



劳动数据缓慢弱化，9月降息窗口仍在

——美国6月劳动数据

2024年07月5日

- 新增非农就业略高于预期，失业率上升至4.1%，时薪增速放缓至3.86%：**单位调查（establishment survey）方面，6月新增非农就业20.6万人，高于19.0万人的市场预期；5月新增就业从27.2万人下修至21.8万人，4月从16.5万人下修至10.8万人。非农时薪增速符合预期，环比0.29%，同比降低至3.86%，三月均值提高至0.30%。家庭调查（household survey）方面，失业率从5月的4.0%升至4.1%，略高于预期的4.0%；劳动参与率稍回升至62.6%，55岁及以上参与率保持38.2%，25-54岁参与率略升至83.7%。兼职就业减少而全职就业回升，累计兼职工作人数同比增速降至6.88%，累计全职工作人数同比增速为-1.15%。
- 劳动市场紧张程度进一步缓解的证据增加，9月降息窗口依然开放：**非农就业前值的下修、薪资增速的放缓和失业率的上行表明供需紧张还在持续缓解当中。整体上，劳动市场数据支持软着陆的达成，一方面不弱的名义薪资对消费和服务就业仍有支撑，另一方面全职就业的降低和失业率的持续回升都是经济在高利率下走弱的证据。因此对于美联储来说，在二季度通胀数据回落、失业率已经超过经济展望（SEP）中4.0%预测的情况下，9月进行首次降息的窗口依然打开，而四季度能否出现第二次降息也可能取决于劳动市场的恶化程度。我们依然认为在当前主要的劳动市场数据当中，失业率最为重要，尽管新增非农就业偏强，但其并未统计非农业部门人口并有重复统计兼职的特征；此外，包括全职就业、职位空缺率、非美国出生劳动人口供给等数据也大致支持劳动市场弱化的判断。
- 企业诞生-倒闭模型（Birth-Death Model）并未明显“虚增”非农就业：**虽然非农就业有重复统计兼职的特征，但其用于修正企业诞生和倒闭对就业影响的Business Birth-Death模型并不存在刻意“虚增”就业的情况。诞生-倒闭模型产生就业岗位的绝对数量自2022年以来处于模型投入使用以来的最高水平，但从占当年新增就业的总比例来看，该模型形成的就业在正常范围内的偏高水平。综合来看，“企业诞生-倒闭”模型在2023年及以前对新增非农就业的实际影响较为有限，2024年随着企业倒闭数量上行的可能性增大，可能对就业存在小幅高估，但尚无法定量分析。
- 失业率依然是触发降息的关键因素：**失业率进一步升高至4.1%，其6月上行主要是失业人口增加17.9万人至688.8万人，而劳动力人口当月的小幅上升是使失业率下行的力量。作为预警指标的加州失业率进入震荡状态。随着需求进一步放缓和较多的移民供给，预计失业率依然存在稳步上行并触发首次降息的空间。
- 市场增强降息预期，短期进行降息交易：**CME联邦基金利率期货显示交易者进一步加强了9月首次降息的预期至72%，同时依然维持了12月出现第二次降息的可能性。美国国债收益率回落，十年期降7.5BP至4.289%；美国三大股指集体收涨，纳指和标普均创下新高；美元指数震荡下行收104.8689。伦敦金现价涨至2391.24美元/盎司。7月底召开的FOMC会议预计难有明显的增量信息，美联储官员们的公开表态短期预计仍然偏鹰，会强调需要观察到更多证据以进行预期引导。不过，随着美国经济逐步走弱，9月进行首次预防性降息的概率不低。在去通胀进程尚可，降息预期有望在三季度边际加强的情况下，美股的盈利和估值尚存在支撑；美债收益率震荡下行的空间仍在，但幅度可能有限；美元指数在欧日等经济体表现弱势、利差维持高位的情况下，依然易保持强势。美国大选向利于特朗普的方向发展意味着更多的政策不确定性，警惕资产波动率放大的风险。

分析师

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

风险提示

1. 美国经济和通胀进一步加速的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 劳动市场不同统计序列和方式存在误差的风险

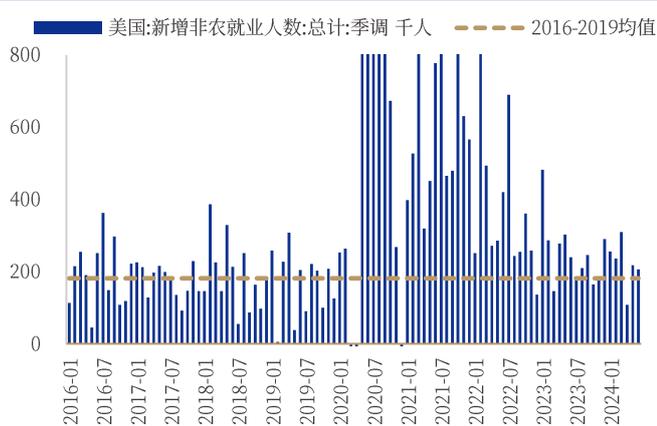
一、 劳动力市场缓慢弱化的趋势不变

美国劳工数据局（BLS）7月5日公布了2024年6月劳动数据。单位调查（establishment survey）方面，6月新增非农就业20.6万人，高于19.0万人的市场预期，依然略高于2016-2019年新增就业均值18.1万人；5月新增就业从27.2万人下修至21.8万人，4月从16.5万人下修至10.8万人。非农时薪增速符合预期，环比0.29%，同比降低至3.86%，三月均值提高至0.30%。

家庭调查（household survey）方面，失业率从5月的4.0%升至4.1%，略高于预期的4.0%；劳动参与率稍回升至62.6%，55岁及以上参与率保持38.2%，25-54岁参与率略升至83.7%。兼职就业减少而全职就业回升，累计兼职工作人数同比增速降至6.88%，累计全职工作人数同比增速为-1.15%。

尽管非农新增就业依然略强于预期，美国就业市场继续偏紧，但非农就业前值的下修、薪资增速的放缓和失业率的上行表明供需紧张还在持续缓解当中。整体上，劳动力市场数据支持软着陆的达成，一方面不弱的名义薪资对消费和服务就业仍有支撑，另一方面全职就业的降低和失业率的持续回升都是经济在高利率下走弱的证据。因此对于美联储来说，在二季度通胀数据回落、失业率已经超过经济展望（SEP）中4.0%预测的情况下，9月进行首次降息的窗口依然打开，而四季度能否出现第二次降息也可能取决于劳动市场的恶化程度。我们依然认为在当前主要的劳动力市场数据当中，失业率最为重要，尽管新增非农就业偏强，但其并未统计非农业部门人口并有重复统计兼职的特征；此外，包括全职就业、职位空缺率、非美国出生劳动人口供给等数据也大致支持劳动力市场弱化的判断。

图1：新增非农就业



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

图2：劳动参与率回升，55+参与率延续低位（%）



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

相比5月新增非农就业大幅超过预期，并与上行的失业率形成矛盾的组合，6月劳动数据更加清晰的显示了供需压力放缓的趋势，未来劳动力市场依旧具备持续缓慢弱化的基础。美联储应可以从数据中进一步获得9月降息的信心，从短期来看全年两次降息的预期也可以维持。同时，不能忽视四季度通胀回升的风险，在通胀与失业率同时上行的情境下，美联储的决策仍会面临两难。我们认为本月的劳动数据需要注意：

（1）新增非农就业粘性依然小幅超过预期，服务行业和政府就业是主要因素，在美国下半年赤字超过预期的情况下，政府就业可能成为持续的支撑。新增非农就业显著高于家庭就业的主要因素可能仍是兼职岗位的上行，而兼职增加的背后则是移民供给的上升，数据也显示移民兼职的比例明显高于非移民人口，所以移民还是劳动力市场供给侧的核心因素。5月和4月新增非农就业前值也出现了较为明显的下修，符合劳动力市场缓和期间的特征。总体上，虽然新增非农就业可能因兼职显得具有韧性，劳动力市场紧张程度还在降低。

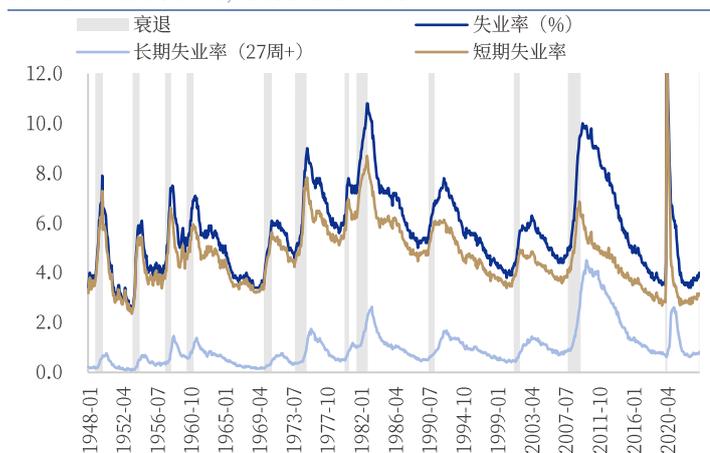
(2) 名义时薪增速环比虽然放缓，但同比偏高，对中期通胀降低至 3% 以下依然是不利因素。环比增速三月均在过去数月中持续高于 0.3%，缓和迹象并不明显。因此，**除非劳动市场下半年出现超预期的弱化，薪资年末同比增速可以降至与 2% 通胀目标更匹配的 3.5% 下方概率较低**，这可能为通胀四季度的回升积蓄动力，也不利于四季度出现第二次降息。不过，如果失业率下半年快速上行，薪资增速可能不再是掣肘美联储降息的因素。

(3) 失业率进一步升高至 4.1%，超过了美联储 6 月议息会议经济展望中的年末 4.0% 目标增速；**失业率 6 月上行主要是失业人口增加 17.9 万人至 688.8 万人**，而劳动力人口当月的小幅上升是使失业率下行的力量。作为预警指标的加州失业率进入震荡状态，未来失业率可能不易快速上行。随着需求进一步放缓和较多的移民供给，预计失业率依然存在稳步上行并触发首次降息的空間。

(4) 从供需考虑，5 月职位空缺数回升至 814.0 万人，但 4 月数值从 805.9 万人下修至 791.9 万人，**整体下行趋势继续**；由失业率和职位空缺率构成的贝弗里奇曲线已经进入疫情前范围，支持失业率未来上升。供给方面，**劳动参与率基本持平，但移民供给还在增加**，非本地出生劳动人口 6 月上行至 3222.4 万人，未来预计进一步提振兼职就业并抬升失业率。6 月平均周工时保持 34.3。总体上，供需缺口还在收窄中。

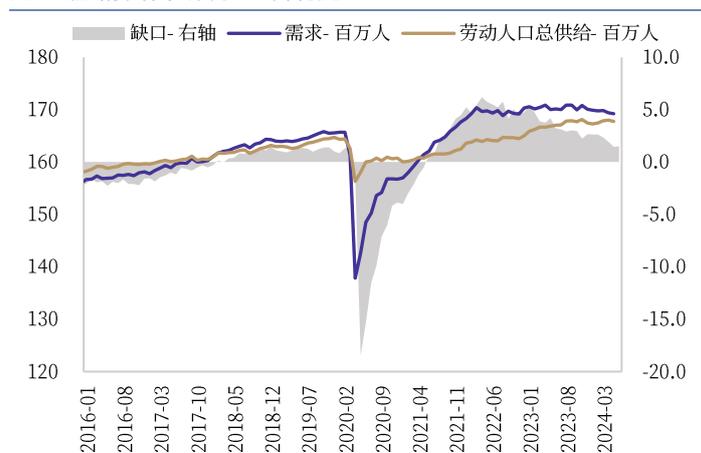
(5) 综合来看，**劳动市场弱化、失业率逐步提升的格局依然没有改变，“软着陆”和 9 月的首次降息还是基准假设**。不过，超预期的赤字率、偏强的薪资增速、服务与政府就业并不利于四季度通胀保持低位，美联储的第二次降息可能需要失业率的持续上行。不过，虽然美联储 6 月点阵图目前仅预期年内一次降息，但只需要两位官员的信心增加就可以转变为两次降息，因此第二次降息的概率短期依然不弱。我们维持 9 月出现首次降息的理由仍是 1. 通胀在三季度具备下行基础以及 2. 失业率下半年延续上行趋势，而数据的震荡还会持续导致降息预期小幅摇摆。

图3：失业率延续上行，仍以短期失业为主



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

图4：粗略劳动市场缺口5月稳定



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

市场在劳动数据整体弱化后稍加强了降息预期，主要资产价格回升。CME 联邦基金利率期货显示交易者进一步加强了 9 月首次降息的预期至 72%，同时依然维持了 12 月出现第二次降息的可能性。美国国债收益率回落，两年期降 10.4BP 至 4.614%，十年期降 7.5BP 至 4.289%；美国三大股指集体收涨，纳指和标普均创下新高；美元指数震荡下行收 104.8689。伦敦金现价格涨至 2391.24 美元/盎司。7 月底召开的 FOMC 会议预计难有明显的增量信息，虽然劳动市场和通胀数据在三季度整体缓和，但美联储官员们的公开表态短期预计仍然偏鹰，会强调需要观察到更多证据以进行预期引导。不过，随着美国经济逐步走弱，9 月进行首次预防性降息的概率不低。在通胀尚可，降息预期有望在三季度边际加强的情况下，美股的盈利和估值尚存在支撑；美债收益率震荡下行的空间仍在，但幅度可能有限；美元指数在欧日等经济体表现弱势、利差维持高位的情况下，依然易保持强势。美国大选向利于特朗普的方向发展意味着更多的政策不确定性，警惕资产波动率放大的风险。

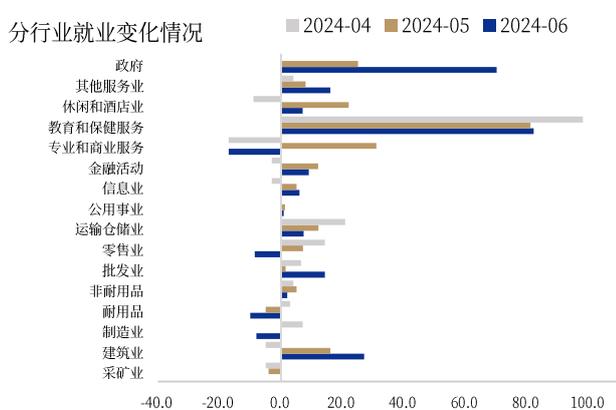
二、服务就业缓和，政府就业上行，失业率继续抬升

结构方面，商品生产相关的就业低位震荡，服务就业放缓，政府就业继续回升。新增的 20.6 万人中，商品生产增加 1.9 万人，建筑业增长 2.7 万人，制造业减少 0.8 万人。6 月份制造就业依然延续偏弱状态，前值下修；结合 ISM 制造业 PMI 来看，6 月 PMI 仍处于偏弱状态，尽管订单稍有回升但就业下滑，高利率持续遏制产需的恢复。服务生产增 11.7 万人，存在供需缺口的低技能服务行业表现依然较强，也与兼职就业增加的情况匹配；ISM 服务业 PMI 在 6 月跌破荣枯线，就业萎缩，需要持续观察服务需求是否有进一步弱化的信号。政府部门多增 7.0 万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增 13.6 万人，低于 2016-19 年均值。全部非农就业三个月均值从上月的 21.2 万人降低至 17.7 万人。

此外，我们认为虽然非农就业有重复统计兼职的特征，但其用于修正企业诞生和倒闭对就业影响的 Business Birth-Death 模型并不存在刻意“虚增”就业的情况。诞生-倒闭模型产生就业岗位的绝对数量自 2022 年以来处于模型投入使用以来的最高水平，但从占当年新增就业的总比例来看，该模型形成的就业在正常范围内的偏高水平。综合来看，“企业诞生-倒闭”模型在 2023 年及以前对新增非农就业的实际影响较为有限，2024 年随着企业倒闭数量上行的可能性增大，可能对就业存在小幅高估，但尚无法定量分析。

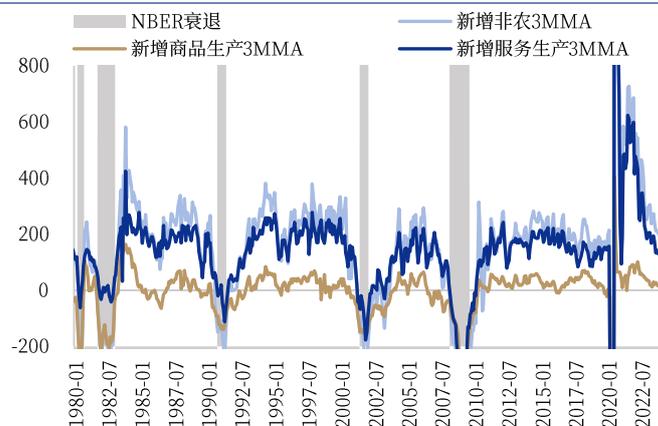
私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务业 8.2 万人、建筑业 2.7 万人、其他服务业 1.6 万人以及批发业 1.4 万人；当月新增就业减少的行业有耐用品制造业、零售业和专业与商业服务业。以新增非农就业作为商业周期的信号，商品生产新增就业三月均值降低至 0.93 万人，而服务业三月均值下降至 13.6 万人左右，离-5 万的衰退阈值有很大距离。结合劳动市场同步指标 CEI 来看，其数值在 2.8% 附近震荡，离 2.5% 的衰退阈值仍存距离，这与劳动市场缓慢缓和的状态相匹配。

