

宏观动态报告

2023年9月1日

劳动市场缓和延续，但对核心服务通胀压力未减轻

20230901

核心内容：

新增非农就业略强于预期，失业率回升，薪资增速边际放缓 单位调查（establishment survey）方面，8月新增非农就业18.7万人，略高于17万人的市场预期，同时，6、7月份的新增非农就业分别从18.5万人和18.7万人下修为10.5万人和15.7万人。非农时薪增速偏强，8月同比增长4.29%，环比0.24%；同时7月时薪环比增速上修至0.42%，三月均环比放缓至0.37%。家庭调查（household survey）方面，失业率从3.5%回升至3.8%，强于预期的3.5%但依然保持低位；劳动参与率上升0.2%至62.8%，55岁及以上参与率升0.2%至38.8%，其他年龄段参与率也均稍有回升。8月兼职就业继续上升，全职就业小幅回落，累计兼职工作人数同比增速为3.56%，累计全职工作人数同比增速为1.40%。

劳动数据自身暂未提供加强紧缩的理由，但经济和核心服务价格的强韧支持进一步加息 结合鲍威尔在 Jackson Hole 会议上的态度，（1）劳动市场的紧张状况处于继续缓解当中，因此仅从劳动数据看，美联储暂无进一步加强紧缩的理由；不过鲍威尔的发言中强调的基本是通胀的向上风险，核心服务通胀的降温和经济增长低于潜在增速可能才是不进一步紧缩的理由，因此不能单独以劳动数据判断不会继续加息。（2）非农时薪环比增速虽然在8月缓和，但前值的上修仍使2023年末预计增速在3.9%左右徘徊，对核心服务通胀的压力也未明显减轻，整体上美联储依然有动力拉长紧缩周期。（3）失业率的抬升和新增就业的下降印证经济在高利率情况下有降温迹象；不过在目前贝弗里奇曲线的框架下，失业率短期不易连续大幅抬升并超过4%，经济年内仍可以承受更高利率。（4）从完全采用劳动数据的费城联储CEI看，其同比增速7月为3.24%，按目前斜率达到衰退阈值约在2024年二季末初，仍要警惕劳动市场走弱后的经济风险。

劳动市场缓慢走弱暗示美国经济2024年不着陆假设过于乐观 除了失业金申领人数外，还可以用相对敏感的临时帮工服务和卡车交通就业人数作为劳动市场就业的领先指标，两者目前已经从高点开始回落且接近以往衰退前的状态。这反映出本次美国劳动市场导致的薪资韧性和通胀很大一部分是源于劳动供给降低形成的需求缺口，而需求端在高利率下依然在缓步走弱，这也是我们认为不能忽视2024年美国进入温和负增长与弱衰退状态的重要理由。一旦劳动缺口基本闭合而利率仍保持在高位，货币政策的滞后效果可能会更集中的显现，这是一个不能忽略的风险。另外一种可能是，如果经济和就业保持强韧，财政继续扩张，那么美联储需要持续担忧二次通胀风险，则没有理由大幅降低利率，实际利率将会保持高位，持续考验经济韧性。目前我们认为前一种可能性更高，但后一种假设也需要留意。

美元指数与美债收益率的变化 非农数据转弱使投资者对9月加息的预期稍有减弱，美元和美债收益率一度下行，但是随后公布的好于预期的制造业PMI和营建支出数据使市场担忧经济的韧性也会成为进一步紧缩的理由。最终美元指数升至104.27，10年美债收益率为4.183%。短期来看，鉴于我们对紧缩周期拉长的判断，不能排除10年美债收益率和美元指数达到小新高的可能，但大幅走高并持有的难度亦较大。不过从中长期角度考虑，美国经济在2024年依旧存在阶段性进入温和负增长的可能，走弱的经济和意外的流动性风险仍可能倒逼降息预期，长端美债收益率也可能明显下行而非在更高的中枢长期保持。

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：美国经济韧性超预期的风险，衰退提前的风险，市场出现流动性危机的风险

美国劳工数据局（BLS）9月1日公布了2023年8月劳动数据。单位调查（establishment survey）方面，8月新增非农就业18.7万人，略高于17万人的市场预期，与2016-2019年新增就业均值18.1万人基本持平；同时，6、7月份的新增非农就业分别从18.5万人和18.7万人下修为10.5万人和15.7万人，年内新增就业保持整体不弱但边际缓和的势头。非农时薪增速偏强，8月同比增长4.29%，环比0.24%；同时7月时薪环比增速上修至0.42%，三月均环比放缓至0.37%。

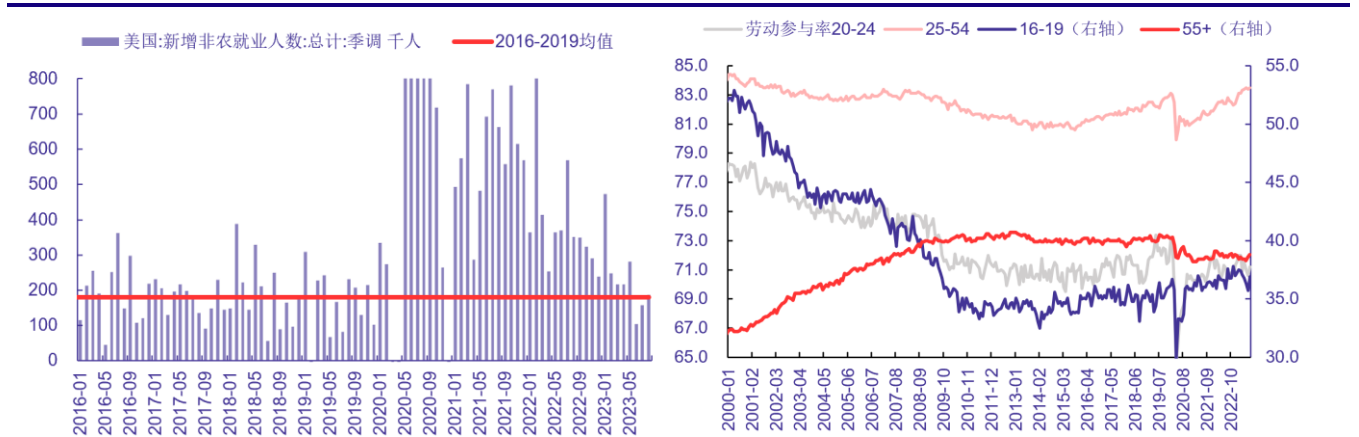
家庭调查（household survey）方面，失业率从3.5%回升至3.8%，强于预期的3.5%但依然保持低位；劳动参与率上升0.2%至62.8%，55岁及以上参与率升0.2%至38.8%，其他年龄段参与率也均稍有回升。8月兼职就业继续上升，全职就业小幅回落，累计兼职工作人数同比增速为3.56%，累计全职工作人数同比增速为1.40%。

整体上，本月数据依然指向美国劳动市场的缓慢缓和，这对通胀控制是好消息，薪资环比终于出现下行但对核心通胀的压力没有明显变化，新增就业回到疫情前水平，失业率的回升也暗示经济有走弱迹象。结合鲍威尔在 Jackson Hole 会议上的态度，我们倾向于（1）劳动市场的紧张状况处于继续缓解当中，因此仅从劳动数据看，美联储暂无进一步加强紧缩的理由；不过需要注意鲍威尔的发言中强调的基本是通胀的向上风险，除了劳动市场外，核心服务通胀的降温和经济增长低于潜在增速可能才是不进一步紧缩的理由，因此不能单独以劳动数据判断不会继续加息。（2）从工资增速和通胀压力角度考虑，非农时薪环比增速虽然在8月缓和，但前值的上修仍使2023年末预计增速在3.9%左右徘徊，对核心服务通胀的压力也未明显减轻，整体上美联储依然有动力拉长紧缩周期。（3）失业率的抬升和新增就业的下降印证经济在高利率情况下有降温迹象；不过在目前贝弗里奇曲线的框架下，失业率短期不易连续大幅抬升并超过4%，经济年内仍可以承受更高利率。（4）从完全采用劳动数据的费城联储CEI看，其同比增速7月为3.24%，按目前斜率达到衰退阈值约在2024年二季度初，仍要警惕劳动市场走弱后的经济风险。

总体上，本次劳动数据没有提供进一步加息的理由，但在美国制造业PMI和营建支出等数据好于预期的情况下也不能打消年内再度加息的可能，紧缩周期拉长的判断不变。同时，需要注意失业率的回升和新增就业的下修暗示美国2024年“不衰退”假设仍过于乐观，高利率环境下，美国经济明年弱衰退的可能不容忽视。另外一种可能是，如果经济和就业保持强韧，财政继续扩张，那么美联储需要持续担忧二次通胀风险，则没有理由大幅降低利率，实际利率将会保持高位，持续考验经济韧性。目前我们认为前一种可能性更高，但后一种假设也需要留意。

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（%）



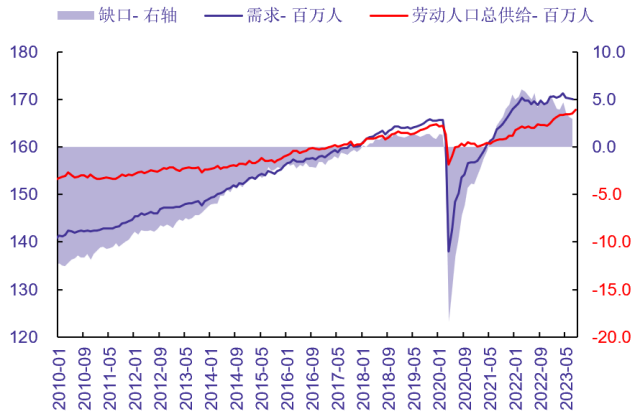
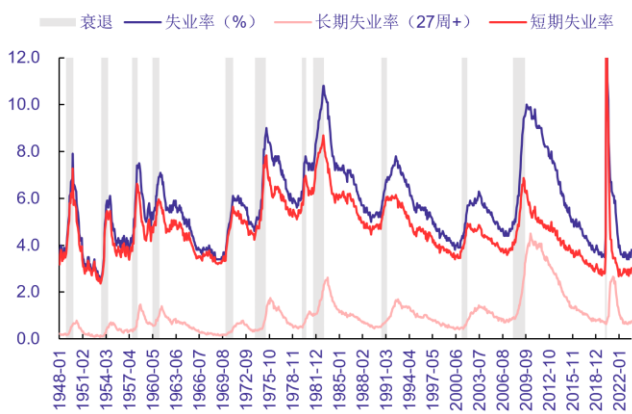
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

市场表现上，非农数据转弱使投资者对9月加息的预期稍有减弱，美元和美债收益率一度下行，但是随后公布的好于预期的制造业PMI和营建支出数据使市场担忧经济的韧性也会成为进一步紧缩的理由。最终美元指数和美债收益率走强，美元指数为104.27，10年美债收益率为4.183%。短期来看，鉴于我们对紧缩周期拉长的判断，不能排除10年美债收益率和美元指数达到小新高的可能，但大幅走高并保持的难度亦较大。不过从中长期角度考虑，美国经济在2024年依旧存在阶段性进入温和负增长的可能，走弱的经济和意外的流动性风险仍可能倒逼降息预期，长端美债收益率也可能明显下行而非在更高的中枢长期保持。可以类比的例子是在2018年末时几乎所有的主流经济预测都判断10年美债收益率继续走高或震荡，但事实与之完全相反。虽然目前的增长和通胀预期与2019年不可同日而语，但美债的中枢的抬升未必会如部分市场预期般剧烈。

图 3：失业率上升，长期和短期失业均有增加（%）

图 4：粗略劳动市场缺口7月降低，但职位空缺数下行



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

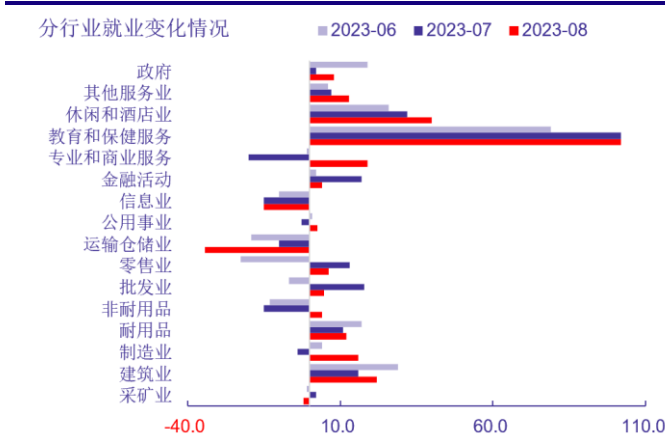
一、商品就业韧性靠建筑业支撑，服务延续缓慢下降

新增非农就业的结构与美国强力的制造业建造支出不弱的房建相匹配，服务业未来仍需可能逐渐降低。新增的18.7万人中，商品生产增加3.6万人，但建筑从业者贡献更大，制造业在上月负增长后增加1.6万人，与8月制造业PMI强于预期相匹配。服务生产多增14.3万人，环比基本持平；政府部门多增0.8万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增17.9万人，仍强于2016-2019年均值16.8万人。全部非农就业三个月均值从上月的21.77万人显著降低至14.97万人，6、7月份的新增非农进行了较大幅度的下修。

相较于今年前期就业超预期而薪资缓和的格局，下半年更多展现的是新增就业的下修和薪资的上修，我们仍认为对判断通胀来说薪资数据质量更高，但新增就业下行确认劳动市场的缓和，只是缓和程度还不足以让美联储满意。私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务业10.2万人、休闲和酒店业4.0万人、建筑业2.2万人、专业和商业服务业1.9万人、以及制造业1.7万人；另外运输仓储业、信息业和采矿业均出现负增长。当前商品生产行业的韧性开始凸显，这受到美国财政刺激下制造业建造支出的提振，不过仅依靠建筑业和制造业不会扭转美国劳动市场的下行趋势。

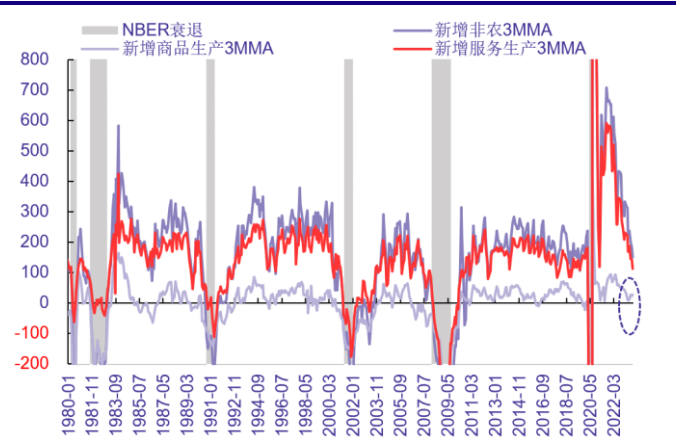
以新增非农就业作为衰退预警，商品生产新增就业三月均值小幅升至2.73万人，服务业三月均值在下修后进一步降低至11.3万人左右，但离-5万的衰退阈值还有距离。整体上，劳动市场继续处于缓慢放缓中，不过工资偏强依旧能成为美联储进一步加息的理由。

图 5：各行业新增就业人数变化（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

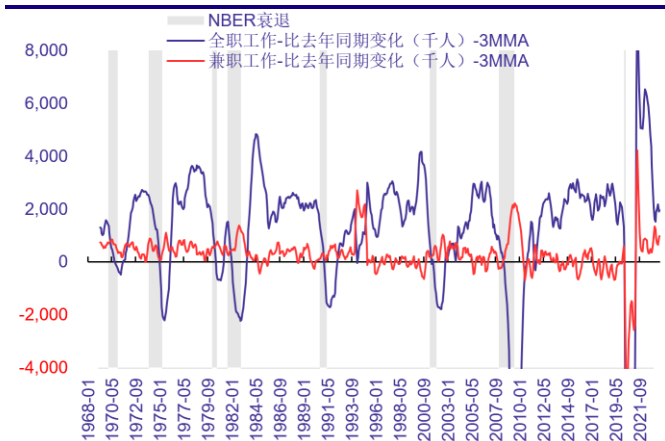
图 6：新增就业三月移动平均显示离衰退仍有距离（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

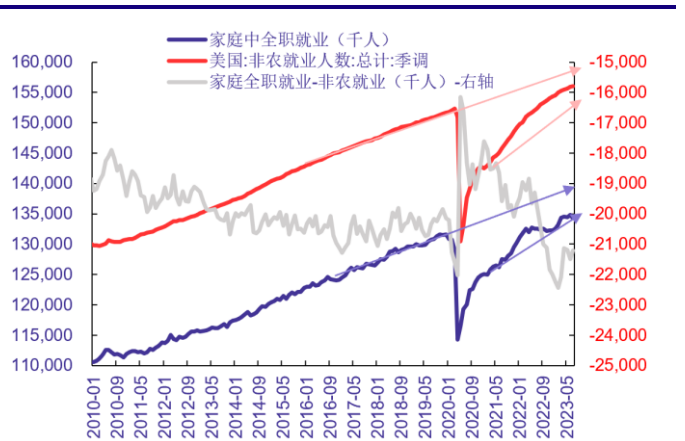
8月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速升至3.8%，总计2718万人，比上月上行；累计全职工作人数的三月均同比增速维持1.48%，总计1.34189亿人。全职工作略降和兼职回升反映美国劳动市场趋缓，非农就业的下修也导致两个数据的差值收敛，依旧符合我们提示此前的非农数据夸大了劳动市场紧张程度的判断。随着家庭和企业调差趋于一致，劳动市场的放缓将缓慢加大对经济的压力，但短期工资增速的高位和中期通胀风险也存在，美联储在“做的不足”与“做的过多”间的抉择会较为艰难，紧缩周期的拉长是较好的应对方式。

图 7：全职就业边际放缓，但保持韧性（千人）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

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

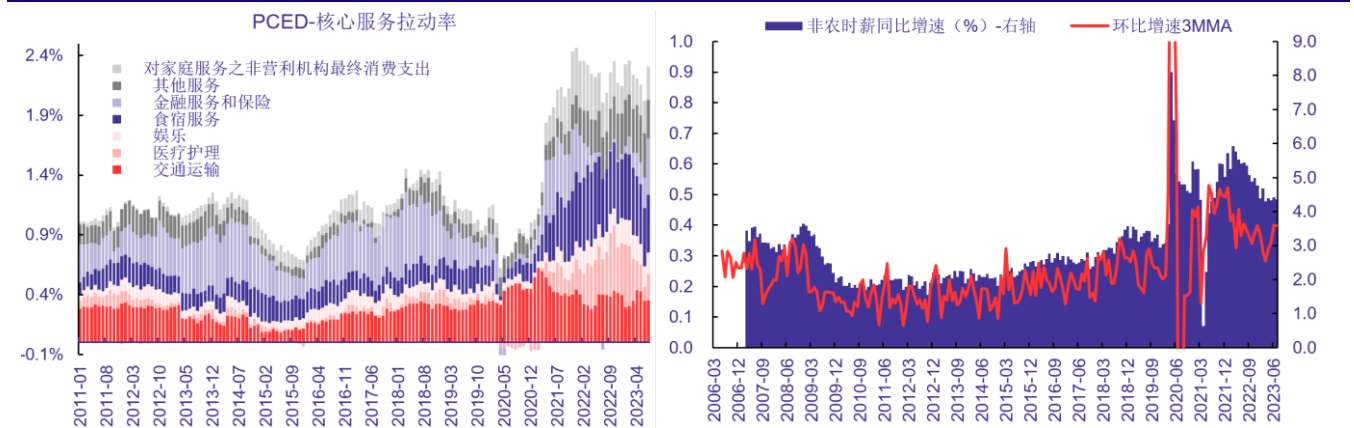
二、商品生产拖累时薪，但薪资带来的通胀压力没有明显放缓

8月对此前的新增非农数据进行了下修，虽然当月非农时薪环比增长放缓，但6、7月环比出现上修使三月均环比增长仍高达0.37%，对核心服务的压力并没有显著减弱。从本周公布的7月PCE通胀数据看，不仅名义通胀上行，核心服务价格的同比增速也有回升且整体依然呈现走平的状态，这与薪资增速的高位有关联。7月的个人消费支出环比增速加速至0.79%，为今年1月以来最高，虽然这与夏季旺盛的出行娱乐等有关联，但背后仍是较高工资增长的支撑。

对美联储来说，核心服务是通胀控制的关键，因此非农数据虽然整体缓和，但时薪数据仍指向紧缩周期拉长。

图 9：美国核心 CPI 增速年内仍将处于偏高水平 (%)

图 10：美国非农时薪增速高于疫情前，压力仍在



资料来源：BEA，中国银河证券研究院整理

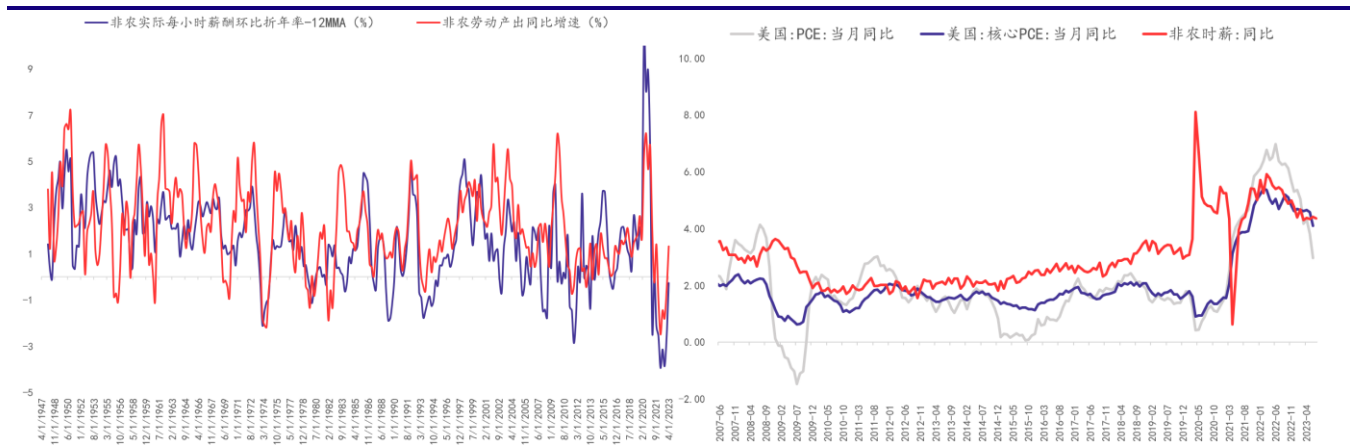
资料来源：Fred，中国银河证券研究院整

具体来看，8月私人部门非农工资同比增速略放缓至4.27%，环比增速0.24%；同时7月环比增速上调至0.41%，6月维持0.45%。商品业的同比和环比时薪增速分别为5.15%和0.06%，服务业为4.07%和0.30%，服务业和商品业均放缓，但商品幅度更大。从细项来看，同比增速最快的行业非耐用品业5.77%、金融活动业5.55%、公用事业5.48%、运输仓储业5.19%和建筑业5.16%。环比增速居前的有金融活动业1.08%、其他服务业0.54%、运输仓储业0.48%、批发业与零售业0.38%。本月薪资环比放缓是受到商品生产行业薪资的拖累为主，采矿业的负增长和制造业的零增长可能暗示商品部门需求将再度缓和，需要保持观察。在工资增速和每周工时暂时平稳下，劳动市场还没有显著弱化的迹象。

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%，三季度目前仍为0.33%。0.37%的三月均增速依旧远高于疫情前0.24%的环比均值，这对应年末非农时薪增速同比增速仍在3.8%-4.0%的范围内，也对应核心PCED同比在近似范围内运行。虽然有美联储官员表示薪资是相对滞后的数据，但其对核心服务价格的影响较大，随着通胀缓解带动实际工资继续回升，中期通胀反弹的风险依旧存在。

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

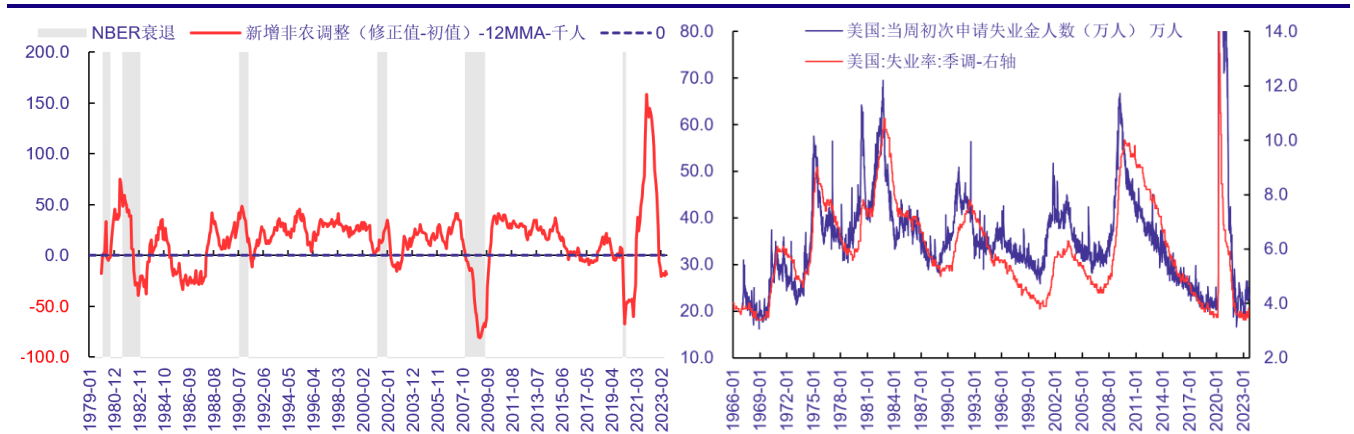
三、失业率暂不会继续上行、就业下修可能继续与劳动市场领先指标

对市场来说，8月劳动数据的主要意外来自失业率上行至3.8%和前期新增就业较大幅度的下修。我们在7月分析中提示：(1) 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，因此在高利率周期这种下修在年内可能持续。(2) 失业率方面，可以将失业金初请人数作为领先指标，其前期的抬升预示失业率可能上行。不过，失业率暂不会继续上行，可能受制于两个因素：第一，虽然贝弗里奇曲线在继续下降，但在职位空缺率降低至5%以下的正常位置前，需求降低不会明显影响失业人数。第二，失业金初请人数的上行还未形成趋势，也不支持失业率出现更大幅度的抬升。

除了失业金申领人数外，还可以用相对敏感的临时帮工服务和卡车交通就业人数作为劳动市场就业的领先指标，两者目前已经从高点开始回落且接近以往衰退前的状态。这反映出本次美国劳动市场导致的薪资韧性和通胀很大一部分是源于劳动供给降低形成的需求缺口，而需求端在高利率下依然在缓步走弱，这也是我们认为不能忽视2024年美国进入温和负增长与弱衰退状态的重要理由。一旦劳动缺口基本闭合而利率仍保持在高位，货币政策的滞后效果可能会更集中的显现，这是一个不能忽略的风险。

图 13: 非农就业的下修趋势可能延续一段时间

图 14: 失业金初请人数上升领先于失业率，但还未形成趋势

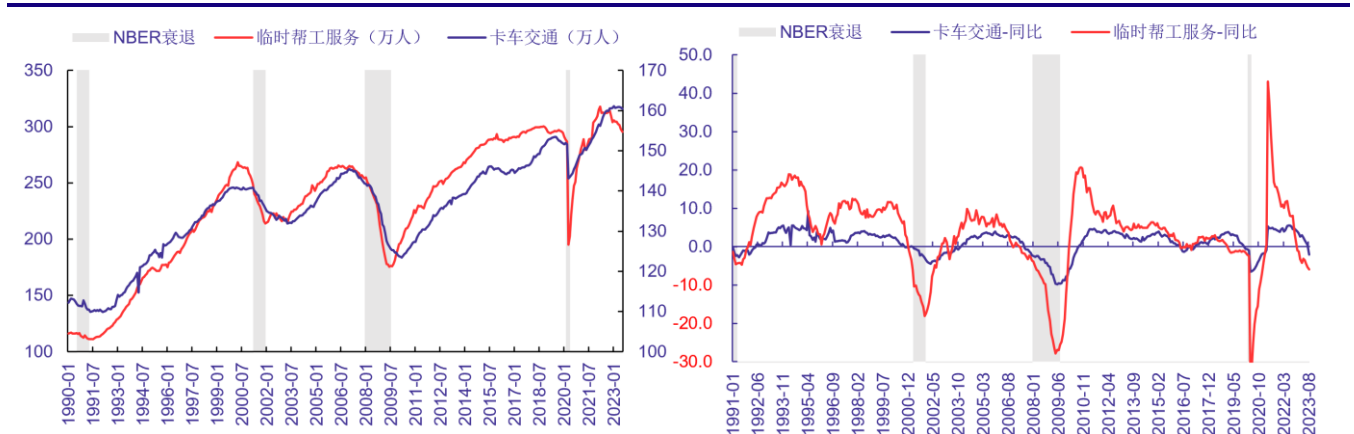


资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 非农就业修正有顺周期特征




















图 16: 失业金初请人数上升领先于失业率



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

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
	2023-08	2023-07	2023-06	2023-08	2023-07	2023-06	2023-07	2023-06	2023-05	
非农总计	187.0	157.0	105.0				-6.0	-6.0	283.0	
非农私人合计	179.0	155.0	86.0	33.82	33.74	33.60	37.0	-68.0	191.0	
商品生产	36.0	14.0	32.0	34.27	34.25	34.03				
采矿业	-2.0	2.0	-1.0	37.85	38.02	37.98	1.0	0.0	6.0	
建筑业	22.0	16.0	29.0	36.71	36.67	36.35	49.0	-8.0	37.0	
制造业	16.0	-4.0	4.0	32.61	32.61	32.43	13.0	-5.0	20.0	
耐用品	12.0	11.0	17.0	34.08	34.13	33.93	-1.0	-13.0	5.0	
非耐用品	4.0	-15.0	-13.0	30.04	29.94	29.83	14.0	8.0	15.0	
服务生产	143.0	141.0	54.0	33.72	33.62	33.50				
批发业	4.7	18.0	-6.7	37.05	36.91	36.89	-24.0	2.0	-40.0	
零售业	6.3	13.2	-22.7	24.01	23.92	23.89	85.0	-99.0	69.0	
运输仓储业	-34.2	-10.0	-19.1	29.37	29.23	29.12				
公用事业	2.5	-2.7	0.8	50.03	50.15	49.91				
信息业	-15.0	-15.0	-10.0	48.21	48.14	48.03	17.0	16.0	-18.0	
金融活动	4.0	17.0	2.0	44.11	43.64	43.33	-11.0	-13.0	-28.0	
专业和商业服务	19.0	-20.0	-1.0	40.54	40.57	40.36	41.0	29.0	-43.0	
教育和保健服务	102.0	102.0	79.0	33.12	33.03	32.92	-42.0	11.0	82.0	
休闲和酒店业	40.0	32.0	26.0	21.30	21.25	21.21	-83.0	34.0	80.0	
其他服务业	13.0	7.0	6.0	29.96	29.80	29.77	-6.0	-37.0	68.0	
政府	8.0	2.0	19.0							

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，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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

公司网址：www.chinastock.com.cn

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 liyongyang_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

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