

6月美国非农数据点评：就业市场紧张拖缓加息进度



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

投资要点：

美国6月非农就业人数增加20.9万人不及预期，失业率维持在3.6%，与前值基本持平。政府、医疗保健、社会救助和建筑业为主要就业拉动项，休闲酒店业等热门服务业转冷。具体看，医疗保健业贡献了4.1万个新增就业；社会救助和建筑业分别贡献了2.4万和2.3万个新增就业。服务业中热门的休闲酒店业就业已连续三个月变化不大，仅增加2.1万人。另一服务业重头专业和商业服务也与前置持平，年初大热的服务业除教育医疗外已经全面转冷。

美国劳动参与率整体回升不及预期，已连续4个月保持在62.6%，比疫情前63.3%不升反降且动量渐弱。劳动力结构首现优化趋势，“黄金年龄”人群参与率回升，临时性工作退出“舞台”。5月仍有372.7万人的就业缺口，而疫情前该缺口只有约100万人。20-24岁和55岁以上两个年龄段劳动力参与率断层，较2020年1月分别“蒸发”2.0%和1.9%。与“服务业”、“兼职”密切相关的16-19岁青少年劳动力参与率随服务业转弱迅速降温，回落至疫情前水平。“黄金年龄”劳动人口参与率进一步上浮，6月时较疫情前稳步回升0.4%，有望助力劳动力参与率全面恢复。

平均时薪同比增速趋稳，连续三月保持在4.4%，远超疫情前3%的增速，绝对水平处于历史高位。6月美国私营非农行业小幅增长\$0.12至\$33.58，环比增长0.4%。2023年上半年美国平均名义薪资总体呈下降趋势，但近期降幅较小，时薪同比连续持平。分行业看，低收入中休闲与酒店业薪资上行压力已基本解除。

6月非农数据公布后，芝商所7月再加息预期92.4%，年内再加息2次的预期小幅增加。本轮劳动力市场“再平衡”已近尾声，而效果不及预期，就业仍强劲。美联储在劳动力市场紧张状态未解除之前可能仍会选择加息调控，预期年内再加息。

风险提示：美国货币政策紧缩超预期；美国通胀超预期；地缘政治事件影响非农数据。

相关报告

6月通胀数据解读

2023.07.11

6月PMI数据解读

2023.07.05

目 录

1. 美国 6 月非农低失业率、高空缺的状态延续.....	4
1.1 劳动供给不足仍为美国就业紧张的主要矛盾	4
1.2 劳动力年龄结构首现优化趋势	5
1.3 微型企业用工需求高位波动或解除，中大型企业用工需求回升	6
2. 服务业就业高峰已过，行业结构转型	7
2.1 工业生产就业回温，服务业转冷.....	7
2.2 工资-通胀压力边际缓解，但水平仍高	8
3. 非农数据公布后加息预期再抬升	9
4. 风险提示	10

图目录

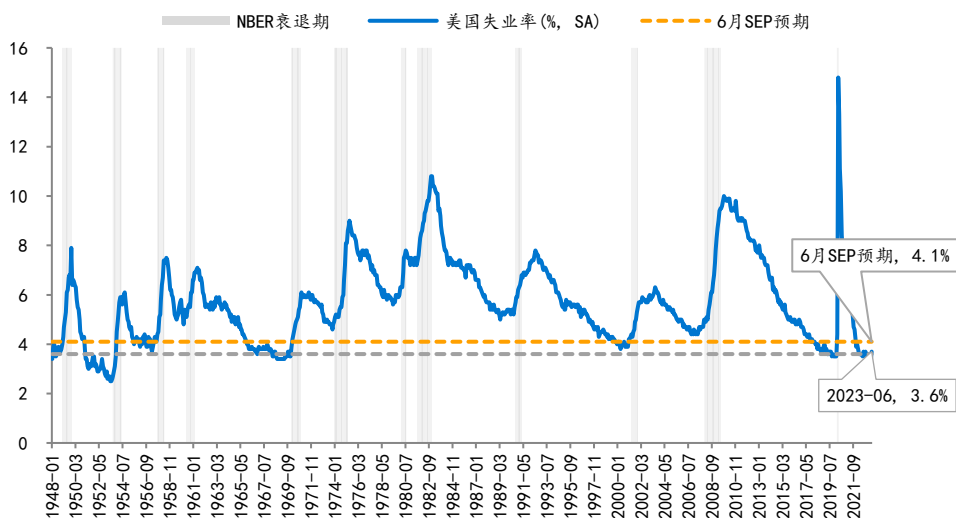
图 1	美国 2023 年上半年失业率已经下探至 1969 年以来的历史低位.....	4
图 2	就业缺口逐步收窄，但供求失衡仍是目前的最大矛盾（千人，季调）	4
图 3	劳动参与率连续四月持平在 62.6%，水平不及疫情前（%）	5
图 4	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平差异（%）	6
图 5	美国劳动力年龄结构（%）	6
图 6	美国职位空缺数分布,按企业大小（千人，非季调）	7
图 7	美国职位空缺数，按企业大小（千人，3MA，非季调）	7
图 8	美国职位空缺数同比，按企业大小（%，3MA，非季调）	7
图 9	美国上半年新增就业结构（千人，季调）	8
图 10	美国 6 月私营部门各行业新增就业人数，按行业平均时薪从高到低（千人）	8
图 11	美国非农就业员工平均时薪同比 4.4%，与上月持平（%）	9
图 12	美国 6 月休闲酒店业时薪和同比（USD，%）	9
图 13	美国 6 月教育健康业时薪和同比（USD，%）	9
图 14	美国 6 月专业商业服务业时薪和同比（USD，%）	9
图 15	美国 6 月建筑业时薪和同比（USD，%）	9
图 16	美国非农就业数据公布后芝商所加息路径预测	10

1. 美国6月非农低失业率、高空缺的状态延续

1.1 劳动供给不足仍为美国就业紧张的主要矛盾

美国6月非农就业人数增加20.9万人不及预期，失业率维持在3.6%，与前值基本持平。美国就业市场低失业、高空缺的紧张局势暂未缓解。美国2023年上半年失业率大致延续去年水平（3.6-3.8%），仅1月、4月小幅向下波动至3.4%。从历史记录上看，美国失业率已经下探至近五十年以来的历史低位：上次失业率来到3.4%还要追溯到1969年。

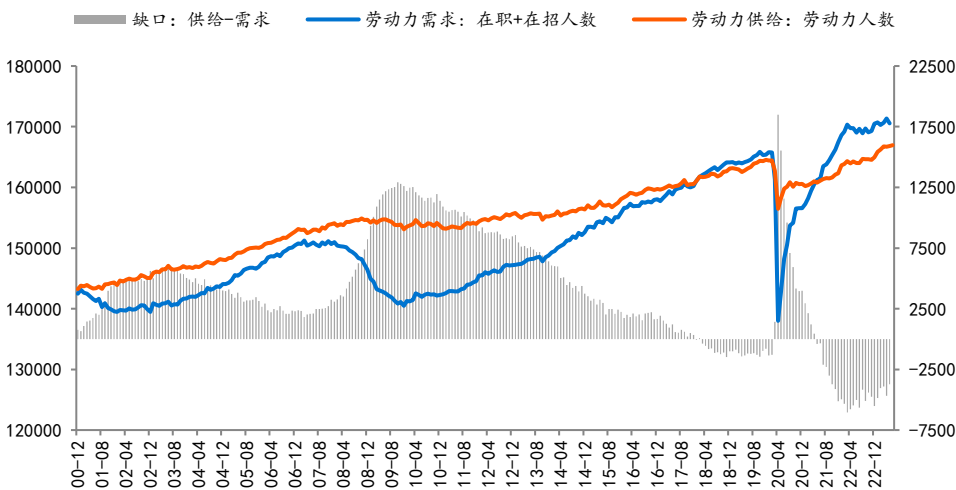
图1 美国2023年上半年失业率已经下探至1969年以来的历史低位



资料来源：BLS，联储证券研究院

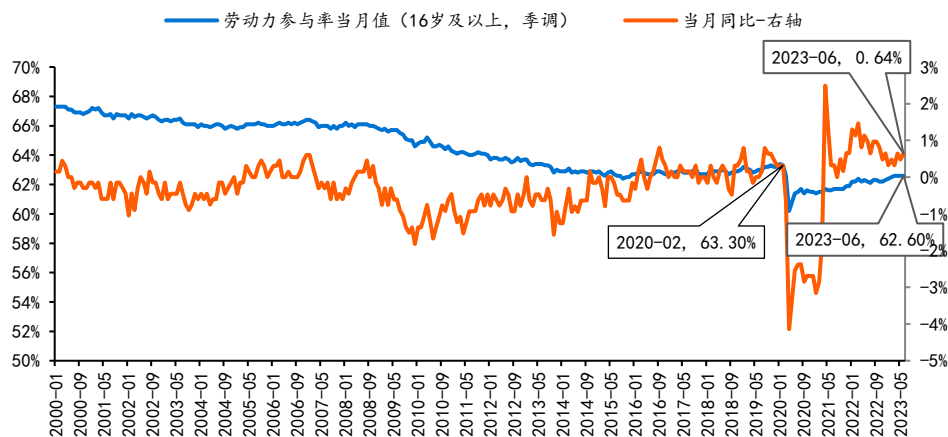
劳动参与率已连续4个月保持在62.6%，就业-人口之比也继续维持在60.3%，体现劳动供需矛盾。美国疫情前就业缺口仅为100万人，而疫情后就业缺口在2022年3月达到605.4万人的峰值。至2023年5月，劳动缺口已经逐步收敛至372.7万人，主要系需求端雇主收缩招聘缺口。按疫情前趋势，劳动参与率应逐步升高，然而当前劳动力参与率比之疫情前差0.7%，约对应500万人缺口，劳动力供给不足仍为主要矛盾。

图2 就业缺口逐步收窄，但供求失衡仍是目前的最大矛盾（千人，季调）



资料来源：BLS，联储证券研究院

图3 劳动参与率连续四月持平在 62.6%，水平不及疫情前（%）



资料来源：BLS，联储证券研究院

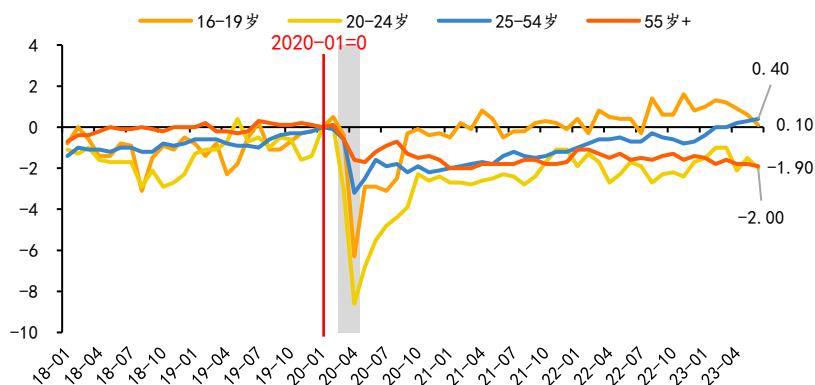
1.2 劳动力年龄结构首现优化趋势

拆分就业人口结构来看，美国疫情后 20-24 岁和 55 岁以上两个年龄段劳动力参与率断层，较 2020 年 1 月分别“蒸发” 2.0%和 1.9%。20-24 岁人群退出劳动力市场可能系疫情期间该年龄段人群选择求学深造而非就业造成，这一缺失的恢复周期将以年为单位。55 岁以上退休年龄段主要系疫情影响健康状况，以及人口老龄化的结构性原因（老龄人口基数增加将持续拉低参与率）。

“黄金年龄”劳动人口参与率正在恢复，6 月时较疫情前稳步回升 0.4%。作为中坚力量的 25-54 岁人群占全部劳动力的 63.9%，其参与率 3 月刚刚回到 2020 年 1 月水平，4 月转正，6 月进一步回升。该年龄段劳动人口的参与率的继续提升有望缓解当前美国劳动力市场供需紧张困局。

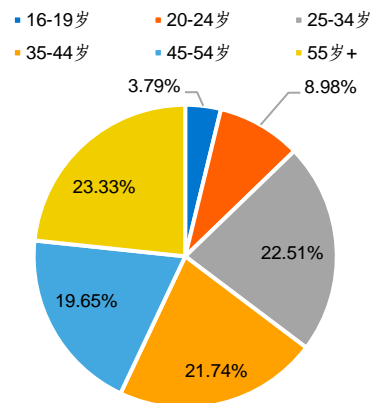
与“服务业”、“兼职”密切相关的 16-19 岁青少年劳动力参与率随服务业转弱迅速降温，回落至疫情前水平。疫情后 16-19 岁青少年劳动力参与率回升最快，远超其他人群，23 年 2 月参与率比疫情前增加 1.2%，这与疫情后美国人对服务业的偏好有关。而 2023 年二季度服务业招工需求走平，新增就业环比减少，该人群劳动参与率也随之降低。至 2023 年 6 月，青少年劳动参与率已经回落到 36.3%，较 2020 年 1 月增加 0.1%。同时，6 月因经济原因兼职的人数在 6 月增加了 45.2 万至 420 万人，可能反映了营商环境恶化导致的被迫兼职增加。

图4 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平差异 (%)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

图5 美国劳动力年龄结构 (%)



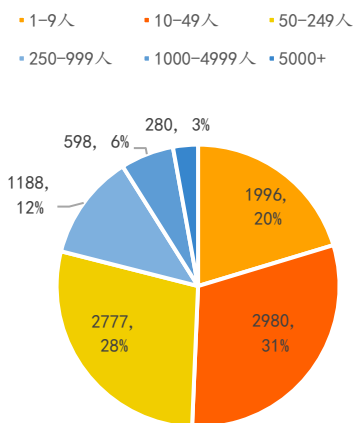
资料来源: BLS, 联储证券研究院

1.3 微型企业用工需求高位波动或解除，中大型企业用工需求回升

美国职位空缺率从2022年3月峰值7.4%下降到2023年5月5.9%，为美国就业缺口收窄主因。7月6日，美国劳工部发布了5月职位空缺和劳动周转率报告，主要反映美国劳动力市场需求端变化。截止5月底，美国职位空缺率下降0.3%至5.9%，空缺职位数下降49万个至980万，基本抵消了4月新增空缺职位。健康和社工服务，金融和保险，及其他服务业职位空缺数下降最多，新增空缺则主要集中在政府部门和教育服务业。

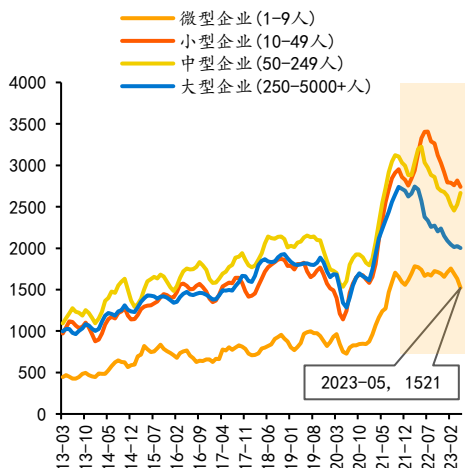
微型企业用工需求滞后于大中型企业，5月微型企业高需求加速降温，中大型企业职位空缺下降趋势已放缓。美联储加息以来，微型企业对宏观环境反应最为迟钝，曾为实际阻碍用工需求降温的主要因素：1-9人微型企业职位空缺自2021年9月突破170万人以后开始一直在“高原”水平徘徊，至2023年5月仍保持在152.1万人左右，该趋势对应美国人疫情后对服务业消费的偏好，而微型企业正是以休闲餐饮等服务业居多。值得一提的是，2023年3月微型企业空缺同比首次转负，4-5月持续走弱至-12.58%，至此终于发出用工需求可能彻底降温的信号。然而中、大型企业招聘需求同步回升，5月分别回调3.69%和3.18%，或造成新一轮紧绷。

图6 美国职位空缺数分布,按企业大小 (千人, 非季调)



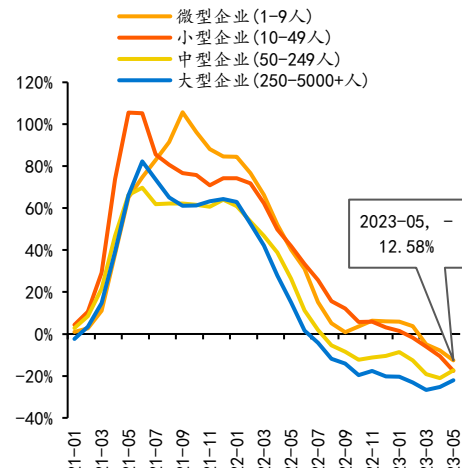
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图7 美国职位空缺数,按企业大小 (千人, 3MA, 非季调)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

图8 美国职位空缺数同比,按企业大小 (% , 3MA, 非季调)



资料来源: BLS, 联储证券研究院

2. 服务业就业高峰已过, 行业结构转型

2.1 工业生产就业回温, 服务业转冷

政府、医疗保健、社会救助和建筑业为美国6月就业主要拉动项, 休闲酒店业等热门服务业转冷。医疗保健业贡献了4.1万个新增就业; 社会救助和建筑业分别贡献了2.4万和2.3万个新增就业。服务业中热门的休闲酒店业就业已连续三个月变化不大, 仅增加2.1万人。另一服务业重头专业和商业服务也基本与前置持平, 仅增加2.1万人, 年初大热的服务业除教育医疗外已经全面转冷。

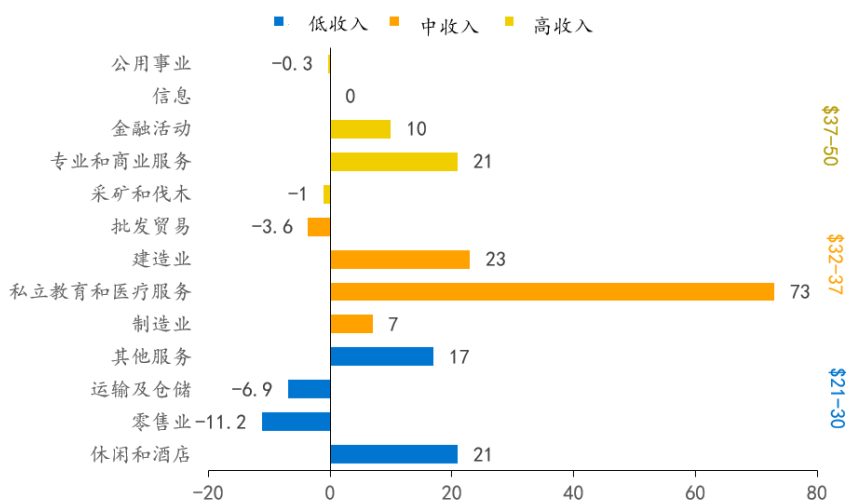
中等收入行业构成新增就业成本重头。结合薪资分布可见, 新增就业主要集中在中等收入行业中的私立教育、医疗服务方面。之前热门的高收入中的专业和商业服务行业 and 低收入中的休闲接待业在“新增人数×平均时薪”方面逐渐降低占比。按行业平均工资加权后, 当前中等收入行业占有新增就业成本的68%, 高收入行业占18%, 低收入行业占14%。薪资增长是否成为企业和整体通胀的负担主要关注中等收入行业薪资增长水平和趋势。

图9 美国上半年新增就业结构（千人，季调）

项目		2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06
总量	非农总量	472	248	217	217	306	209
私人	商品	41	18	-19	25	23	29
	采矿伐木	4	1	2	5	3	-1
	建筑业	26	14	-9	11	23	23
	制造业	11	3	-12	9	-3	7
	服务	312	175	176	154	236	120
	批发	9	7	4	-2	4	-4
	零售	22	48	-19	-2	23	-11
	运输和仓储	32	-18	16	-15	17	-7
	公用事业	-2	-1	2	2	1	0
	信息	-23	-8	3	3	0	0
	金融活动	-1	0	-5	27	12	10
	专业和商业服务	44	21	45	48	61	21
	私立教育和医疗保健	111	64	70	77	80	73
	休闲和接待	99	57	46	11	26	21
	其他服务	21	5	14	5	12	17
政府	政府	119	55	60	38	47	60

资料来源：BLS，联储证券研究院

图10 美国6月私营部门各行业新增就业人数，按行业平均时薪从高到低（千人）

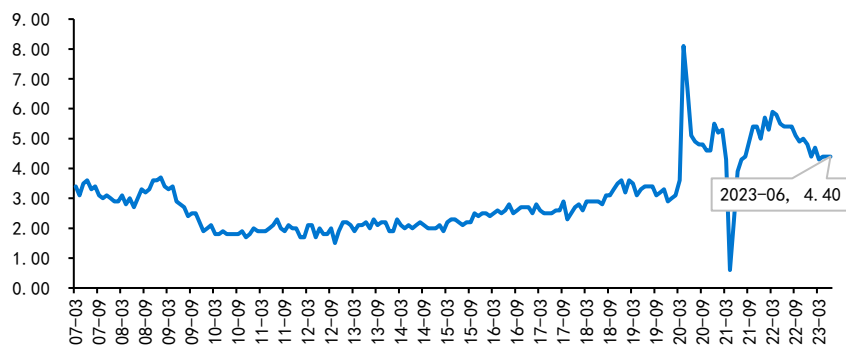


资料来源：BLS，Atlanta FED，联储证券研究院

2.2 工资-通胀压力边际缓解，但水平仍高

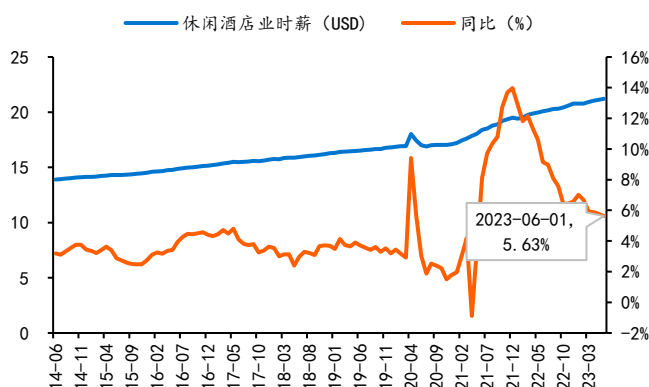
6月美国私营非农行业平均时薪小幅增长\$0.12至\$33.58，环比增长0.4%，同比增速连续三月持平，保持在4.4%。2023年上半年美国平均名义薪资总体呈下降趋势，但近期下降趋势停滞。工资水平仍高，韧性尤强，对近期通胀压力尚未消除。分行业看，上半年薪资压力主要集中在服务业，而当前服务业薪资压力有所缓解。其中，低收入的休闲和酒店业时薪同比增速持续降低至5.63%，前值5.76%。中收入的教育和保健业时薪同比增速降至3.3%，前值3.7%。高收入的专业与商业服务时薪小幅回升0.3%至4.5%，总体呈下降趋势。6月工业生产行业中明显回温的建筑业时薪同比下降0.3%至4.7%。薪资压力有望进一步缓解。

图11 美国非农就业员工平均时薪同比 4.4%，与上月持平（%）



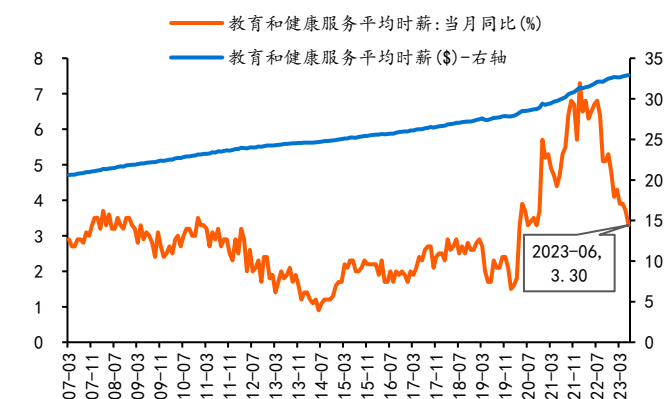
资料来源：BLS，联储证券研究院

图12 美国 6 月休闲酒店业时薪和同比（USD，%）



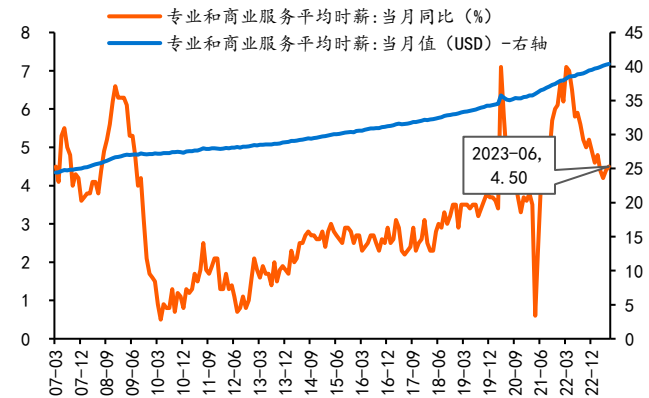
资料来源：BLS，联储证券研究院

图13 美国 6 月教育健康业时薪和同比（USD，%）



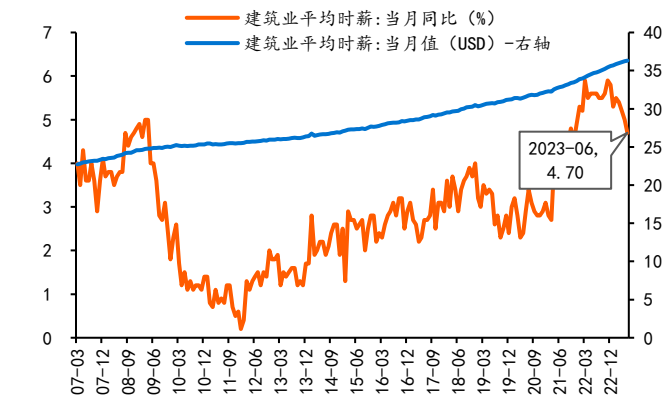
资料来源：BLS，联储证券研究院

图14 美国 6 月专业商业服务业时薪和同比（USD，%）



资料来源：BLS，联储证券研究院

图15 美国 6 月建筑业时薪和同比（USD，%）



资料来源：BLS，联储证券研究院

3. 非农数据公布后加息预期再抬升

本轮劳动力市场“再平衡”已近尾声，而效果不及预期，劳动力市场状况总体拖缓加息结束进度。从供给端来看，劳动参与率受冲击，拟无法恢复至疫情前水平。人口结构老龄化和年轻人就业降低的问题突出，而青壮年劳动人口参与率对整体趋势影响大。从需求端来看，微型企业缩招滞后影响职位空缺数减幅，预计未来微型企业全面缩招之后，需求端有望加速降温。从收入来看，总体薪资增速回落，但水平仍高，对通胀压力未解除。按当前趋势，美联储在未达通胀目标之前可能仍会选择加息调控，货币政策收紧超预期为近期海外宏观主要风险。6月非农数据公布后，7月再加息预期92.4%，年内再加息2次的预期小幅增加。

图16 美国非农就业数据公布后芝商所加息路径预测

截至 7.10	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09
575-600	0.00%	0.00%	0.00%	5.80%	5.00%	3.70%	2.20%	0.30%	0.20%	0.00%	0.00%
550-575	0.00%	0.00%	24.00%	35.20%	31.30%	24.20%	16.20%	4.20%	2.50%	0.80%	0.20%
525-550	0.00%	92.40%	70.30%	54.70%	52.10%	46.50%	37.80%	19.30%	12.80%	5.30%	1.80%
500-525	100.00%	7.60%	5.60%	4.30%	11.00%	22.00%	31.60%	37.00%	29.40%	17.20%	7.90%
475-500	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	3.40%	10.60%	28.60%	32.20%	30.10%	20.10%
450-475	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	1.40%	9.30%	17.60%	28.30%	29.70%
425-450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	1.20%	4.70%	14.10%	25.20%
400-425	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.50%	3.60%	11.80%
375-400	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	2.90%
350-375	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%
325-350	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
300-325	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：CME、联储证券研究院

4. 风险提示

美国货币政策紧缩超预期；美国通胀超预期；地缘政治事件影响非农数据。

免责声明

联储证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000