

美国就业市场趋稳，“二次通胀”风险是否消退？

事件点评

美国就业数据点评（2024.6）

投资要点

- ◆ **美国6月非农就业稳定增长，失业率小幅上行但主因劳动参与率反弹，时薪增速高位小幅回落，劳动力市场整体仍然偏紧，但5月新增就业大幅下修，市场对美联储年内降息两次的信心有所回升。**根据当地时间7月5日美国劳工统计局公布的数据，6月美国新增非农就业20.6万人，稍低于5月（21.8万人）而好于二季度月均值（17.7万人），整体表现稳定。但本月对5月强劲的新增就业数据进行了大幅下修，下修后二季度新增就业情况较一季度趋于降温。6月失业率连续第3个月小幅反弹0.1个百分点至4.1%，但主要原因是劳动参与率反弹0.1个百分点（62.6%）带来的劳动力供给增加。平均时薪环比0.3%，同比随基数走高而从5月上冲的高位水平回落0.2个百分点至3.9%。在偏高区间震荡。上述数据综合显示美国劳动力市场6月仍然稳定偏紧，但5月的火热表现降温，带动市场对年内美联储降息两次的信心再度回升，数据公布后美元指数小幅下行但仍处于高位区间。
- ◆ **综合劳动力供需结构，6月劳动力供给有所增加，政府部门、主要服务业和建筑业就业强劲，制造业就业降温；但同时劳动力需求仍然较为活跃，供不应求的缺口小幅扩大，显示未来美国失业率仍可能再度下行，薪资增速可能反弹，二次通胀风险并未消除。**综合反映劳动力市场供给的劳动参与率6月小幅反弹0.1个百分点至62.6%，显示劳动力供给较5月有明显改善，失业率同幅度的上行也主要归因于供给增加而非就业不足。从行业就业分布来看，6月政府部门、专业商务服务教育医疗、信息金融地产服务业大类、建筑业新增就业分别达到7.0万人、6.5万人、1.5万人和2.7万人，是主要的拉动行业，而制造业单月减少0.8万人，表现相对疲弱。临近大选，美国两党总统候选人竞相提出更具保护主义色彩的贸易和产业政策，并在维持财政扩张的问题上具有默契，意图短期刺激美国制造业就业和生产，后续情况尚待观察。在就业稳定增长的背景下，美国劳动力缺口仍扩大6.0万人至133.0万人，显示劳动力需求仍然较为强劲，从而美国时薪增速未来数月也可能在4%左右维持震荡而非趋势性下行。由此，美国核心通胀的高位粘性以及二次通胀的风险均尚未消除，美联储尚无考虑年内降息超过两次的情形。
- ◆ **当前环境下美国通胀与失业率之间处于一种较为特殊的“马鞍形”非线性关系之中，当前通胀不但黏性较大，甚至如果失业率连续上行还有可能导致通胀更大的上行风险。而稳定的就业增长趋势，恰好基本对应美联储年内降息两次的路径。在市场预期双向宽幅震荡期，全盘趋势比局部单向波动重要。**近两年来，美国国内消费和房地产需求总体维持了超出市场预期的强劲状态，商品和服务市场需求大于供给的缺口大于疫情前，并与美国的保护主义贸易投资产业政策共同映射为持续较为强劲的劳动力市场需求，在劳动力供给难以持续增加的背景下，劳动力市场或将长期偏紧，薪资增速和通胀即存在高位黏性。如果现阶段突然出现失业率连续上升，则商品和服务市场需求缺口可能短期急速扩大，出现“供给不足型二次通胀”；而如果本土制造业和研发活动活跃度突升导致失业率连续大幅下降，则可能因薪资快速走高而出现“成本推升型二次通胀”，而中长期来看前一种情况可能迅速转为通缩，美联储从5月开始大幅放缓缩减国债持有规模的速度，恰恰是为有意避免第一种情况所采取的相当大力度的事实宽松操作。为维持美国劳动力市场的“偏热平衡”（避免通过经济衰退遏制通胀），美联储有较强的意愿在年内降息两次，我们维持9月、12月美联储各降息一次25BP的预测不变。但另一方面，这种操作本身也会一定程度上强化薪资和通胀的高位黏性，而降息更多次数也并无实际必要性。
- ◆ **相较于美国经济和通胀双向窄幅波动但黏性趋势相当确定的现状，欧元区、日本、英国等其他发达经济体因内需不足、供给见底恢复而可能加速由通胀转为通缩的概率事实上尚未被市场充分定价，从而我们维持美元指数下半年仍趋于上行的展望，国内货币政策在国债借入操作公布后已经更加明确地转向中性，我国经济政策的主角仍是中央财政的结构性高效率扩张以刺激有效内需。**
- ◆ **风险提示：**美元指数上冲超预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

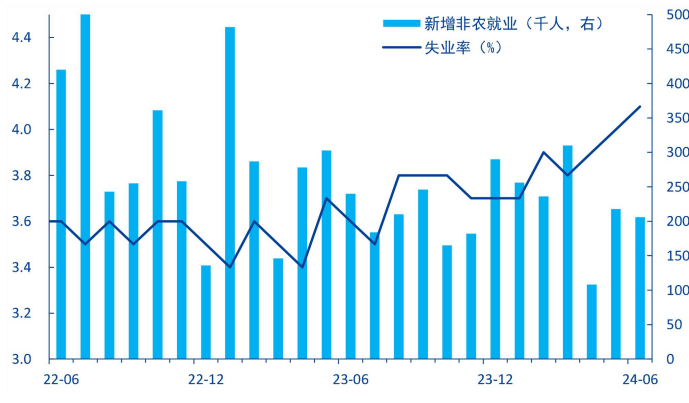
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 详解国债借入操作的资产负债表传导机制——华金宏观·双循环周报（第65期）
2024.7.5
- 国债借入操作是货币政策回归中性的明确信号
2024.7.1
- 外部环境严峻、投资增长降温，拖累PMI连续低迷——PMI点评（2024.6）
2024.6.30
- 7.3之后，汇率何去何从？
2024.6.30
- 财政深度专题-超长期特别国债：这次有什么不一样？
2024.6.27

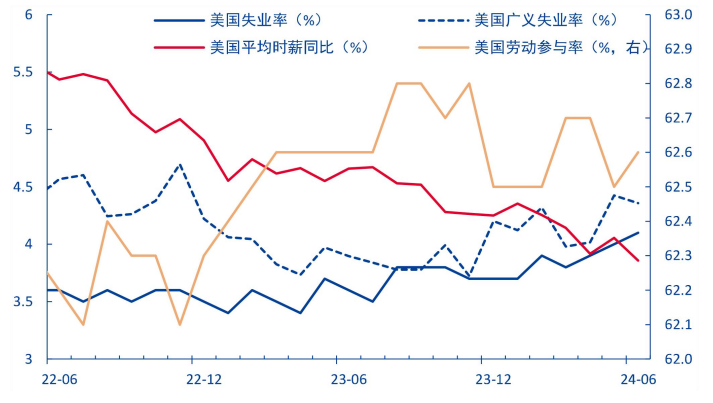


图 1：美国新增非农就业人数和失业率



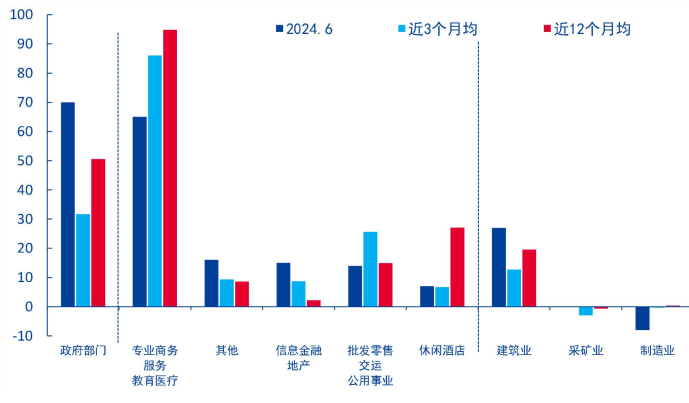
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：美国劳动参与率、平均时薪同比与失业率



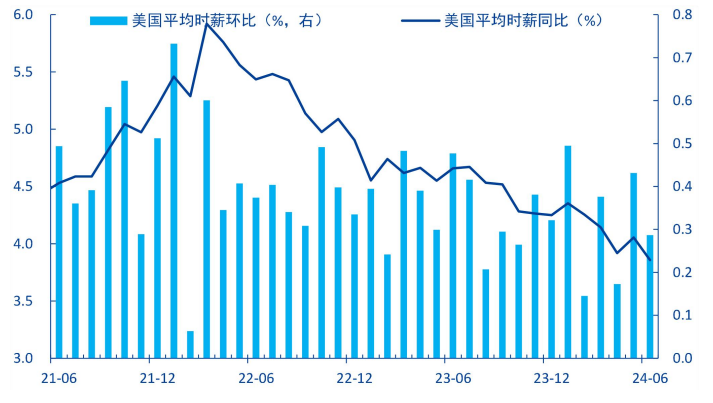
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：美国主要行业类别新增就业情况（千人）



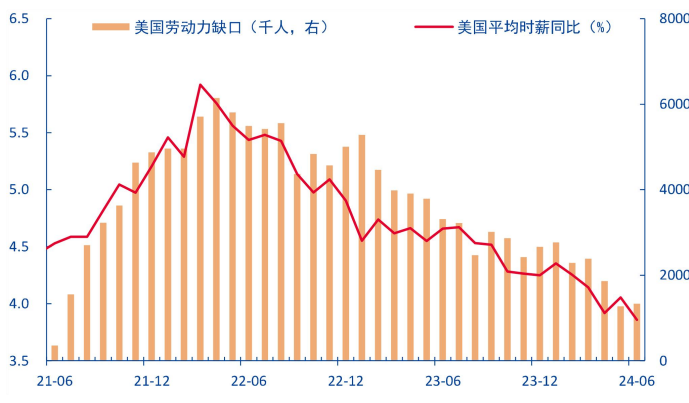
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 4：美国平均时薪环比及同比



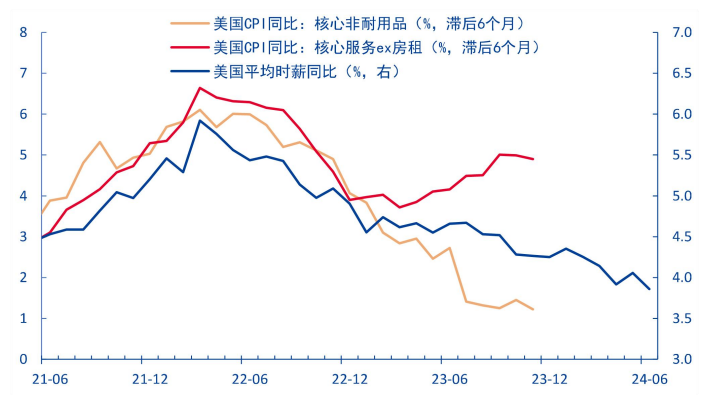
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 5：美国劳动力缺口及平均时薪同比



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 6：美国薪资与通胀两大分项同比



资料来源：CEIC，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com