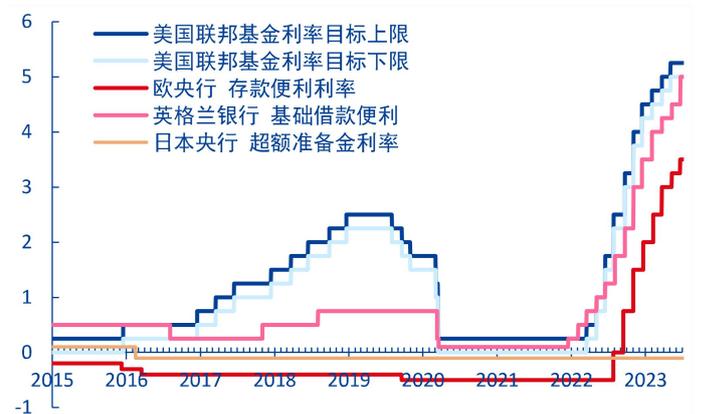
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 美联储本周资产规模小幅减少 (USD bn)



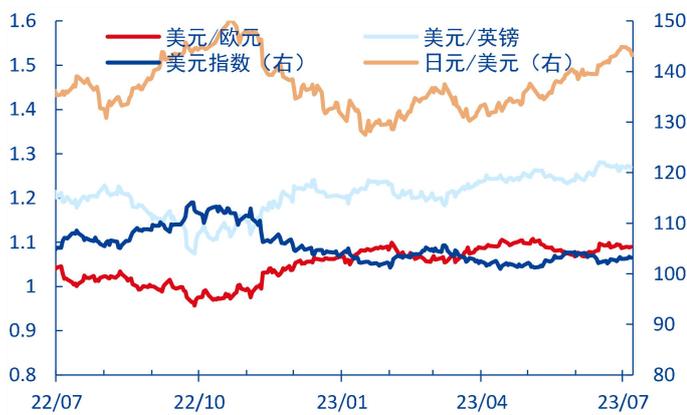
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 全球汇率: 美元指数持平



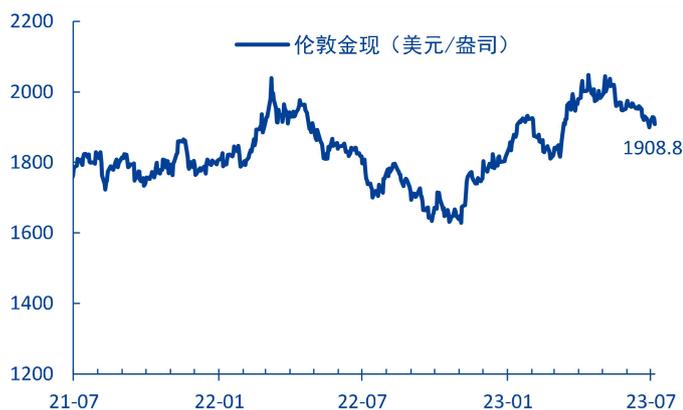
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 人民币本周小幅升值



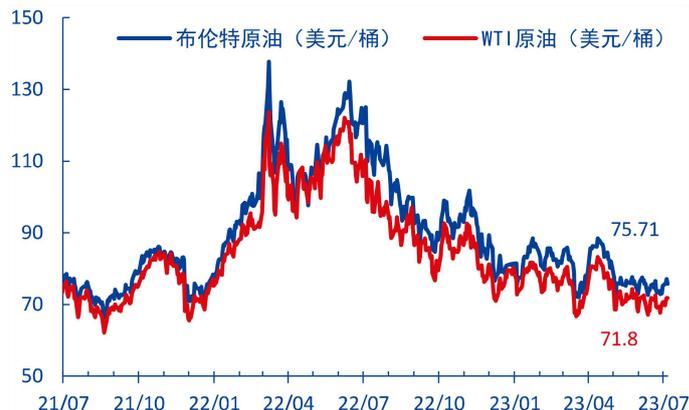
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 金价本周小幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 油价小幅回升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 6 月末焦煤、山西优混价格上行, 无烟煤继续下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 本周铜价继续小幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn