

2023年09月02日

美联储正在更加逼近加息终点 —— 美国8月非农就业数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● 新增非农就业略超预期，但失业率有较大幅度提升

1. 新增非农就业数量略超预期，但前值经历大幅下修

8月新增非农就业18.7万人，较7月份提升3万，略超市场预期，为近3个月以来首次。但6、7月份数据经历了大幅下修。趋势上看，6-8月平均新增就业较5-7月份继续下降，新增就业市场降温态势未变。结构上看，私人部门新增就业有小幅提升，其中商品制造部门就业改善较多。总的看，随着美国持续处于高利率水平，新增就业持续缓慢下滑的趋势当前并未改变。

2. 劳动参与率突破上限区间，失业率再度上升

8月美国劳动参与率录得62.8%，较7月上升0.2%，突破疫情以来的上限区间，并带动失业率上升至3.8%。从年龄段来看，20-24岁、45-54岁区间人口劳动参与率有较大提升，25-54岁女性劳动参与率亦再度上升至77.6%。此外，8月白人劳动参与率从62.3%提升至62.5%，较其它族裔劳动参与率提升较多。劳动参与率的提升，有助于提升美国劳动力供给，从而减少劳动力市场供需矛盾，因此失业率虽然有所上升，但或显示美国劳动力市场正在变的更加均衡。

3. 薪资增速保持稳定，后续或将震荡缓慢下行

8月美国非农就业时薪同比上升4.3%、环比上升0.2%，均较7月份小幅下降。平均周工作时长为34.4小时，较7月上升0.1个小时。我们认为，劳动参与率和失业率的提升，叠加新增就业趋势仍在向下，薪资增速将会继续承压，后续较难出现明显的反弹，但仍需持续关注薪资增长的韧性。

4. 劳动力需求出现较大幅度降温

从7月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数较6月继续下降75.5万人，职位空缺率下降0.5个百分点至5.3%，整体降幅较大。目前每个求职者对应约1.4个工作岗位。从劳动力缺口来看，7月美国总劳动力缺口较6月下降22.2万至298.6万，近期首次低于300万，美国劳动力市场供需紧张有较大幅度缓解。

● 就业市场更加均衡，美联储更加逼近加息终点

就业市场的更加均衡，意味着其对通胀的支撑力度也将边际减弱，美联储正在更加逼近加息终点。我们认为，当前的就业数据对美联储和市场而言，都是乐于见到的结果，且仅从劳动力市场的表现来看，也有助于提升美国经济“软着陆”的概率。

不过我们需要注意的是，当前劳动力市场的再平衡确实取得了一定进展，但去通胀之路还未结束。最终10年期美债收益率、美元指数有一定幅度上涨，美股有所回落。但市场预期美联储9、11月份加息概率较数据发布前降低。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《一揽子地产组合拳的效果与敏感性测算—宏观经济点评》-2023.9.1

《库存周期熨平下的上涨行情：1999、2016 启示录——8 月企业利润点评—宏观经济点评》-2023.8.28

《不确定与谨慎行动——2023 Jackson Hole 鲍威尔发言点评—宏观经济点评》-2023.8.26

目 录

1、 新增非农就业略超预期，但失业率有较大幅度提升.....	3
1.1、 新增非农就业数量略超预期，但前值经历大幅下修.....	3
1.2、 劳动参与率突破上限区间，失业率再度上升.....	4
1.3、 薪资增速保持稳定，后续或将震荡缓慢下行.....	5
1.4、 劳动力需求出现较大幅度降温.....	5
2、 就业市场更加均衡，美联储更加逼近加息终点.....	6
3、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 美国新增非农就业经历了较大幅度下修.....	3
图 2： 8月失业率、劳动参与率均上升.....	4
图 3： 8月 20-24 岁、45-54 岁区间人口劳动参与率上升.....	4
图 4： 8月时薪增速同比、环比略有下降.....	5
图 5： 8月金融业平均时薪环比增速较高.....	5
图 6： 7月职位空缺数与空缺率有所下降.....	6
图 7： 7月美国劳动力缺口再度下降.....	6
表 1： 8月非农新增就业细项及变动.....	4

美国公布 8 月最新就业数据。其中新增非农就业 18.7 万，高于市场预期的 17 万；失业率为 3.8%，亦高于市场预期；平均时薪同比增长 4.4%，符合市场预期。

