

美国劳动力市场紧绷进入中后期

——美国8月非农数据点评

2023年9月5日

宏观经济 事件点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国8月季调后非农就业增18.7万，预期17万；6月再次从18.5万下修至8万，7月从18.7万下修至15.7万。

失业率3.8%，预期3.5%，前值3.5%。劳动参与率62.8%，前值62.6%。时薪同比4.3%，预期4.3，前值4.4。

主要观点：

- 1、劳动力市场紧绷进入中后期，岗位空缺数下降明显，部分行业空缺数已恢复至疫情前。
- 2、薪资陆续见顶，后25%人群不再新高。
- 3、年内美国进入衰退概率不大，明年经济放缓风险并未解除。

就业总量结构略有突破。劳动参与率终于在连续5个月停留在62.6%后，继续回升至62.8%（疫情前63.3%），但失业率没有变化60.4%（疫情前61.1%）（图1）。分年龄看，55岁以上参与率显著增长，是总参与率提升的主要来源（图3）。失业率上升主要来自劳动力新进入人群增加59.7万，这些人是之前没有工作经验但记为失业的人群。

服务业中医疗、夏季娱乐业和建筑继续增长。8月非农就业主要集中于医疗（7.1万）、休闲娱乐（4万）、社会支持（2.6万）和建筑（2.2万）。医疗行业是三大服务业主力（医疗、专业和商务服务、休闲娱乐）中唯一继续保持高位增长的行业。专业和商务服务总量在7月短暂下降后，8月微幅增长（1.9万）；细分行业延续7月特征，即临时帮助服务继续下降（-1.9万），但专业科学技术服务继续正增长（2万），仍集中于计算机设计（1万），此外，科学研究发展服务增加0.8万。休闲住宿（4万）新增就业显著回升，各细分行业普涨：餐饮（1.5万）、酒店（0.8万）、赌博（1万）以及表演等（0.5万），符合夏季特征。该行业目前仍落后疫情前（2020年2月）29万人的差距，约1.7%（前值2.1%）。运输和仓储就业显著下降（-3.4万）。该行业就业在过去一年中没有太大变化，8月下降主要来自一家大型运输企业倒闭导致卡车司机大量失业（-3.7万），其他细分行业中，快递邮差-0.9万，航空+0.3万。此外，信息业继续下降（-1.5万），主要反映了电影行业（-1.7万）的罢工活动。

其他方面，制造业就业有所增加（1.6万），其中耐用品继续增加（1.2万），非耐用品今年首次增长（0.4万）。金属、机器和电子设备贡献了耐用品增长，汽车行业略有放缓；化工、纺织贡献了本月非耐用品就业。其他方面，建筑业就业增长2.2万，高于过去十二个月1.5万的平均水平。

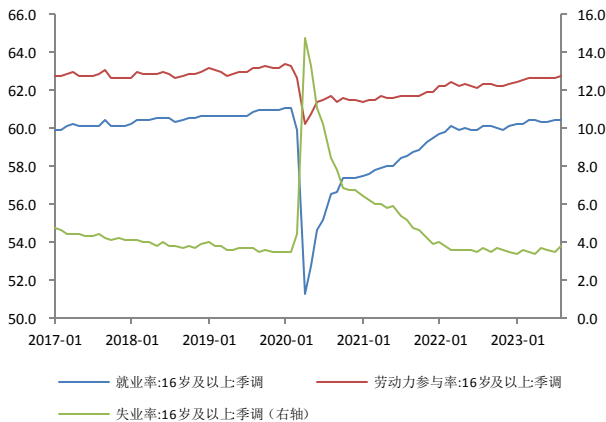
劳动力市场紧绷进入中后期，部分行业岗位空缺数恢复至疫情前。宏观上，消费的迅速恢复与就业市场固有的缓慢复苏特征是造成去年至今劳动力市场紧绷的主要原因（图15）。自4月略有反弹后，7月岗位空缺数代表的就业缺口回落明显，总量是疫情前的125.9% vs 130.7%（前值），短期仍难以下降至合理范围（图8）。细分行业中，明显下降的有，制造业（137% vs 144%）、医疗保健和社会援助（140% vs 152%）、专业和商务服务（102% vs 117%）、政府（124% vs 145%）；明显上升的有，住宿餐饮（132% vs 124%）（图8）。值得注意的是，专业和商务服务（102%）、零售业（100%）均接近疫情前的岗位空缺数，考虑到这两个行业就业均超过疫情前或持平（分别为疫情前的108%和100%），目前的岗位空缺数显示这两个行业的劳动力市场紧绷程度已不高于疫情前（图5）。

