



宏观点评

需求确定性走弱，通胀不确定下行

2023年7月美国非农数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

张佳炜

资格编号: S0120523070005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

联系人

韦祎

资格编号: S0120123040019

邮箱: weiyi@tebon.com.cn

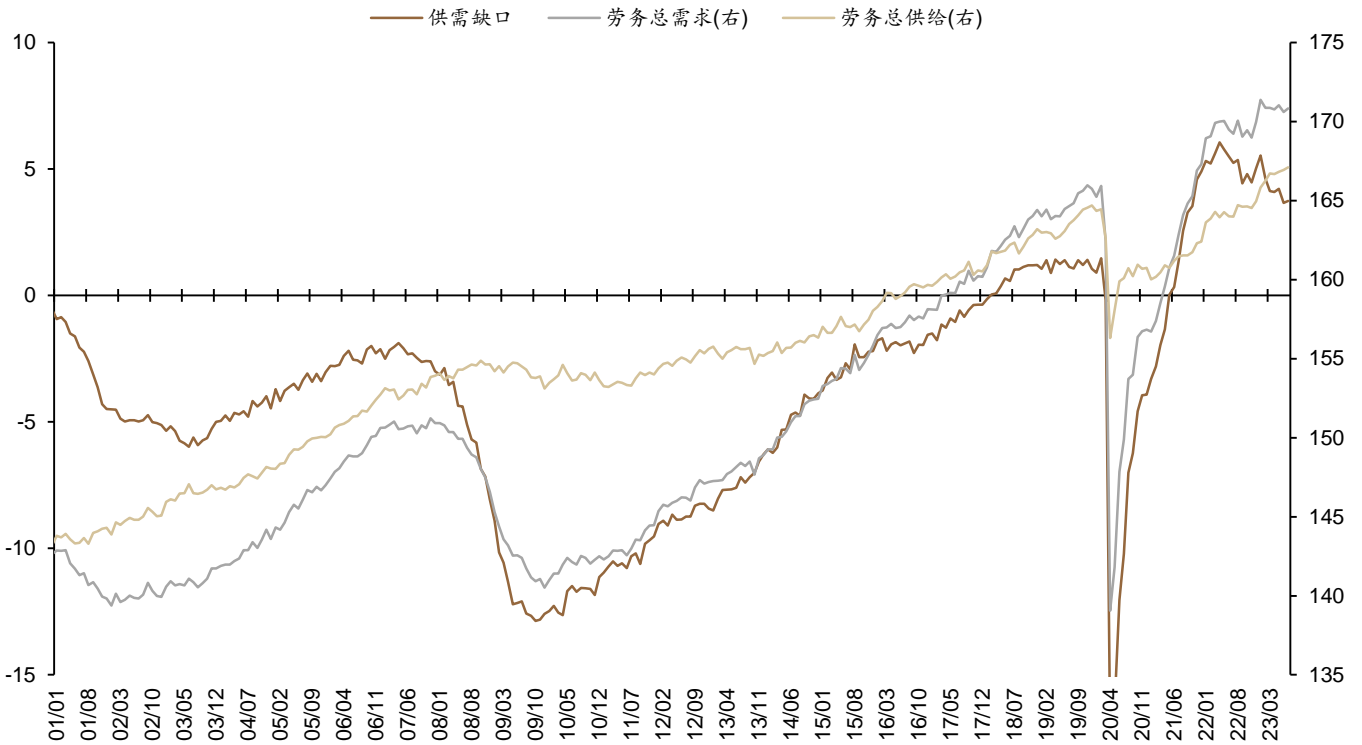
相关研究

《“长疫情”如何冲击美国劳务市场？
——供应链&通胀特辑#4》

投资要点:

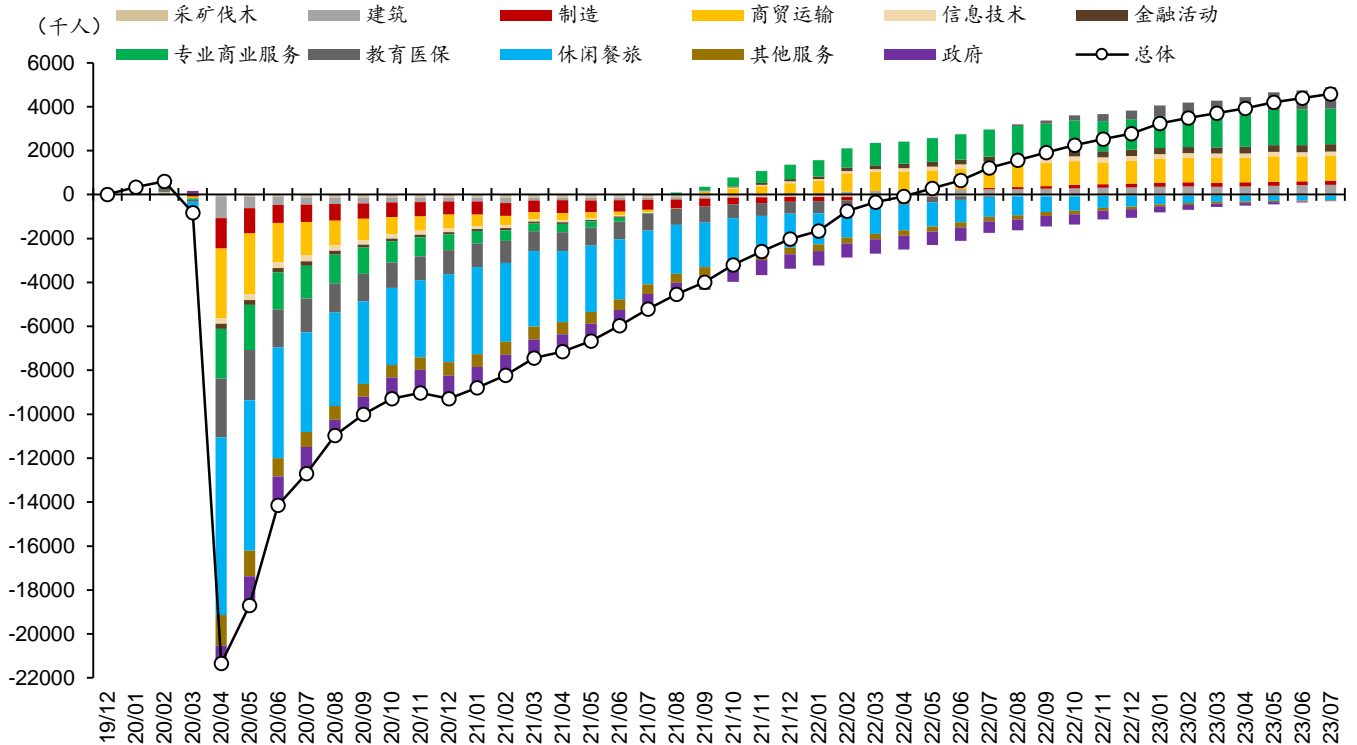
- **核心观点:** 7月新增非农就业强化了美国劳务市场“需求走弱+时薪难落”现状，前者显示货政紧缩下需求的趋势性放缓，后者则源自劳务供给修复的乏力，其结果是核心通胀的趋势性下行仍存在不确定性，年内再次加息仍有必要。7月非农就业再度不及预期，前值继续下修，且临时救助服务（temporary help）岗位减少、工时放缓（持平 2020Q1），均显示劳务市场延续降温。但另一方面，供给修复乏力→供需缺口回升→时薪环比超预期则表明劳务市场供需仍偏紧俏，失业率也再度回落至 3.5% 的低位。工资通胀黏性和长期中供给难以完全修复，或意味着当前市场对于年内不再加息、明年 3 月开启降息的预期仍偏乐观。
- **供需结构:** 需求延续降温，供给修复乏力，供需缺口边际回升，时薪增速维持韧性。从居民调查问卷看，7月新增就业年龄人口 20.1 万，其中 15.2 万流向劳动力，4.9 万流入非劳动力，劳动参与率维持在 62.6%。7月新增就业人数 26.8 万，其中 15.2 万来自前述劳动力的增加，11.6 万来自失业人口回归工作，因此就业率上行至 60.4%，失业率下行至 3.5%。从劳动参与率结构看，16-19、20-24 岁两个群体劳动参与率大幅走低，最新分别较 2019.12 同期低 -0.3%、-1.0%。考虑到二者本身波动率较大，其趋势是否成势有待观察。另外，55+ 群体劳动参与率首次回升。中老年群体疫后的提前退休是美国劳动供给不足的重要成因，如果“返聘”具备持续性，则可对“劳务供给→供需缺口→工资通胀”带来改观。**供需均衡下，主要受供给修复乏力影响，美国劳务市场最新供需缺口为 374.1 万人，较 365.9 万的前值边际反弹**，其结果是时薪增速同比 +4.4%，环比 +0.4%，均超预期，且维持在较高的环比增长中枢。劳务市场的持续紧俏仍对美联储实现通胀目标构成挑战。
- **劳务需求:** 私营部门新增就业环比增长，教育医保和商贸运输行业是主要贡献。7月新增非农就业 18.7 万人，预期 20 万，前值由 20.9 万下修至 18.5 万，5-6 月数值累计下修 4.9 万。其中，本月私营部门新增就业 17.2 万人，前值 12.8 万人；政府部门新增非农 1.5 万，前值 5.7 万。从结构上看，新增的 18.7 万就业中有 10 万来自教育医保行业，是新增就业中的中流砥柱；商贸运输本月新增 1.8 万，较上月（-3.1 万）显著增长。与疫情前 2019.12 的水平相比，前期超额招聘的信息技术、专业商业服务等行业新增就业环比继续减少，二者较 2019.12 的缺口率分别小幅回落至 +6.3% 和 +7.5%。值得注意的是，休闲餐旅行业就业缺口率从 -1.3% 缩小至 -1.2%，而职位空缺率环比下降 0.4%，该行业持续过热的需求或出现边际降温。从当前需求 vs 潜在需求缺口对比来看（图 5），当前仅有采矿伐木行业仍处于当前和潜在需求均过热的第二象限，而绝大多数行业落入第四象限，即潜在需求偏弱、就业修复已较为充分。
- **策略启示:** 综合来看，7月新增非农月率的放缓、临时救助服务岗位的减少、工时的放缓等众多迹象都意味着劳务市场正在降温，但本月反弹的供需缺口、持续高位时薪增速、维持低位的失业率&劳动参与率表明劳务市场“供给修复乏力→劳务市场紧俏延续→工资通胀韧性强化”的现状仍没有显著改变。需求回落或可让通胀不再反弹，但若供给难以继续修复，则意味着核心通胀趋势性下行至 3% 仍充满不确定性。
- **风险提示:** 美联储过早开启降息周期引发通胀反弹甚至失控；美联储紧缩周期维持时间过长，引发金融系统流动性危机；失业率超预期快速回升。

图 1：美国劳务市场总需求与总供给



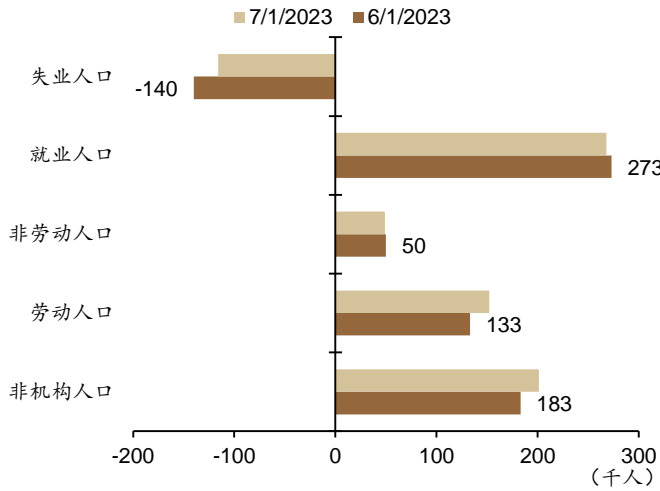
资料来源：美联储，德邦研究所；总需求=当月新增非农就业+前月职位空缺数；单位：百万人

图 2：美国各行业非农就业总人数与 2019 年 12 月绝对水平比较



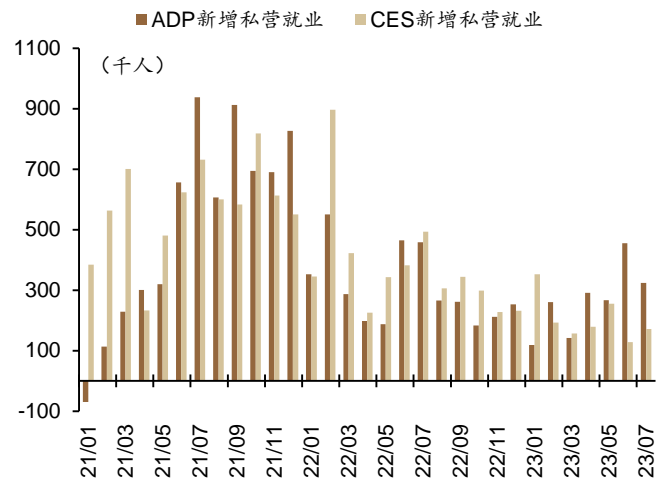
资料来源：美联储，德邦研究所

图 3: 美国劳务市场人口净月变动



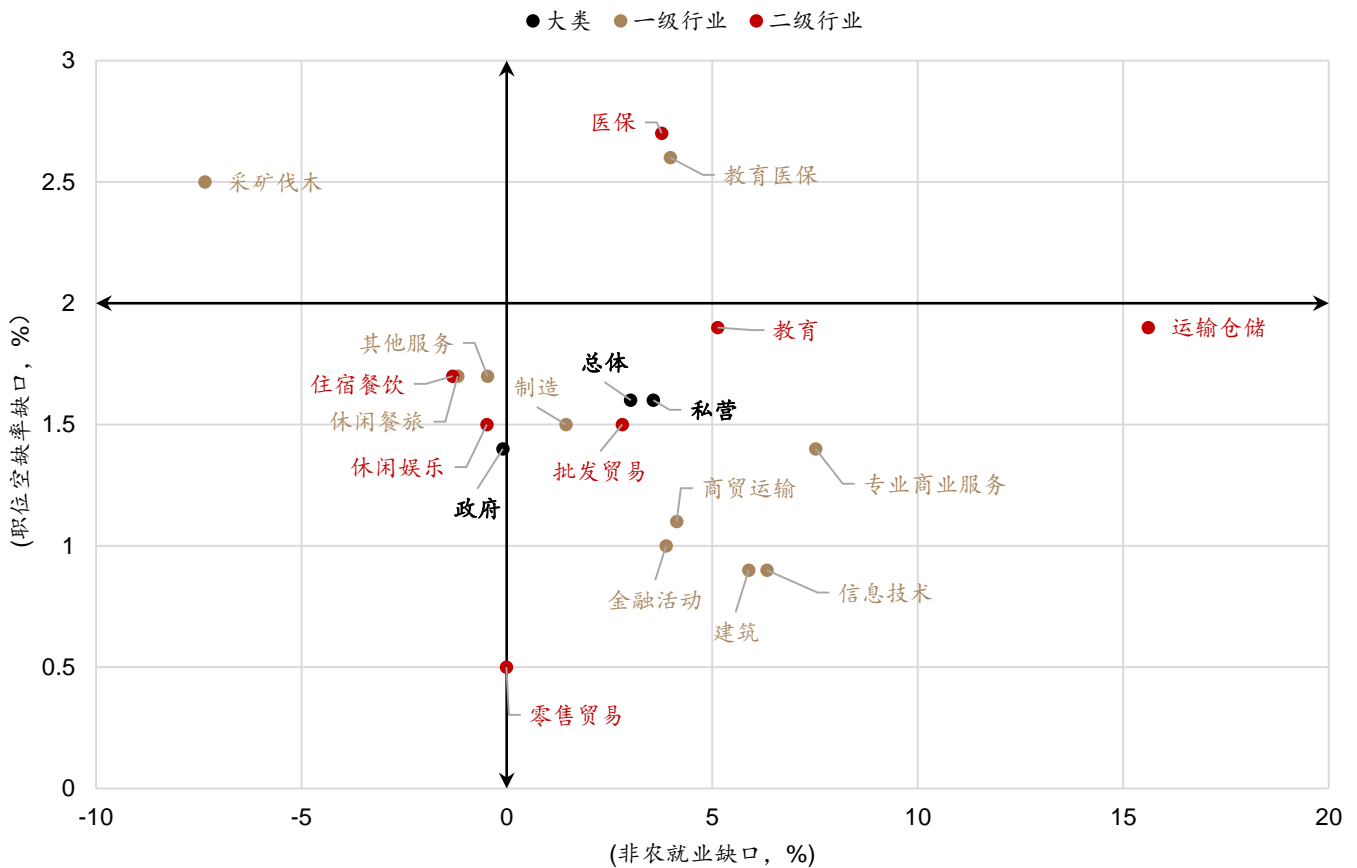
资料来源: 美联储, 德邦研究所

图 4: 美国新增私营行业就业人数



资料来源: 美联储, 德邦研究所

图 5: 美国各行业最新当前需求与潜在需求缺口一览



资料来源: 彭博, 德邦研究所

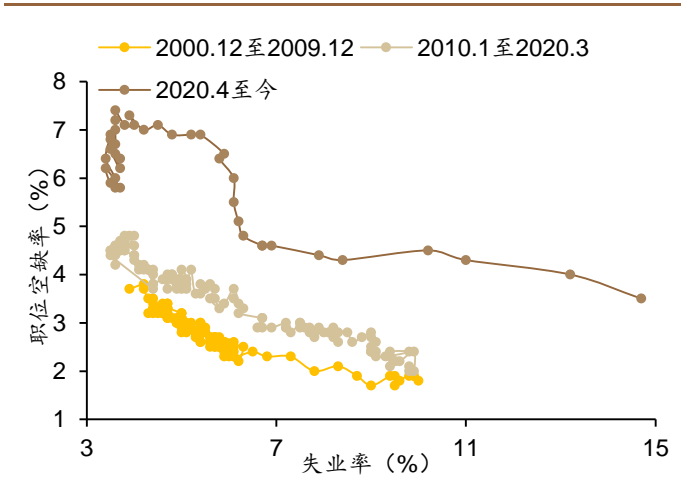
表 1: 美国各行业就业净月变动&就业总人数与 2019 年 12 月水平相比净变化

	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09	2022/08
非农就业净月变动	187	185	281	217	217	248	472	239	290	324	350	352
私营	172	128	255	179	157	193	353	232	228	299	344	306
商品	18	31	24	25	-19	18	41	36	41	57	44	37
采矿业	1	-1	3	5	2	1	4	4	8	3	2	-2
建筑	19	26	25	11	-9	14	26	26	19	17	16	8
制造	-2	6	-4	9	-12	3	11	6	14	37	26	31
服务	154	97	231	154	176	175	312	196	187	242	300	269
商贸运输	18	-31	48	-17	3	36	61	36	-84	31	7	60
信息技术	-12	-5	-4	3	3	-8	-23	-9	13	3	3	8
金融活动	19	9	13	27	-5	0	-1	4	11	18	2	9
专业商业服务	-8	23	45	48	45	21	44	23	0	36	48	48
教育医保	100	71	88	77	70	64	111	71	95	85	80	92
休闲餐饮	17	19	28	11	46	57	99	58	123	61	139	48
其他服务	20	11	13	5	14	5	21	13	29	8	21	4
政府	15	57	26	38	60	55	119	7	62	25	6	46

缺口率	权重	与2019.12相比	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09	2022/08
3.0%	100.0%	非农就业绝对变动	4,578	4,391	4,206	3,925	3,708	3,491	3,243	2,771	2,532	2,242	1,918	1,568
3.6%	85.5%	私营	4,600	4,428	4,300	4,045	3,866	3,709	3,516	3,163	2,931	2,703	2,404	2,060
2.7%	13.8%	商品	576	558	527	503	478	497	479	438	402	361	304	260
-7.3%	0.4%	采矿业	-51	-52	-51	-54	-59	-61	-62	-66	-70	-78	-81	-83
5.9%	5.1%	建筑	443	424	398	373	362	371	357	331	305	286	269	253
1.4%	8.3%	制造	184	186	180	184	175	187	184	173	167	153	116	90
3.7%	71.7%	服务	4,024	3,870	3,773	3,542	3,388	3,212	3,037	2,725	2,529	2,342	2,100	1,800
4.1%	18.5%	商贸运输	1,146	1,128	1,159	1,111	1,128	1,125	1,089	1,028	992	1,076	1,045	1,038
6.3%	2.0%	信息技术	183	195	200	204	201	198	206	229	238	225	222	219
3.9%	5.9%	金融活动	342	323	314	301	274	279	279	280	276	265	247	245
7.5%	14.7%	专业商业服务	1,610	1,618	1,595	1,550	1,502	1,457	1,436	1,392	1,369	1,369	1,333	1,285
4.0%	16.3%	教育医保	972	872	801	713	636	566	502	391	320	225	140	60
-1.2%	10.6%	休闲餐饮	-201	-218	-237	-265	-276	-322	-379	-478	-536	-659	-720	-859
-0.5%	3.8%	其他服务	-28	-48	-59	-72	-77	-91	-96	-117	-130	-159	-167	-188
-0.1%	14.5%	政府	-22	-37	-94	-120	-158	-218	-273	-392	-399	-461	-486	-492

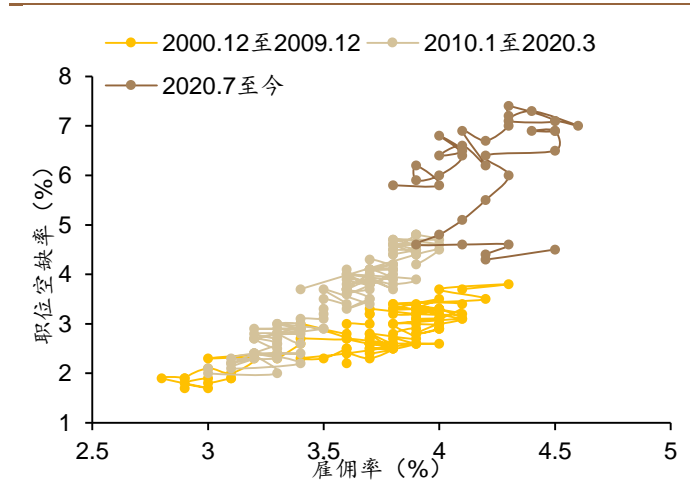
资料来源：美联储，德邦研究所；单位：千人

图 6: 美国职位空缺率与失业率对比 (Beveridge Curve)



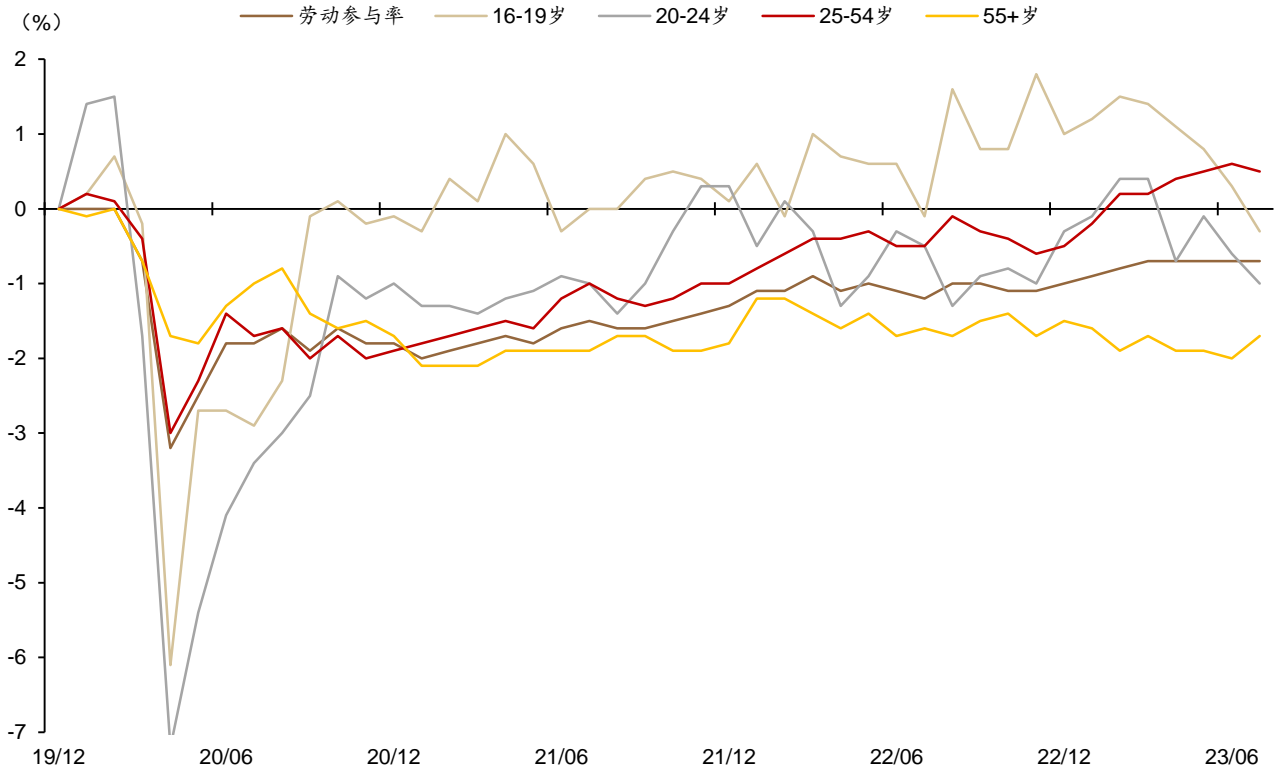
资料来源：美联储，德邦研究所

图 7: 美国职位空缺率与雇佣率对比



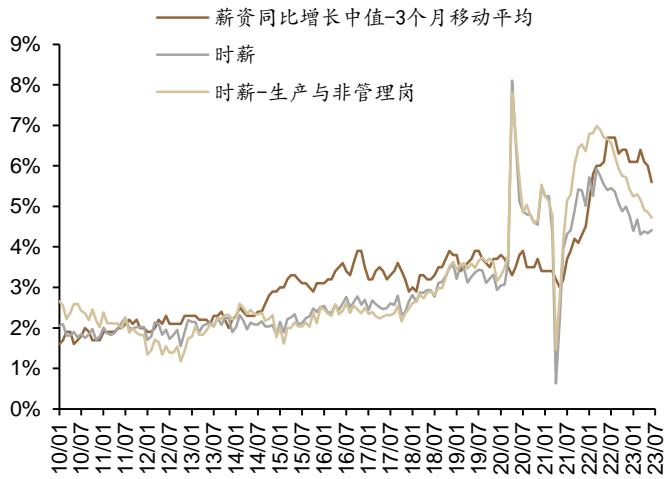
资料来源：美联储，德邦研究所

图 8: 各年龄段美国劳动参与率与 2019 年 12 月相比的变化情况



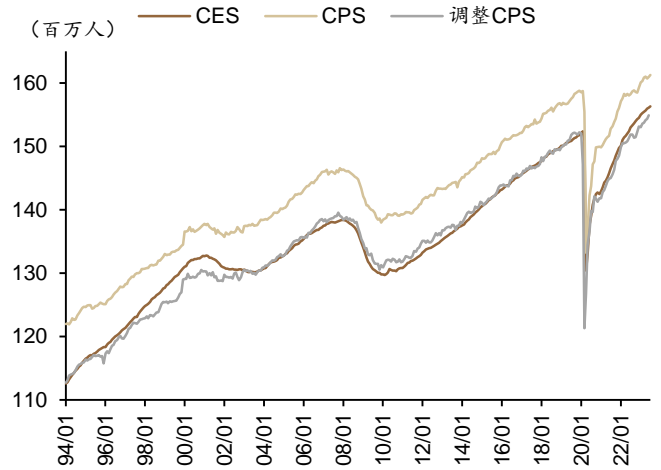
资料来源: 美联储, 德邦研究所

图 9: 美国非农行业时薪同比增速



资料来源: 美联储, 德邦研究所

图 10: 企业调查(CPS)、居民调查(CES)与调整后居民调查就业总人数



资料来源: 美联储, 德邦研究所

表 2：美国不同行业平均时薪同比及环比增速

时薪同比(%)	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09	2022/08
私人	4.36	4.41	4.34	4.38	4.30	4.68	5.09	5.38	5.33	5.49	5.69	5.77
商品	5.32	5.09	4.70	4.59	4.65	4.55	5.05	5.01	4.93	4.92	4.97	4.89
采矿伐木	4.79	5.62	6.91	7.12	4.78	5.07	4.29	3.53	3.73	3.48	3.54	3.75
建筑	5.43	4.87	5.01	5.18	5.42	5.75	6.09	6.43	6.11	6.08	5.96	5.98
制造	5.13	5.05	4.24	3.92	4.05	3.60	4.38	4.14	4.15	4.27	4.32	4.23
服务	4.12	4.26	4.28	4.33	4.25	4.72	5.10	5.45	5.44	5.63	5.87	5.99
商贸运输	4.69	4.85	4.57	4.99	4.45	5.34	5.19	5.14	5.35	5.29	5.44	5.18
信息技术	3.76	3.60	4.56	4.25	5.67	6.14	5.95	6.85	6.10	7.54	7.69	6.88
金融活动	4.39	4.41	4.42	3.77	4.02	4.09	4.37	4.33	3.90	4.47	4.81	3.90
专业商业服务	4.58	4.63	4.30	4.23	4.44	4.88	5.34	5.55	5.57	5.75	5.78	6.19
教育医保	2.87	3.33	3.60	3.90	3.88	3.92	5.14	5.68	5.66	5.69	6.32	6.89
休闲餐饮	5.60	5.78	5.81	5.89	5.92	7.05	6.56	7.33	7.29	8.21	8.26	9.56
其他服务	2.88	3.70	4.54	4.30	3.35	3.90	3.91	4.00	4.62	4.33	4.71	4.52
时薪环比(%)	0.42	0.45	0.33	0.42	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43	0.40	0.31	0.31
私人	0.42	0.45	0.33	0.42	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43	0.40	0.31	0.31
商品	0.65	0.59	0.45	0.48	0.54	0.21	0.51	0.33	0.43	0.46	0.37	0.18
采矿伐木	0.37	-0.24	0.79	1.23	0.46	0.38	0.90	0.52	0.58	-0.19	0.25	-0.36
建筑	0.85	0.28	0.42	0.33	0.42	0.42	0.25	0.48	0.51	0.57	0.40	0.37
制造	0.52	0.84	0.41	0.50	0.63	0.03	0.64	0.22	0.35	0.42	0.32	0.13
服务	0.36	0.39	0.33	0.39	0.24	0.27	0.24	0.37	0.43	0.40	0.28	0.34
商贸运输	0.17	0.42	0.10	0.59	0.17	0.81	0.53	0.21	0.46	0.47	0.36	0.29
信息技术	0.42	-0.19	1.05	-0.89	0.31	0.34	0.02	0.59	-0.42	-0.15	0.80	1.85
金融活动	0.42	0.74	0.75	-0.07	0.38	0.09	0.21	0.69	0.17	-0.07	0.72	0.29
专业商业服务	0.49	0.45	0.22	0.48	0.45	0.23	0.38	0.33	0.54	0.49	0.21	0.23
教育医保	0.27	0.34	0.18	0.31	0.06	-0.21	0.37	0.34	0.53	0.59	-0.06	0.12
休闲餐饮	0.33	0.47	0.48	0.53	0.67	0.05	0.00	0.82	0.83	0.59	0.15	0.55
其他服务	-0.13	0.17	0.41	0.85	-0.81	0.17	0.44	-0.14	0.82	0.17	0.73	0.17

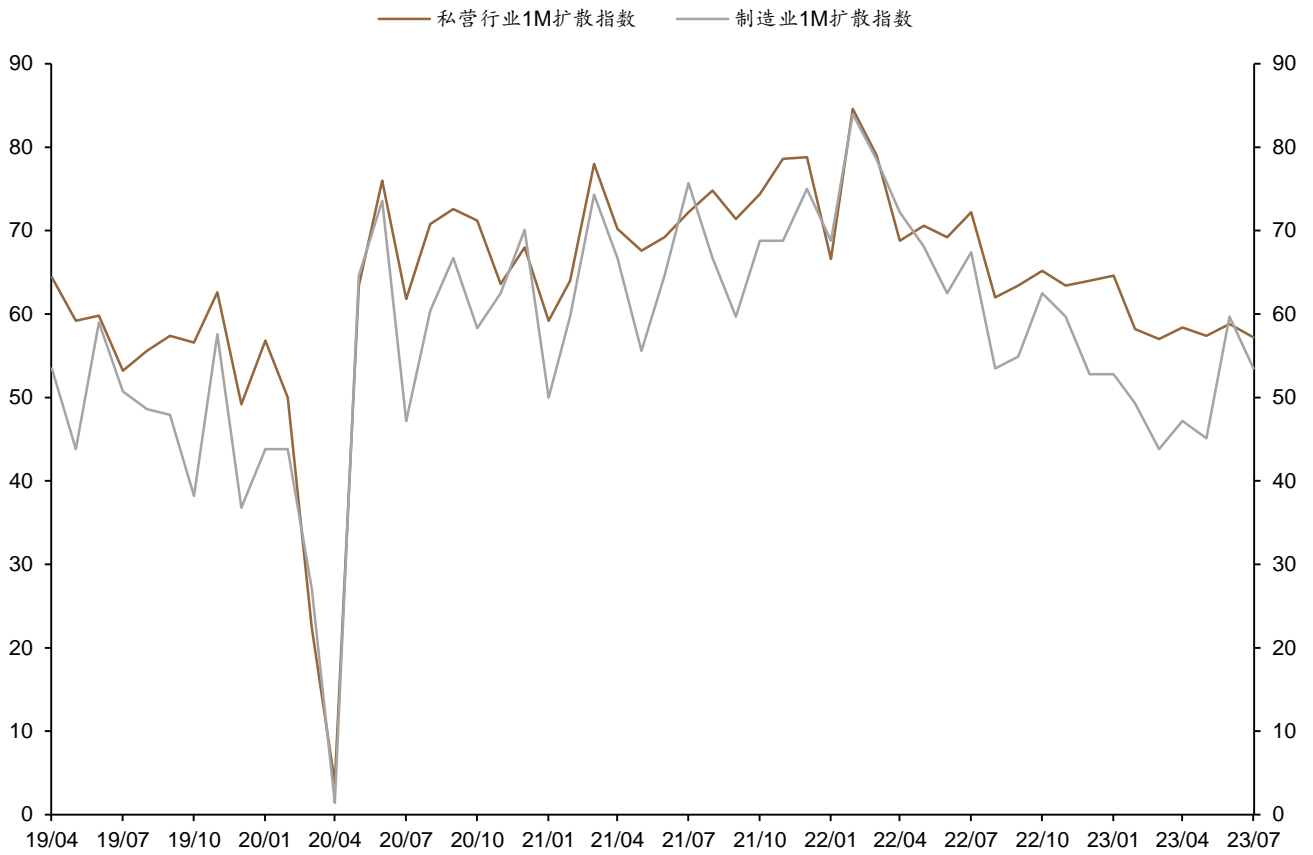
资料来源：美联储，德邦研究所

表 3：美国不同行业平均时薪同比及环比增速-生产与非管理岗

生产与非管理岗												
时薪同比(%)	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09	2022/08
私人	4.78	4.72	4.86	4.91	5.16	5.30	5.25	5.42	5.72	5.75	5.93	6.24
商品	5.70	5.77	5.31	5.79	5.74	5.69	5.82	5.70	5.89	5.73	5.41	5.35
采矿伐木	5.56	5.82	6.26	6.11	4.21	5.04	4.96	4.57	5.15	5.54	5.04	4.87
建筑	5.81	5.58	5.66	6.60	6.53	6.26	6.36	6.34	6.38	6.37	6.64	6.06
制造	5.33	5.56	4.77	4.79	4.89	5.09	5.22	5.25	5.57	5.01	4.77	4.57
服务	4.57	4.56	4.76	4.74	4.99	5.25	5.11	5.36	5.70	5.77	5.99	6.42
商贸运输	5.20	5.22	5.29	5.52	5.59	5.83	5.43	5.28	5.93	6.50	6.44	6.66
信息技术	4.61	4.24	4.56	5.85	5.03	4.29	3.69	4.44	4.41	4.27	5.20	4.03
金融活动	4.19	4.52	4.67	4.44	5.78	5.93	5.65	6.16	5.92	6.08	6.54	6.35
专业商业服务	5.28	4.99	5.45	5.04	5.29	5.19	5.02	5.24	5.31	5.11	5.58	6.17
教育医保	3.84	3.87	4.07	4.01	4.31	4.75	5.01	5.14	5.83	5.79	5.74	6.83
休闲餐饮	5.48	5.32	5.06	4.92	5.54	6.27	7.83	6.98	7.11	7.38	8.02	9.02
其他服务	2.76	3.18	3.11	2.76	2.48	3.80	4.02	4.37	4.55	4.49	5.28	5.00
时薪环比(%)	0.45	0.38	0.38	0.32	0.39	0.42	0.28	0.43	0.46	0.39	0.36	0.40
私人	0.45	0.38	0.38	0.32	0.39	0.42	0.28	0.43	0.46	0.39	0.36	0.40
商品	0.41	0.68	0.34	0.38	0.48	0.24	0.66	0.49	0.60	0.50	0.46	0.32
采矿伐木	0.55	0.67	0.70	1.28	0.15	0.39	0.12	0.45	0.97	0.06	-0.12	0.21
建筑	0.53	0.26	0.21	0.33	0.54	0.51	0.66	0.67	0.36	0.43	0.58	0.59
制造	0.27	0.92	0.42	0.35	0.54	-0.04	0.58	0.27	0.87	0.48	0.44	0.12
服务	0.45	0.35	0.35	0.35	0.35	0.46	0.21	0.39	0.43	0.40	0.33	0.40
商贸运输	0.52	0.32	0.28	0.32	0.36	0.77	0.57	0.25	0.25	0.54	0.46	0.46
信息技术	0.25	-0.15	0.41	0.44	0.54	0.13	0.03	0.65	-0.05	-0.10	1.05	1.35
金融活动	0.24	0.48	0.69	0.12	0.36	0.85	0.06	0.49	0.31	0.28	0.25	0.00
专业商业服务	0.59	0.18	0.29	0.41	0.57	0.45	0.48	0.54	0.64	0.52	0.24	0.25
教育医保	0.53	0.47	0.40	0.20	0.07	0.03	0.30	0.27	0.48	0.44	0.17	0.41
休闲餐饮	0.37	0.64	0.76	0.32	0.93	0.00	-0.44	0.82	0.33	0.72	0.28	0.61
其他服务	0.43	0.47	0.59	0.68	-0.94	0.32	0.12	0.16	0.48	0.12	0.40	-0.08

资料来源：美联储，德邦研究所

图 11：美国劳务市场就业扩散指数



资料来源：彭博，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

张佳炜，德邦证券宏观海外组组长。伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），六年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

韦祎，德邦证券宏观研究员。毕业于中国人民大学和香港中文大学，经济学博士，研究方向为开放宏观经济学。擅长海外经济、经济周期、货币政策与大类资产配置研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。