1、新增非农就业略超预期，但失业率有较大幅度提升

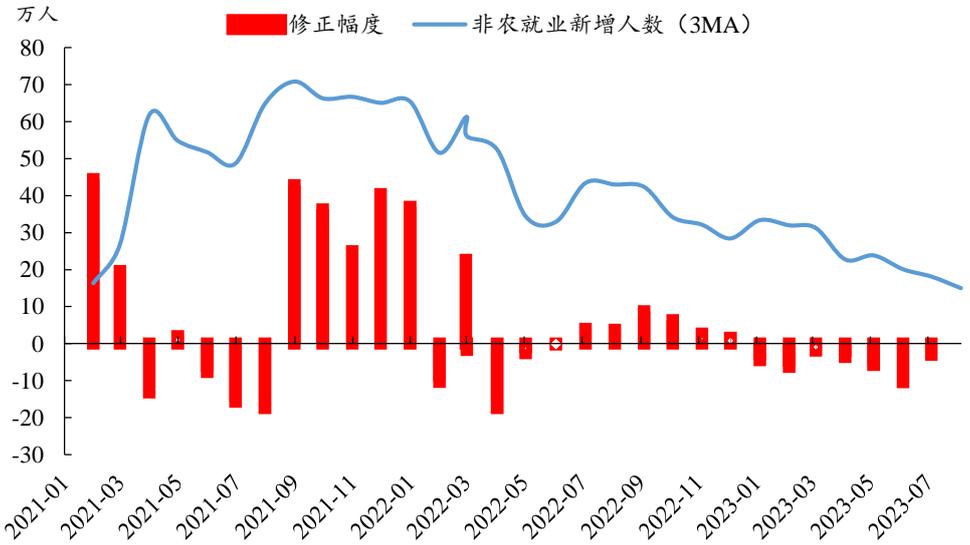
1.1、新增非农就业数量略超预期，但前值经历大幅下修

8 月新增非农就业 18.7 万人，较 7 月份提升 3 万，且略超市场预期，为近 3 个月以来首次。6、7 月份新增非农就业分别下修 10.4、3 万人至 10.5、15.7 万人，经历了大幅下修。事实上，2023 年以来的新增非农均经历了不同程度的下修。从这个角度看，8 月份非农亦有可能经历一定幅度的下修，而这也意味着整体就业市场或较初值更弱。从趋势上看，6-8 月平均新增就业 19.4 万，较 5-7 月份继续下降，新增就业市场降温态势未变。

结构上看，私人部门新增就业有小幅提升，其中商品制造部门就业改善较多。8 月私人部门就业新增 17.9 万，政府就业新增 0.8 万。分行业来看，制造业、建筑业新增就业有较多改善，分别新增 1.6 万、2.2 万，或反映出美国地产行业的持续回暖以及制造业的回流。此外，运输仓储、信息业 8 月新增就业-3.4 万、-1.5 万，或与科技行业持续裁员以及美国运输公司 Yellow 倒闭有关。教育和保健服务、酒店与休闲业目前仍是新增就业的最主要行业，反映出美国服务业仍在继续修复。

总的看，随着美国持续处于高利率水平，新增就业持续缓慢下滑的趋势当前并未改变。后续来看，随着暑期出行的逐渐结束，新增就业可能将会继续减少，同时服务业就业占比可能会下降，制造业就业可能会在政策支持下继续提升。

图1：美国新增非农就业经历了较大幅度下修



数据来源：Wind、开源证券研究所

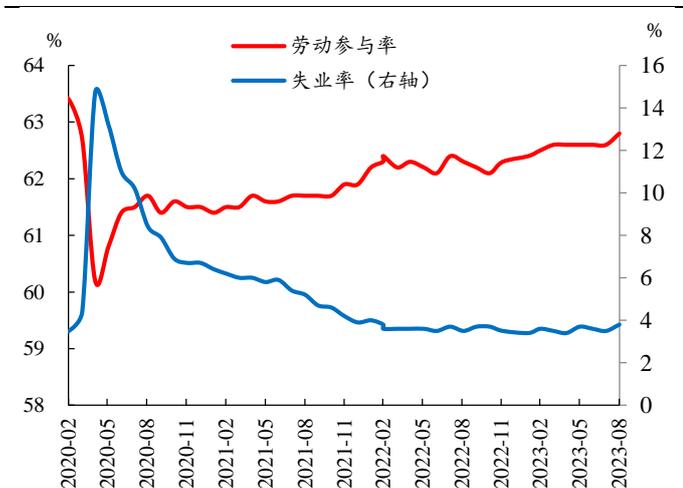
表1: 8月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比(%)	较7月变化	2023-08	2023-07	2023-06	5-7月平均
总体新增非农	100.0	30	187	157	105	150
私人部门	95.7	24	179	155	86	140
采矿业	-1.1	-4	-2	2	-1	0
建筑业	11.8	6	22	16	29	22
制造业	8.6	20	16	-4	4	5
批发业	2.5	-13	5	18	-7	5
零售业	3.4	-7	6	13	-23	-1
运输仓储业	-18.3	-24	-34	-10	-19	-21
公用事业	1.3	5	3	-3	1	0
信息业	-8.0	0	-15	-15	-10	-13
金融活动	2.1	-13	4	17	2	8
专业和商业服务	10.2	39	19	-20	-1	-1
教育和保健服务	54.5	0	102	102	79	94
休闲和酒店业	21.4	8	40	32	26	33
其他服务业	7.0	6	13	7	6	9
政府就业	4.3	6	8	2	19	10

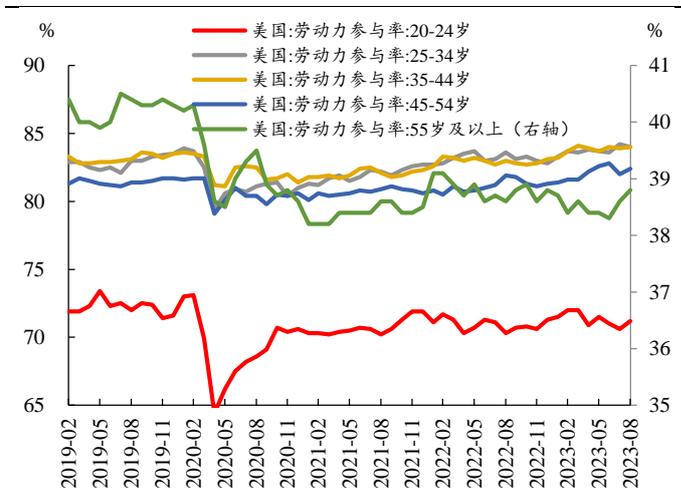
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率突破上限区间，失业率再度上升

8月美国劳动参与率录得**62.8%**，较7月上升0.2%，并突破疫情以来的上限区间，并带动失业率上升至**3.8%**。具体来看，8月份调查城市人口增加21.1万，劳动力人口增加73.6万。总就业人口增加22.2万，失业人口增加51.4万。从年龄段来看，**20-24岁、45-54岁**区间人口劳动参与率有较大提升，25-54岁女性劳动参与率亦再度上升至77.6%。此外，8月白人劳动参与率从62.3%提升至62.5%，较其它族裔劳动参与率提升较多。事实上，劳动参与率的提升，有助于提升美国劳动力的供给，从而减少劳动力市场供需矛盾，因此失业率虽然有所上升，但或显示美国劳动力市场正在变的更加均衡。

图2: 8月失业率、劳动参与率均上升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 8月20-24岁、45-54岁区间人口劳动参与率上升


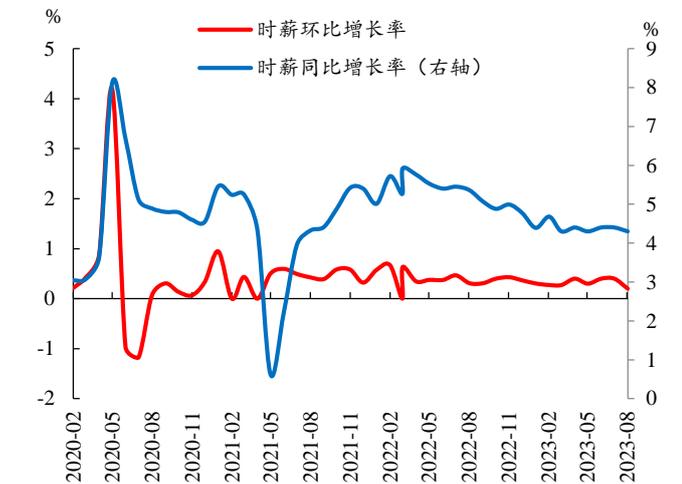
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、薪资增速保持稳定，后续或将震荡缓慢下行

8月美国非农就业时薪录得33.82美金，同比上升4.3%、环比上升0.2%，均较7月份小幅下降。平均周工作时长为34.4小时，较7月上升0.1个小时。具体来看，8月金融业、建筑业、运输仓储薪资同比增长较多，金融业、其他服务业薪资环比增长较多。总的来看，8月份专业和商业服务薪资环比增速转负，或是整体薪资增速下行的重要拖累项。

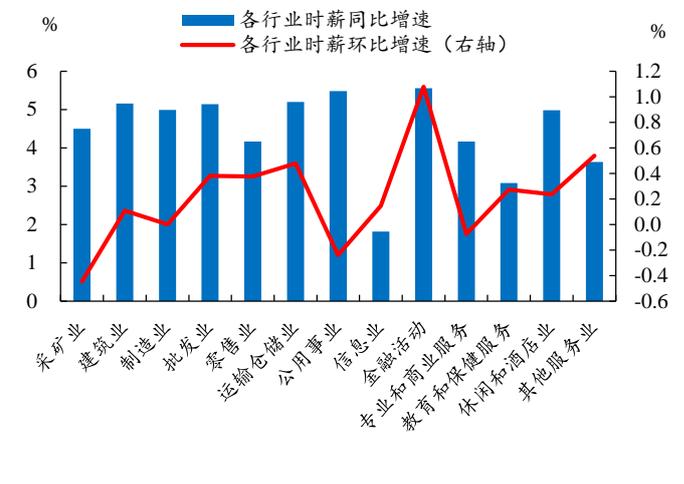
我们认为，劳动参与率和失业率的提升，叠加新增就业趋势仍在向下，薪资增速将会继续承压，后续较难出现明显的反弹，但仍需持续关注薪资增长的韧性。7月亚特兰大工资增长指数(3MA)录得5.7，较6月份略有上升，显示当前薪资下行并非一帆风顺，且当前薪资增速离美联储的合意区间尚有距离。不过在劳动力市场持续放缓的背景下，薪资增速后续或将缓慢震荡下行。

图4：8月时薪增速同比、环比略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

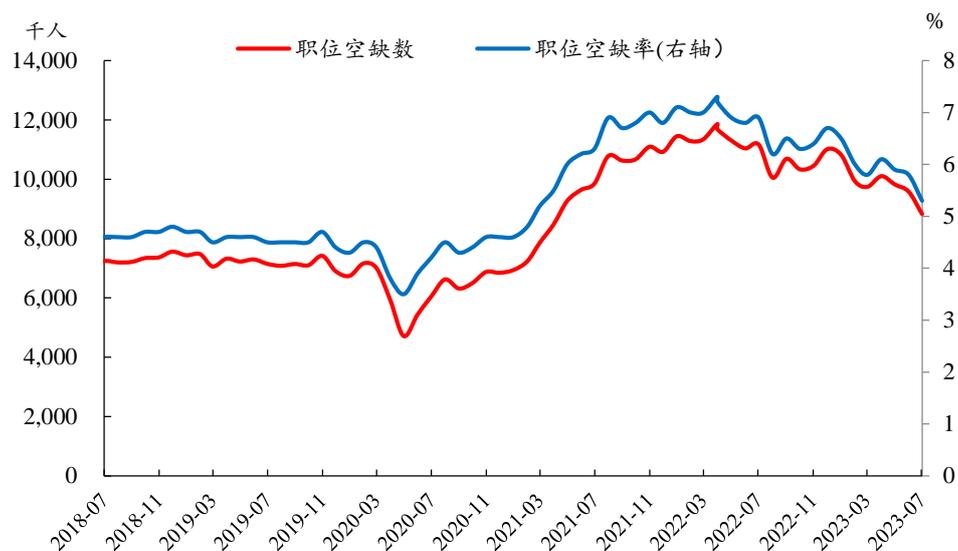
图5：8月金融业平均时薪环比增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

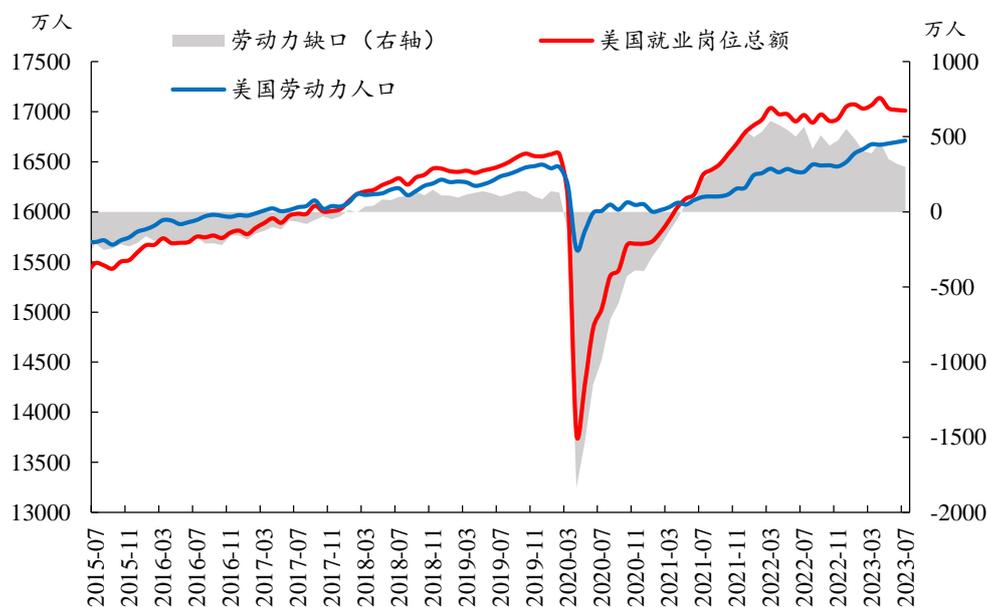
1.4、劳动力需求出现较大幅度降温

从7月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为882.7万人，较6月继续下降75.5万人，职位空缺率下降0.5个百分点至5.3%，整体降幅较大。目前每个求职者对应约1.4个工作岗位，较6月亦下降，当前美国劳动力市场的供需紧张继续下降。同时，职工主动离职率下降0.1个百分点至2.3%，或表明当前企业与员工的招人/换工作的意愿均有所下降。

图6：7月职位空缺数与空缺率有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，7月美国总劳动力缺口（就业岗位总额—劳动力人口）较6月下降22.2万至298.6万，近期首次低于300万，美国劳动力市场供需紧张有较大幅度缓解。我们曾指出，若更多的劳动力回到市场，带动薪资继续下降，叠加岗位需求继续减少，失业率和新增就业数量走势有望统一，当前来看，劳动力市场或正在沿着这个路径前行，后续可能会继续降温，对通胀的支撑力度将会逐渐减弱，劳动力市场正在变的更加均衡。

图7：7月美国劳动力缺口再度下降


数据来源：Fred、开源证券研究所

2、就业市场更加均衡，美联储更加逼近加息终点

就业市场的更加均衡，意味着其对通胀的支撑力度也将边际减弱，美联储正在更加逼近加息终点。我们认为，当前的就业数据对美联储和市场而言，都是乐于见到的结果，且仅从劳动力市场的表现来看，也有助于提升美国经济“软着陆”的概率。

率。

一则对美联储而言，参考美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 的发言，其对美国劳动力市场的判断是正在经历再平衡（rebalancing），即劳动参与率上升、劳动时长低于疫情前、工资增速正在放缓，不过由于通胀下行，实际工资可能有所增长。且表示，如果劳动力市场没有继续变的更加平衡，则货币政策会有回应（详见《不确定与谨慎行动——2023 Jackson Hole 鲍威尔发言点评》）。从我们前述分析来看，劳动力市场正在变的更加的均衡，就业市场持续降温的态势并没有逆转，这也意味着美联储的货币政策可能将不会有所回应，即保持当前的利率水平。在数据依赖的决策模式下，9 月份大概率不加息，且整体来看更加逼近加息终点。

二则对市场而言，劳动力市场变的更加均衡，一方面意味着联储超预期加息的概率在降低，另一方面经济“软着陆”的概率也在提升，因此反映可能会更加积极。后续市场的交易逻辑可能会从经济“软着陆”逐渐转向降息预期。

不过我们需要注意的是，**当前劳动力市场的再平衡确实取得了一定进展，但去通胀之路还未结束**。在数据发布后，克利夫兰联储主席梅斯特称，劳动力市场在取得一些改善供需平衡的进展，可是通胀还是“太高”，劳动力市场仍强劲，货币政策的问题在于要保持限制性多久，才能使通胀持续下降¹。最终 10 年期美债收益率、美元指数有一定幅度上涨，美股回落。但市场预期美联储 9、11 月份加息概率较数据发布前降低。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3697005>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年8月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn