

偏弱的非农就业与偏强的失业率和薪资哪个更需关注？

20230804

核心内容：

- **新增非农就业略低于预期，失业率回落，薪资增速偏强** 单位调查方面，7月新增非农就业18.7万人，稍低于20万人的市场预期，与2016-2019年新增就业均值基本持平；同时，5、6月份数值下修。非农时薪增速仍偏强，7月同比增长4.36%，环比0.36%；同时6月时薪增速从同比和环比分别从4.35%和0.36%上修至4.41%和0.45%，三月均环比增速为0.39%。家庭调查方面，失业率从3.6%略降至3.5%，低于预期的3.6%且处于历史低位；劳动参与率保持62.6%，55岁及以上参与率升至38.6%，但24-54岁参与率降低0.1至83.4%。7月兼职就业回升，全职就业小幅回落，累计兼职工作人数同比增速为5.03%，累计全职工作人数同比增速降低至1.29%。本次劳动数据有好有坏，在经济不弱、财富效应支撑消费等因素下不能打消美联储下半年进一步紧缩的念头，货币政策的转向也开始向2024年二季度推迟。
- **非农就业还会继续下修吗？失业率近期是否有抬升希望？** 从1979年以来的6次加息后/衰退前的时段来看，非农就业的修正有4次进入负值，5次从较高的上修数值不断回落。因此，目前处于经济增长放缓、劳动市场在高利率下承压中的非农就业调整大概率在年内为继续下修，这意味着下半年新增非农即使个别月份超预期，也存在未来被向下调整的可能。关于失业率的抬升，一方面贝弗里奇曲线框架中在职位空缺率回到相对正常（5%以下）的水平前，失业率短期并不面临显著上行的压力；不过，从领先失业率的失业金初请人数近期向上的趋势考虑，未来一个季度失业率存在小幅抬升的可能。从这两方面来看，下半年对于非农数据的交易可能会相对乐观，尽管薪资增速对美联储来说仍是值得担忧的。
- **服务就业回落广度加强，商品生产低位徘徊但有韧性，家庭就业也有所放缓** 新增的18.7万人中，商品生产增加1.8万人，但主要为建筑从业者，整体匹配制造业PMI的弱势，而服务生产多增15.4万人，环比稍有改善；政府部门多增1.5万人，明显放缓。剔除政府影响后，私人非农就业新增17.2万人，仍强于2016-2019年均值16.8万人。家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速升至3.48%，全职工作人数的三月均同比增速下行至1.44%。全职工作略降和兼职回升反映美国劳动市场趋缓，非农就业的下修也导致两个数据的差值收敛，但两者仍不算弱。
- **非农时薪增速再度上修，对核心通胀压力保持，支持紧缩周期拉长** (1) 新增非农的走弱收窄了企业调查与家庭调查所反映的就业趋势，即美国劳动市场在持续缓和，只是斜率并不会导致紧缩周期立刻停止。(2) 更需要关注时薪环比增速的上修使得2023年末预计的同比增速抬升至4%上方，这依然反映了控制服务通胀部分的难度，二季度雇佣成本指数ECI也符合此判断；薪资环比增速作为影响通胀的核心变量依然过高，这支持美联储拉长紧缩周期。(3) 失业率依然是判断美国陷入衰退时间的重点，其边际降低体现经济短期仍可承受更高的利率。(4) 从完全采用劳动数据的费城联储CEI看，其同比增速6月为3.5%，按目前斜率达到衰退阈值约在2024年二季度初。
- **美元指数与美债收益率的变化** 资产方面，数据公布后美元快速回落至102下

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

主要风险：美国经济衰退提前的风险，市场出现严重流动性危机的风险

方，10 年美债收益率向 4% 靠拢。10 年美债方面，在紧缩周期拉长、缩表持续、财政部稍增长债发行、通胀数据存在震荡风险下，其收益率短期有较高概率在 3.8%-4.0% 的较高范围内震荡，但如果个别数据大超预期也不能排除暂时突破 4.3% 前高的可能。美元方面，偏弱的欧元区制造业表现和立场稍有软化的欧央行在经济差和利差上形成支撑，预计短期在 100-103 的范围内运行。尽管两者的大方向仍是向下的，但在更多证据确立美联储停止加息前其弱化动力不明显，**需要警惕对市场对货币政策乐观预期不能兑现的风险。**

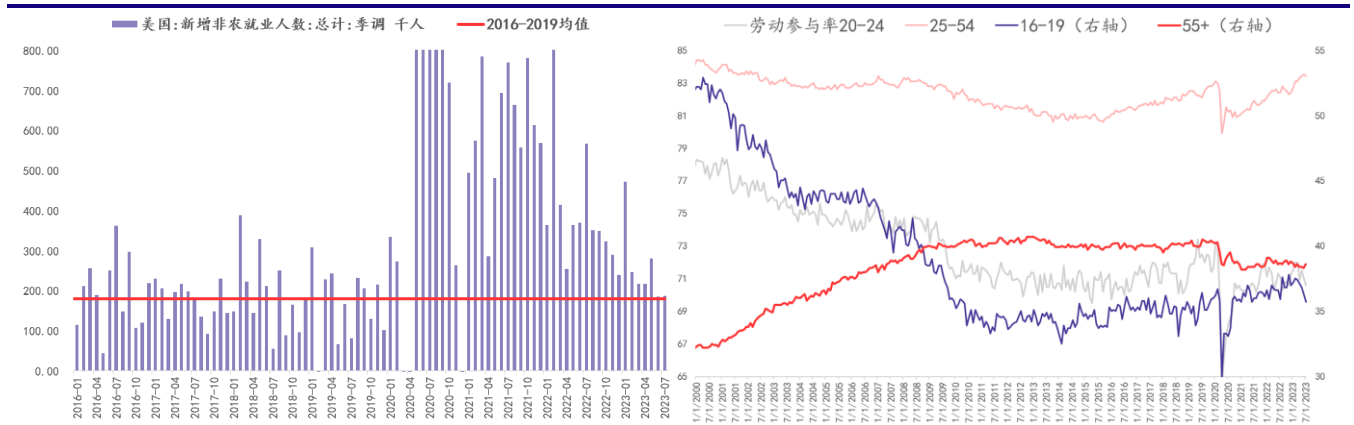
美国劳工数据局（BLS）8月4日公布了2023年7月劳动数据。单位调查（establishment survey）方面，7月新增非农就业18.7万人，稍低于20万人的市场预期，与2016-2019年新增就业均值基本持平；同时，5、6月份的新增非农就业分别从30.6万人和20.9万人下修为28.1万人和18.5万人，年内新增就业仍然不弱但势头继续放缓。非农时薪增速仍偏强，7月同比增长4.36%，环比0.36%；同时6月时薪增速从同比和环比分别从4.35%和0.36%上修至4.41%和0.45%，三月均环比增速为0.39%。

家庭调查（household survey）方面，失业率从3.6%略降至3.5%，低于预期的3.6%且处于历史低位；劳动参与率保持62.6%，55岁及以上参与率升至38.6%，但24-54岁参与率降低0.1至83.4%。7月兼职就业回升，全职就业小幅回落，累计兼职工作人数同比增速为5.03%，累计全职工作人数同比增速降低至1.29%。

新增非农就业低于市场预期并继续下修，全职就业走弱但仍存韧性，失业率降至低位，最值得关注薪资增速则再度加快；整体上，美国劳动市场缓慢缓和的趋势没有发生变化，虽然新增非农就业逐渐弱化，但薪资对核心通胀的压力也没有明显减轻，属于一份“好坏参半”的答卷，美联储仍有拉长紧缩周期的动力。我们倾向于（1）新增非农的走弱收窄了企业调查与家庭调查所反映的就业趋势，即美国劳动市场在持续缓和，只是斜率并不会导致紧缩周期立刻停止。（2）更需要关注时薪环比增速的上修使得2023年末预计的同比增速从3.9%略抬升至4.0%，这依然反映了控制服务通胀部分的难度，二季度雇佣成本指数ECI也符合此判断；薪资增速虽然缓慢降低，但作为影响通胀的核心变量依然过高，这支持美联储拉长紧缩周期，进一步加息以确保通胀中长期向2%目标靠拢。（3）失业率依然是判断美国陷入衰退时间的重点，其边际降低体现经济短期仍可承受更高的利率，同时其领先指标失业金初请人数显示失业率未来可能小幅抬升。（4）从完全采用劳动数据的费城联储CEI看，其同比增速6月为3.5%，按目前斜率达到衰退阈值约在2024年二季度初。因此，本次劳动数据有好有坏，在经济不弱、财富效应支撑消费等因素下不能打消美联储下半年进一步紧缩的念头，货币政策的转向也开始向2024年二季度推迟。

