



宏观点评

供给改善，时薪走软，紧缩放缓

2023年8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

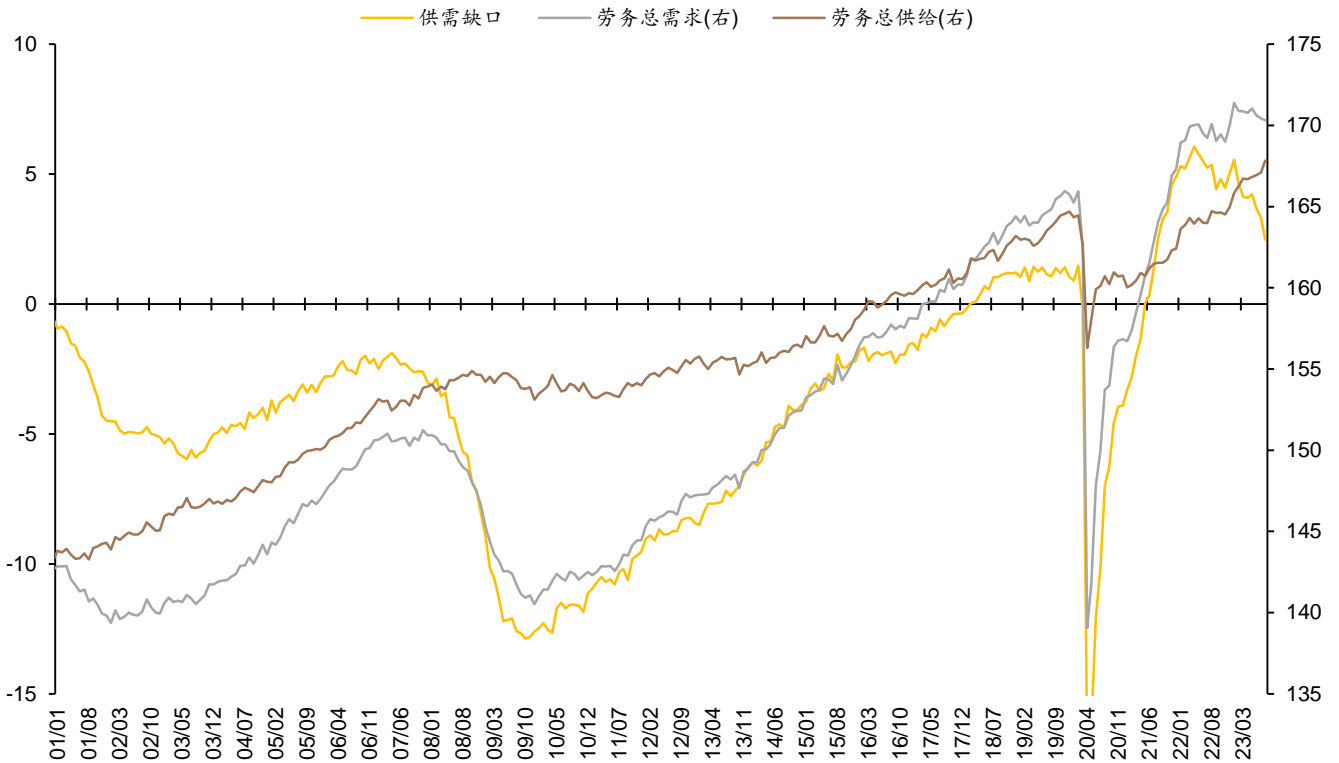
相关研究

投资要点：

- **核心观点：**8月美国就业数据让市场强化“供给改善→缺口收敛→时薪走软→紧缩放缓”交易，9月加息概率降至6%，但考虑到劳务市场供需只是边际改善而非不再紧俏，我们预期9月点阵图不会下调，11月再加息预期届时或升温。劳务市场紧俏程度边际放缓意味着9月FOMC不加息或为大概率事件，但8月CPI料再度回升（当前预期环比+0.5%），9月点阵图或难较6月下调，指引11月再度加息。中长期看，供给修复或有上限，意味着供需缺口可收敛但难以闭合，工资通胀韧性仍然是美联储紧缩久期拉长的一大风险。
- **供需结构：**供给超预期改善，带动失业率回升；需求略好于预期，供需缺口收敛下时薪增速放缓。从居民调查问卷看，8月新增劳动人口73.6万，其中21.1万来自就业年龄人口增加，52.5万来自非劳动力的流入，即居民由不就业转向待业，导致劳动参与率从62.6%升至62.8%，当前较2019年12月的63.3%仅有0.5%的缺口。新增的73.6万劳动力有22.2万流向就业，51.4万流向失业，故就业率持平60.4%，失业率由3.5%跳升至3.8%（其中新进入失业者净月增9.4万人，为2020年5月以来新高）。从劳动参与率结构看，各年龄均有回升，其中16-19、20-24岁两个群体劳动参与率分别由35.7%、70.6%升至36.9%、71.2%，**超储消耗速率加快（7月居民个人储蓄率由前值4.27%降至3.53%）、转移支付减少（7月居民转移收入环比年率减少260亿美元）、学生贷款偿还将于9月重启¹**等多重因素促使美国居民开始积极进入就业市场。但考虑到上述两个群体劳动参与率波动较大，后续趋势仍待观察。**由于7月职位空缺率超预期回落、8月劳务供给加速改善，截至最新美国劳务市场供需缺口由前值332.4万大幅收敛至247.2万**，供需缺口收敛带来时薪增速超预期回落，8月时薪环比+0.2%，预期+0.3%，前值+0.4%，环比增速已回落至与通胀相适宜的水平。时薪同比+4.3%，持平预期，前值+4.4%。但同时需注意生产与非管理岗位商品生产行业时薪环比仍有+0.37%，制造业回流驱动下，建筑业、制造业时薪环比维持在+0.5%、+0.38%高位。
- **劳务需求：**裁员与罢工影响8月非农就业，教育医保仍是新增就业主力。8月新增非农就业18.7万，预期17万，而6、7月新增非农分别下修至15.7万、10.5万。从结构看，教育医保（+10.2万）、休闲餐旅（+4万）仍是新增就业的中流砥柱。受制造业回流影响，建筑业和制造业新增就业延续增长。受卡车公司倒闭影响，商贸运输就业净月-2万人。受好莱坞罢工影响，8月影音行业就业-1.68万人，是信息技术行业净月-1.5万人的核心因素。考虑上述因素后，8月非农新增就业初值表现尚可。当前美国非农就业总人数较2019.12相比多出465.5万人，缺口率为3.1%。分行业看（表1），前期超额招聘的信息技术行业新增就业环比继续减少，休闲餐旅行业就业缺口则延续修复，缺口率回落至-0.8%。从走势看，除信息技术的持续裁员外，剩余行业尚未体现明显的需求走软。从当前需求vs潜在需求缺口对比来看（图7），当前绝大多数行业落入第三/四象限，潜在劳务需求显著降温。
- **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。

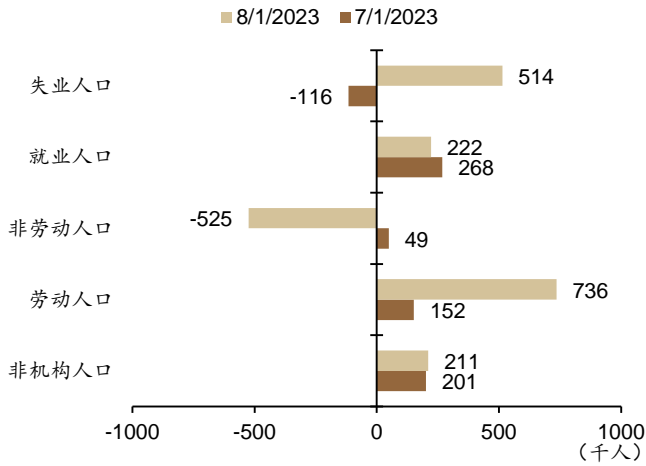
¹ <https://studentaid.gov/manage-loans/repayment/prepare-payments-restart>

图 1：美国劳务市场总需求与总供给



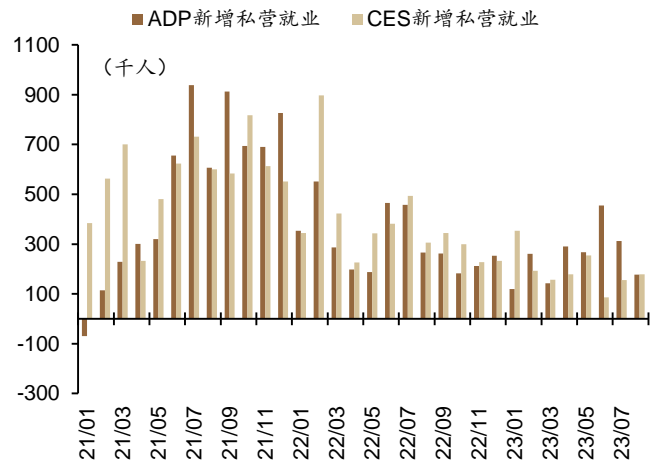
资料来源：美联储，德邦研究所；总需求=当月新增非农就业+前月职位空缺数；单位：百万人

图 2：美国劳务市场人口净月变动



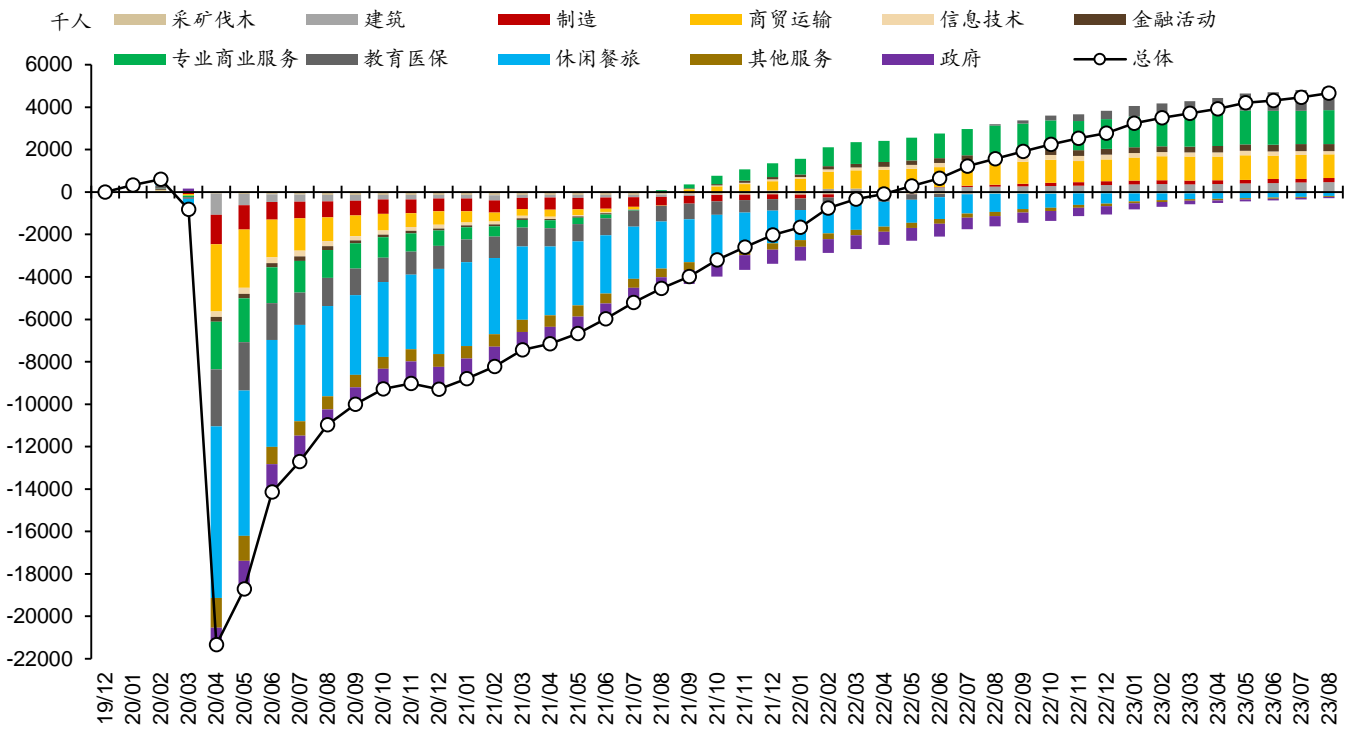
资料来源：美联储，德邦研究所

图 3：美国新增私营行业就业人数



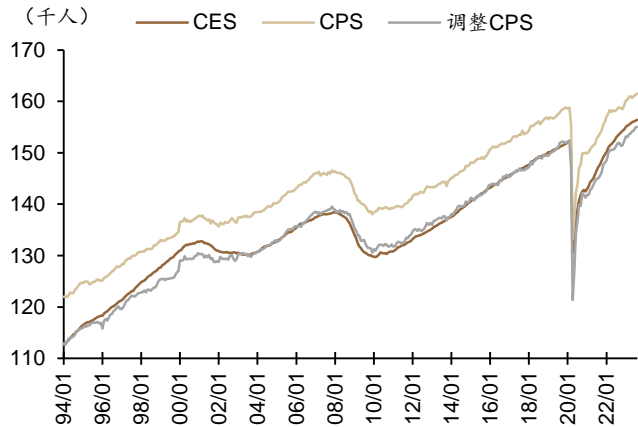
资料来源：美联储，德邦研究所

图 4：美国各行业非农就业总人数与 2019 年 12 月绝对水平比较



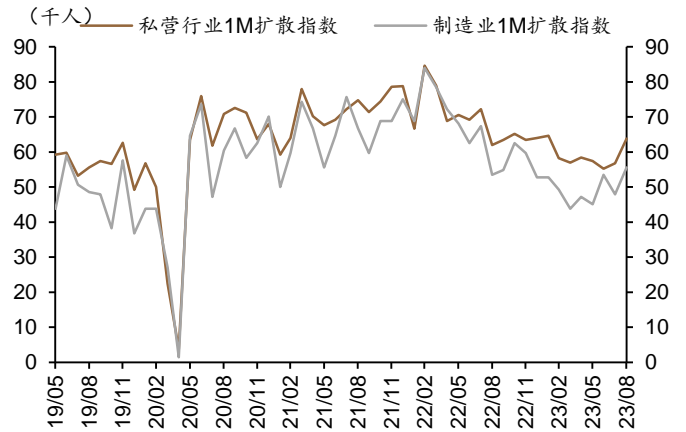
资料来源：美联储，德邦研究所

图 5：企业调查(CPS)、居民调查(CES)与调整后居民调查就业总人数



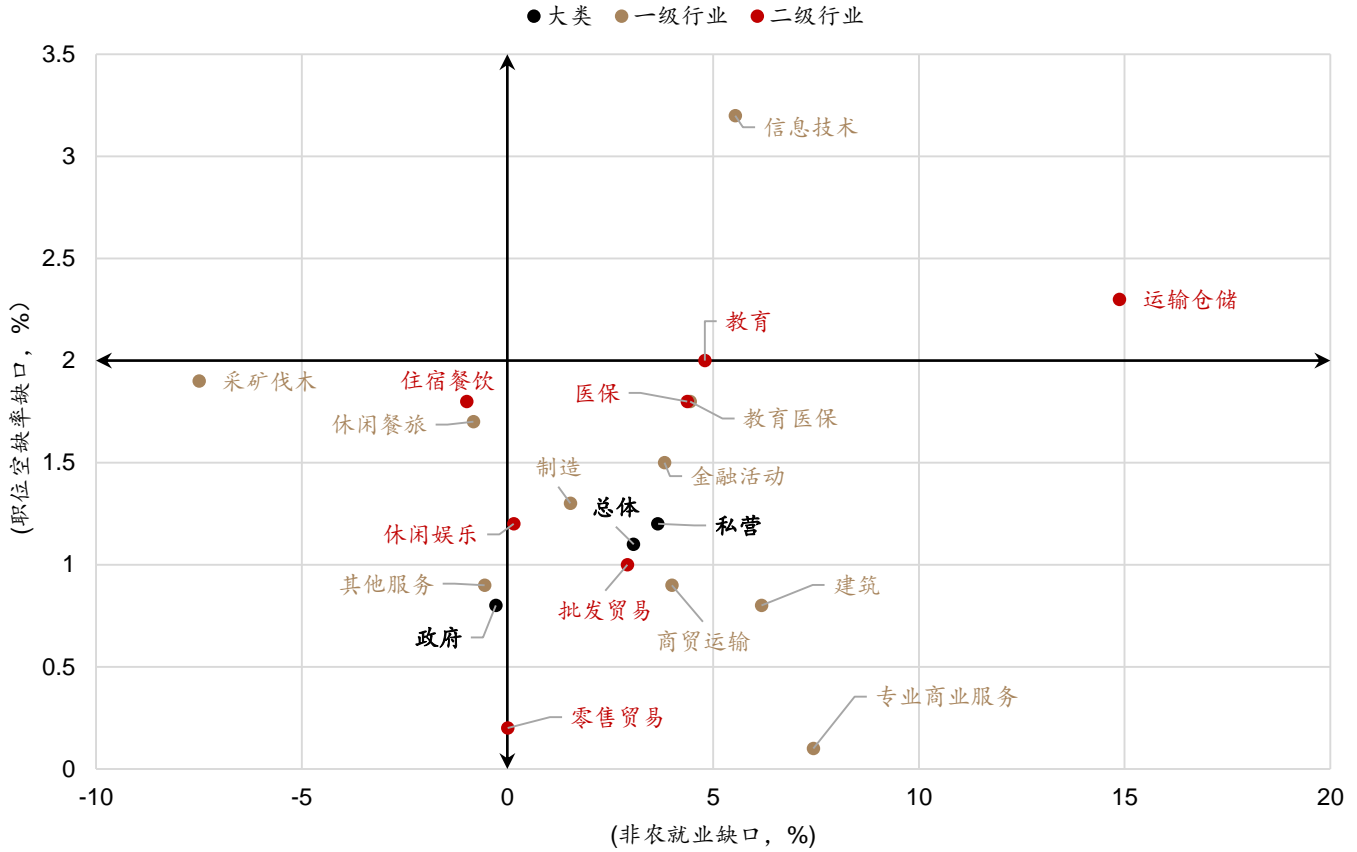
资料来源：美联储，德邦研究所

图 6：美国非农就业扩散指数



资料来源：彭博，德邦研究所

图 7：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

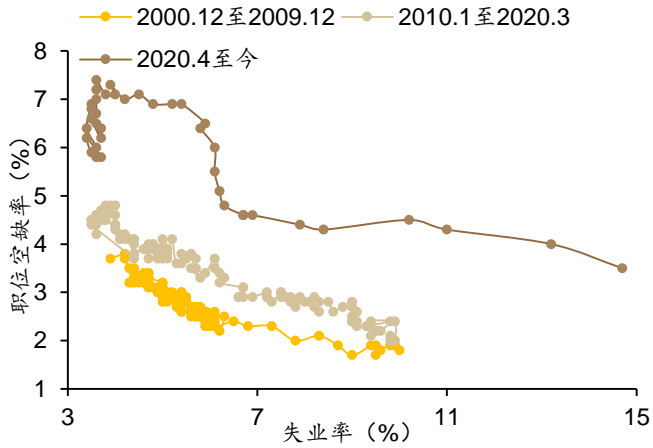
表 1：美国各行业就业净月变动&就业总人数与 2019 年 12 月水平相比净变化

	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09
非农就业净月变动	187	157	105	281	217	217	248	472	239	290	324	350
私营	179	155	86	255	179	157	193	353	232	228	299	344
商品	36	14	32	24	25	-19	18	41	36	41	57	44
采矿伐木	-2	2	-1	3	5	2	1	4	4	8	3	2
建筑	22	16	29	25	11	-9	14	26	26	19	17	16
制造	16	-4	4	-4	9	-12	3	11	6	14	37	26
服务	143	141	54	231	154	176	175	312	196	187	242	300
商贸运输	-20	18	-48	48	-17	3	36	61	36	-84	31	7
信息技术	-15	-15	-10	-4	3	3	-8	-23	-9	13	3	3
金融活动	4	17	2	13	27	-5	0	-1	4	11	18	2
专业商业服务	19	-20	-1	45	48	45	21	44	23	0	36	48
教育医保	102	102	79	88	77	70	64	111	71	95	85	80
休闲餐旅	40	32	26	28	11	46	57	99	58	123	61	139
其他服务	13	7	6	13	5	14	5	21	13	29	8	21
政府	8	2	19	26	38	60	55	119	7	62	25	6

缺口率	权重	与 2019.12 相比	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09
3.1%	100.0%	非农就业绝对变动	4,655	4,468	4,311	4,206	3,925	3,708	3,491	3,243	2,771	2,532	2,242	1,918
3.7%	85.5%	私营	4,720	4,541	4,386	4,300	4,045	3,866	3,709	3,516	3,163	2,931	2,703	2,404
2.9%	13.8%	商品	609	573	559	527	503	478	497	479	438	402	361	304
-7.5%	0.4%	采矿伐木	-52	-50	-52	-51	-54	-59	-61	-62	-66	-70	-78	-81
6.2%	5.1%	建筑	465	443	427	398	373	362	371	357	331	305	286	269
1.5%	8.3%	制造	196	180	184	180	184	175	187	184	173	167	153	116
3.8%	71.7%	服务	4,111	3,968	3,827	3,773	3,542	3,388	3,212	3,037	2,725	2,529	2,342	2,100
4.0%	18.4%	商贸运输	1,109	1,129	1,111	1,159	1,111	1,128	1,125	1,089	1,028	992	1,076	1,045
5.5%	2.0%	信息技术	160	175	190	200	204	201	198	206	229	238	225	222
3.8%	5.9%	金融活动	337	333	316	314	301	274	279	279	280	276	265	247
7.4%	14.7%	专业商业服务	1,593	1,574	1,594	1,595	1,550	1,502	1,457	1,436	1,392	1,369	1,369	1,333
4.4%	16.3%	教育医保	1,084	982	880	801	713	636	566	502	391	320	225	140
-0.8%	10.6%	休闲餐旅	-139	-179	-211	-237	-265	-276	-322	-379	-478	-536	-659	-720
-0.6%	3.8%	其他服务	-33	-46	-53	-59	-72	-77	-91	-96	-117	-130	-159	-167
-0.3%	14.5%	政府	-65	-73	-75	-94	-120	-158	-218	-273	-392	-399	-461	-486

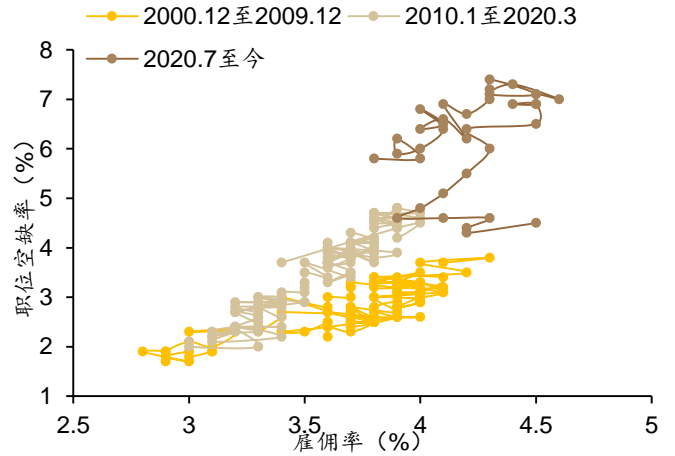
资料来源：美联储，德邦研究所；单位：千人

图 8：美国职位空缺率与失业率对比（Beveridge Curve）



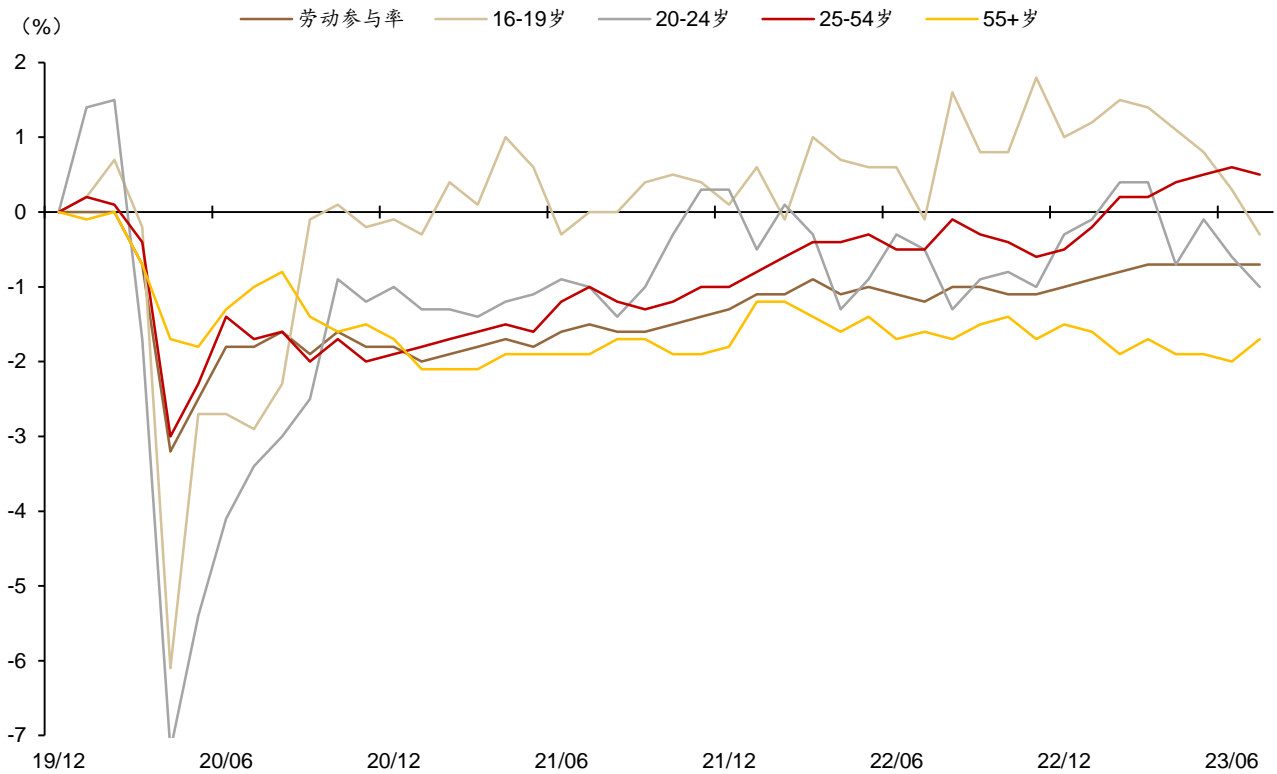
资料来源：美联储，德邦研究所

图 9：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 10：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

表 2：美国不同行业平均时薪同比及环比增速

时薪同比(%)	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09
私人	4.29	4.36	4.41	4.34	4.38	4.30	4.68	4.39	4.77	4.99	4.88	5.07
商品	5.15	5.29	5.06	4.70	4.59	4.65	4.58	4.33	4.51	4.66	4.48	4.44
采矿伐木	4.50	4.59	5.71	6.91	7.12	4.78	4.39	4.67	3.36	3.00	3.13	3.68
建筑	5.16	5.43	4.85	5.01	5.18	5.42	5.50	5.31	5.83	5.92	5.57	5.48
制造	4.99	5.13	5.02	4.24	3.92	4.05	3.94	3.56	3.72	3.90	3.78	3.83
服务	4.07	4.12	4.26	4.28	4.33	4.25	4.69	4.44	4.85	5.07	4.99	5.21
商贸运输	4.89	4.76	4.92	4.57	4.99	4.45	4.95	4.49	4.63	4.92	4.86	4.81
信息技术	1.82	3.55	3.58	4.56	4.25	5.67	5.18	5.78	5.92	6.22	6.55	7.69
金融活动	5.55	4.73	4.43	4.42	3.77	4.02	4.42	3.99	4.15	3.62	3.72	4.55
专业商业服务	4.16	4.48	4.51	4.30	4.23	4.44	4.80	4.64	4.94	5.21	5.01	5.23
教育医保	3.08	2.93	3.33	3.60	3.90	3.88	4.28	4.14	4.76	5.32	5.11	5.07
休闲餐旅	4.98	5.30	5.63	5.81	5.89	5.92	6.67	7.00	6.56	6.46	6.40	7.57
其他服务	3.63	3.26	3.84	4.54	4.30	3.35	4.27	3.73	3.45	4.14	3.77	4.15

时薪环比(%)	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09
私人	0.24	0.42	0.45	0.33	0.42	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43	0.40	0.31
商品	0.06	0.65	0.56	0.45	0.48	0.54	0.21	0.51	0.33	0.43	0.46	0.37
采矿伐木	-0.45	0.11	-0.16	0.79	1.23	0.46	0.38	0.90	0.52	0.58	-0.19	0.25
建筑	0.11	0.88	0.25	0.42	0.33	0.42	0.42	0.25	0.48	0.51	0.57	0.40
制造	0.00	0.56	0.81	0.41	0.50	0.63	0.03	0.64	0.22	0.35	0.42	0.32
服务	0.30	0.36	0.39	0.33	0.39	0.24	0.27	0.24	0.37	0.43	0.40	0.28
商贸运输	0.41	0.17	0.49	0.10	0.59	0.17	0.81	0.53	0.21	0.46	0.47	0.36
信息技术	0.15	0.23	-0.21	1.05	-0.89	0.31	0.34	0.02	0.59	-0.42	-0.15	0.80
金融活动	1.08	0.72	0.77	0.75	-0.07	0.38	0.09	0.21	0.69	0.17	-0.07	0.72
专业商业服务	-0.07	0.52	0.32	0.22	0.48	0.45	0.23	0.38	0.33	0.54	0.49	0.21
教育医保	0.27	0.33	0.34	0.18	0.31	0.06	-0.21	0.37	0.34	0.53	0.59	-0.06
休闲餐旅	0.24	0.19	0.33	0.48	0.53	0.67	0.05	0.00	0.82	0.83	0.59	0.15
其他服务	0.54	0.10	0.30	0.41	0.85	-0.81	0.17	0.44	-0.14	0.82	0.17	0.73

资料来源：美联储，德邦研究所

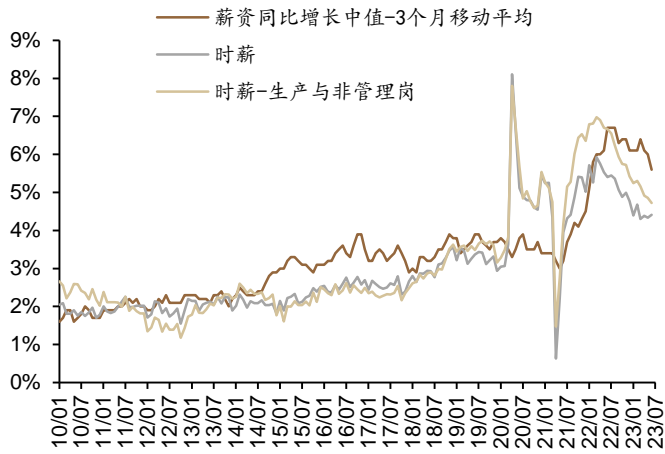
表 3：美国不同行业平均时薪同比及环比增速-生产与非管理岗

生产与非管理岗												
时薪同比(%)	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09
私人	4.50	4.70	4.69	4.86	4.91	5.16	5.30	5.25	5.42	5.72	5.75	5.93
商品	5.69	5.63	5.73	5.31	5.79	5.74	5.69	5.82	5.70	5.89	5.73	5.41
采矿伐木	2.09	3.89	5.73	6.26	6.11	4.21	5.04	4.96	4.57	5.15	5.54	5.04
建筑	5.68	5.78	5.52	5.66	6.60	6.53	6.26	6.36	6.34	6.38	6.37	6.64
制造	5.73	5.45	5.60	4.77	4.79	4.89	5.09	5.22	5.25	5.57	5.01	4.77
服务	4.26	4.50	4.52	4.76	4.74	4.99	5.25	5.11	5.36	5.70	5.77	5.99
商贸运输	5.09	5.15	5.27	5.29	5.52	5.59	5.83	5.43	5.28	5.93	6.50	6.44
信息技术	3.43	4.67	4.26	4.56	5.85	5.03	4.29	3.69	4.44	4.41	4.27	5.20
金融活动	4.65	4.37	4.52	4.67	4.44	5.78	5.93	5.65	6.16	5.92	6.08	6.54
专业商业服务	5.20	5.15	4.99	5.45	5.04	5.29	5.19	5.02	5.24	5.31	5.11	5.58
教育医保	2.91	3.57	3.66	4.07	4.01	4.31	4.75	5.01	5.14	5.83	5.79	5.74
休闲餐旅	4.72	5.25	5.21	5.06	4.92	5.54	6.27	7.83	6.98	7.11	7.38	8.02
其他服务	3.20	2.80	3.18	3.11	2.76	2.48	3.80	4.02	4.37	4.55	4.49	5.28

时薪环比(%)	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09
私人	0.21	0.42	0.35	0.38	0.32	0.39	0.42	0.28	0.43	0.46	0.39	0.36
商品	0.37	0.37	0.65	0.34	0.38	0.48	0.24	0.66	0.49	0.60	0.50	0.46
采矿伐木	-1.52	-0.96	0.58	0.70	1.28	0.15	0.39	0.12	0.45	0.97	0.06	-0.12
建筑	0.50	0.56	0.21	0.21	0.33	0.54	0.51	0.66	0.67	0.36	0.43	0.58
制造	0.38	0.34	0.96	0.42	0.35	0.54	-0.04	0.58	0.27	0.87	0.48	0.44
服务	0.17	0.42	0.31	0.35	0.35	0.35	0.46	0.21	0.39	0.43	0.40	0.33
商贸运输	0.40	0.44	0.36	0.28	0.32	0.36	0.77	0.57	0.25	0.25	0.54	0.46
信息技术	0.15	0.28	-0.13	0.41	0.44	0.54	0.13	0.03	0.65	-0.05	-0.10	1.05
金融活动	0.27	0.41	0.48	0.69	0.12	0.36	0.85	0.06	0.49	0.31	0.28	0.25
专业商业服务	0.29	0.47	0.18	0.29	0.41	0.57	0.45	0.48	0.54	0.64	0.52	0.24
教育医保	-0.23	0.47	0.27	0.40	0.20	0.07	0.03	0.30	0.27	0.48	0.44	0.17
休闲餐旅	0.11	0.27	0.54	0.76	0.32	0.93	0.00	-0.44	0.82	0.33	0.72	0.28
其他服务	0.31	0.47	0.47	0.59	0.68	-0.94	0.32	0.12	0.16	0.48	0.12	0.40

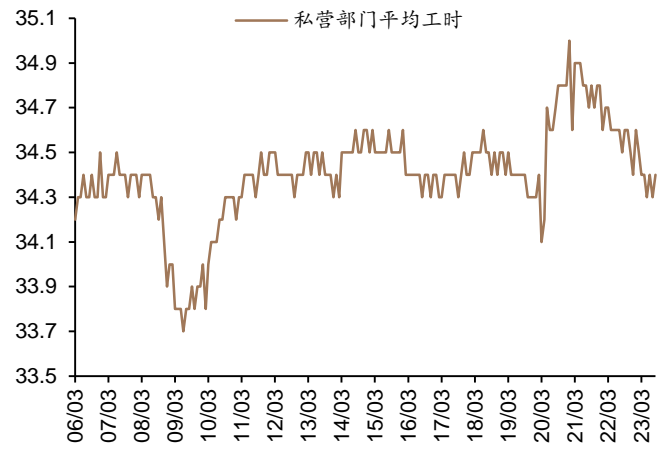
资料来源：美联储，德邦研究所

图 11：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 121：美国非农私营部门平均工时



资料来源：美联储，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

张佳炜，德邦证券海外宏观组组长。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：	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；
A 股市场以上证综指或深证成指为基准；		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；
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。		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经营范围包括证券投资咨询业务。