

6月非农：繁花落？降息定？

2024年07月06日

➤ 美国6月份新增非农就业20.6万人，略高于市场预期的19万人，但前两个月的数据大幅下修，失业率从4.0%升至4.1%，高于市场预期的4.0%。数据发布后，黄金和美股上涨、美债收益率下行，CME美联储观察工具显示9月降息的概率上升至70%以上。

➤ **非农就业人数被频繁下修，打击市场信心。**美国劳工局在公布初值后的下一个月公布修正值、再下一个月公布终值。2023年1月~2024年4月的16个月中，有13个月的非农就业人数终值低于初值；仅3个月的数据上修。本次劳动局将5月新增非农就业从27.2万下修至21.8万人，4月数据从16.5万下修至10.8万人，合计大幅下修11.1万人。2023年以来数据频频下修，一个关键原因是疫后就业调查的回复率显著降低。企业调查(CES)回复率在2023年6月份达到历史最低41.6%，今年3月份回复率回升至43.5%，但是远远低于疫情之前60%左右的回复率水平。收回调查问卷的速度偏慢，导致美国劳工局需要在公布初值后再下修数据。

➤ **分行业看，6月新增非农就业主要集中在建筑业、教育和保健服务、以及政府部门；而服务业的就业缺口在加速弥合。**建筑业新增2.7万人(前值1.6万人)，教育和保健服务新增8.2万人(前值8.1万人)，政府部门新增7.0万人(前值2.5万人)，三者合计新增就业17.9万人，占了6月新增非农就业人数的86.9%。制造业6月就业减少0.8万人，服务业6月份共计新增就业11.7万人，较前值18.1万人大幅下滑。5月份ISM非制造业PMI的商业活动以及就业分项均大幅下滑。周二公布的JOLTS职位空缺数814万人，环比增加22.1万人，虽然好于预期，但实则是主要是靠政府部门、制造业、医疗保健行业的推动。而休闲住宿业的职位空缺数环比大幅减小14.6万人。

➤ **本期失业率录得4.0%，进一步接近“萨姆规则”所提出的“衰退”信号。**“萨姆规则”指出，如果失业率3个月移动平均值比12个月内的最低点高出0.5%，则表明美国已进入经济衰退的早期阶段。最近3个月美国失业率均值为4%，12个月内低点为3.57%，差值为0.43%，进一步靠近0.5%的“临界值”。如果分别计算美国51个州和特区的失业率，截至今年5月份，已经有21个州触发了“萨姆规则”所提出的“衰退”信号。

➤ **怎么看失业率后续路径？需求侧**，从时薪增速以及职位空缺数据来看，降温信号进一步显现。当前每1个失业人口对应1.22个职位空缺，已经基本持平疫前的水平(1.19)。6月份非农私人时薪同比增速降温至3.86%(前值4.05%)。**供给侧**，除了劳动力参与率回升之外，关注移民的影响。2022年开始，出生于海外的劳动力数量增长已明显高于疫前的趋势水平。疫情之后，依赖移民劳动力的行业(住宿和食品服务、零售贸易等)职位空缺率和薪资增速高企，吸引移民涌入。移民提供了大量劳动力，加速这些行业就业缺口弥合。今年6月4日，拜登签署行政令限制美墨边境移民入境，当美墨边境扣押的非法移民人数一天之内超过2500人则执行“熔断机制”；只有当这一数字跌至1500人以下，政治避护申请的受理工作才能恢复。这一政策6月5日生效，劳动力供给侧有望回落。

➤ 移民、CES和CPS口径数据“打架”，数据频繁下修等问题，干扰我们对就业市场的判断。总言之，劳动力降温趋势明确，但是否会触发“衰退”仍需进一步观察。

➤ **风险提示：**美国经济基本面超预期；美国降息进度超预期。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

相关研究

- 1.宏观事件点评：微妙的均衡：股市和汇率谁先破局？-2024/07/05
- 2.央行动态点评：央行借债的“玄机”-2024/07/01
- 3.宏观事件点评：美国大选首辩：中局还是终局？-2024/06/28
- 4.政治局会议点评：政治局会议的“三中”信号-2024/06/27
- 5.全球大类资产跟踪周报：强美元延续的概率提升-2024/06/22

图1：美国非农新增就业人数的行业分布（万人）

季调, 万人	2024/6	2024/5	2024/4	2024/3	2024/2	2024/1	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9
美国新增非农就业	20.6	21.8	10.8	31.0	23.6	25.6	29.0	18.2	16.5	24.6
私人部门	13.6	19.3	10.8	23.2	18.1	19.6	21.4	15.2	9.8	19.6
商品生产	1.9	1.2	-0.3	3.3	1.5	3.0	3.3	3.6	-1.0	2.7
采矿业	0.0	-0.4	-0.5	0.2	0.0	-0.2	0.3	-0.4	-0.1	0.1
建筑业	2.7	1.6	-0.5	3.7	2.4	2.6	1.8	1.5	2.2	1.3
制造业	-0.8	0.0	0.7	-0.6	-0.9	0.6	1.2	2.5	-3.1	1.3
耐用品制造	-1.0	-0.5	0.3	-0.1	-0.3	-0.4	1.9	3.7	-3.3	0.9
非耐用品制造	0.2	0.5	0.4	-0.5	-0.6	1.0	-0.7	-1.2	0.2	0.4
服务生产	11.7	18.1	11.1	19.9	16.6	16.6	18.1	11.6	10.8	16.9
批发业	1.4	0.2	0.7	1.0	-0.4	-0.7	0.7	0.7	1.2	1.2
零售业	-0.9	0.7	1.4	1.9	2.3	1.7	3.2	-4.3	0.1	1.8
运输仓储业	0.7	1.2	2.1	0.5	3.1	-0.4	-1.8	-1.1	-0.9	0.9
公用事业	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
信息业	0.6	0.5	-0.3	0.2	-0.3	0.8	1.3	1.7	-2.6	1.1
金融活动	0.9	1.2	-0.3	0.4	-0.7	-0.4	0.6	0.4	0.0	0.0
专业和商业服务	-1.7	3.1	-1.7	1.7	0.6	4.8	1.3	1.0	-0.5	-0.1
教育和保健服务	8.2	8.1	9.8	7.6	8.0	10.0	8.4	11.0	7.7	8.1
医疗保健和社会救助	8.2	8.3	9.8	8.0	8.9	7.3	7.6	10.7	7.2	8.1
休闲和酒店业	0.7	2.2	-0.9	5.4	2.6	-0.3	4.1	1.0	5.7	2.7
其他服务业	1.6	0.8	0.4	1.2	1.0	1.0	0.0	1.0	-0.1	0.9
政府部门	7.0	2.5	0.0	7.8	5.5	6.0	7.6	3.0	6.7	5.0
联邦政府	0.5	0.3	0.0	1.2	0.7	1.3	0.9	-0.1	0.8	0.6
州政府	2.6	-0.9	0.4	1.0	1.4	1.6	2.1	0.8	2.9	1.7
地方政府	3.9	3.1	-0.4	5.6	3.4	3.1	4.6	2.3	3.0	2.7

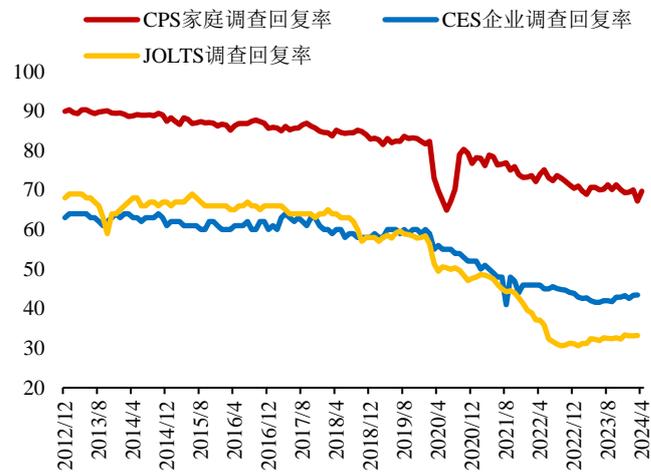
资料来源：美国劳工局，民生证券研究院

图2：2023 年以来非农新增就业频繁被下修



资料来源：美国劳工局，民生证券研究院

图3：美国劳工局的就业调查回复率在疫后显著下降



资料来源：美国劳工局，民生证券研究院

图4：美国非农职位空缺数（万人）

季调, 万人	环比变动 (万人)	2024/5	2024/4	2024/3	2024/2	2024/1	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9
美国非农职位空缺数	22.1	814.0	791.9	835.5	881.3	874.8	888.9	893.1	868.5	930.7
私人部门	4.2	705.5	701.3	739.7	789.4	790.3	788.4	793.2	771.8	834.2
采矿业	0.3	2.7	2.4	3.0	3.3	2.9	3.2	3.1	2.4	2.9
建筑业	0.2	33.9	33.7	34.6	45.6	42.5	43.4	45.4	41.3	42.2
制造业	11.5	60.3	48.8	54.6	58.7	59.6	58.6	55.3	57.6	60.7
耐用消费品制造业	9.7	42.8	33.1	35.5	37.9	34.8	40.8	37.7	36.4	35.4
非耐用消费品制造业	1.7	17.4	15.7	19.1	20.8	24.8	17.9	17.6	21.3	25.3
贸易、运输和公用事业	0.0	101.6	101.6	103.9	107.2	104.7	131.8	133.6	130.6	131.3
批发业	-0.1	18.8	18.9	19.7	16.6	20.7	23.0	29.6	20.6	22.9
零售业	-1.6	47.8	49.4	50.7	60.4	54.6	71.0	59.6	58.1	66.8
运输、仓储和公用事业	1.6	35.0	33.4	33.5	30.1	29.3	37.8	44.3	52.0	41.6
信息业	2.4	13.4	11.0	15.2	12.6	20.2	17.7	15.4	11.3	10.9
金融活动	-1.6	43.8	46.4	49.4	67.7	54.0	48.2	42.7	41.0	68.9
金融和保险	0.5	32.5	32.0	32.1	51.5	36.5	31.7	28.8	28.7	50.9
房地产和租赁	-2.2	11.2	14.4	17.3	16.2	17.5	16.5	13.8	12.4	18.0
专业和商业服务	4.4	148.5	144.1	139.0	152.6	157.0	157.9	153.6	158.5	158.2
教育和保健服务	4.4	181.4	177.0	190.8	195.2	204.9	195.6	193.9	177.8	192.5
教育服务	-2.4	18.4	21.8	16.3	14.1	14.6	17.3	16.1	15.6	16.3
医疗保健和社会救助	7.8	163.0	155.2	174.5	181.1	190.4	178.3	177.8	162.2	176.2
休闲住宿业	-14.6	92.2	106.8	119.3	114.3	112.3	100.3	115.3	120.1	135.0
艺术、娱乐和休闲	0.0	15.1	15.1	15.9	16.8	16.8	15.7	17.0	20.7	20.4
住宿餐饮业	-14.7	77.1	91.8	103.4	97.5	95.5	84.7	98.3	99.4	114.6
其他服务业	-1.6	27.7	29.3	29.9	32.2	32.1	31.6	34.9	31.3	31.6
政府部门	17.9	108.5	90.6	95.7	91.9	84.6	100.5	99.9	96.7	96.5
联邦政府	3.7	17.6	13.9	14.4	15.0	14.9	16.6	16.1	18.8	16.6
州和地方政府	14.2	90.9	76.7	81.3	76.9	69.7	83.8	83.8	77.9	79.9
教育	2.6	29.5	26.9	32.5	25.5	26.1	28.0	28.9	28.8	30.9
非教育	11.7	61.5	49.8	48.7	51.5	43.6	55.8	54.9	49.1	49.1

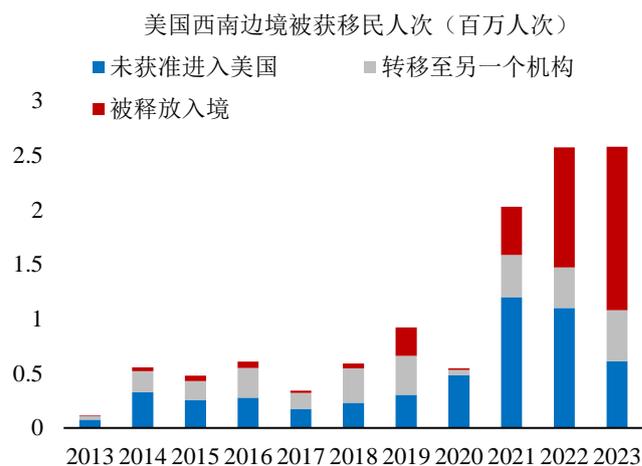
资料来源：美国劳工局，民生证券研究院

图5：美国西南边境被获移民人次



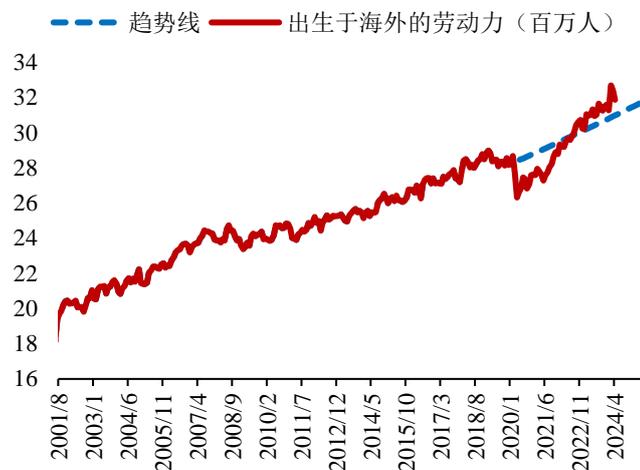
资料来源：CBP, FED, 民生证券研究院

图6：2023年移民被“拒之门外”的比例显著下降



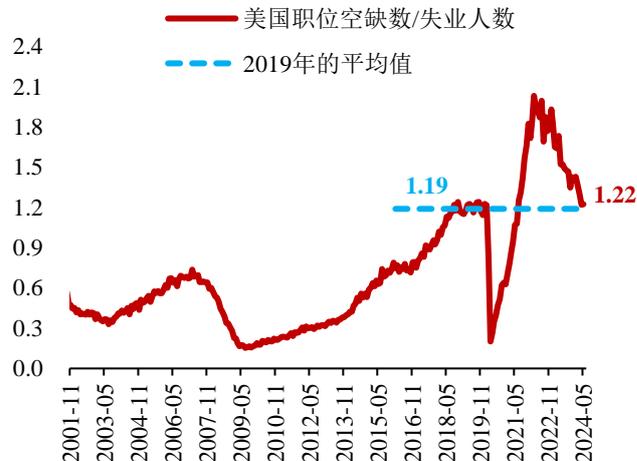
资料来源：CBP, FED, 民生证券研究院

图7：美国移民劳动力的增长已超过疫前的趋势水平



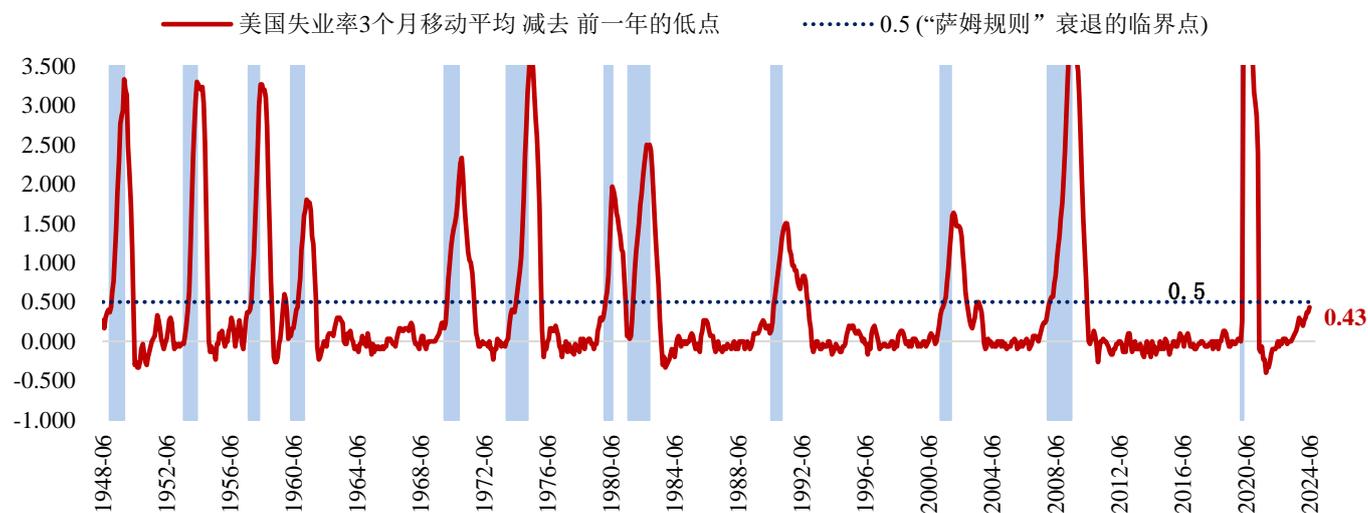
资料来源：FED，民生证券研究院

图8：美国每个失业人口对应 1.22 个职位空缺



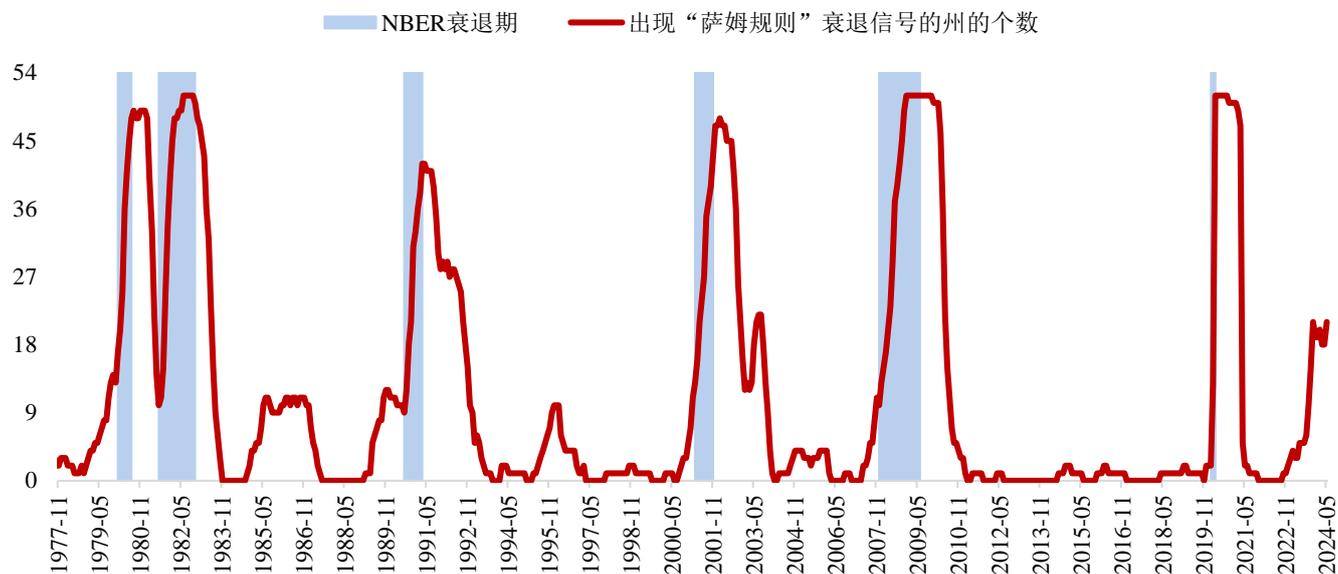
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：失业率“萨姆规则”和美国 NBER 经济衰退期（阴影部分）



资料来源：美国劳工局，NBER，民生证券研究院

图10: 美国 51 个州和特区中, 触发“萨姆规则”衰退信号的数量



资料来源: 美国劳工局, NBER, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026