低收入人群薪资可能见顶。时薪同比需降至4%以下（8月为4.3%）才可能看到通胀压力下降，需至少半年才能确定不会反弹（图6）。本轮周期中时薪第1~4分位同比增速均高企（图14），这是有别于1980年代以来的薪资增速分化的特点，与1970年代的通胀周期更为相似。目前，低收入人群薪资终于停止加速。至此，十二个月平均时薪，第一、二、三、四分位收入均已见顶。

年内衰退概率不大，但明年风险不能排除。以岗位空缺数为代表的劳动力市场紧绷程度来看，劳动力市场至少需一个季度才有可能恢复正常。由于受疫情影响最大的低收入服务业就业占比远高于高技能服务业就业人数，这种一方面裁员，一方面人手紧缺的现象在总量上以服务业占优。与以往经济周期中行业复苏同步性较强不同，本轮经济复苏中行业间存在明显的周期性错位（科技、商品消费 vs 服务业）导致高利率、高通胀下的就业数据显得尤为强劲。服务业就业总量上的占优掩盖了先期行业的回落，而以餐饮为代表的休闲娱乐行业并不是经济增长的引擎，这使得在服务业恢复完成后就业市场突然预冷的可能性较以往明显提高。从6月开始，就业数据表明服务业的快速恢复期基本结束：我们看到除了汽车与电子行业、医疗保健以外的行业，就业均不再稳定增长。虽然四季度为传统的圣诞消费旅游季，年内衰退概率不大，但在高利率的背景下，明年风险尚未完全解除。最后，如果岗位空缺数按照目前的下降速度继续回落，则年内没有加息的必要。

风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

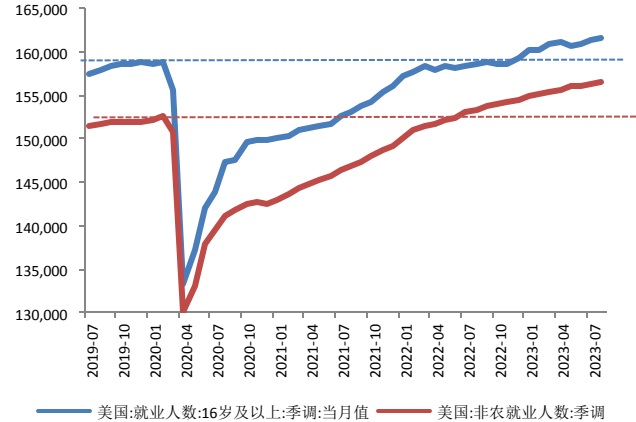
图1：劳动参与率、失业率略有上升（%）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

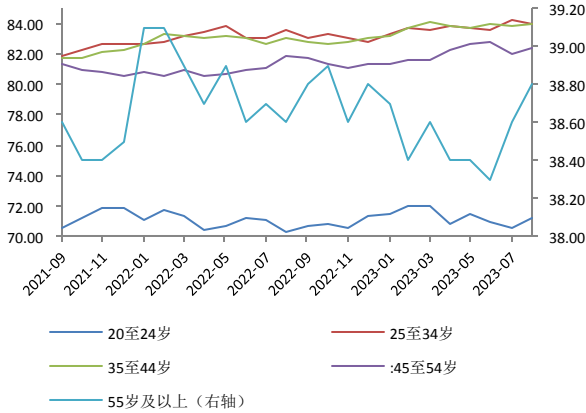
图3：劳动参与率：分年龄（%）

图2：家庭调查就业与企业调查就业均超过疫情前（千人）

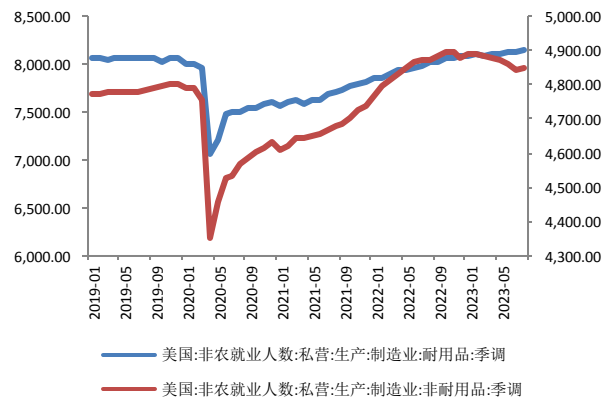


资料来源：iFinD, 东兴证券研究所整理

图4：制造业就业仍在平台期，非耐用用品略有反弹（千人）

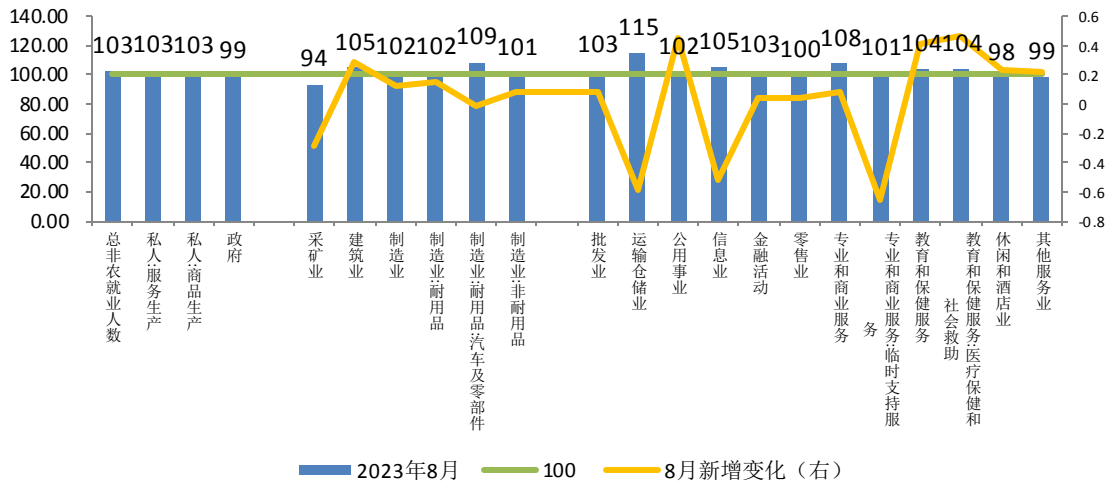


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5: 非农细分行业新增环比 (2020年2月=100)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

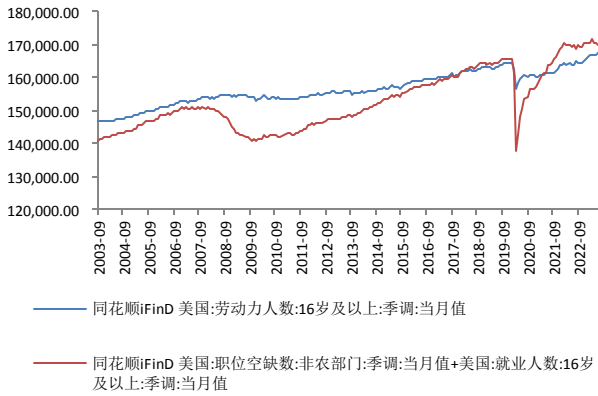
图6: 周薪同比位于至正常周期末期高位, 但基数效应明显, 至少需半年时间验证是否为有效回落 (%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

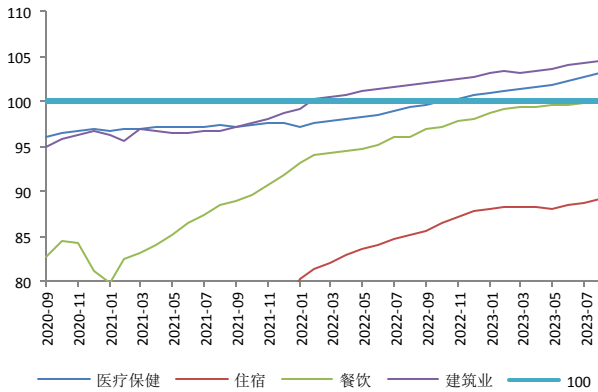
图7: 就业缺口下降, 紧绷至少需一个季度才能缓解 (千人)

图8: 餐饮、娱乐等就业市场需求旺盛 (2020年2月=100)



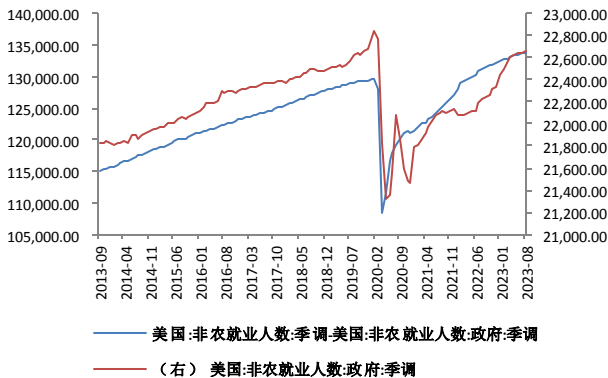
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9: 部分行业就业恢复距离 (2020年2月=100)



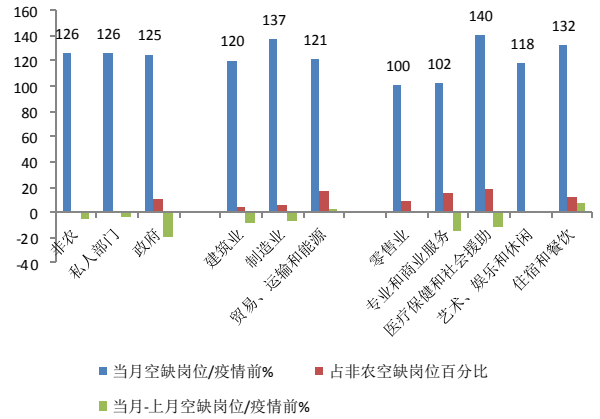
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图11: 政府部门就业支撑非农 (千人)



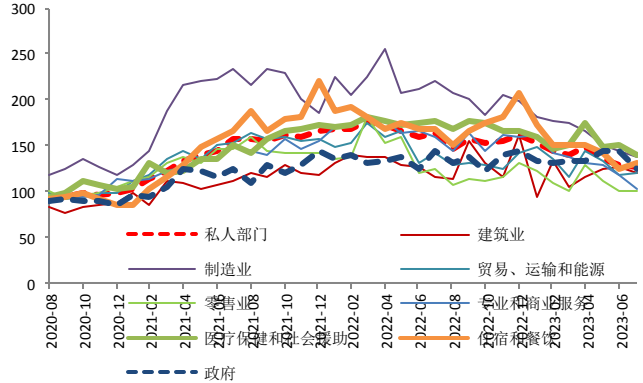
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图13: 核心 CPI 环比需跌落平台 (%)



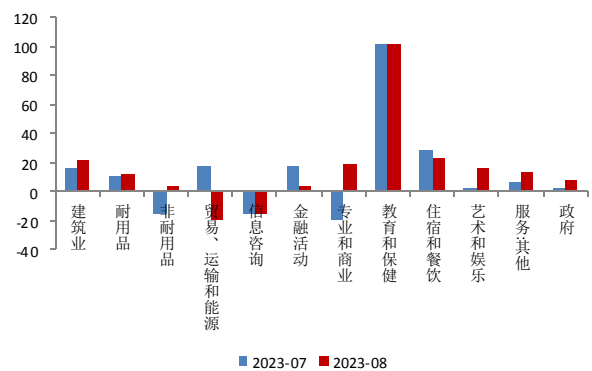
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图10: 医疗岗位需求旺盛, 其他缓慢回落 (2020年2月=100)



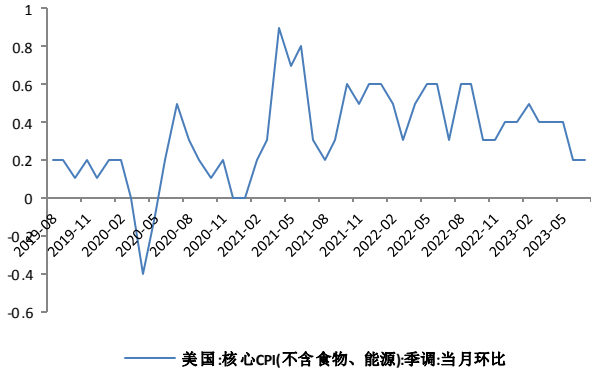
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图12: 非农新增 (按行业, 单位: 千人)

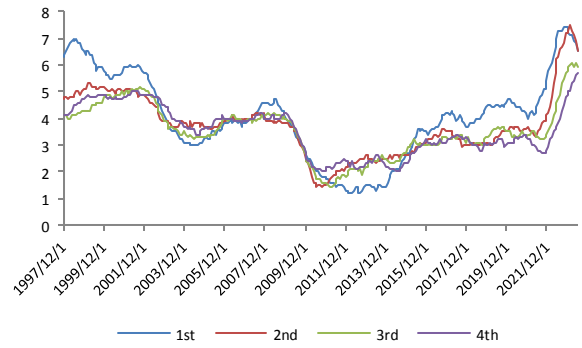


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图14: 时薪 12 月移动平均第 1~4 分位均已见顶 (%)

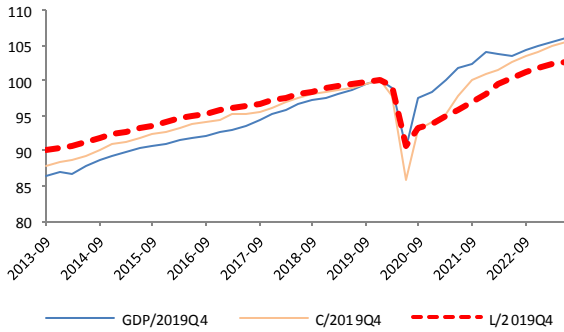


资料来源: iFinD,东兴证券研究所



资料来源: 美联储,东兴证券研究所

图15: 就业恢复远不及 GDP 和消费 (2019Q4=100)



资料来源: iFinD,东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国服务业就业快速恢复期结束	2023-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储保留进一步加息空间	2023-07-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀压力下降	2023-07-14
宏观普通报告	宏观普通报告：非农质量略降	2023-07-12
宏观普通报告	东兴宏观：衰退延迟--2023年年中海外经济展望	2023-07-07
宏观深度报告	东兴宏观：衰退延迟--2023年年中海外经济展望	2023-07-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储暂停加息，保留进一步加息空间	2023-06-16
宏观普通报告	宏观普通报告：基数效应护航，6月CPI将继续回落	2023-06-14
宏观普通报告	宏观普通报告：非农仍有上升空间	2023-06-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美国6月通胀同比可降至4%	2023-05-11

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526