

美国7月非农点评：非农再走弱，薪资粘性强



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

投资要点：

7月新增非农就业不及预期，失业率走低，劳动力供给暂未回升。美国7月新增非农就业18.7万人不及预期（20万人），5-6月新增就业总计下修4.9万人，就业市场降温趋势明显。失业率小幅回落至3.5%，前值3.6%。劳动参与率62.6%，已连续5个月持平。当前失业率数据受劳动力人口低基数影响被动下降，就业韧性对市场影响不大。新增就业转弱更能体现强劲就业的尾声渐近，就业或不再构成美联储收紧政策主因。

服务业新增就业比上月有所反弹但整体走弱，商品行业就业回落。新增就业主要集中在医疗（+6.3万）、社会救助（+2.4万）、金融活动（+1.9万）和批发（+1.8万）等行业。此前热门的休闲酒店业新增转弱至1.7万（前值1.9万），专业和商业服务业新增首次转负至-0.8万人（前值2.3万人），或指向热门服务业降温。商品行业整体就业较上月回落，但建筑业新增1.9万，自5-6月（+2.5-2.6万）一直保持较高水平。

供给端老龄化不可逆，“临时工”退场，需求端降温收窄就业缺口。供给端，7月仅有青壮年人群劳动力参与率（83.4%）恢复至疫情前水平，未来可能需要青壮年人群继续提供动力。需求端，虽然企业整体空缺职位数同比回升，但用工需求同比仍在负区间，其中小型企业6月空缺数同比快速下降至-22.25%，前值-17.83%，持续收紧需求，为最大拖累项。

工资粘性超预期，可能为美联储留出更“鹰”的余地。7月私营部门平均时薪环比持平上月，同比4.36%，环比0.4%，略超预期。分行业看，7月商品行业整体时薪增速超5%，系建筑和制造业拉动，可能指向对应行业需求预期回升。服务业整体薪资同比继续回落，但休闲酒店业薪资增速仍超5%，薪资压力将不利于普遍期待的核心服务价格降温。

非农公布后，市场对9月货币政策持平的预期增加至87%。7月非农新增不及预期和5-6月就业数据大幅下修反映美国就业市场降温较快，但薪资滞涨仍可能制约核心服务通胀降幅。向前看，美联储下半年再加息的预期不占主流，主要关注核心服务通胀和库存周期、能源价格回升等外部风险。

风险提示：美国货币政策紧缩超预期，美国通胀粘性超预期。

相关报告

7月PMI数据解读

2023.08.01

6月财政数据解读：收入增速缓慢

2023.07.25

6月进出口数据解读：制造业疲软拖累内外需恢复

2023.07.21

目 录

1. 就业市场强韧但新增放缓，供需矛盾同前.....	4
1.1 供给端：就业市场一池“死水”还会僵持多久？.....	5
1.2 需求端：用工需求持续降温.....	7
2. 工资粘性超预期，行业薪资结构转型.....	8
3. 9月加息概率降低，关注薪资压力传递.....	9
4. 风险提示.....	10

图目录

图 1	美国 7 月失业率 3.5%，持续处于史低水平（%）	4
图 2	美国上半年至 7 月新增就业结构（千人，季调）	5
图 3	美国 7 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）	5
图 4	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）	6
图 5	劳动参与率连续五月持平在 62.6%，水平不及疫情前（%）	6
图 6	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平差异（%）	7
图 7	美国劳动力年龄结构（%）	7
图 8	美国职位空缺率持续回落，就业市场依赖需求端降温	7
图 9	美国职位空缺数分布,按企业大小（千人，非季调）	8
图 10	美国职位空缺数，按企业大小（千人，3MA，非季调）	8
图 11	美国职位空缺数同比，按企业大小（%，3MA，非季调）	8
图 12	美国非农平均时薪同比增速 4.4%，持平上月，回落不及通胀降温幅度（%）	8
图 13	美国上半年各行业时薪同比（%）	9
图 14	美国非农公布后芝商所 9 月再加息概率回落至 13%，年内再加息概率小幅下降	9

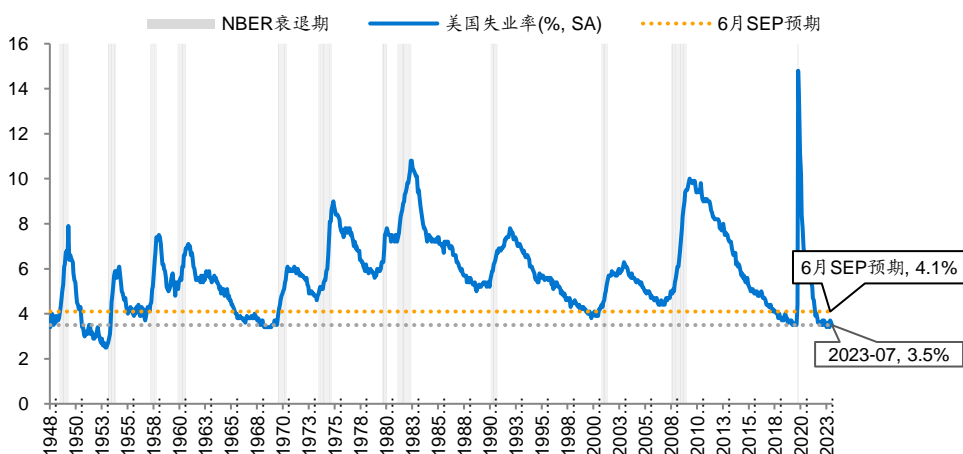
1. 就业市场强韧但新增放缓，供需矛盾同前

新增就业不及预期，失业率走低，劳动力供不应求。美国7月新增非农就业18.7万人不及20万人预期，前值20.9万人。美国自2022年3月起，失业率一直处于3.4-3.7%的历史底部水平。7月就业市场保持强韧延续该趋势，失业率小幅回落至3.5%，前值3.6%，暂无回升迹象。劳动参与率62.6%，已连续5个月持平，劳动力市场迟迟未能带来供给端恢复的曙光。

新增少、失业低，谁更有参考价值？除美国失业率和新增非农分属家庭调查和企业调查、统计口径不一致的原因外，失业率继续向下波动应主要归咎于劳动力短缺而非就业市场强韧。在劳动力参与率持续持平的情况下，美国劳动力总量固定，就业市场饱和，再小的新增就业也会以拉低失业率为代价。当前失业率数据受劳动力人口数量影响被动下降，长期低位的失业率数据似乎已经“失灵”。新增就业转弱更能反映强韧就业市场的尾声渐近。

5-6月新增就业大幅下修，7月非农再走弱，就业或不再构成美联储加息的理由。美国7月非农转弱，且劳工部大幅下修5-6月非农就业数据，6月20.9万新增就业人数下修至18.5万人，5月30.6万人下修至28.1万人。数据公布后，市场对9月货币政策持平的预期有所增加。未来跟踪劳动力参与率回升、薪资水平进一步回落对于判断美联储停止加息或开始降息更有意义。

图1 美国7月失业率3.5%，持续处于史低水平（%）



资料来源：BLS，联储证券研究院

新增就业主要集中在医疗、社会救助、金融活动和批发等服务行业，休闲酒店和专业商业服务业热度渐退；商品行业就业小幅回落，新增集中在建筑业。医疗新增就业6.3万人，前值4.52万人；社会救助新增2.4万人，前值2.6万人；两项合计为7月新增就业最大拉动项。金融活动新增就业1.9万人，前值0.9万人，主要集中在房地产行业(+1.2万)。批发业新增就业1.8万人，前值-0.8万人，为上半年该行业新增就业首次破万，可能指示近期批发业需求预期转好。下游零售业虽然恢复幅度不及批发业，但由负转正，新增0.9万人，前值-1.4万人。

休闲酒店业就业持续降低，本月新增1.7万，前值1.9万。上半年一直较热门的专业和商业服务本月新增首次转负至-0.8万人，前值2.3万人。其他服务新增就业增加，主要集中在维修保养服务方面。服务业整体比6月有所反弹，但较上半年水平已经转弱。

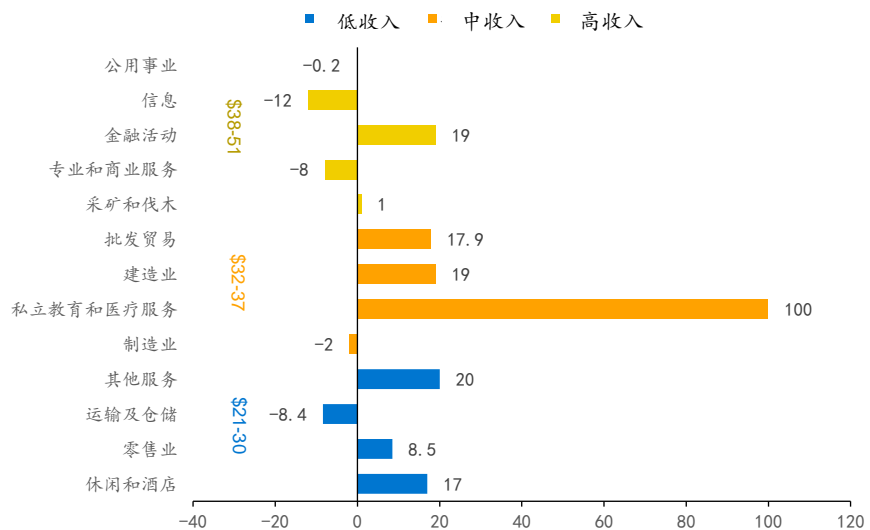
商品行业中建筑业比5-6月水平(+2.5-2.6万)有所回落，但仍保持高位，7月新增1.9万人拉动本月商品行业就业。制造业就业持续回落，7月再转负至-0.2万人。

图2 美国上半年至7月新增就业结构（千人，季调）

项目	2023-01	2023-02	当月增加（千人）					2023-07
			2023-03	2023-04	2023-05	2023-06		
总量	472	248	217	217	281	185	187	
非农总量	472	248	217	217	281	185	187	
商品	41	18	-19	25	24	31	18	
采矿伐木	4	1	2	5	3	-1	1	
建筑业	26	14	-9	11	25	26	19	
制造业	11	3	-12	9	-4	6	-2	
服务	312	175	176	154	231	97	154	
批发	9	7	4	-2	8	-8	18	
零售	22	48	-19	-2	21	-14	9	
运输和仓储	32	-18	16	-15	19	-9	-8	
公用事业	-2	-1	2	2	1	1	0	
信息	-23	-8	3	3	-4	-5	-12	
金融活动	-1	0	-5	27	13	9	19	
专业和商业服务	44	21	45	48	45	23	-8	
私立教育和医疗保健	111	64	70	77	88	71	100	
休闲和接待	99	57	46	11	28	19	17	
其他服务	21	5	14	5	13	11	20	
政府	119	55	60	38	26	57	15	

资料来源：BLS，联储证券研究院

图3 美国7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）

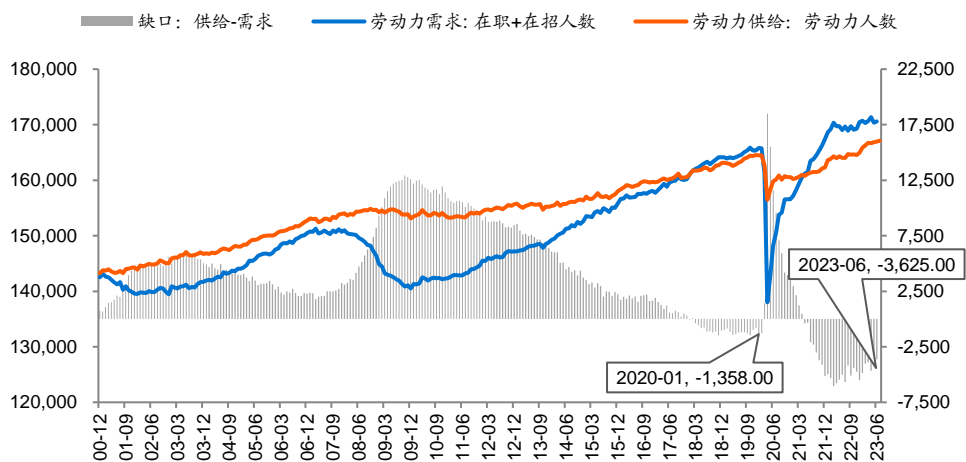


资料来源：BLS，Atlanta FED，联储证券研究院

1.1 供给端：就业市场一池“死水”还会僵持多久？

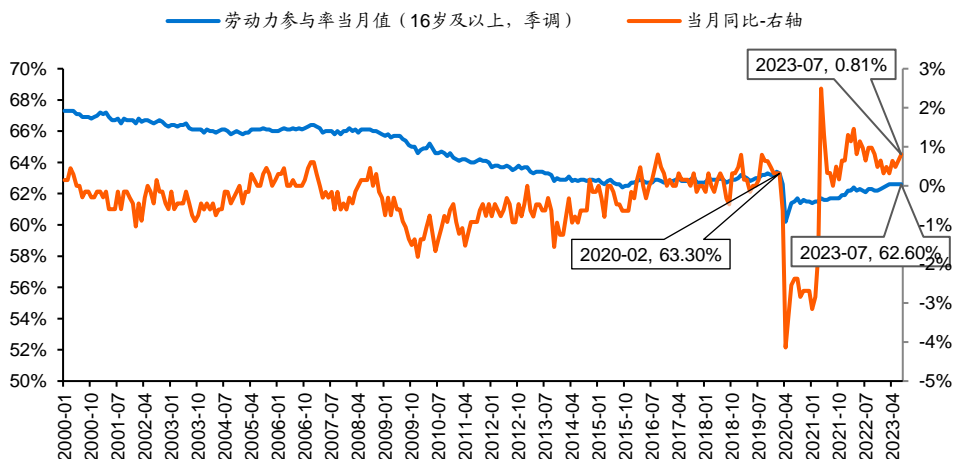
劳动力供给不足，参与率已连续5个月保持在62.6%，6月就业缺口仅比上月收窄10.2万人，就业市场成一池“死水”。至2023年6月，劳动缺口逐步收敛至362.5万人，5月372.7万人。上半年美国就业缺口收敛主要依赖需求端雇主缩招贡献，而供给端迟迟不见恢复迹象。当前劳动力参与率比疫情前差0.7%，约对应500万人缺口。在劳动力参与率恢复之前，美国就业市场的僵局可能还将延续。

图4 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5 劳动参与率连续五月持平在62.6%，水平不及疫情前（%）

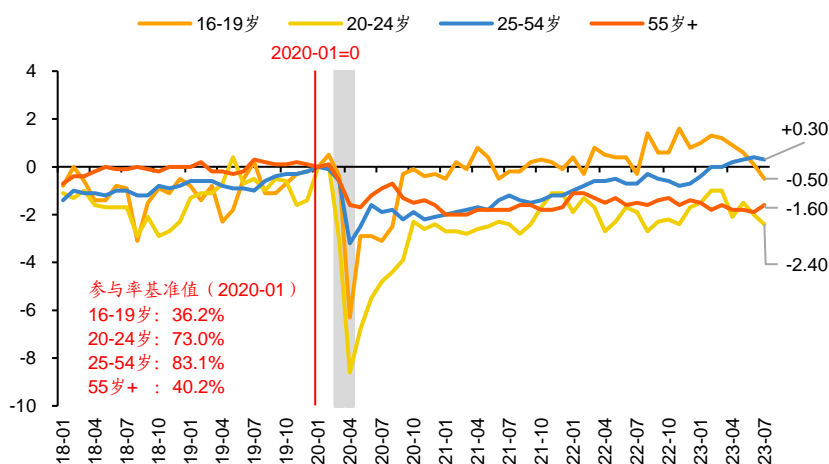


资料来源：BLS，联储证券研究院

按年龄划分，7月仅有“黄金年龄”人群劳动力参与率恢复至疫情前水平，其他年龄段均波动至水平线以下。青壮年人群劳动力参与率小幅回落至83.4%，比上月83.5%变化不大，近期仍有望回升并持续弥补劳动供给缺口，优化劳动人口结构。55岁及以上退休年龄段人群劳动力参与率7月超预期增加0.3%至38.6%，比2020年1月整体水平仍低。16-19岁青少年劳动力参与率继续走低，7月首次跌至疫情衰退前水平之下（-0.5%），比上月下降0.6%至35.7%，主要受近期兼职工作热度回落影响。20-24岁人群劳动力参与率自疫情后一直未能恢复，7月参与率再降，比上月下降0.4%至71.6%。

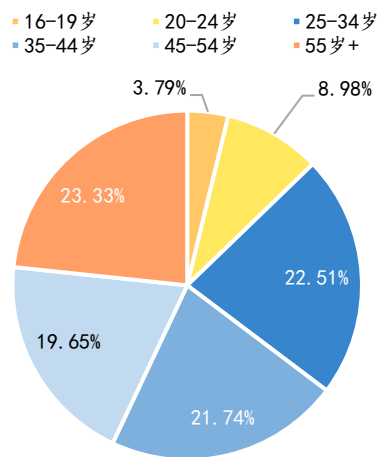
老龄化不可逆，“临时工”退场，劳动力供给寄望青壮年。长期来看，美国逐渐老龄化的社会结构趋势不变，受疫情冲击的退休年龄人群就业也可能难以恢复。中期来看，20-24岁人群可能受疫情影响放弃求职而选择深造或继续完成学业，该影响可能在1-2年内有望缓解。短期来看，青少年劳动力就业的工种限制决定其受服务业转冷拖累，可能继续回落。展望未来，黄金年龄人群就业比例的回升是劳动力供给转向的关键。

图6 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7 美国劳动力年龄结构 (%)

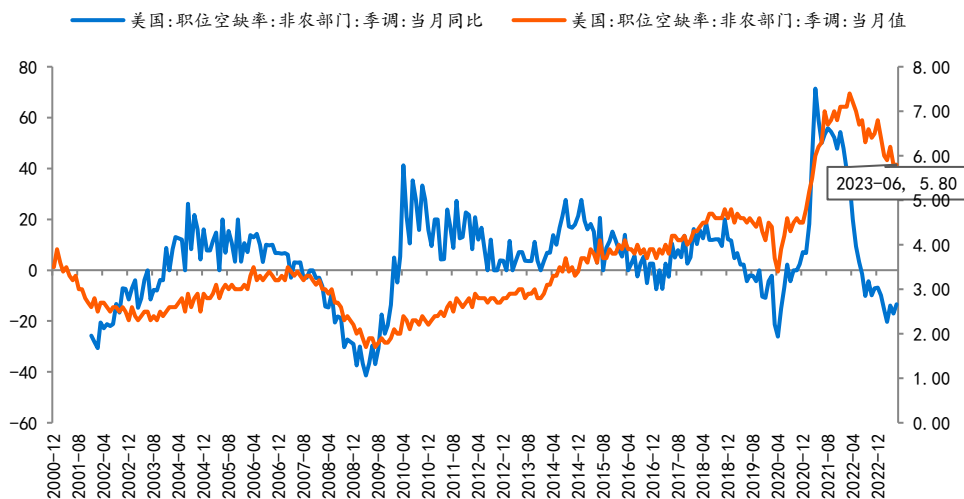


资料来源: BLS, 联储证券研究院

1.2 需求端: 用工需求持续降温

2023年6月美国职位空缺率下降到5.8%，前值5.9%，持续收窄就业缺口。美国最新公布的6月JOLTS数据显示整体职位空缺回落至958.2万人，职位空缺率下降至5.8%。交通运输、仓储和公用事业(-7.8万)以及公立教育(-2.9万)主要贡献职位空缺下降。新增空缺则集中在医疗保健和社会救助行业，增加13.6万个。

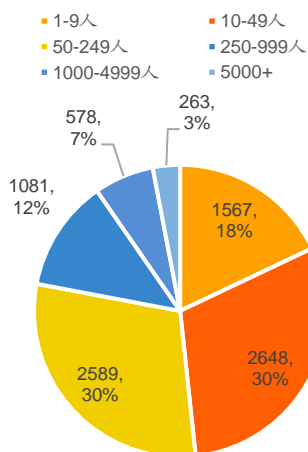
图8 美国职位空缺率持续回落，就业市场依赖需求端降温



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

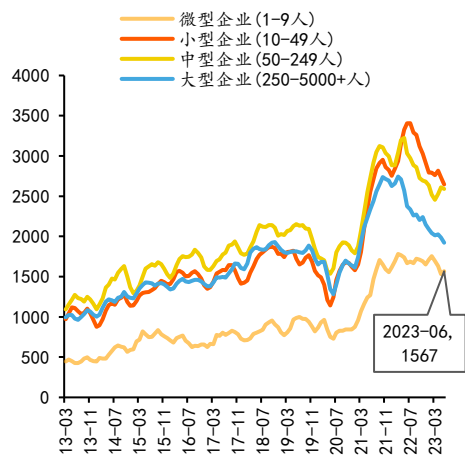
按企业规模划分，虽然微型和中大型企业空缺职位数同比回升，但仍在负区间，小型企业职位空缺数稳降助力需求端收紧。对应美国人疫情后对服务业消费的偏好，小微企业高涨的用工需求曾一度阻碍用工需求降温。6月微型企业用工需求同比继续小幅回升至-5.94%，前值-11.9%。中大型企业职位空缺数同比也有回升。小型企业空缺数占总数30%，6月需求同比快速下降至-22.25%，前值-17.83%，为最大拖累项，持续收紧需求。

图9 美国职位空缺数分布,按企业大小(千人,非季调)



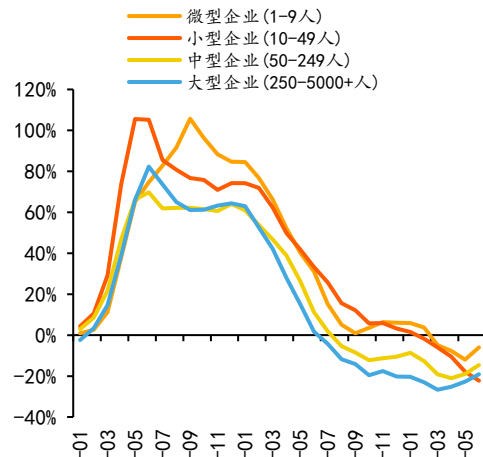
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图10 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11 美国职位空缺数同比,按企业大小(%,3MA,非季调)



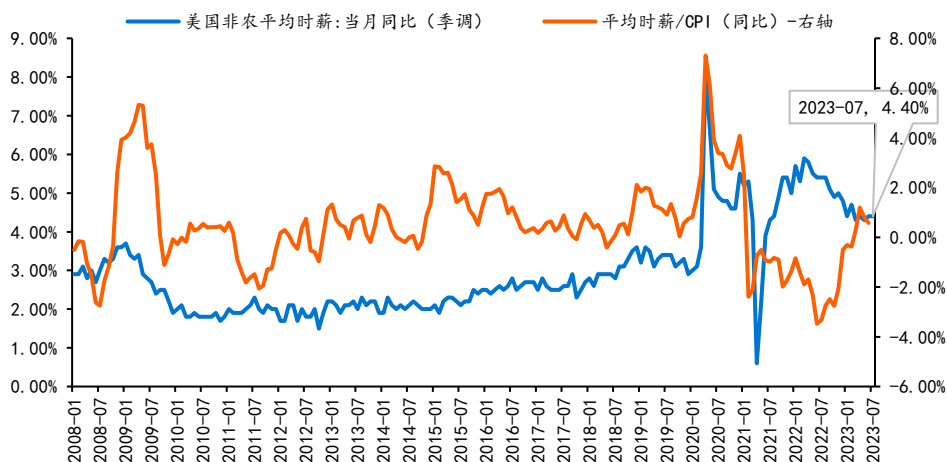
资料来源: BLS, 联储证券研究院

2. 工资粘性超预期, 行业薪资结构转型

美国7月非农私营部门平均时薪同环比持平上月, 同比增速4.36%, 环比0.4%, 对应时薪增长\$0.14至\$33.74, 略超预期, 工资粘性对通胀压力犹在。2023年上半年美国平均名义薪资总体呈下降趋势, 但近期下降趋势明显放缓, 工资水平仍然处于高位。上半年美国实际时薪同比持续回升, 工资水平的回落明显慢于通胀降温速度, 工资粘性较强。

上半年较为低迷的商品行业时薪持续走高, 服务业整体薪资同比继续回落, 但休闲酒店业薪资增速仍超5%, 不利于核心服务降通胀。7月商品生产行业整体增速超5%, 主要系建筑业和制造业时薪增速拉动, 可能指向商品需求预期回升。服务业整体薪资增速回落至4.12%, 为上半年最低值。然而, 热门的休闲酒店业时薪再走高, 7月同比增速5.6%, 不利于普遍期待的核心服务通胀降温。服务业薪资压力向通胀传导可能为美联储留出更“鹰”的余地。

图12 美国非农平均时薪同比增速4.4%, 持平上月, 回落不及通胀降温幅度(%)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图13 美国上半年各行业时薪同比 (%)

部门	平均时薪同比增速 (%，SA)						
	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07
非农总量	4.39%	4.68%	4.30%	4.38%	4.34%	4.41%	4.36%
商品生产	4.33%	4.58%	4.65%	4.59%	4.70%	5.09%	5.32%
采矿和伐木业	4.67%	4.39%	4.78%	7.12%	6.91%	5.62%	4.79%
建筑业	5.31%	5.50%	5.42%	5.18%	5.01%	4.87%	5.43%
制造业	3.56%	3.94%	4.05%	3.92%	4.24%	5.05%	5.13%
服务提供	4.44%	4.69%	4.25%	4.33%	4.28%	4.26%	4.12%
贸易、运输和能源	4.49%	4.95%	4.45%	4.99%	4.57%	4.85%	4.69%
零售	4.26%	4.85%	3.98%	4.66%	4.43%	4.28%	4.04%
批发	5.07%	4.93%	4.75%	5.11%	5.27%	5.20%	4.69%
信息	5.78%	5.18%	5.67%	4.25%	4.56%	3.60%	3.76%
金融活动	3.99%	4.42%	4.02%	3.77%	4.42%	4.41%	4.39%
专业和商务服务	4.64%	4.80%	4.44%	4.23%	4.30%	4.63%	4.58%
教育和健康服务	4.14%	4.28%	3.88%	3.90%	3.60%	3.33%	2.87%
休闲接待	7.00%	6.67%	5.92%	5.89%	5.81%	5.78%	5.60%
其他服务	3.73%	4.27%	3.35%	4.30%	4.54%	3.70%	2.88%

资料来源：BLS，联储证券研究院

3. 9月加息概率降低，关注薪资压力传递

美国非农再度走弱，抵消 ADP 数据给政策预期带来的短暂冲击。不同于温和稳降的非农数据，8月2日公布的“小非农”就业大增(+32.4万人)曾给再加息可能性带来上行压力：芝商所加息路径预测加 25bp 概率 18%，持平概率 82%。而8月4日非农公布后，加息路径预测9月加息概率回落至 13%，维持当前 525-550 的概率则为 87%，市场对9月不再加息的总体预期不变。

非农新增连续 2 个月不及预期反映美国就业市场降温较快，缓解美联储货币政策紧缩压力，但薪资粘性仍可能制约核心服务通胀降幅，间接拖缓加息进度。失业率虽为美联储政策的重要参考，但当前低失业率所指向的就业韧性原因同前，预期之内的低失业不会招致过多的政策关注。劳动力供需矛盾方面，改善劳动力供给的周期可能比预期更长，短期内关键在于“黄金年龄”人群参与率的修缮。薪资降温幅度不及预期引发担忧，有待进一步跟踪。向前看，美联储下半年再加息的预期不占主流，主要关注核心服务通胀可能降幅不足的影响，以及库存周期、能源价格回升等外部风险。

图14 美国非农公布后芝商所 9月再加息概率回落至 13%，年内再加息概率小幅下降

截至 8.5	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11
575-600	0.00%	0.00%	2.30%	2.00%	1.20%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
550-575	0.00%	13.00%	25.90%	23.10%	14.80%	6.90%	0.80%	0.40%	0.10%	0.00%	0.00%
525-550	100.00%	87.00%	71.80%	66.20%	49.20%	29.30%	7.90%	4.60%	1.40%	0.30%	0.10%
500-525	0.00%	0.00%	0.00%	8.80%	31.30%	41.70%	29.80%	19.70%	8.20%	2.50%	1.00%
475-500	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.40%	19.60%	40.80%	35.70%	23.50%	10.60%	5.10%
450-475	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.00%	18.80%	28.90%	34.10%	25.20%	15.20%
425-450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.90%	9.70%	24.40%	32.60%	27.50%
400-425	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.90%	7.60%	21.70%	29.10%
375-400	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%	6.50%	16.90%
350-375	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	4.60%
325-350	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%

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，美国通胀粘性超预期。

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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		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