

新增非农就业未来或加速减速

——美国7月非农就业数据点评

作者

分析师：杨灵修

执业证书编号：S0590523010002

邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：王博群

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

事件：

美国7月失业率小幅下降到3.5%；劳动力参与率不变，为62.6%，或已达高点，失业率低位运行不改劳动力市场走弱的趋势，美联储9月加息的概率降低。

事件点评

► 失业率再下行，但劳动参与率或已达高点

美国7月失业率为3.5%，较上月低0.1%，低于预期。失业率回到2022年7月水平，美国劳动力市场目前整体仍然不错，但其他劳动力市场数据显示就业市场需求下降趋势持续。劳动参与率回升或已到达高点，从结构上来看，4个人群中3个的劳动参与率已经回升到疫情前，但是55岁以上人群劳动参与率并无任何回升趋势。

► 非农就业增长或将加速减速，5个行业负增长

美国7月非农就业季调后增加了18.7万人，低于预期19万人。同比非农就业增长或在年底回落到200万人左右规模，在到年底前的5个月总共新增就业或只会有25万人，新增非农就业或加速回落。从行业结构看，7月份私人部门5个就业减少。最大增幅前三的行业为教育和保健服务、其他服务和建筑业。

► 存量就业总体虽然恢复，但还有4个行业未恢复

非农就业在2022年6月就已经超过了疫情前的历史新高，已新增397万人就业，但是相比疫情前的线性趋势还有明显差距。分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况差异很大。受疫情直接冲击最大的休闲和酒店业就业人数较疫情前仍有距离，还有35.2万人左右的缺口；而恢复得最好的专业和商业服务行业已经超过疫情前水平约160万人。

► 时薪增幅放缓大趋势或有助于通胀回落

7月平均时薪同比增长4.36%，高于预期值4.2%，环比增长0.42%。时薪增幅总体走势或有助于通胀回落，但回落速度不算快。每周工作时间减少至34.3小时，达到2020年春季来的最低水平。如果以CPI增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的再增一个，共有6个行业，其他行业的时薪增长都没能跑赢通胀。

风险提示：美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

相关报告

- 1、《降级的原因多为中长期影响因素：——简评惠誉降级事件》2023.08.03
- 2、《制造业收缩趋缓：——7月PMI数据以及未来经济展望》2023.07.31

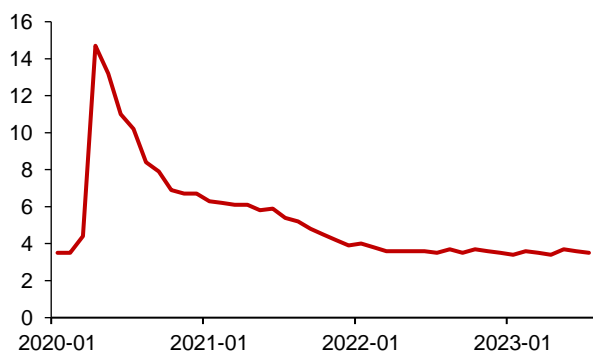
1. 失业率回到1年前

1.1 失业率超预期下行

1.1.1 失业率回到2022年7月水平

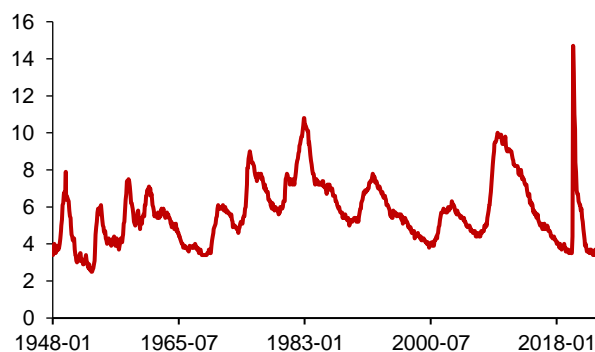
美国7月失业率为3.5%，较上月下行0.1个百分点，上月为3.6%，预期3.6%，略低于预期。失业率在疫情前的2020年2月就是3.5%，疫情爆发后在4月上升到14.7%的最高点，然后一路回落，在2022年7月失业率首次下降到3.5%之后，失业率结束了单向下降，但之后一直就在低位波动。7月的失业率相当于回到了1年前的水平。

图表1：近3年美国失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

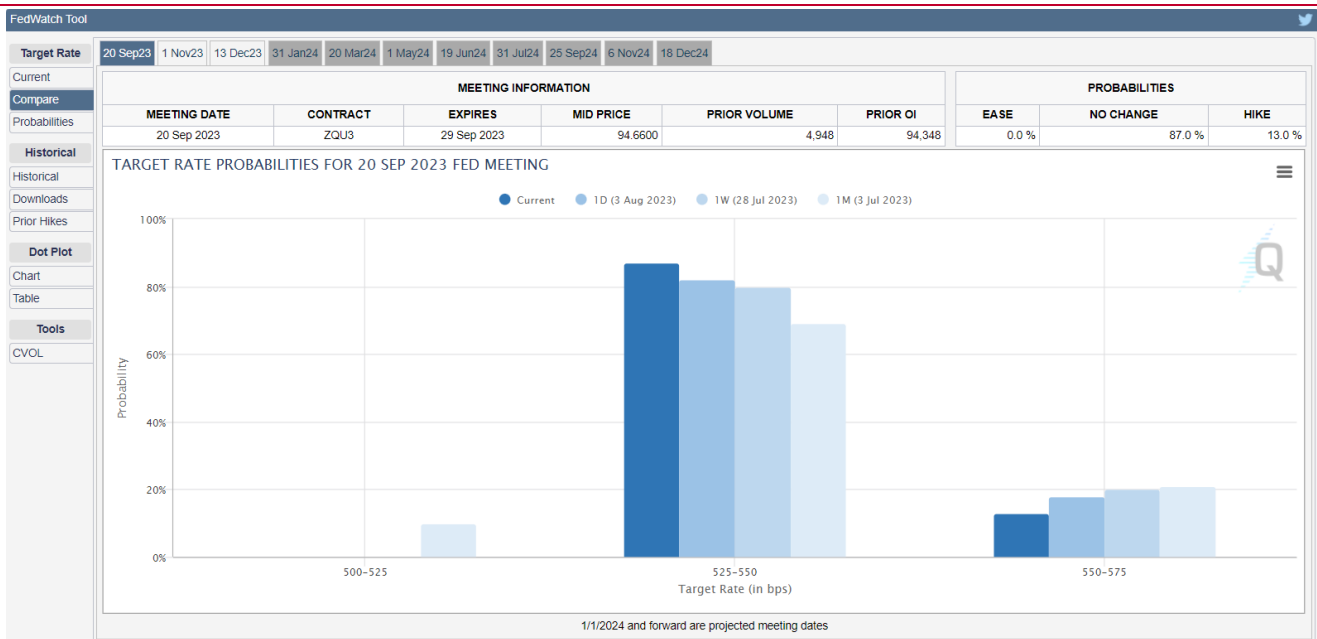
图表2：美国历史失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

非农数据公布之后美联储9月会议加息的概率略有上升，目前接近9成，1周前大概还只有8成，市场目前认为9月份不加息是大概率事件。

图表3：美联储9月会议加息概率(%)

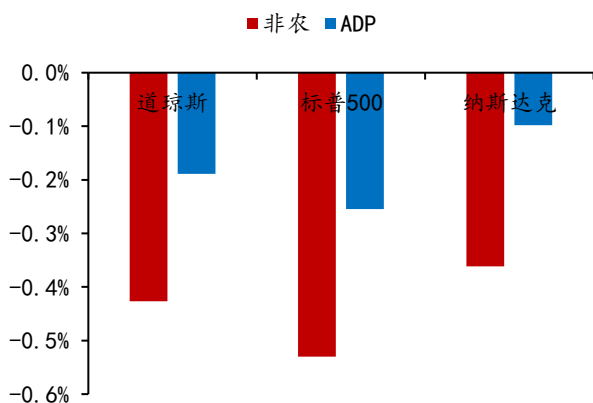


资料来源：国联证券研究所整理

非农公布的周五交易日美国三大股指收跌。对比 2 天前 ADP 数据公布后，三大股指也是普遍收跌，非农公布后跌幅更大。非农数据公布 3 天前惠誉下调了美国的主权信用等级。从股市的反应来看，失业率下降却反而让股指下跌。从逻辑上看，失业率仍低意味着经济目前还不错，或仍有利于股票的分子端，股指下跌或许是延续了惠誉将美国主权信用评级下调后的担忧。

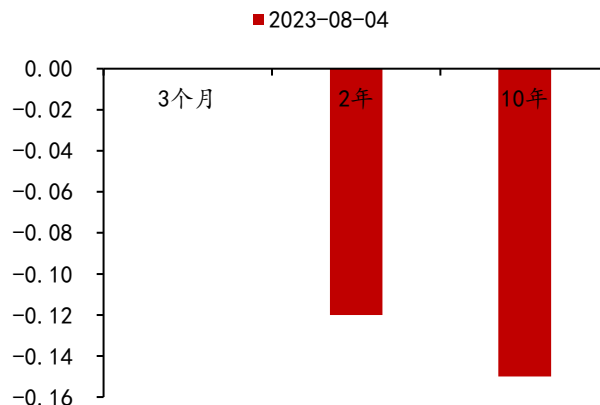
美债收益率总体下跌，2 年期和 10 年期国债都下降，其中 2 年前下降 0.12%，10 年期下降 0.15%。从债券市场的反应看，或也认为目前的非农数据支持美联储的加息已经结束。

图表4：美国股市的反应(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：美国国债利率变化(%)

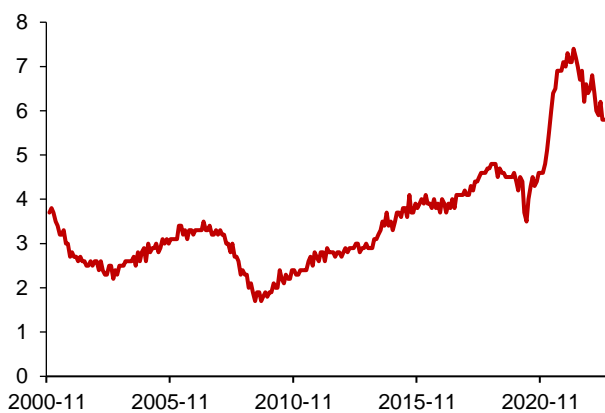


资料来源：Wind，国联证券研究所

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度略微上涨，6月较5月略微上行，但保留小数点后1位的话都为1.6，每一个失业的人平均面对1.6个潜在的就业机会，4月为1.8。2022年初时的峰值超过2，目前较高位明显回落。但还处于远超过2020疫情前的经济扩张周期的位置，2020年疫情开始前仅略高于1.2。

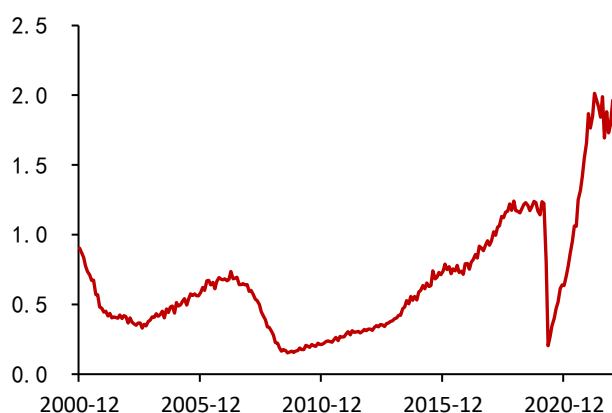
职位空缺率的数据显示在边际上就业市场的热度还在下行的通道，但是总体的热度还明显高于2020年疫情开始前的水平。6月的职位空缺率为5.8%，和5月持平，4月为6.2%，整体上延续高位回落的大趋势，较2022年3月的峰值7.4%已经回落了1.6%。

图表6：职位空缺率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：空缺失业比



资料来源：Wind，国联证券研究所

职位空缺数在2月和3月跌破1000万之后，4月又回到1000万以上，然后5月和6月再次回到1000万以下，6月较5月下降3.4万。

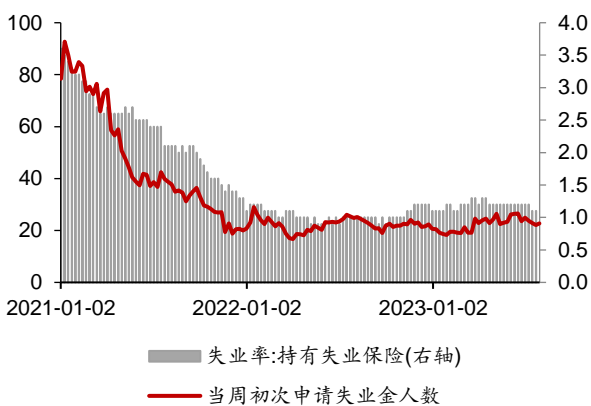
图表8：职位空缺数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

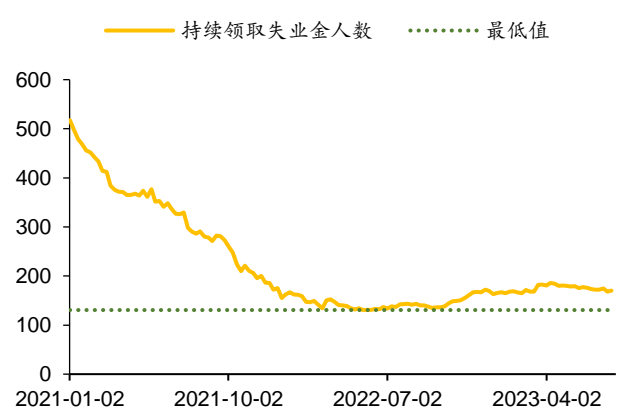
另外从一些其他更高频的衡量就业市场的数据里，我们也可以看到一些就业市场开始下行的迹象。周度数据中，持有失业保险的失业率7月22日为1.1%，较最低点上升了0.2pct。持续领取失业金人数4月中后略有下降，目前在170万左右水平，较2022年中达到的最低值已经上升了接近40万人。

图表9：当周初次申请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：持续领取失业金人数（万人）

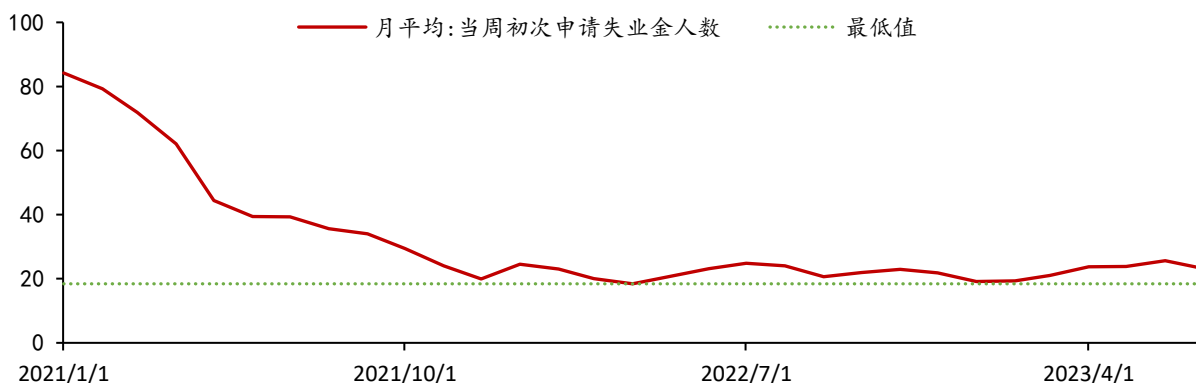


资料来源：Wind，国联证券研究所

当周初次申请失业金的人数大趋势上看也较低点有小幅上升，当周初次申请失业保险的人数从3月大概20万人左右波动增加到大约24万人左右波动。从月度的

均值来看, 7月均值 23.4 万人较 6 月下降, 6 月平均为 25.68 万人较上月上升 1.9 万人, 5 月平均为 23.8 万人, 4 月平均为 23.7 万人变化不大; 但都较 3 月明显上升, 3 月平均仅为 21 万人。

图表11: 月均值: 当周初次申请失业金人数 (万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

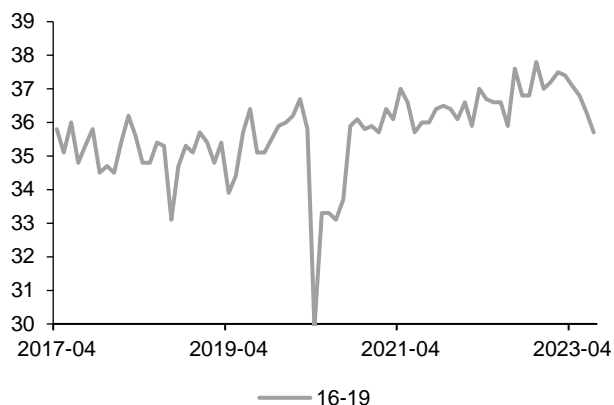
1.2 劳动参与率近 5 月未变

1.2.1 劳动参与率或达高点

7 月劳动力参与率为 62.6%，持平预期和前值，近 5 月都未变化，为疫情之后的最高值，但距离疫情前的高点 63.3%，还有 0.7pct 的差距。我们在关于 3 月份非农就业的点评报告《劳动力参与率或已达高点》里就提示了劳动参与率或已达高点，后面几个月劳动参与率的走势和我们的判断吻合。

理由并不复杂，从劳动参与率年龄结构的分解来看，由于 55 岁以上人群劳动参与率并无回升趋势，而其他年龄组基本都已经恢复，整体的劳动参与率或已经达到高点。

图表12: 16-19 岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 20-24 岁人群的劳动参与率(%)



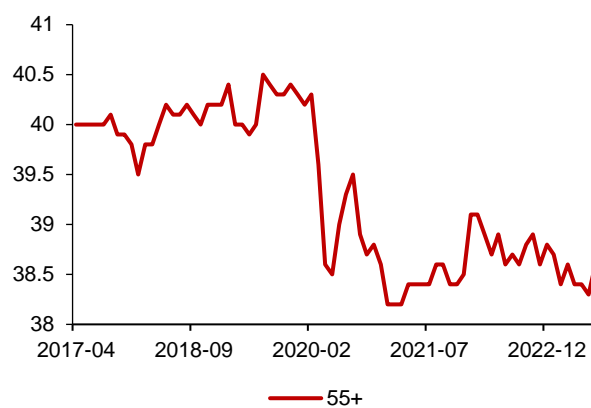
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 25-54 岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

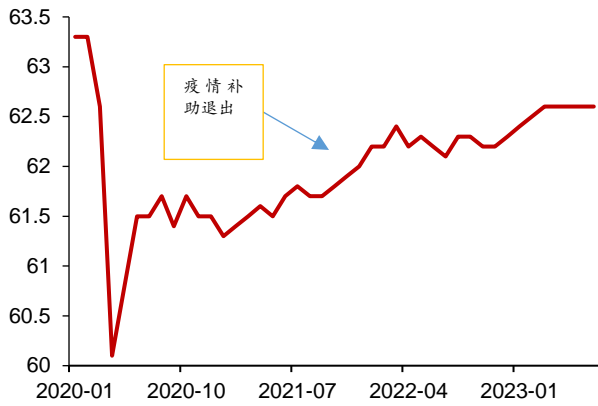
图表15: 55 岁以上人群的劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

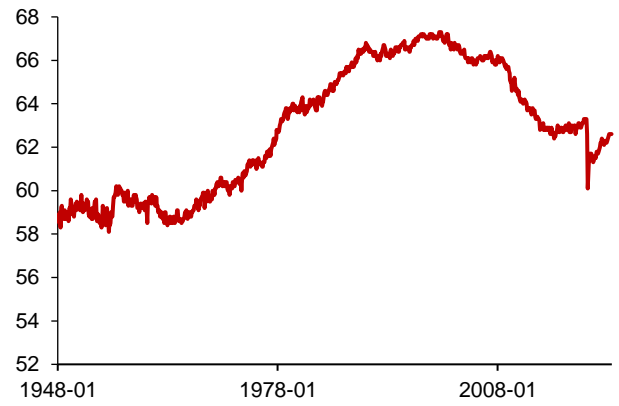
劳动参与率不再上升意味着新劳动力不再进入劳动力市场, 而劳动力是失业率的分母, 所以劳动参与率或达高点可能让失业率上升更容易。

图表16: 疫情以来美国劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表17: 历史美国劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

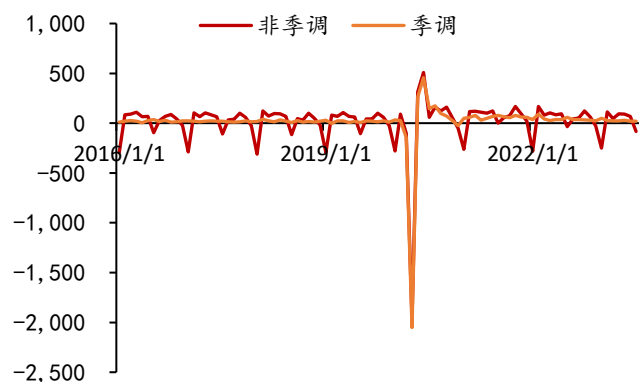
2. 非农就业

2.1 非农就业增长或加速减速

2.1.1 新增非农就业总量

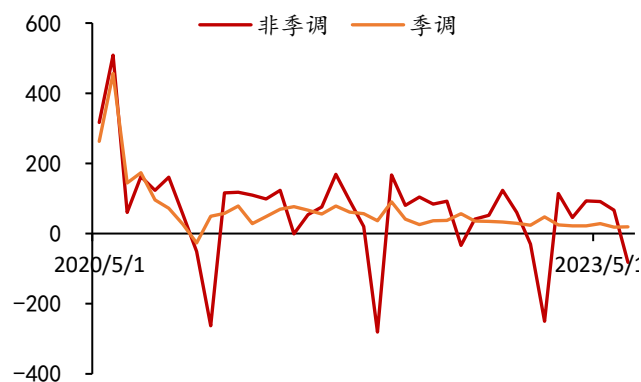
美国7月非农新增就业18.7万人, 低于预期的19万人, 6月数据从20.9万下调至18.5万人。7月新增就业人数创下2020年12月以来最低纪录, 非农就业人数连续第二个月低于预期。

图表18: 环比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表19: 疫情后环比新增非农就业(万人)

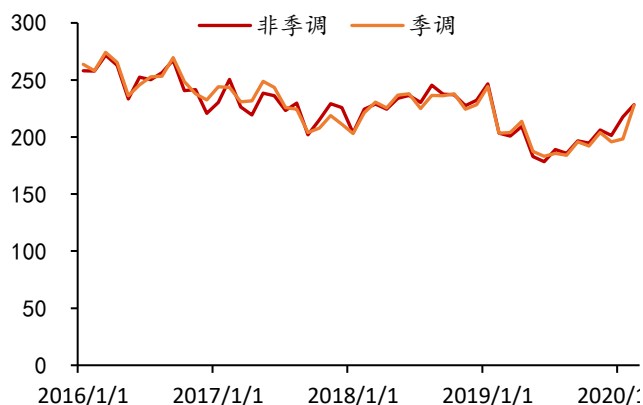


资料来源: FRED, 国联证券研究所

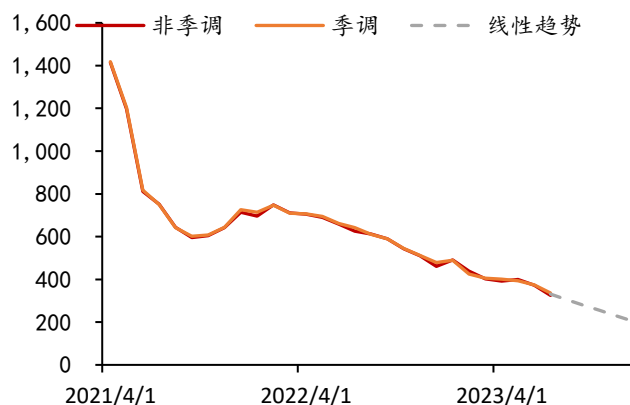
如果计算相对于去年同月的增长, 这样计算的同比的增长就不会被季节调整影响。另外同比数据相当于考虑了12个月的变化, 也更不易受一两个月数据波动的影响。

从同比增长的数据看, 7月非季调的非农同比增长325.1万, 上月为372.8万; 季调同比增长336.2万人, 上月374.3万人。同比就业增长逐渐放缓的趋势比较明显, 近两个月回落的斜率略有放缓, 不过绝对水平目前仍明显超过疫情前。

疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间, 目前的同比就业增长还约有330万人。按照目前回落的趋势线性外推的话, 大概到2023年12月左右会下降到200万人左右的水平。到2023年12月的同比新增就业数较上月的预测略有上升, 但差距不大。如果基于这个同比的预测, 在到年底前的5个月总共新增的就业只会25万人, 新增非农就业或加速回落。

图表20：疫情前同比新增非农就业(万人)


资料来源：FRED，国联证券研究所

图表21：疫情后同比新增非农就业(万人)


资料来源：FRED，国联证券研究所

2.2 5 个行业新增就业为负

2.2.1 新增非农分行业

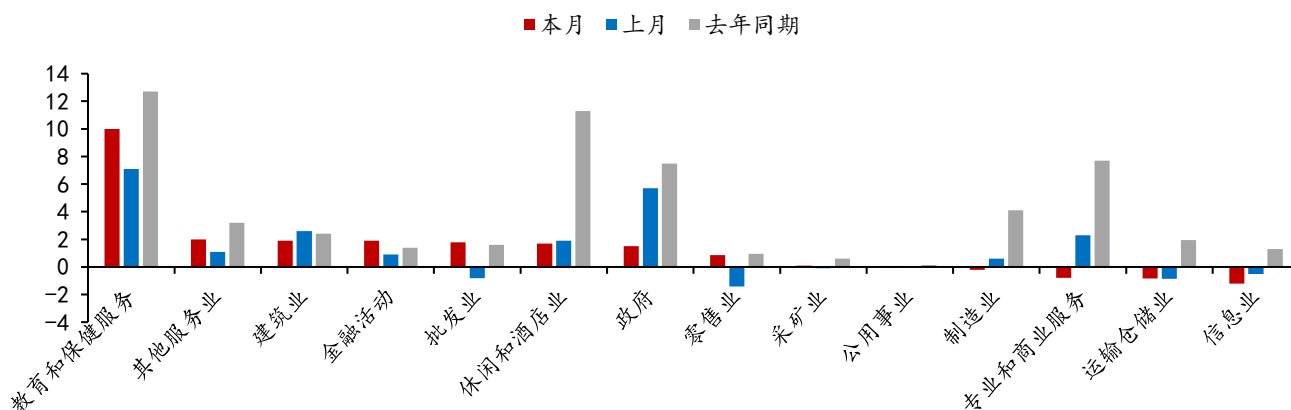
从新增非农就业的行业结构看，7月就业减少的部门数和6月持平，都为5个，而5月份私人部门仅2个行业就业减少，分行业的数据也显示就业市场热度正在下降。信息业减少1.2万人，运输仓储业减少0.84万人，专业和商业服务业减少0.8万人，制造业减少0.2万人，公用事业减少0.02万人，其他行业就业则实现增长。

在就业增长的私人部门行业中，最大增幅前三的行业为教育和保健服务、其他服务业和建筑业，建筑业近期再次进入前三，而休闲和酒店业跌到了第6，最大增幅前三个行业加起来的新增就业占到7月全部新增就业的74%，6月前三行业仅占全部新增就业的56%，集中度本月上升。

具体数字上来看，教育和保健服务新增10万人，其次是其他服务业新增2万人，建筑业新增1.9万人。

其他行业中，金融活动业新增1.9万人，批发业新增1.8万人，休闲和酒店业新增1.7万人，零售业新增0.85万人，采矿业新增0.1万人。另外政府新增1.5万人。

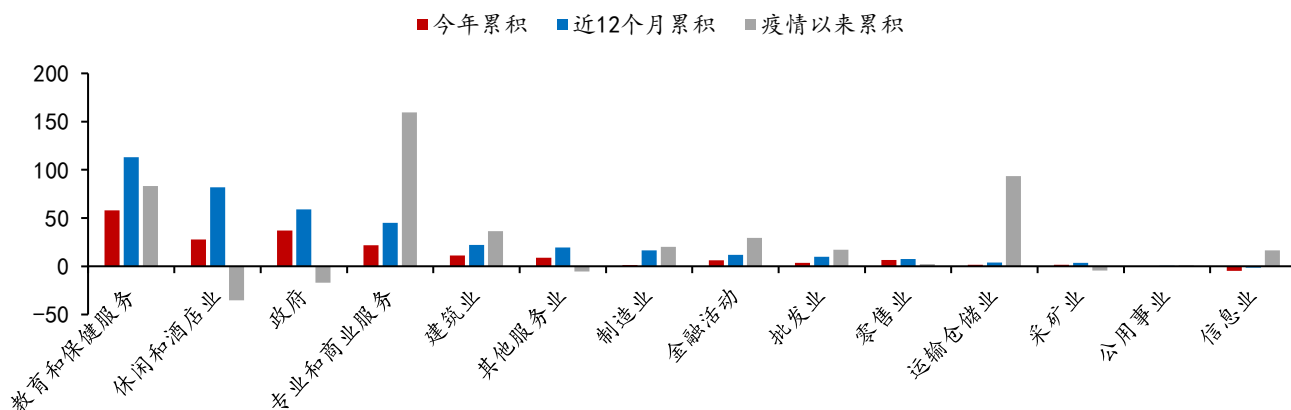
图表22：7月新增非农就业分行业(单位:万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

从分行业累积的就业增长来看,近12个月新增就业最大增幅来自教育和保健服务,近12个月新增就业113.1万,休闲和酒店业近12个月新增就业81.9万人,仅次于教育和保健服务,除了信息业外所有行业都为正增长。今年以来累积的就业增长前三的私人行业分别是教育和保健服务、休闲和酒店业和专业和商业服务,就业增长仍然集中在服务行业中,政府也累积新增了37万就业。

图表23：7月累积新增非农就业分行业(单位:万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

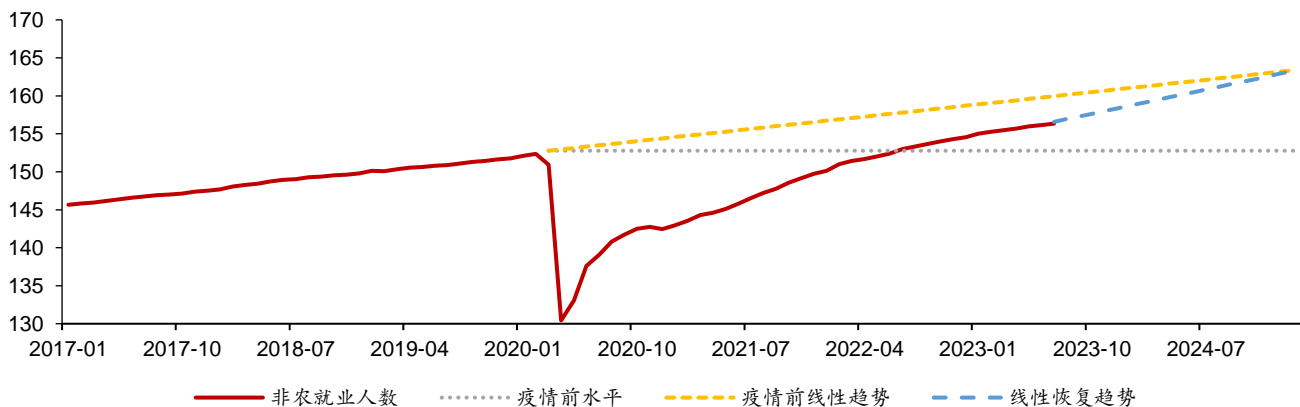
2.3 非农存量就业总体恢复

2.3.1 非农存量就业总量

7 月份的美国非农就业总人数为 1.563 亿人，比 2020 年 2 月疫情前创下的历史新高多 397 万人。事实上，非农就业在 2022 年 6 月就已经超过了疫情前的历史新高。

但是相比疫情前的线性趋势，7 月份的美国非农就业存量仍还有明显的差距。按照近 12 个月的就业增长速度线性外推的话，存量的就业或将在 2025 年初追上疫情前的趋势。

图表 24：非农就业总人数（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.4 非农分行业存量就业仍存在差异

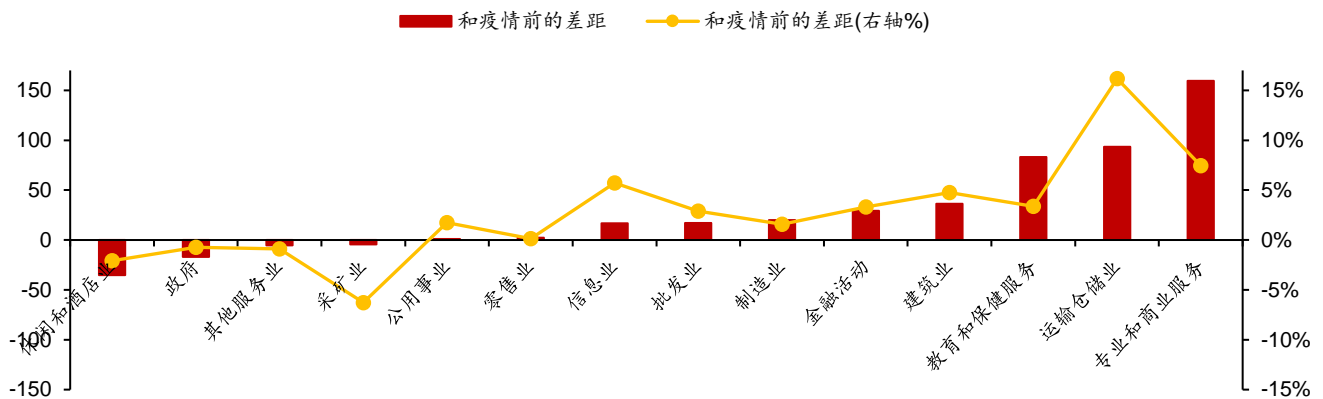
2.4.1 非农存量就业分行业

虽然总量上非农就业已经超过疫情前，是疫情前的 102.6%；从分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况仍有差异，到 7 月为止还有 4 个行业没有完全修复。差距最大的休闲和酒店业就业人数较疫情前仍有 35.2 万人左右的缺口（下图中显示为负值）。

和疫情前相比的缺口人数次之的行业为政府、其他服务业和采矿业等，其中采矿业的缺口虽然只有 4.3 万人，但是缺口的比例最高，达到了 6.3%。和疫情前相比有待恢复比例差距其次的行业是休闲和酒店业和其他服务业。

相反，剩下的其他行业都已经恢复到略超过疫情前水平。恢复得最好的专业和商业服务行业已经是超过疫情前水平超过 160 万人；恢复比例最高的运输和仓储业已经是疫情前水平的 116.2%，或者说超过疫情前水平 16.2%。

图表25：7月美国存量非农就业分行业（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

分行业存量就业的增速来看，采矿业的同比增速最快，其次是休闲和酒店业和教育保健服务。从环比上看，增速最快的是教育和保健服务业，其次是其他服务业，接下来是批发业和建筑业，休闲和酒店业的环比增长回落到 0.1%。

图表26：7月美国存量非农就业分行业（单位万人）

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的差距
休闲和酒店业	1659.3	1657.6	1588.7	0.1%	4.4%	-35	-2.1%
政府	2270.1	2268.6	2218.5	0.1%	2.3%	-17	-0.7%
其他服务业	588.7	586.7	572.3	0.3%	2.9%	-5	-0.9%
采矿业	64.3	64.2	61.3	0.2%	4.9%	-4	-6.3%
公用事业	55.71	55.73	55.42	0.0%	0.5%	1	1.8%
零售业	1554.25	1553.4	1547.67	0.1%	0.4%	2	0.1%
信息业	307.4	308.6	310.2	-0.4%	-0.9%	17	5.7%
批发业	606.38	604.59	598.23	0.3%	1.4%	17	2.9%
制造业	1298.5	1298.7	1286	0.0%	1.0%	20	1.6%
金融活动	916.3	914.4	905.7	0.2%	1.2%	29	3.3%
建筑业	797.1	795.2	777.3	0.2%	2.5%	36	4.8%
教育和保健服务	2540.8	2530.8	2440.4	0.4%	4.1%	83	3.4%
运输仓储业	672.15	672.99	670.36	-0.1%	0.3%	94	16.2%
专业和商业服务	2303.2	2304	2265.9	0.0%	1.6%	160	7.4%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

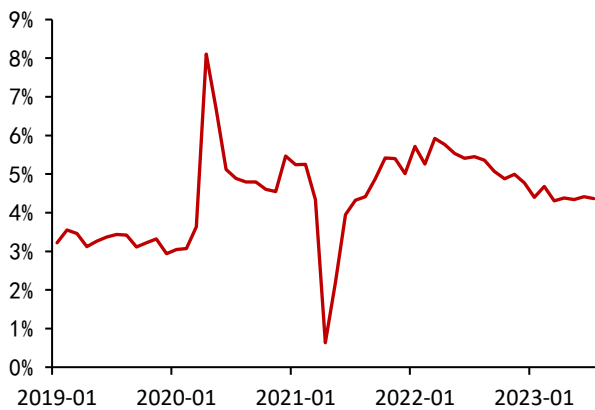
3. 时薪增长仍在放缓

3.1 时薪增长较上月小幅下降，工时下降

3.1.1 总体时薪

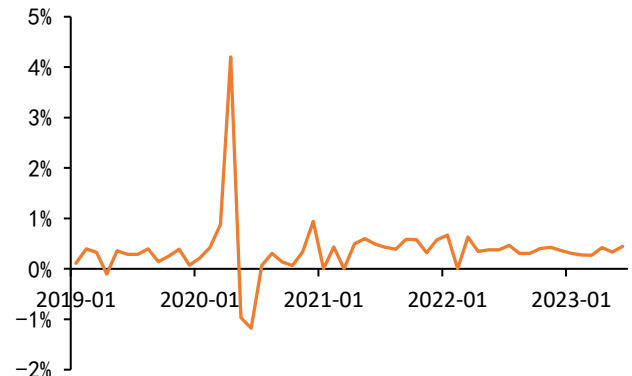
7 月份平均时薪同比增长 4.36%，高于预期值 4.2%，但较上月 4.41%略低，环比增长 0.42%。时薪的增长缓慢下行的趋势仍未改变，时薪增幅继续放缓或有助于通胀回落，但小时工资比预期的要高，通胀回到美联储政策目标的时间或可能较长。时薪上升的原因之一是每周工作时间减少至 34.3 小时，达到 2020 年春季来的最低水平。

图表27：非农全部员工时薪同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表28：非农全部员工时薪环比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

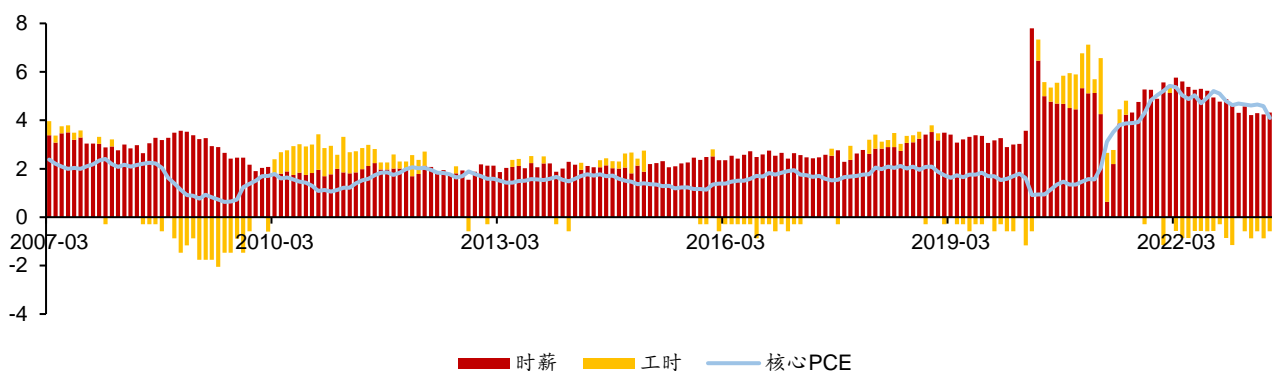
工资通胀整体和核心 PCE 通胀都延续下行的迹象，但是服务通胀仍高，成为主要的通胀风险因素。周工资等于时薪乘以周工时，我们可以把工资的通货膨胀分解为时薪的贡献和工时的贡献。对数化后， $\ln(\text{工资}) = \ln(\text{时薪}) + \ln(\text{工时})$ 。近期的数据显示，工资通胀已经从高点超过 7% 回落到 4% 附近波动，但距离回到疫情前的 2% 左右还有较远距离。

详细拆解显示，数据中工时的贡献已经较 2020 年的高点明显回落，自从 2021 年底开始贡献都转为负值，与工资通胀高峰期工时明显增长有较大差异。平均周工时 2021 年 1 月最高达到 35 小时，7 月最新为 34.3 小时，2018 年以来最低值为 34.1 小

时，未来进一步大幅下行的空间或也较有限。

工时回落可能与劳动力供给改善有关，更多人回到劳动力市场可能导致劳动力市场的紧张程度有所下降。但是，正如我们上文分析的那样劳动力参与率的进一步回升或有困难。

图表29：工资通胀拆解，工资=时薪*工时（对数化结果）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.2 分行业时薪

3.2.1 更多行业跑赢通胀

分行业的时薪增长来看，休闲酒店业的增幅最大。但是由于休闲酒店业的时薪绝对值较低，休闲酒店业的就业增长将拉低平均时薪。

CPI 和核心 CPI 相比疫情前上涨 17.2%和 15.3%，如果以 CPI 增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的只有 6 个行业较上个月再增加一个行业，它们分别是休闲和酒店业、教育和医疗服务行业、零售业、专业和商业服务、金融业以及公用事业。其他行业的时薪增长都没能跑赢通胀。

图表30：时薪分行业

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的增幅	
跑赢 通胀	休闲和酒店	21.31	21.24	20.18	0.3%	5.6%	4.4	26.0%
	零售业	23.94	23.88	23.01	0.3%	4.0%	3.71	18.3%
	教育和医疗服务	33.01	32.92	32.09	0.3%	2.9%	5.1	18.3%
	专业和商业服务	40.61	40.41	38.83	0.5%	4.6%	6.17	17.9%
	金融业	43.5	43.32	41.67	0.4%	4.4%	6.59	17.9%
	公用事业	50.05	49.96	47.53	0.2%	5.3%	7.35	17.2%
	建筑业	36.67	36.36	34.78	0.9%	5.4%	5.27	16.8%
	运输仓储业	29.12	29.05	27.77	0.2%	4.9%	4.1	16.4%
	批发业	36.82	36.84	35.17	-0.1%	4.7%	4.95	15.5%
	制造业	32.61	32.44	31.02	0.5%	5.1%	4.33	15.3%
	其他服务业	29.69	29.73	28.86	-0.1%	2.9%	3.9	15.1%
	信息业	48.24	48.04	46.49	0.4%	3.8%	5.18	12.0%
	采矿业	38.09	37.95	36.35	0.4%	4.8%	3.57	10.3%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 风险提示

美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