图 1：新增非农就业（千人）

图 2：劳动参与率稳定，但 55 岁以上缺口保持（%）



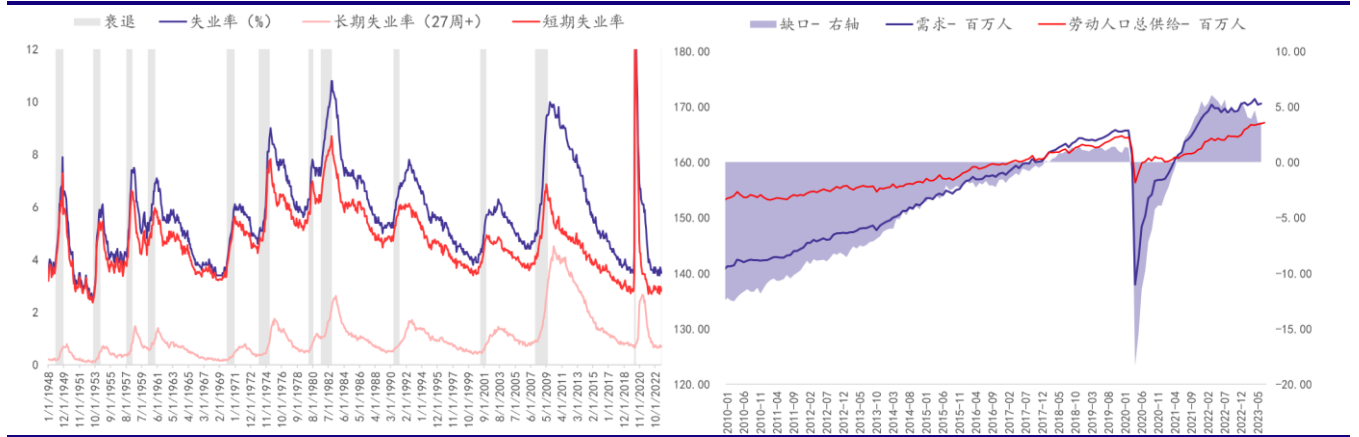
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

我们在 2023 年下半年展望中判断美联储紧缩周期可能拉长时强调，对于通胀、劳动市场和金融稳定都应关注中期因素，紧缩在年内很难改变通胀保持较低位置、劳动市场边际缓和的大方向。在经济增长、财政政策、薪资带来的消费韧性等因素没有指向中期通胀向 2%稳定靠拢的情况下，美联储仍会保持紧缩。资产方面，数据公布后美元快速回落至 102 下方，10 年美

债收益率向 4% 靠拢。10 年美债方面，在紧缩周期拉长、缩表持续、财政部稍增加长债发行、通胀数据存在震荡风险下，其收益率短期有较高概率在 3.8%-4.0% 的较高范围内震荡，但如果个别数据大超预期也不能排除暂时突破 4.3% 前高的可能。美元方面，偏弱的欧元区制造业表现和立场稍有软化的欧央行在经济差和利差上形成支撑，预计短期在 100-103 的范围内运行。尽管两者的大方向仍是向下的，但在更多证据确立美联储停止加息前其弱化动力不明显，需要警惕对市场对货币政策乐观预期不能兑现的风险。

图 3：失业率继续处于历史低位，长期失业没有明显增加（%） 图 4：粗略劳动市场缺口 6 月小幅回升，但职位空缺数稍降



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

一、服务就业回落广度加强，商品生产延续低位徘徊但也有韧性

新增非农就业的结构继续与经济弱制造、强服务的格局吻合。新增的 18.7 万人中，商品生产增加 1.8 万人，但主要为建筑从业者，整体匹配制造业 PMI 的弱势，而服务生产多增 15.4 万人，环比稍有改善；政府部门多增 1.5 万人，明显放缓。剔除政府影响后，私人非农就业新增 17.2 万人，仍强于 2016-2019 年均值 16.8 万人。全部非农就业三个月均值降低至 21.77 万人，先前月份就业数据下修也有贡献。

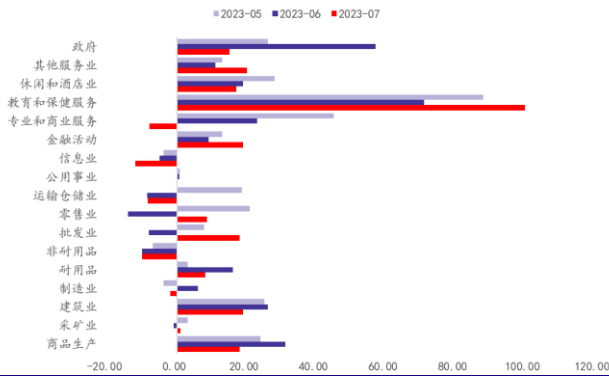
对于新增非农就业，我们依旧认为在其重复统计兼职和频繁调整的影响下无需对单月做过多解读，其缓慢下降的趋势没有改变，也逐渐与家庭调查就业更为匹配。私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务业 10 万人、其他服务业 2 万人、金融业 1.9 万人、建筑业 1.9 万人、以及休闲和酒店业 1.7 万人；另外运输仓储业、公用事业、信息业和专业与商业服务均出现负增长，服务业缓和广度加强。虽然如此，除其他服务外所有行业工资增速均进一步加快，劳动紧张仍在推升工资。

以新增非农就业作为衰退预警，商品生产新增就业三月均值小幅降低，服务业三月均值虽然降低至 16 万人左右，但离 -5 万的衰退阈值有相当距离。整体上，劳动市场继续处于缓慢放缓中，不过工资偏强依旧能成为美联储进一步加息的理由。

图 5：各行业新增就业人数变化（千人）

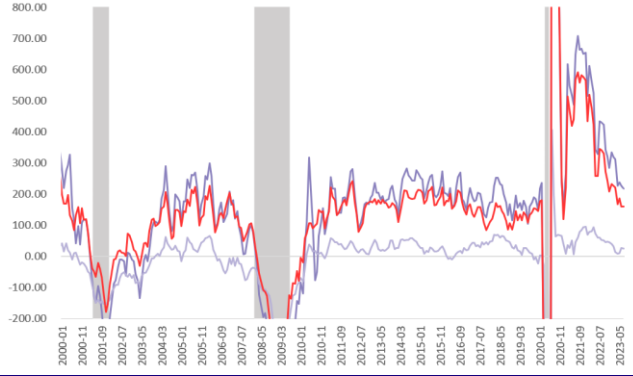
图 6：新增就业三月移动平均显示离衰退仍有距离（千人）

分行业就业变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

— NBER衰退 — 新增非农3MMA — 新增商品生产3MMA — 新增服务生产3MMA

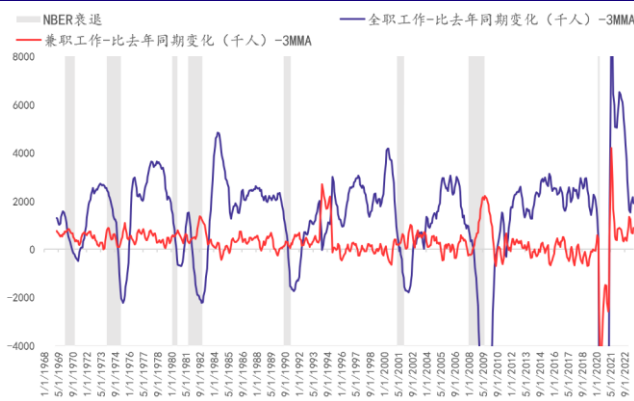


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

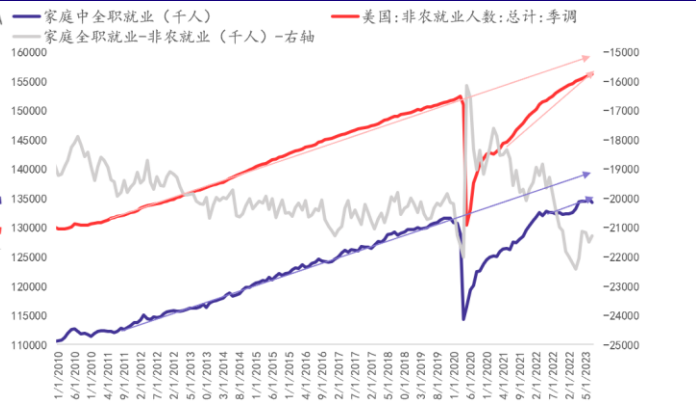
7月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速升至3.48%，总计2715万人，比上月上行；累计全职工作人数的三月均同比增速下行至1.44%，总计1.3427亿人。全职工作略降和兼职回升反映美国劳动市场趋缓，非农就业的下修也导致两个数据的差值收敛，符合我们提示此前的非农数据夸大了劳动市场紧张程度的判断。虽然就业逐渐回落，但仍不算弱，可以承受拉长的紧缩周期。

图 7: 全职就业边际放缓，但保持韧性 (千人)

图 8: 家庭调查显示的就业情况比非农数据更弱，但有收敛 (千人)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理



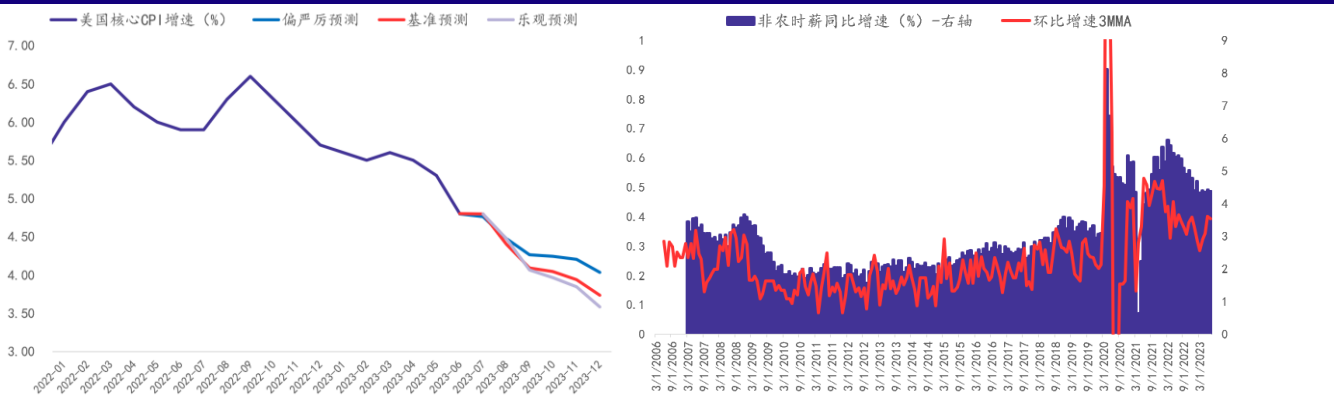
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

二、非农时薪增速再度上修，对核心通胀压力保持，支持紧缩周期拉长

本月新增非农就业低于预期，但薪资又出现了上修，这并不利于中期的通胀控制，但短期影响不大。我们预测7月美国CPI同比增速升至3.3%，核心增速约4.8%。时薪环比中枢再度上升意味着其对核心通胀的压力稍有加大，且不利于中期通胀控制。工资增速放缓明显慢于通胀将支持实际收入与消费，增强经济与需求的韧性。鲍威尔5月答记者问中指出的与2%目标更加吻合的3%左右的薪资增速年内不太可能达成，降息的时间可能边际推迟向2024年二季度。

图 9: 非农时薪增速不弱且前值上修 (%)

图 10: 核心通胀放缓过程依然较慢 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

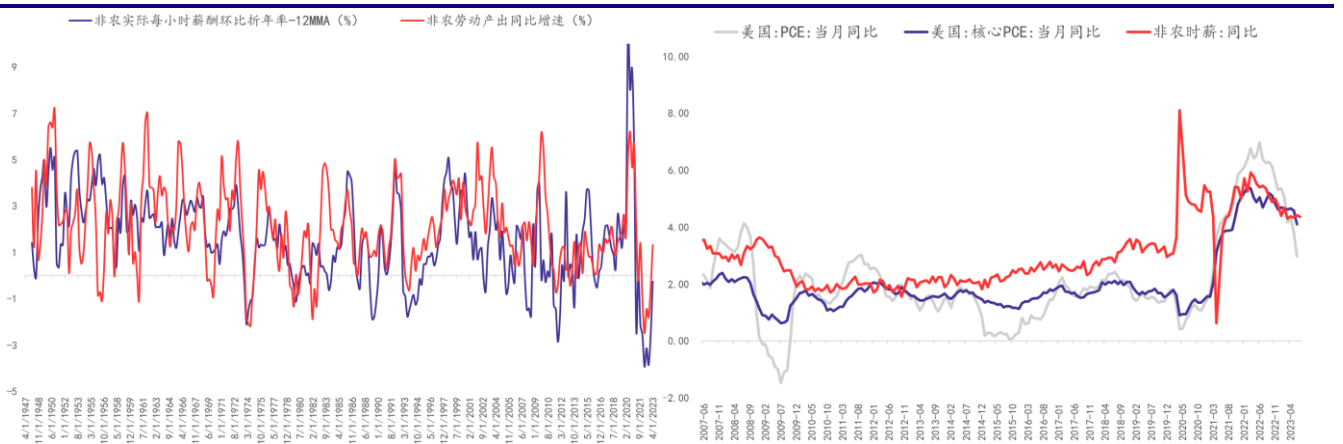
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

具体来看, 7月私人部门非农工资同比增速维持4.36%, 环比增速0.40%; 同时6月0.36%的环比增速上调至0.45%。商品业的同比和环比时薪增速分别为5.32%和0.65%, 服务业为4.12%和0.36%, 服务业稍放缓而商品业加快。从细项来看, 同比增速最快的行业有休闲和酒店业5.60%、非耐用品5.49%、建筑5.43%、公用事业5.30%和运输仓储4.86%。环比增速居前的有建筑业0.85%、非耐用品业0.57%、耐用品业0.50%、专业和商业服务0.49%以及信息业0.42%。ECI虽然增速略低于预期, 但月度环比仍保持在0.3%以上, 也体现出对服务通胀不低的压力。薪资环比没有明显缓和的迹象, 而降低的工作时长也不利于劳动紧张程度快速降低。

从环比角度考虑, 一季度修正后环比增速为0.32%, 但二季度则加快至0.37%, 且时薪环比近两个月均在0.4%以上, 这对通胀控制不是好消息, 也在支撑收入和消费。0.39%的三月均增速不仅远高于疫情前0.24%的环比均值, 以之测算年末非农时薪增速同比增速可能在4%以上, 对应核心PCED同比增速的粘性。从美联储的视角看, 近期薪资增速仍包含使服务通胀走平或者反弹的风险, 6月PCE核心服务同比拉动率维持在2%以上, 下行趋势有待观察, 紧缩周期拉长仍是稳妥的选择。

图 11: 二季度劳动产出率回升也在支撑工资增速 (%)

图 12: 工资增速走平加大了核心 PCED 面临的压力 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、非农就业还会继续下修吗? 失业率近期是否有抬升希望?

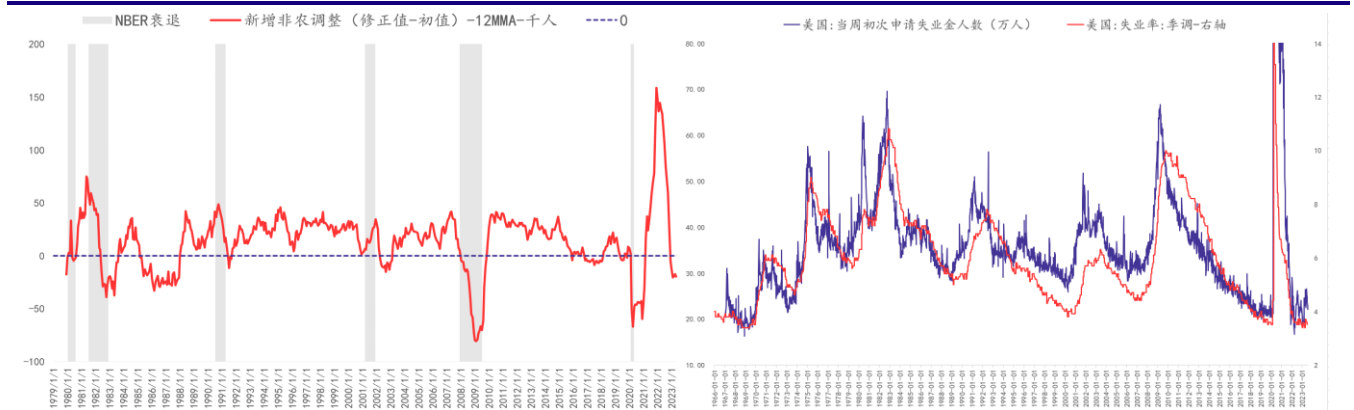
我们在上半年非农就业多次超预期时曾提示过其不稳定性和下修的可能, 而事实上新增非农就业的月度调整确实存在较强的顺周期性。从1979年以来的6次加息后/衰退前的时段来看,

非农就业的修正有4次进入负值，5次从较高的上修数值不断回落。因此，目前处于经济增长放缓、劳动市场在高利率下承压中的非农就业调整大概率在年内为继续下修，这意味着下半年新增非农即使个别月份超预期，也存在未来被向下调整的可能。也即劳动市场继续走弱的趋势短期不易改变，更需要关注薪资环比维持高位在中期造成的通胀压力。交易者如果仅关注新增非农，则未来数据仍有较高可能令他们保持乐观。

关于失业率的抬升，一方面贝弗里奇曲线框架中在职位空缺率回到相对正常（5%以下）的水平前，失业率短期并不面临显著上行的压力；不过，从领先失业率的失业金初请人数近期向上的趋势考虑，未来一个季度失业率存在小幅抬升的可能。从这两方面考虑，下半年对于非农数据的交易可能会相对乐观，尽管薪资增速对美联储来说仍是值得担忧的。

图 13：非农就业修正有顺周期特征

图 14：失业金初请人数上升领先于失业率



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整

非农数据概览：

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调(美元)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2023-07	2023-06	2023-05	2023-07	2023-06	2023-05	2023-06	2023-05	2023-04	
非农总计	187.0	185.0	281.0				-79.0	283.0	376.0	
非农私人合计	172.0	128.0	255.0	33.74	33.60	33.45	-133.0	191.0	399.0	
商品生产	18.0	31.0	24.0	34.26	34.04	33.84				
采矿业	1.0	-1.0	3.0	38.09	37.95	38.04	-1.0	6.0	-4.0	
建筑业	19.0	26.0	25.0	36.67	36.36	36.26	-37.0	37.0	38.0	
制造业	-2.0	6.0	-4.0	32.61	32.44	32.17	-12.0	20.0	1.0	
耐用品	8.0	16.0	3.0	34.12	33.95	33.74	-22.0	5.0	-18.0	
非耐用品	-10.0	-10.0	-7.0	29.99	29.82	29.47	10.0	15.0	19.0	
服务生产	154.0	97.0	231.0	33.62	33.50	33.37				
批发业	17.9	-8.2	7.7	36.82	36.84	36.58	7.0	-40.0	49.0	
零售业	8.5	-14.1	20.9	23.94	23.88	23.83	-93.0	69.0	61.0	
运输仓储业	-8.4	-8.7	18.6	29.12	29.05	28.95				
公用事业	-0.2	0.6	0.7	50.05	49.96	49.68				
信息业	-12.0	-5.0	-4.0	48.24	48.04	48.13	14.0	-18.0	11.0	
金融活动	19.0	9.0	13.0	43.50	43.32	43.00	-16.0	-28.0	60.0	
专业和商务服务	-8.0	23.0	45.0	40.61	40.41	40.23	47.0	-43.0	60.0	
教育和保健服务	100.0	71.0	88.0	33.01	32.92	32.81	-32.0	82.0	20.0	
休闲和酒店业	17.0	19.0	28.0	21.31	21.24	21.14	43.0	80.0	117.0	
其他服务业	20.0	11.0	13.0	29.69	29.73	29.68	-49.0	68.0	-21.0	
政府	15.0	57.0	26.0							

单元格标红：大于前值

资料来源：BLS, Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn