

在 6 月大超市场预期的 ADP 就业报告后，美国非农新增就业却低于市场预期。那么，美国就业目前到底是强是弱，未来美联储货币政策又将走向何方？

➤ **美国非农新增就业不及预期，服务业就业需求有所降温。**

6 月份美国新增非农就业录得 20.9 万人，不及市场预期的 23.0 万人，未能保持此前连续 14 个月超市场预期的记录。

**分行业看，服务行业就业降温明显。**其中，休闲酒店业 6 月就业增长 2.1 万人(上月增长 2.6 万人)、专业和商业服务业增长 2.1 万人(上月增长 6.1 万人)、医疗保健业增长 6.5 万人(上月增长 6.5 万人)。受益于近期制造业建筑支出的飙升，建筑业就业增长维持韧性，6 月增长 2.3 万人，与 5 月持平。

➤ **美国失业率维持低位，劳动力供需缺口让工资增速居高难下。**

6 月份美国失业率录得 3.6%，与市场预期持平。同时，6 月劳动参与率维持在 62.6% 不变。6 月份，美国 25-54 岁居民劳动参与率达到 83.5%，触及 16 年前的高位水平，比 5 月上升 0.1%。但老年劳动力参与率未见改善，55 岁以上居民劳动参与率仅为 38.3%，离疫情前(2020 年 2 月)水平仍有较大差距。

**目前看来，由于壮年劳动力供给未来修复空间有限，美国劳动力供需缺口可能仍会持续存在。**5 月份美国劳动力需求(就业人口+职位空缺)与劳动力供给(劳动力人口)的差值为 142.2 万人，供需缺口仍较大。这一背景下，6 月美国非农时薪同比录得 4.4%，与上月持平；且环比增速录得 0.4%，过高的工资环比增速离美联储的合意水平有较大差距。

➤ **ADP 就业报告可能高估了美国服务业和建筑业的就业强度。**

**6 月 ADP 就业大超市场预期，与非农报告的差异集中在服务业和建筑业。**

6 月份美国 ADP 就业报告显示新增就业为 49.7 万人，大幅高于市场预期的 22.8 万人。我们拆解 ADP 就业报告后发现，其与非农就业报告的差异主要集中在服务业和建筑业。6 月份，ADP 报告显示，休闲酒店业和建筑业分别新增就业 23.2 万人和 14.8 万人。而非农报告中，这两个行业仅新增就业 2.1 万人和 2.3 万人。

**工资增速显示，服务业和建筑业的就业需求可能被高估。**

6 月份美国休闲酒店业和建筑业的时薪环比增速分别为 0.38% 和 0.19%，且自 3 月份以来一直下行。也就是说，这两个行业的就业需求近期可能较为疲软，ADP 就业报告存在高估的可能。

➤ **前瞻指标显示，美国就业或正处于转弱的拐点。**

我们发现，美国就业人口中非全日制工作人数的占比是失业率的一个领先指标，该指标的上行往往预示着失业率将在不久后开启上行趋势。另一方面，美国工人工作时长下降也往往是失业率上行的信号。这是因为，当用工需求下降时，企业往往倾向于降低工人的工作时长，更多工人从全职转向兼职。因此，我们认为 6 月非农报告可能传达出了美国就业转弱的信号。

**虽然说 6 月非农就业不及预期，但由于工资增速仍较强，且美联储在 6 月 FOMC 会议上传达出较为鹰派的信号，我们估计 7 月份美联储仍将加息 25BP。**联邦基金利率期货定价显示，市场预期美联储在 7 月加息 25BP 的概率高达 93%。

**不过，随着就业数据的走弱，我们预计美联储兑现其下半年加息两次承诺的概率较低，美元指数和短端美债利率也在非农报告发布后下行。**

➤ **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

**分析师 谭浩弘**

执业证书：S0100522100002

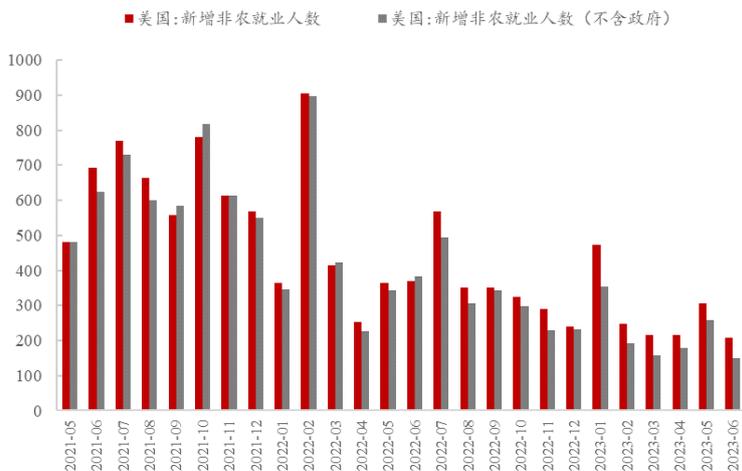
电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

**相关研究**

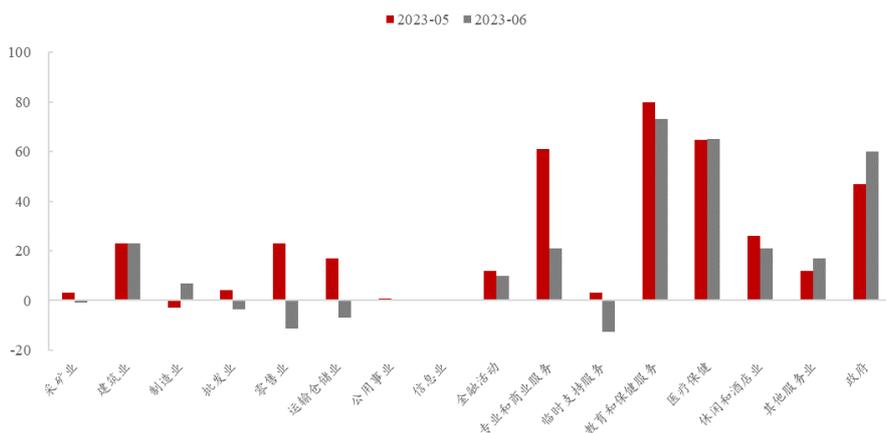
- 1.宏观专题研究：被误解的日本-2023/07/04
- 2.宏观专题研究：地方债务压力评估-2023/07/04
- 3.人民币汇率分析框架(一)：资金流动视角看汇率-2023/07/03
- 4.全球大类资产跟踪周报：情绪边际修复-2023/07/02
- 5.人民币汇率点评：汇率贬值或已超调-2023/06/30

图1：美国新增非农就业（单位：千人）



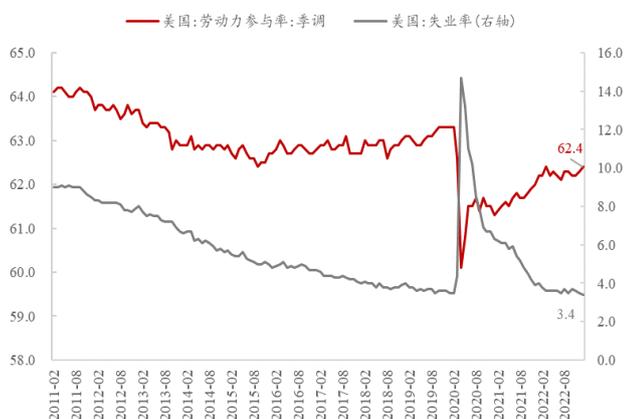
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：美国各行业非农就业变化（单位：千人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：美国失业率和劳动参与率（单位：%）



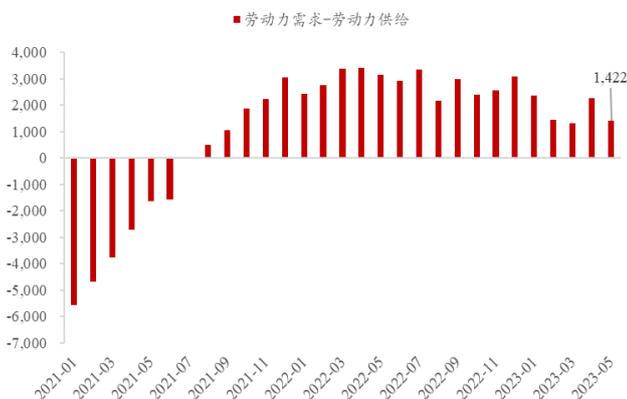
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：美国壮年劳动参与率触及16年前高点(单位:%)



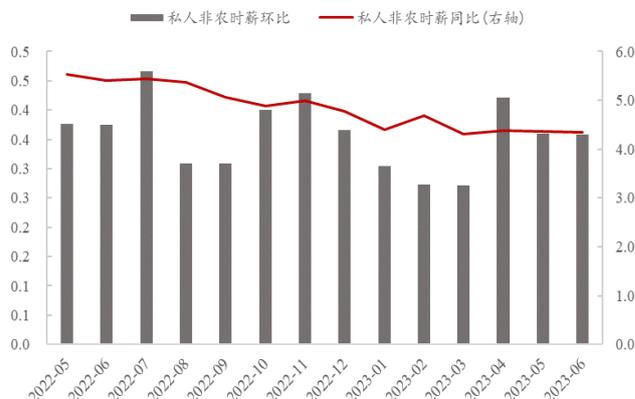
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：美国劳动力供需缺口（单位：千人）



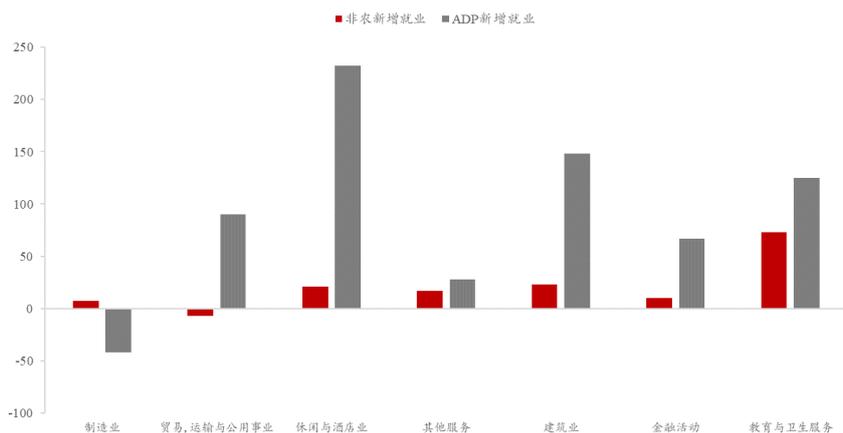
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：美国非农时薪情况（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：美国 ADP 就业和非农就业对比（单位：千人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：休闲酒店业和建筑业工资环比（单位：%）

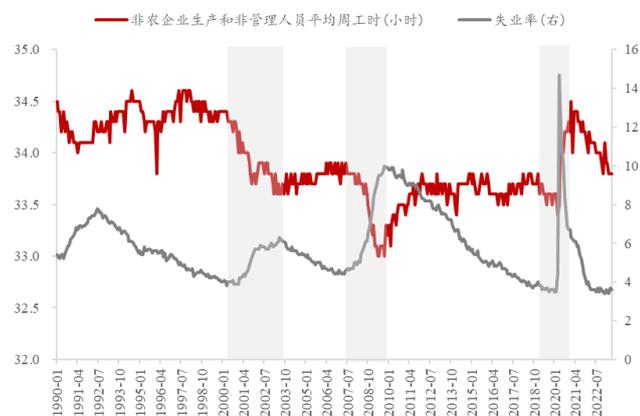


资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：前瞻指标显示美国失业率或将上升（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

**图10：工作时长下跌是失业率走高的信号（单位：%）**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**图11：联邦基金期货隐含加息预期**

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	93.0%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	70.6%	24.2%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	56.2%	34.5%	5.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.9%	53.3%	30.6%	4.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	22.3%	47.2%	23.6%	3.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	10.9%	32.3%	37.8%	15.5%	2.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.5%	29.1%	36.9%	18.9%	4.1%	0.3%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.7%	17.8%	32.4%	29.2%	12.6%	2.5%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	14.7%	29.0%	30.0%	16.5%	4.8%	0.7%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.5%	26.1%	29.8%	19.2%	7.2%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.3%	2.5%	10.6%	23.3%	29.0%	21.4%	9.7%	2.7%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.4%	6.6%	17.0%	26.2%	25.1%	15.4%	6.1%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，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