图5：各行业新增就业人数变化（千人）



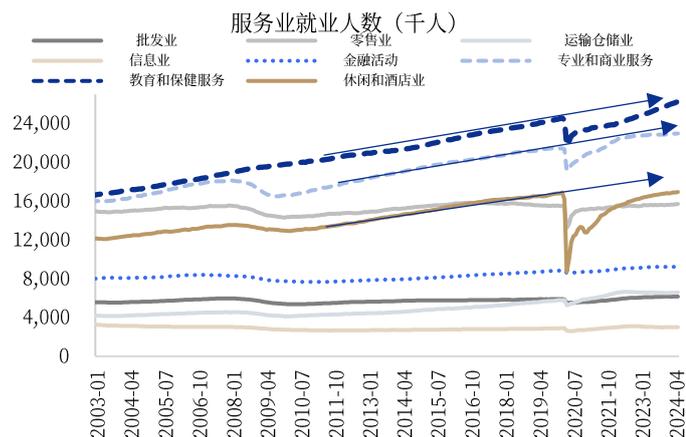
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：新增就业3个月移动平均下行（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7: 服务业就业变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 非农就业每周平均工时 (小时)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

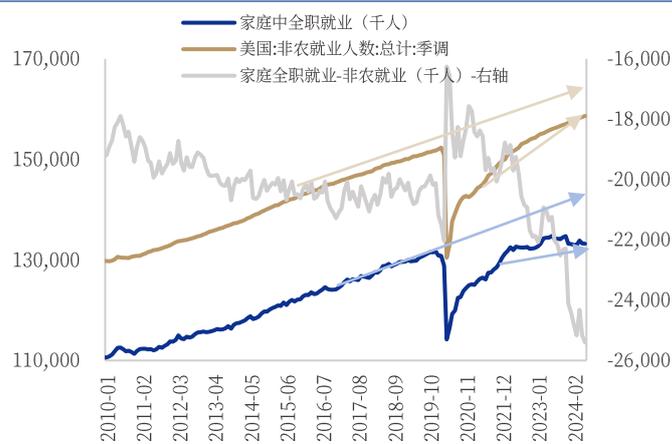
6 月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速稍放缓至 5.50%，当月总计 2805 万人，比上月增加 5.0 万人；累计全职工作人数的三月均同比增速下行至-0.81%，当月总计 1.3323 亿人，比上月减少 2.8 万人。6 月家庭调查和非农就业继续出现明显分歧，兼职工作的上行和全职工作的降低表明劳动市场可能在继续缓和。同时，家庭调查序列显示 6 月失业率上行至 4.1% 主要由失业人数的上升推动，移民和农业以及其他就业的弱化可能使失业率继续提升。因经济原因被动兼职的人数占劳动力人口的比例仍然较低，因此兼职工作的上行反映灵活就业和移民人口的影响。

图9: 兼职就业以健康的非经济原因为主



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图10: 家庭和企业调查的差距依然较大



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、薪资放缓但仍具韧性，耐用品制造增速最高

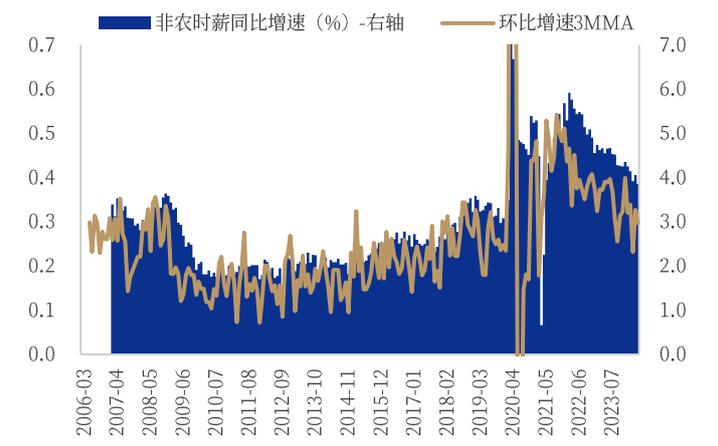
6 月时薪环比与同比增速回落，5 月薪资环比增速略上修至 0.43%，三月均环比增长从前值 0.33% 下降至 0.30%，反映薪资增速的压力仅稍有放缓。从上半年的数据来看，时薪同比增速年内可能维持在 3.5% 上方；虽然居民消费有名义收入支撑，但服务通胀放缓较慢仍不利于美联储降息。此外，美国赤字率强于预期对政府部门就业和需求的刺激也是加剧通胀韧性的因素。虽然二、三季度通胀和劳动市场处于整体缓和，但四季度通胀回升的风险仍在，美联储首次降息较好的窗口期还是 9 月。

图11: 薪资增速大方向仍是回落



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图12: 美国非农时薪增速



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

具体来看, 6月私人部门非农工资同比增速下行至3.86%, 环比增速0.29%。商品业的同比和环比时薪增速分别为4.93%和0.45%, 服务业为3.63%和0.29%, 其中商品生产薪资上行偏强。从细项来看, 同比增速最快的行业为耐用品制造业的5.98%、金融活动业的5.13%、建筑业的4.87%、采矿业的4.73%和运输仓储业的4.60%。环比薪资上, 增速居前的有耐用品制造业、专业和商业服务业、采矿业和运输仓储业。2024年一季度薪资环比增速目前为0.339%, 二季度为0.285%, 比一季度有弱化但不明显, 薪资压力仍较为突出(0.25%或更低的环比增速更利于薪资缓和)。总体上, 薪资增速虽然放缓较慢, 但也符合劳动市场缓慢缓和的方向。

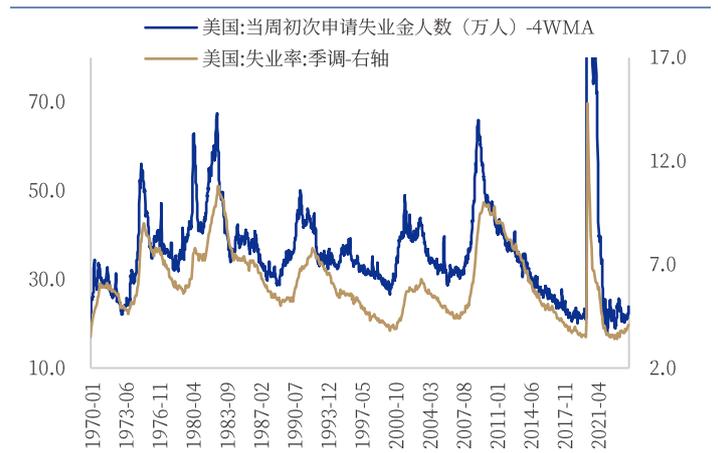
四、非农就业继续下修, 领先指标小幅弱化

图13: 非农就业整体仍是下修趋势



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

图14: 失业金初请人数领先于失业率(右轴%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 市场增强年内降息预期, 9月可能出现首次降息

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	92.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	72.0%	22.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	33.8%	50.9%	12.8%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	27.3%	47.3%	20.8%	2.7%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	19.3%	41.0%	29.1%	8.3%	0.8%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	14.0%	34.6%	32.6%	14.5%	3.1%	0.2%
2025/4/30	0.0%	0.0%	0.5%	7.4%	24.2%	33.6%	23.6%	8.8%	1.7%	0.1%
2025/6/18	0.0%	0.3%	5.0%	18.4%	30.4%	27.1%	13.9%	4.1%	0.7%	0.0%
2025/7/30	0.1%	2.1%	10.2%	23.0%	29.1%	22.0%	10.2%	2.8%	0.4%	0.0%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

图16: 临时帮工和卡车交通就业增速下滑 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

五、风险提示

- (1) 美国经济和通胀进一步加速的风险
- (2) 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3) 劳动市场不同统计序列和方式存在误差的风险

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：中国银河证券首席经济学家。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn