

2023年07月08日

## 低失业率或将是后续加息的关键因素——美国6月非农就业数据点评

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

### ● 新增就业与失业率双降，就业市场仍旧偏紧

#### 1. 新增非农就业数量下滑，制造业就业有所增加

6月新增非农就业20.9万人，较5月份下降9.7万，降幅较大。4-6月平均新增就业24.4万人，新增就业市场表现有所降温。结构上看，服务业仍是当前新增就业的主要构成。总的看，当前美联储加息似乎对相关就业开始逐渐产生影响，但考虑到服务业就业下降较慢以及后续地产相关就业的可能增长，就业回落到美联储合意区间或尚需时间。

#### 2. 失业率微跌，就业市场数据分化仍存

6月失业率录得3.6%，较5月份下降0.1个百分点，显示当前美国劳动力市场仍较紧张，与新增就业数据有所分化。具体来看，总就业人口上升27.3万，失业人口下降14万，从而带动失业率下降。我们认为，在劳动参与率难以再度提升的背景下，整体失业率出现虽然微跌，但除白人外的其它族裔失业率仍在上升，或反映当前美国劳动力市场并不乐观，后续劳动力市场的降温或将持续。

#### 3. 薪资增长边际提速

6月美国非农就业时薪录得33.58美金，同比上升4.4%，环比上升0.4%，均较5月份提升0.1个百分点。平均周工作时长为34.4小时，较5月上升0.1个小时。总的来看，6月制造业、金融业及休闲和酒店业薪资环比增速较高带动整体薪资增长边际微升。我们认为，虽然失业率有所降低，但考虑到新增就业放缓，薪资增速较难出现比较大幅的反弹。当然，由于劳动力市场目前仍较紧张，薪资增长放缓的速度或仍较慢，离联储的合意水平也有一定距离。

#### 4. 劳动力市场总体紧张程度边际下降

从5月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为982.4万人，较4月下降27.9万人，职位空缺率下降0.2个百分点至5.9%，目前每个求职者对应约1.66个工作岗位，较4月亦有所下降，美国总体就业缺口缩小至约373万，但主动离职率有所提升。6月就业数据再度分化，且方向与5月相反。我们认为或显示当前美国就业市场虽仍略有紧张，但下行趋势未变，且可能处于拐点。

### ● 就业市场未明显降温或驱动联储7月加息

我们认为，从6月份的就业数据来看，美国劳动力市场大体符合美联储在6月FOMC会议纪要中的判断，失业率的再度走低反映的是劳动供给的改善，考虑到职位需求的下降，后续劳动力市场供需会趋向更加平衡。不过需要注意的是，6月份劳动力工作时长有所提升，意味着劳动力的供需改善还需时间。对美联储来说，低失业率意味着当前美国劳动力市场总体还是比较强劲，这种情况下，对通胀的支撑力度将不会有明显减弱，7月再度加息的概率比较高。再往后，美联储是否在9月份继续加息，我们认为还是要根据后续的就业以及通胀数据决定，若就业市场降温较为明显，以美联储目前的加息节奏来看，其继续加息的动力将会减少。

### ● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

### 相关研究报告

《小微企业承压，民企支持或将出台——兼评6月PMI数据——宏观经济点评》-2023.6.30

《库存周期熨平，关注行业库存阶段切换——5月企业利润点评——宏观经济点评》-2023.6.29

《预计后续稳增长政策将陆续出台——宏观周报》-2023.6.25

## 目录

1、新增就业与失业率双降，就业市场仍旧偏紧.....	3
1.1、新增非农就业数量下滑，制造业就业有所增加.....	3
1.2、失业率微跌，就业市场数据分化仍存.....	4
1.3、薪资增长边际提速.....	4
1.4、劳动力市场总体紧张程度边际下降.....	5
2、就业市场未明显降温或驱动联储7月加息.....	6
3、风险提示.....	6

## 图表目录

图 1：美国 6 月新增非农就业数量下滑较多.....	3
图 2：6 月服务业构成新增就业的主要部分.....	3
图 3：6 月失业率微跌，劳动参与率基本未变.....	4
图 4：6 月大部分族裔失业率均有所上升.....	4
图 5：6 月时薪增速同比、环比均有所提升.....	5
图 6：6 月采矿业平均时薪同比增速较高.....	5
图 7：5 月职位空缺数与空缺率有所下降.....	5
图 8：5 月美国劳动力缺口再度下降.....	6

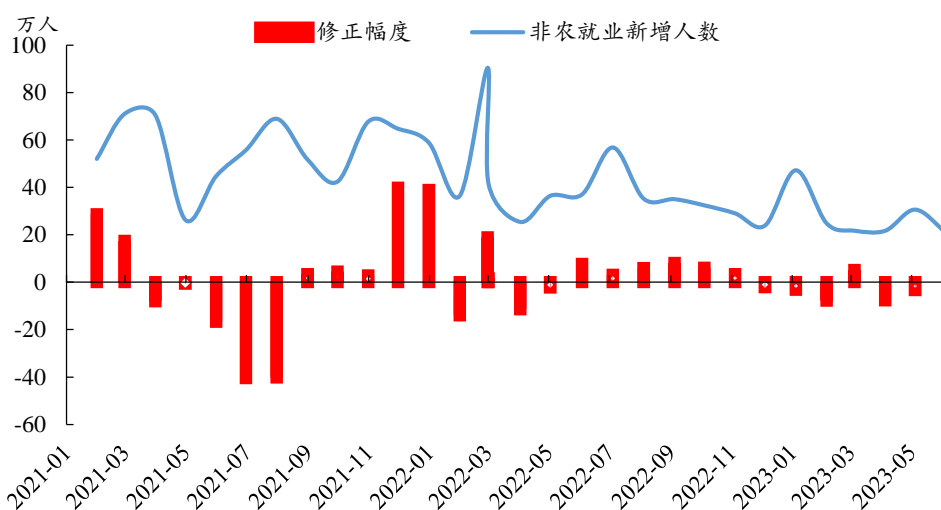
美国公布 6 月最新就业数据。其中新增非农就业 20.9 万，低于市场预期的 23 万；失业率为 3.6%，符合市场预期；平均时薪同比增长 4.4%，略高于市场预期。

## 1、新增就业与失业率双降，就业市场仍旧偏紧

### 1.1、新增非农就业数量下滑，制造业就业有所增加

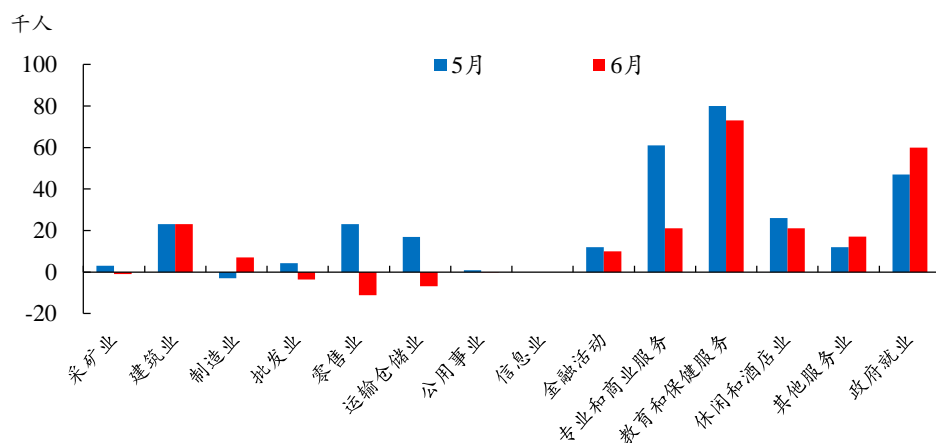
6 月新增非农就业 20.9 万人，较 5 月份下降 9.7 万，降幅较大。4、5 月份新增非农就业分别下修 7.7、3.3 万人至 21.7、30.6 万人，4-6 月平均新增就业 24.4 万人，新增就业市场表现有所降温。结构上看，服务业仍是当前新增就业的主要构成。6 月新增非农就业的主要私人行业为：休闲和酒店业 2.1 万，教育和保健服务业 7.3 万，专业和商业服务 2.1 万，建筑业 2.3 万人，四项合计新增 13.8 万，占全部新增非农的 66%。此外，政府亦新增就业 6 万人。建筑业与制造业就业有所增长，反映出当前美国房地产市场回暖及制造业部分回流的影响。**总的看**，当前美联储加息似乎对相关就业开始逐渐产生影响，但考虑到服务业就业下降较慢以及后续地产相关就业的可能增长，就业回落到美联储合意区间或尚需时间。

图1：美国 6 月新增非农就业数量下滑较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6 月服务业构成新增就业的主要部分

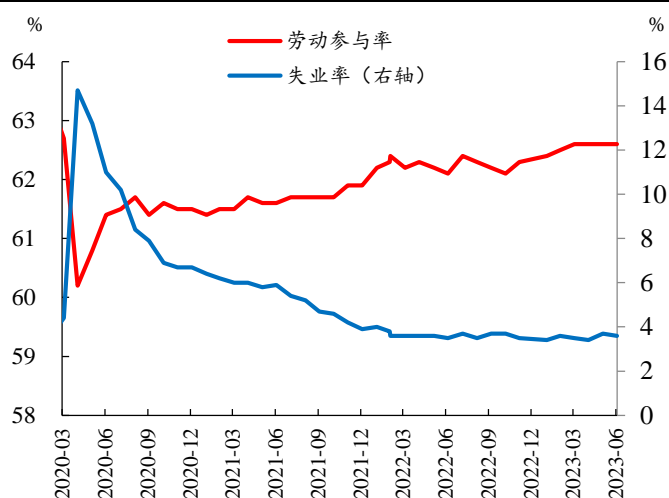


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、失业率微跌，就业市场数据分化仍存

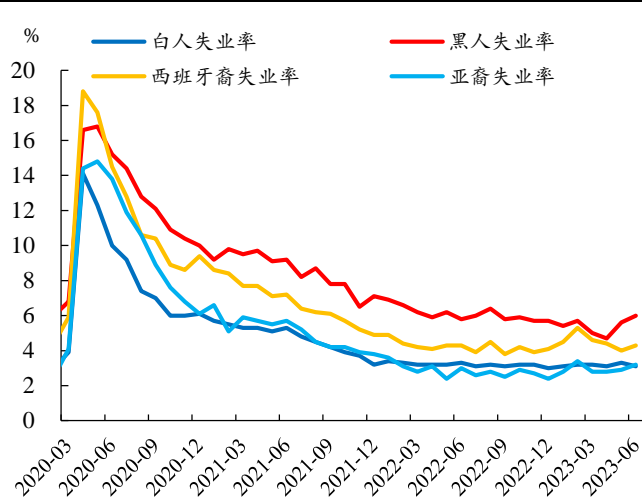
失业率方面，6月失业率录得3.6%，较5月份下降0.1个百分点，显示当前美国劳动力市场仍较紧张，与新增就业数据有所分化。这或与新增非农就业、失业率分属机构调查及家庭调查有关。具体来看，6月份调查人口增加18.3万，劳动力人口增加13.3万。劳动参与率录得62.6%，与5月基本持平。但总就业人口上升27.3万，失业人口下降14万，从而带动失业率下降。其中白人、黑人、西班牙裔、亚裔失业率分别下降0.2个百分点、上升0.4个百分点、上升0.3个百分点、上升0.3个百分点至3.1%、6.0%、4.3%、3.2%。我们认为，在劳动参与率难以再度提升的背景下，整体失业率虽然出现微跌，但除白人外的其它族裔失业率仍在上升，或反映当前美国劳动力市场并不乐观，后续劳动力市场的降温或将持续。

图3：6月失业率微跌，劳动参与率基本未变



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：6月大部分族裔失业率均有所上升

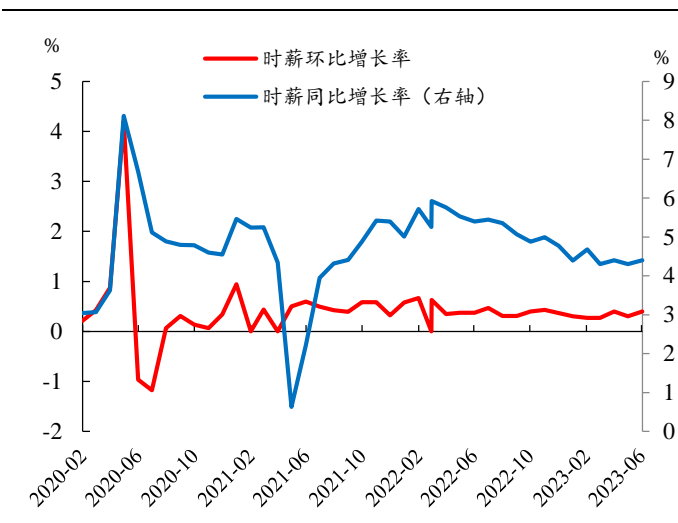


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3、薪资增长边际提速

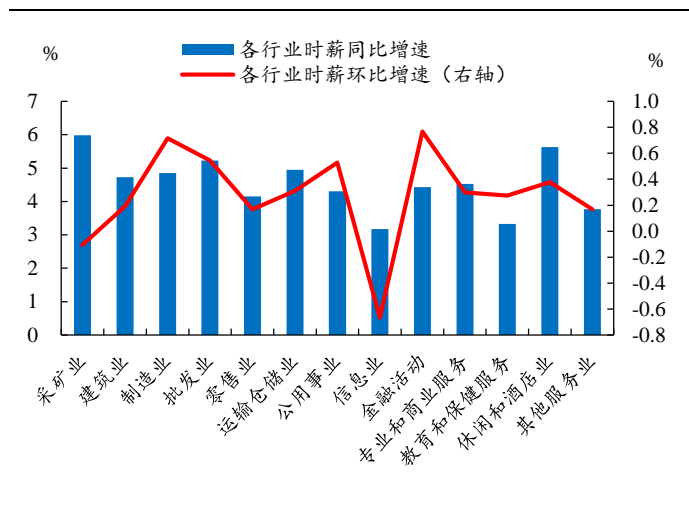
6月美国非农就业时薪录得33.58美金，同比上升4.4%，较5月份提升0.1个百分点；环比上升0.4%，亦较5月份提升0.1个百分点。平均周工作时长为34.4小时，较5月上升0.1个小时。具体来看，6月休闲和酒店业、采矿业、批发业薪资同比增长较多，信息业、教育和保健服务业薪资同比增长较少。制造业、金融活动薪资环比增长较多。总的来看，6月制造业、金融业及休闲和酒店业薪资环比增速较高带动整体薪资增长边际微升，我们认为，虽然失业率有所降低，但考虑到新增就业放缓，薪资增速较难出现比较大幅的反弹。2023年5月亚特兰大工资增长指数下降0.1个百分点至6.0%，显示当前薪资增长继续提速的动力或进一步下降。当然，由于劳动力市场目前仍较紧张，薪资增长放缓的速度或仍较慢，离联储的合意水平也有一定距离。

图5：6月时薪增速同比、环比均有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：6月采矿业平均时薪同比增速较高

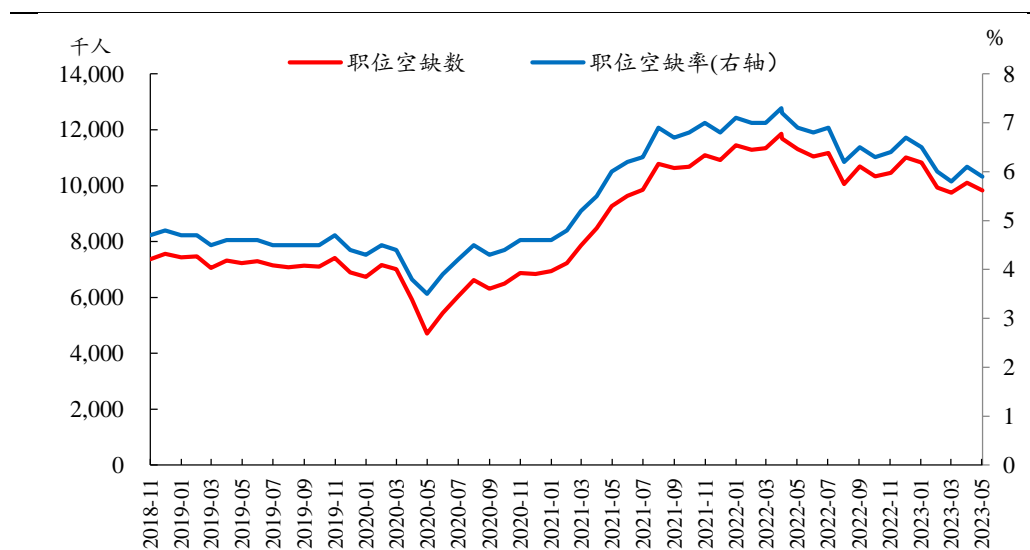


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.4、劳动力市场总体紧张程度边际下降

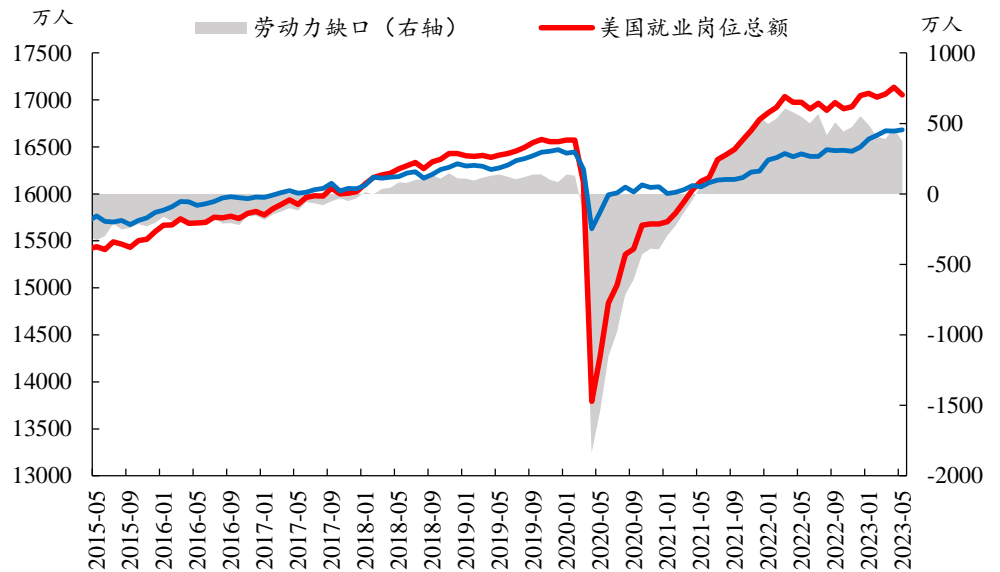
从5月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为982.4万人，较4月下降27.9万人，职位空缺率下降0.2个百分点至5.9%，目前每个求职者对应约1.66个工作岗位，较4月亦有所下降，当前美国劳动力市场的供需紧张态势下降。但职工主动离职率提升0.2个百分点至2.6%，或显示当前部分制造业/建筑业公司在加大招聘力度，从而带动相关员工离职率有所提升。

图7：5月职位空缺数与空缺率有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

总的来看，6月美国新增非农就业数量有所下降，但失业率却出现微跌。职位空缺数与职位空缺率虽有所下降，美国总体就业缺口缩小至约373万，但主动离职率有所提升。6月就业数据再度分化，且方向与5月相反。我们认为，数据的分化，显示当前美国就业市场虽仍略有紧张，但下行趋势未变，且可能处于拐点。若更多的劳动力回到市场，带动薪资继续下降，叠加岗位需求继续减少，失业率和新增就业数量走势有望统一，届时美国劳动力市场降温速度可能加快，对通胀的支撑力度将会减弱，因此我们还需要对就业市场保持密切观察。

**图8：5月美国劳动力缺口再度下降**


数据来源：Fred、开源证券研究所

## 2、就业市场未明显降温或驱动联储7月加息

从6月FOMC会议纪要里面的信息来看，美联储内部对于美国劳动力市场看法亦比较纠结。委员们认为，虽然劳动力市场比较紧张而且失业率比较低，但**美国劳动力市场目前似乎正在变得更加平衡**，招工正在变得更加容易。而从BLS的季度就业与工资报告以及联储内部计算（数据主要来自ADP）来看，就业似乎没有新增非农就业数量显示的那样强劲，后续就业增长预计也将会更加的符合当前经济增速下行的趋势。

从6月份的就业数据来看，美国劳动力市场大体符合美联储的判断，失业率的再度走低反映的是劳动供给的改善，考虑到职位需求的下降，意味着后续劳动力市场供需会趋向更加平衡。不过需要注意的是，6月份劳动力工作时长有所提升，意味着劳动力的供需改善还需时间。**对美联储来说，低失业率意味着当前美国劳动力市场总体还是比较强劲，这种情况下，对通胀的支撑力度将不会有明显减弱，7月再度加息的概率比较高。**从当前政策制定者的角度来看，或秉持“多做比少做好”态度，即使紧缩过度，将美国经济带入较深度的衰退，但只要通胀能够回到其目标管理区间，届时可以再度宽松以刺激经济增长。反之若紧缩不足，通胀迟迟未能下降至目标区间，则其权威和信誉度将会受到质疑，总体成本会更高。这也是6月FOMC会议纪要中大部分委员们赞同2023年继续加息的关键原因。再往后，美联储是否在9月份继续加息，我们认为还是要根据后续的就业以及通胀数据决定，若就业市场降温较为明显，以美联储目前的加息节奏来看，则其继续加息的动力将会减少。

## 3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn