

宏观动态跟踪报告

美国就业或未降温——美国6月非农就业数据解读

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

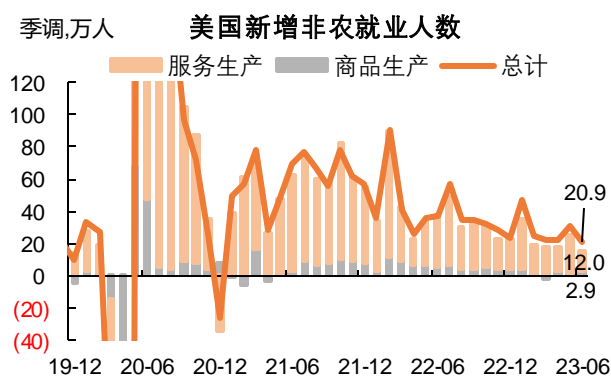
- **美国6月就业或未降温。**美国2023年6月新增非农就业意外下降，服务业就业下降尤为明显。但其他数据显示就业市场仍然强劲：6月失业率如期回落至3.6%，未突破近15个月波动区间；6月劳动参与率连续四个月保持不变，新增劳动力人口恢复速度较新冠疫情前水平仍偏慢；结合5月职位空缺调查，美国就业市场供需缺口保持缩窄趋势，但绝对水平仍远高于疫情前；美国6月非农平均时薪环比和同比增速均持平于前值，且薪资环比增速略高于1-5月均值（0.33%）。除非农数据外，近期公布的6月ADP就业（“小非农”）以及非制造业PMI就业分项均明显走强。综合多项数据看，尽管新增非农意外遇冷，但美国6月就业市场可能并未降温，反而有边际升温迹象，并进一步威胁通胀回落的前景。
- **7月加息预期得以巩固。**非农数据公布后，市场对7月加息的预期得以巩固，9月继续加息的预期也小幅升温。CME数据显示，美联储7月加息概率由前一天的87%上升至93%，9月再加息一次的概率由21%上升至24%。10年美债收益率先降后升，收于4.06%，较前一日上涨1BP，反映债券市场预期美联储加息“更高更久”。但是，当日美元指数持续下跌，收于102.23，当日下跌0.9%。我们认为，当前市场的“紧缩恐慌”情绪更高于“衰退恐慌”，因此就业数据的韧性，更多反映在市场对美联储紧缩加码的担忧。如果美联储9月及以后延续加息，那么美国金融风险以及中期衰退风险均可能上升，这也是美元指数回落以及美股收跌的主要原因。
- **往后看，在就业市场维持韧性的背景下，即将公布的6月通胀数据（尤其核心通胀）或难以大幅降温，继而美联储大概率7月加息。但也需注意，由于美联储加息未止，货币和信贷紧缩的影响仍在累积，美国经济发展趋势或保持下行。继而，美联储9月及以后的利率决策仍有较大不确定性。对市场而言，预计市场对经济走弱的证据或保持高敏感性，所以“紧缩交易”的空间或有限，反而更需要警惕“衰退交易”的突然升温。**
- **风险提示：**美国经济韧性超预期，美联储紧缩超预期加码，美国金融风险超预期上升等。

美国 2023 年 6 月新增非农就业意外降温。不过，除非农外的其他数据显示，美国就业市场韧性仍强，包括失业率回落、薪资增速保持粘性、“小非农”数据强劲以及非制造业 PMI 就业分项走强等。综合来看，美国就业市场可能并未降温，反而有边际升温迹象，并进一步威胁通胀回落的前景。因此，美联储 7 月加息预期得以巩固。但是，美联储 9 月及以后的利率决策仍有较大不确定性。未来一段时间，投资者仍需评估美联储紧缩路径的变数及其影响。

一、美国 6 月就业或未降温

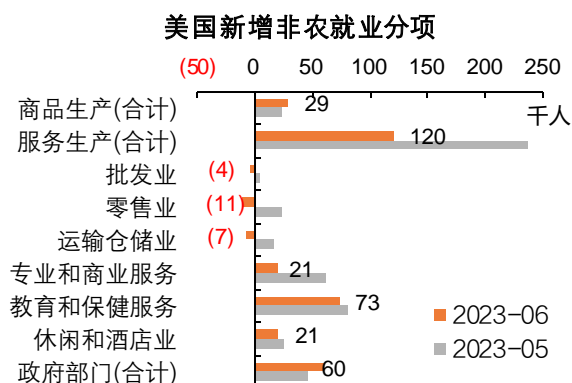
美国 2023 年 6 月新增非农就业意外下降，服务业就业下降尤为明显。美国时间 2023 年 7 月 7 日公布的就业数据显示，美国 6 月新增非农就业（初值）为 20.9 万人，低于预期 22.5 万人，较前值 30.6 万人明显回落，为 2020 年 12 月以来最低水平。此外，4 月新增非农就业从 29.4 万人下修至 21.7 万人，5 月新增非农就业从 33.9 万人下修至 30.6 万人。结构上，6 月服务生产新增就业“腰斩”，由前值 23.6 万人大幅减少至 12 万人，其中批发、零售、运输仓储等行业就业出现负增长。6 月商品生产新增就业 2.9 万人，政府部门新增 6 万人，均高于前值。

图表1 美国 6 月新增非农就业回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

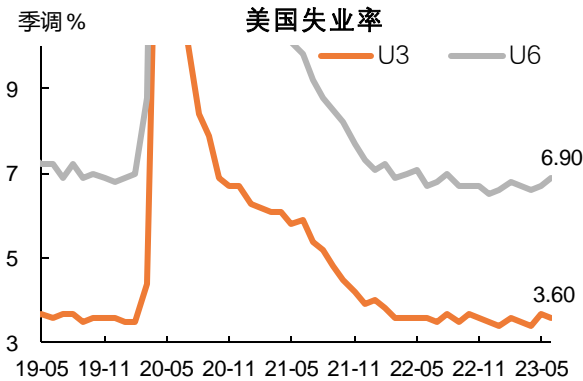
图表2 美国 6 月服务业新增就业大幅放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

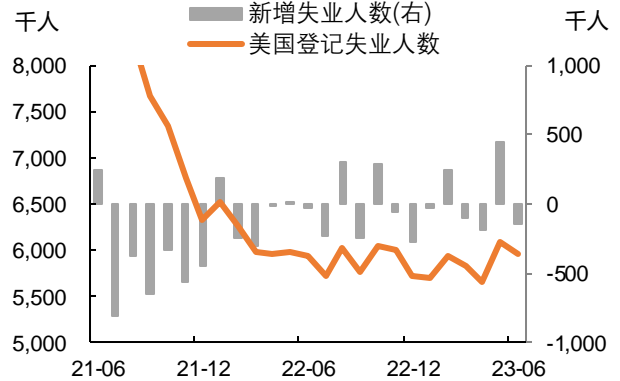
美国 6 月失业率如期回落至 3.6%，未突破近 15 个月波动区间。美国 6 月 U3 失业率回落 0.1 个百分点至 3.6%，符合预期；U6 失业率则上升 0.2 个百分点至 6.9%。6 月新增失业人数环比小幅减少 14 万人，劳动力人口保持小幅增长，继而令 U3 失业率小幅回落。2022 年 3 月以来截至目前，美国 U3 失业率保持在 3.4-3.7% 区间低位波动，同期 U6 失业率保持在 6.5-7.1% 区间。

图表3 美国 6 月 U3 失业率小幅回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

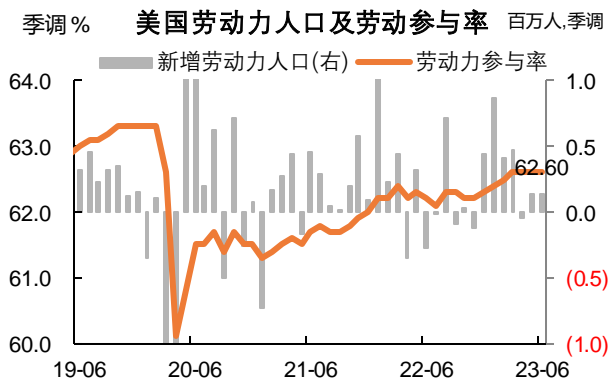
图表4 美国 6 月失业人数环比小幅下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

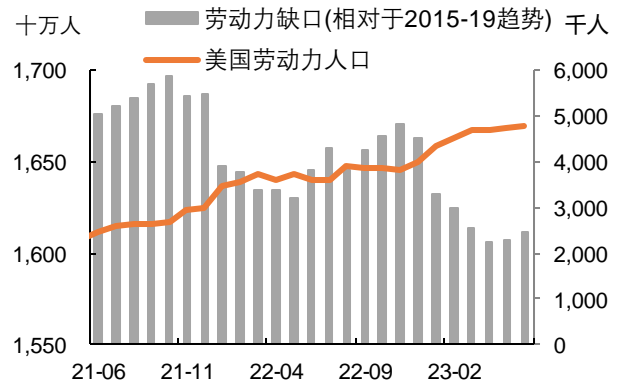
美国 6 月劳动参与率连续四个月保持不变。美国 6 月新增劳动力人口 13 万人，劳动参与率为 62.6%，已经连续四个月保持不变。值得注意的是，目前新增劳动力人口恢复速度较新冠疫情前水平仍偏慢。我们测算，以 2015-19 年劳动力人口增速为基准，截至 6 月美国劳动力缺口仍有 247 万人，且这一缺口已连续第二个月反弹，暗示劳动力人口修复遭遇瓶颈。

图表5 美国 6 月劳动参与率继续持平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

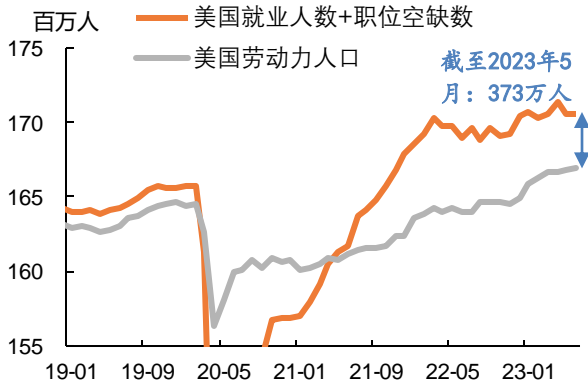
图表6 美国 6 月劳动力缺口小幅反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

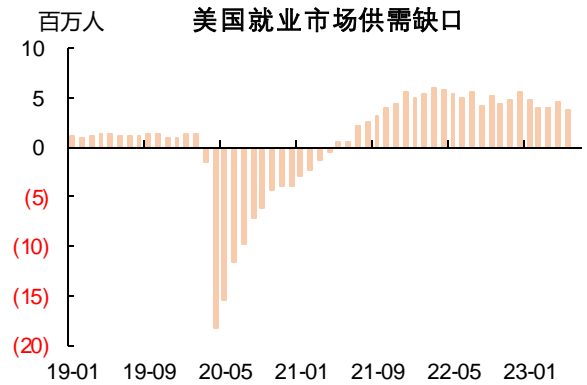
结合 5 月职位空缺调查，美国就业市场供需缺口保持缩窄趋势，但绝对水平仍远高于疫情前。美国时间 7 月 6 日公布的职位空缺调查 (JOLTS) 显示，5 月职位空缺数大降 49.6 万人至 982.4 万人。我们测算，以美国 16 岁以上就业人数与职位空缺数之和为就业“需求”，以劳动力人口为就业“供给”，则截至 5 月美国就业市场“供需缺口”为 373 万人，保持缩窄趋势，但仍是 2019 年均值 (116 万人) 的 3.2 倍。这一数字表明，目前美国就业市场供不应求的格局，尚未根本改变，要实现“逆转”仍有很长距离。

图表7 美国 5 月就业供需缺口仍达到 373 万人



资料来源：Wind, 平安证券研究所

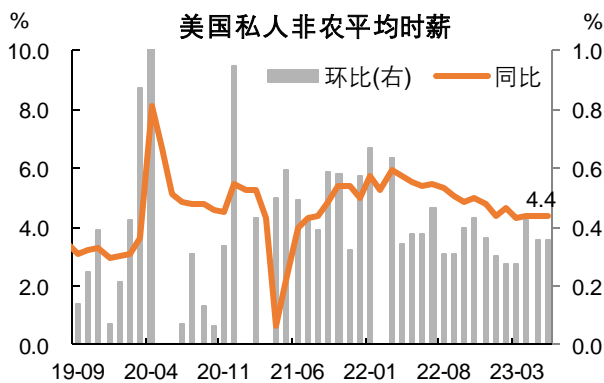
图表8 美国当前就业缺口明显高于疫情前水平



资料来源：Wind, 平安证券研究所

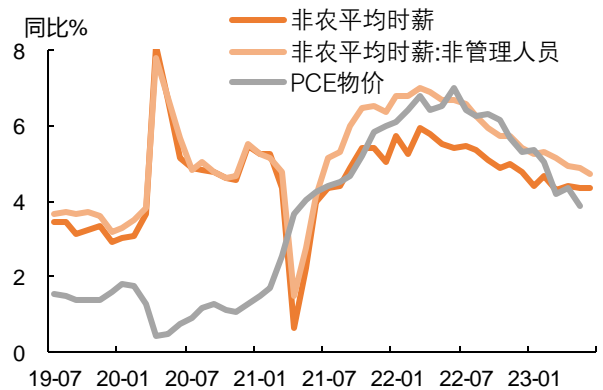
美国 6 月非农平均时薪环比和同比增速均持平于前值。美国 6 月非农平均时薪环比增长 0.36%，同比增长 4.4%，高于预期的 4.2%。从绝对水平看，美国 6 月薪资环比增速略高于 1-5 月均值（0.33%），薪资增长出现加快迹象。从相对水平看，目前美国薪资同比增速已经高于 PCE 同比增速，如果薪酬增长持续快于物价水平，那么因就业市场紧俏带来的通胀压力可能会更为明显。

图表9 美国 6 月时薪环比和同比增速均持平



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表10 美国时薪同比增速开始超过 PCE 通胀率

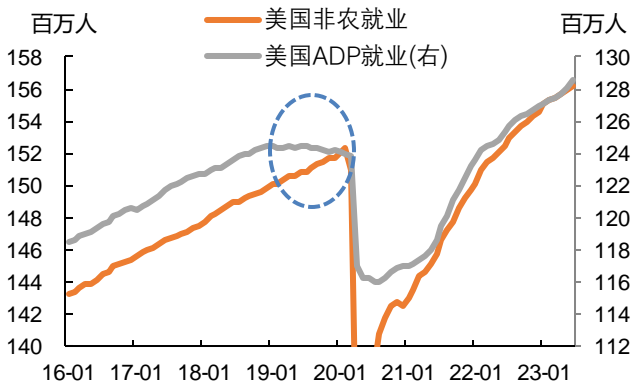


资料来源：Wind, 平安证券研究所

除非农数据外，近期公布的 6 月 ADP 就业（“小非农”）以及非制造业 PMI 就业分项均明显走强。7 月 6 日公布的 6 月 ADP 就业大幅增长 49.7 万人，是市场预期值的两倍以上。虽然近一年美国新增非农和 ADP 就业的月度数据相关性不佳，但是两组就业人数的趋势是一致的。对比来看，我们认为 ADP 就业较非农就业更为“敏感”，例如 2019 年当美国经济边际降温时，ADP 就业也开始下降，但非农就业仍保持增长。因此，当前边际上行的 ADP 就业，可能暗示美国就业市场具有升温势头。另一方面，最新 ISM PMI 就业分项显示，非制造业就业指数升至 53.1。

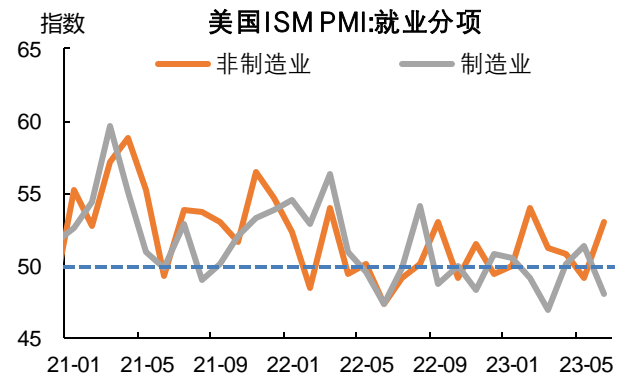
综合多项数据看，尽管新增非农意外遇冷，但美国 6 月就业市场可能并未降温，反而有边际升温迹象，并进一步威胁通胀回落的前景。

图表11 美国 ADP 数据对经济周期或更为敏感



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 美国非制造业 PMI 就业分项走强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、7月加息预期得以巩固

7月7日非农数据公布后,市场对7月加息的预期得以巩固,9月继续加息的预期也小幅升温。CME 数据显示,美联储7月加息概率由前一天的87%上升至93%,9月再加息一次的概率由21%上升至24%。

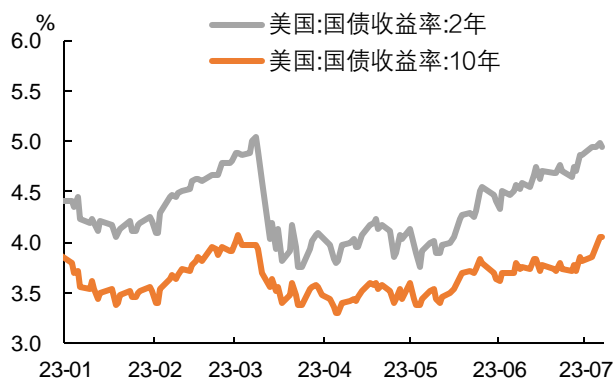
图表13 CME FedWatch 美联储加息预期(截至2023年7月7日)

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	加权平均
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	7.00%	93.00%	0.00%	0.00%	5.23%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.00%	5.20%	70.60%	24.20%	0.00%	5.30%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	4.00%	56.20%	34.50%	5.40%	5.36%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.50%	10.90%	53.30%	30.60%	4.60%	5.31%
2024/1/31	0.00%	0.10%	3.30%	22.30%	47.20%	23.60%	3.40%	5.25%
2024/3/20	0.10%	1.40%	10.90%	32.30%	37.80%	15.50%	2.00%	5.15%
2024/5/1	1.20%	9.50%	29.10%	36.90%	18.90%	4.10%	0.30%	4.94%

资料来源: CME(2023.7.7), 平安证券研究所

美债和美元指数表现分化,体现投资者仍在积极评估美联储紧缩路径及其影响。7月7日非农数据公布后,10年美债收益率先降后升,收于4.06%,较前一日上涨1BP,反映债券市场预期美联储加息“更高更久”。但是,当日美元指数持续下跌,收于102.23,当日下跌0.9%。美股三大指数低开、高走、最终收跌,纳指、标普500和道指当日分别收跌0.13%、0.29%和0.55%。我们认为,当前市场的“紧缩恐慌”情绪高于“衰退恐慌”,因此就业数据的韧性,更多反映在市场对美联储紧缩加码的担忧。如果美联储9月及以后延续加息,那么美国金融风险以及中期衰退风险均可能上升,这也是美元指数回落以及美股收跌的主要原因。

图表14 10年美债利率小幅上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 美元指数明显回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

往后看,在就业市场维持韧性的背景下,即将公布的6月通胀数据(尤其核心通胀)难以大幅降温,继而美联储大概率7月加息。但也需注意,由于美联储加息未止,货币和信贷紧缩的影响仍在累积,美国经济发展趋势或保持下行。继而,美联储9月及以后的利率决策仍有较大不确定性。对市场而言,预计市场对经济走弱的证据或保持高敏感性,所以“紧缩交易”的空间或有限,反而更需要警惕“衰退交易”的突然升温。

风险提示: 美国经济韧性超预期,美联储紧缩超预期加码,美国金融风险超预期上升等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层