

2024年07月07日

失业率再度上升，但联储仍难确定降息时点

——美国6月非农就业数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 新增非农就业、平均薪资下行，失业率继续小幅上行

1. 新增非农就业继续下行，政府就业比重有所提升

6月新增非农就业20.6万人，较5月份初值（27.2万）有较大程度下降，但高于市场预期的19万。4-5月累计下修11.1万，下修幅度较大。趋势上看，近3个月平均新增就业17.7万人，较3-5月季调后数据下降较多，且连续3个月下行，符合我们前期关于非农就业波动缓慢下行趋势的判断。结构上看，私人部门新增就业减少较多、政府部门新增就业有较大幅度回升。随着大选临近，政府部门新增就业可能会持续处于较高位，或将是后续的一个重要的新变化。

2. 劳动参与率、失业率小幅回升，薪资同比增速略有下行

6月美国劳动参与率录得62.6%，失业率为4.1%，均较5月份略有提升。25-54岁区间劳动参与率继续上升0.1个百分点，持续处于疫情以来最高水平，但16-24岁人群劳动参与率继续下降0.1个百分点，显示当前主力劳动人群就业意愿持续保持强劲的同时，年轻群体就业意愿持续走软。6月劳动参与率与失业率均回升，且不同年龄段之间持续发生背离，显示美国劳动力市场出现了一定程度的降温。但劳动参与率上升幅度相对较小，显示当前的降温节奏或较温和。

3. 劳动力市场供需关系边际趋紧

从LOJTS数据来看，5月份职位空缺数为814万人，较4月上升约22.1万人，职位空缺率为4.9%，目前每个求职者对应约1.2个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际趋紧。同时，职工主动离职率录得2.2%，连续7个月未变，或表明当前企业与员工的招人/换工作的意愿暂无变化。

● 单月就业数据或难对美联储降息判断产生重要影响

第一，6月劳动参与率与失业率同时上升，且4、5月非农就业数据经历了大幅下修，因此虽然新增非农就业数量略超市场预期，但考虑到后续的可能下修，以及6月ISM制造业&非制造业PMI就业分项的降温，市场或更倾向与认为美国劳动力市场或正在经历持续顺畅的降温。但由于移民因素的持续扰动，美联储合意的新增非农就业均衡水平尚不能确定。

第二，失业率的持续上行是否意味着美国经济存在一定的衰退风险，从而迫使美联储会提前进行预防性降息？3-6月失业率的连续上升，使得市场开始担心美国经济是否面临一定的衰退风险，根据Sahm规则，6月该指标录得0.43%，离触发表退的阈值已相当接近。但我们认为，本轮美国经济保持韧性的关键在于居民与企业的杠杆率较低，叠加股市上涨带来了较为明显的财富效应，美国居民的消费保持了较强的韧性。失业率持续上行确实值得关注，此外我们还需要更多的关注美国失业率上行的背后原因以及持续性。

最后，我们认为对美联储而言，单月数据对其降息时点确定不能产生重要影响。从6月FOMC会议纪要来看，美联储内部尚无法就降息时点达成共识，对降息时点的确定仍缺乏信心。7月FOMC会议上或仍无法对降息时点给出较为明确的信号。在经济基本面未发生较为明显变化（如失业率连续大幅上行）的情况下，或不会选择在9月份进行降息，以避免不必要的政治舆论风险。后续来看，需要关注8月24日的Jackson Hole会议，从历史经验来看，可能会对市场带来一定程度的波动。当然对当下的市场来说，经济数据的逐渐走软有助于相关风险资产的积极表现。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《Q2 GDP 或为 4.9%-5.0%，政策存在加码可能——兼评 6 月 PMI 数据》-2024.7.1

《三中全会将于 7 月中旬召开——宏观周报》-2024.6.30

《一线城市新建房成交量快速回升——宏观周报》-2024.6.30

目 录

1、新增非农就业、平均薪资下行，失业率继续小幅上行.....	3
1.1、新增非农就业继续下行，政府就业比重有所提升.....	3
1.2、劳动参与率回升，失业率继续小幅上行.....	4
1.3、薪资同比增速略有下行，工作时长保持不变.....	5
1.4、劳动力市场供需关系边际趋紧.....	5
2、单月就业数据或难对美联储降息判断产生重要影响.....	6
3、风险提示.....	8

图表目录

图 1：美国新增非农就业人数下降.....	3
图 2：6月失业率、劳动参与率均上升.....	4
图 3：6月 25-54 岁等区间人口劳动参与率上升.....	4
图 4：6月时薪增速同比、环比增速均下行.....	5
图 5：6月美国周工作时长保持不变.....	5
图 6：金融业、建筑业薪资同比增速较高.....	5
图 7：5月职位空缺数、空缺率均上行.....	6
图 8：5月美国劳动力缺口略有反弹.....	6
图 9：ISM 制造业与非制造业就业均出现下行.....	7
图 10：Sahm 规则显示当前美国经济有一定的衰退风险.....	8
表 1：6月非农新增就业细项及变动.....	4

事件：美国公布 6 月最新就业数据。其中新增非农就业 20.6 万，高于市场预期的 19 万；失业率为 4.1%，超过市场预期；平均时薪同比增长 3.9%，符合市场预期。

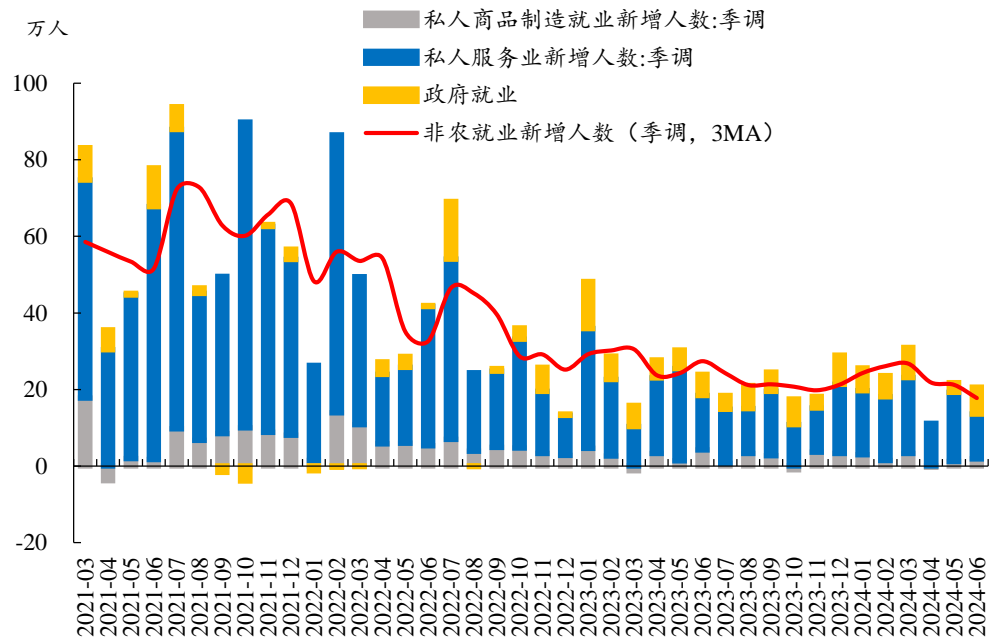
1、新增非农就业、平均薪资下行，失业率继续小幅上行

1.1、新增非农就业继续下行，政府就业比重有所提升

6 月新增非农就业 20.6 万人，较 5 月份初值 (27.2 万) 有较大程度下降，但高于市场预期的 19 万。5 月、4 月新增非农就业分别下修 5.4 万、5.7 万，两个月累计下修 11.1 万，下修幅度较大。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 17.7 万人，较 3-5 月季调后数据下降较多，且连续 3 个月下行，符合我们前期关于非农就业波动缓慢下行趋势的判断。

结构上看，私人部门新增就业减少较多、政府部门新增就业有较大幅度回升。其中服务业新增就业占比约 57%。6 月私人部门就业新增 13.6 万 (商品制造+1.9 万，服务业+11.7 万)，政府就业新增 7.0 万。分行业来看，建筑业、批发业、教育和保健服务新增就业较多，分别新增 2.7 万、1.4 万、8.2 万。此外，零售业、专业和商业服务 6 月新增就业较 5 月回落较多，政府就业有较大幅度的回升，在总体就业中的占比也有回升，不过美国服务业仍是当前经济的主要支撑。往后看，我们认为随着大选时间临近，政府部门新增就业可能会持续处于较高位，或将是后续美国非农就业的一个新变化。

图1：美国新增非农就业人数下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

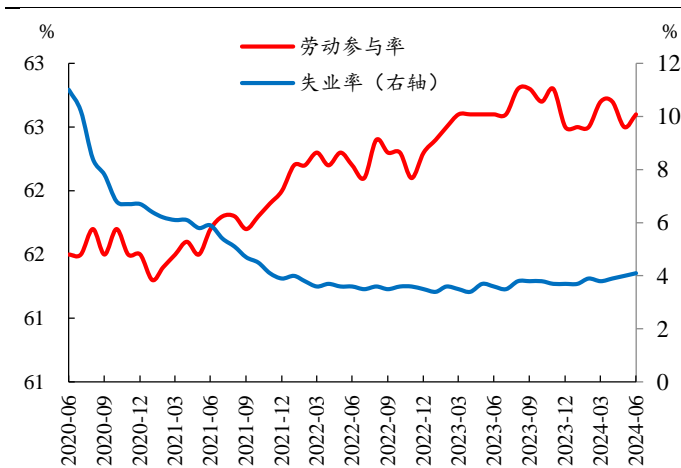
表1: 6月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比(%)	较5月变化	2024-06	2024-05	2024-04	近3月平均
总体新增非农	100.0	-12	206	218	108	177
私人部门	66.0	-57	136	193	108	146
采矿业	0.0	4	0	-4	-5	-3
建筑业	13.1	11	27	16	-5	13
制造业	-3.9	-8	-8	0	7	0
批发业	6.9	13	14	2	7	7
零售业	-4.1	-16	-9	7	14	4
运输仓储业	3.5	-5	7	12	21	13
公用事业	0.4	0	1	1	0	1
信息业	2.9	1	6	5	-3	3
金融活动	4.4	-3	9	12	-3	6
专业和商业服务	-8.3	-48	-17	31	-17	-1
教育和保健服务	39.8	1	82	81	98	87
休闲和酒店业	3.4	-15	7	22	-9	7
其他服务业	7.8	8	16	8	4	9
政府就业	34.0	45	70	25	0	32
联邦政府	2.4	2	5	3	0	3
州和地方政府	31.6	43	65	22	0	29

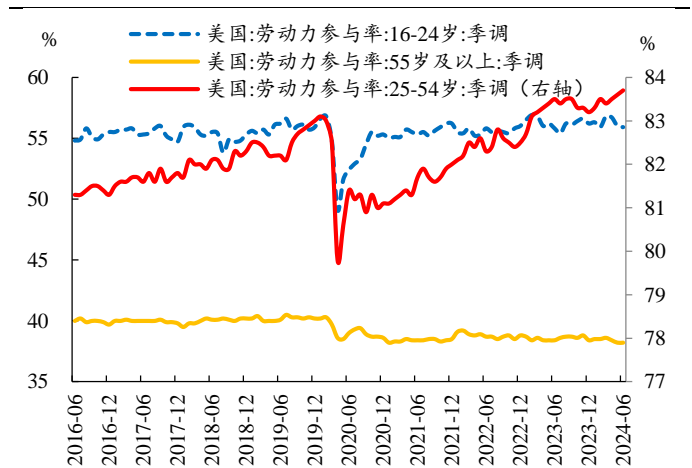
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率回升，失业率继续小幅上行

6月美国劳动参与率录得**62.6%**，失业率为**4.1%**，均较5月份略有提升。具体来看，6月份调查城市人口增加19万，劳动力人口增加27.7万。总就业人口上升11.6万，失业人口增加16.2万，导致劳动参与率、失业率分别上升0.06、0.09个百分点至62.59%、4.05%。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率继续上升0.1个百分点，持续处于疫情以来最高水平，但16-24岁人群劳动参与率继续下降0.1个百分点，显示当前主力劳动人群就业意愿持续保持强劲的同时，年轻群体就业意愿持续走软，55岁以上人群劳动参与率也未有改善。失业率方面，白人失业率没有改变，但黑人、亚裔失业率录得较大幅度上行。6月劳动参与率与失业率均回升，且不同年龄段之间持续发生背离，显示美国劳动力市场出现了一定程度的降温。但劳动参与率上升幅度相对较小，显示当前的降温节奏或较温和。

图2: 6月失业率、劳动参与率均上升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 6月25-54岁等区间人口劳动参与率上升


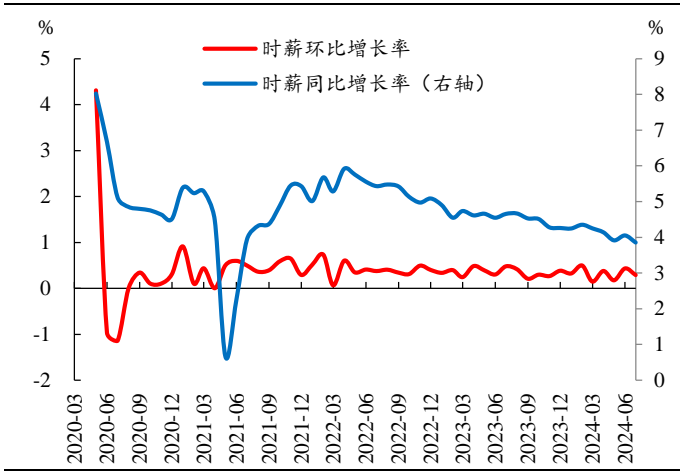
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、薪资同比增速略有下行，工作时长保持不变

6月美国非农就业时薪录得35.0美金，同比上升3.9%，环比上升0.3%，分别较5月份下降0.2、0.1个百分点，均符合市场预期。具体来看，建筑业、制造业、金融活动薪资同比增长较多，制造业、专业和商业服务薪资环比增长较多。总的看，教育和保健服务薪资略有走软，或是整体薪资同比增速有所下降的重要原因。

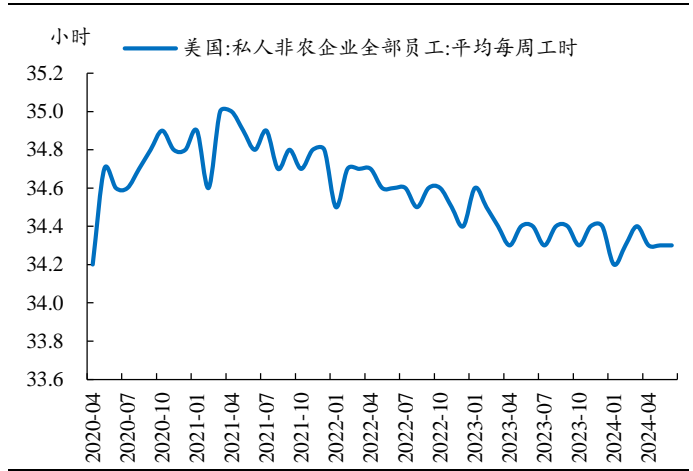
我们认为，结合劳动参与率和失业率的变化来看，美国劳动力市场的再平衡进程正在持续进行，虽然偶有波动性，但趋势未变。但6月美国周工作时长较5月没有回落，结合当前较低的失业率来看，后续薪资增速的回落波动性或仍存。若失业率持续处于较低位，薪资增速或仍将保持一定韧性，需要我们持续关注。

图4：6月时薪增速同比、环比增速均下行



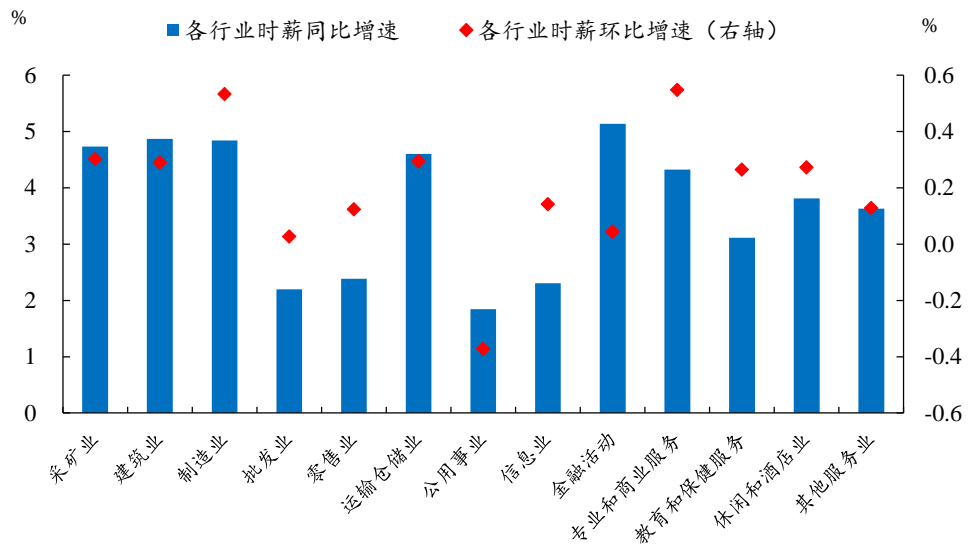
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：6月美国周工作时长保持不变



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：金融业、建筑业薪资同比增速较高



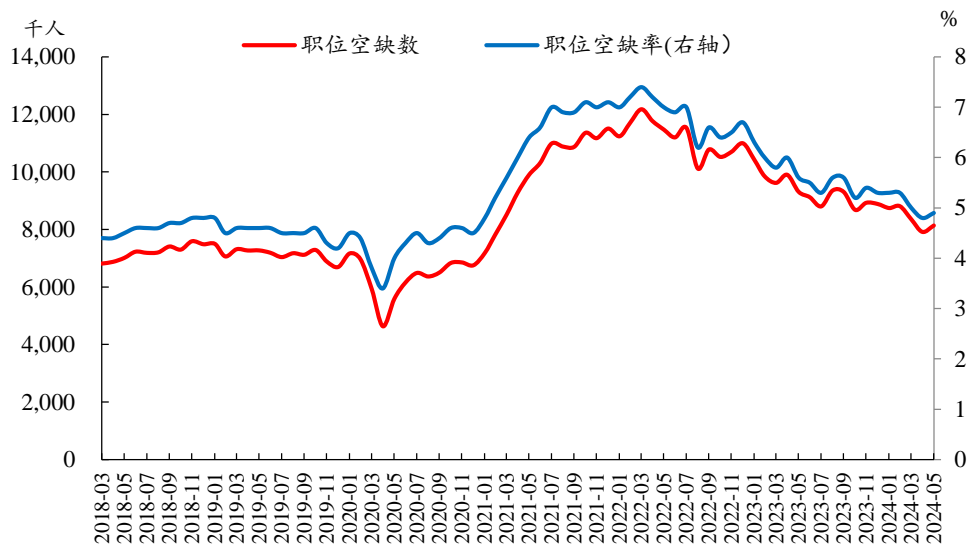
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、劳动力市场供需关系边际趋紧

从LOJTS数据来看，5月份职位空缺数为814万人，较4月上升约22.1万人，职位空缺率为4.9%，目前每个求职者对应约1.2个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际趋紧。同时，职工主动离职率录得2.2%，连续7个月未变，或表明

当前企业与员工的招人/换工作的意愿暂无变化。

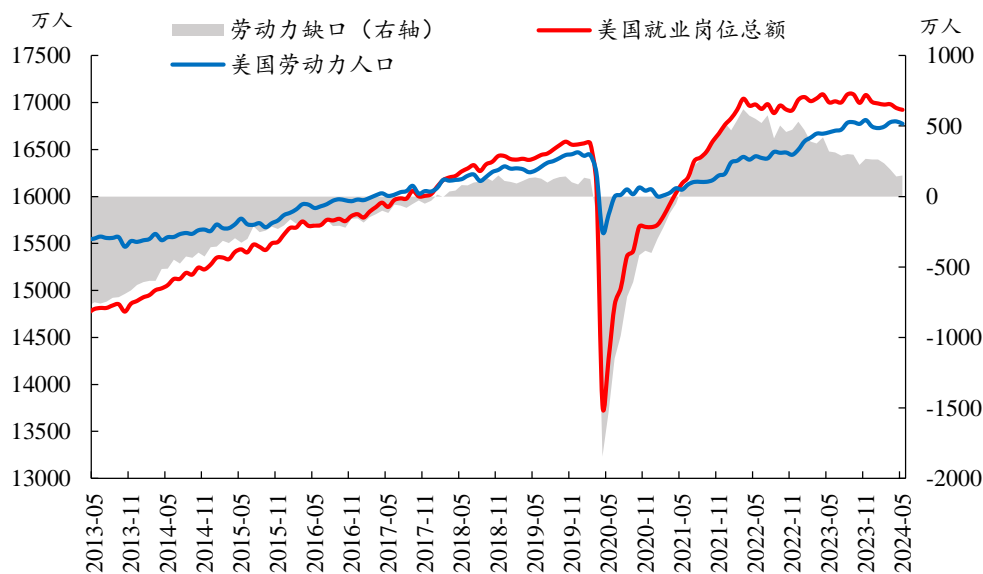
图7: 5月职位空缺数、空缺率均上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看, 5月美国总劳动力缺口(就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口)较4月上升6.3万至149.1万, 下降态势遭遇逆风, 但离历史均值水平相比仍有下行空间。往后看, 我们认为相关缺口收窄或仍是较为确定的趋势。

图8: 5月美国劳动力缺口略有反弹



数据来源: Fred、开源证券研究所

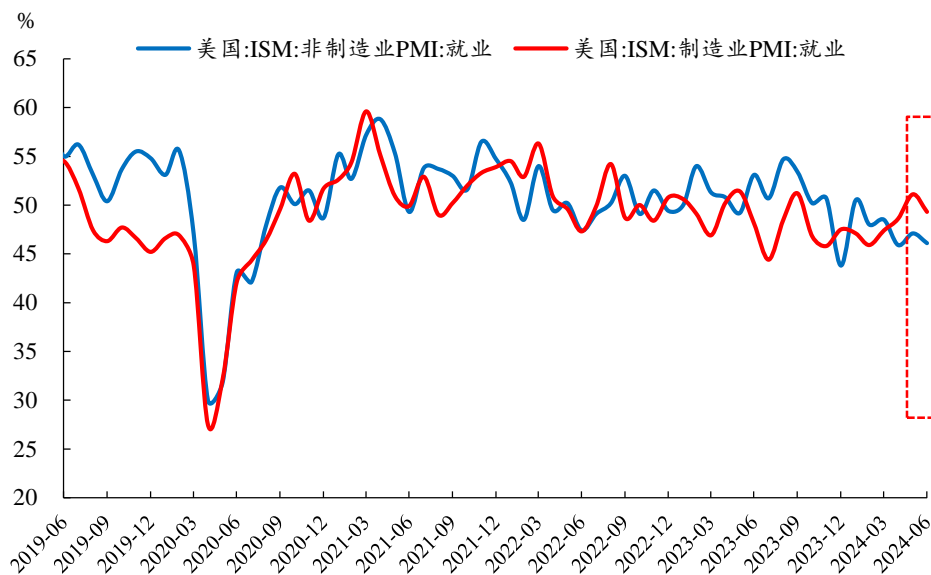
2、单月就业数据或难对美联储降息判断产生重要影响

6月非农各分项数据均指向美国劳动力市场正持续走软, 结合当前美联储对就业数据的重视程度较高, 6月就业数据对美联储降息时点有何影响?

第一, 6月劳动参与率与失业率同时上升, 且4、5月非农就业数据经历了大幅下修, 因此虽然6月新增非农就业数量略超市场预期, 但考虑到后续的可能下修, 以及6月ISM制造业&非制造业PMI就业分项的降温, 市场或更倾向与认为美国劳

动力市场或正在经历持续顺畅的降温。结合前述分析，我们认为美国劳动力市场下行是一个确定性趋势，这一方面是随着相关行业的劳动力缺口逐渐弥合，新增就业减少是大概率时间；另一方面高利率对经济需求端的影响也在逐渐显现，劳动力市场的需求也在减少。但由于移民因素的持续扰动，美联储合意的新增非农就业均衡水平尚不能确定。

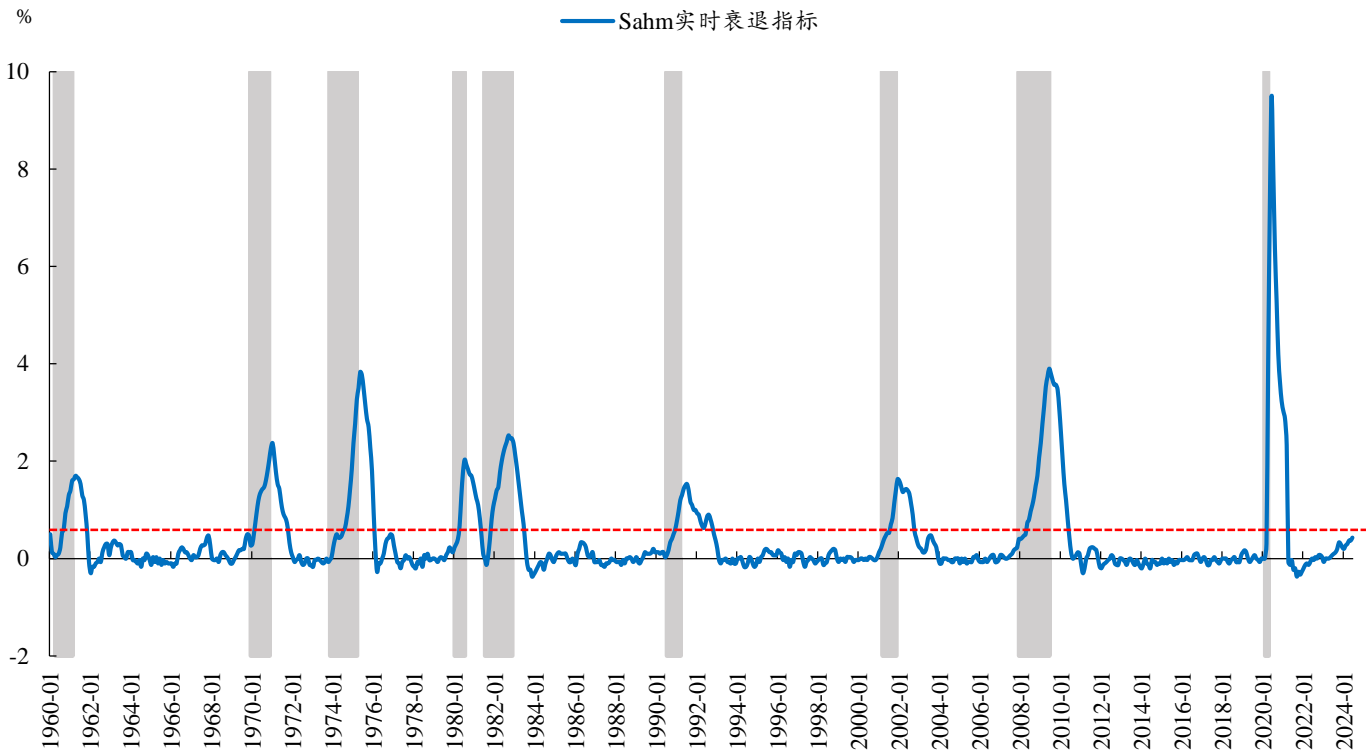
图9: ISM 制造业与非制造业就业均出现下行



数据来源: Wind、开源证券研究所

第二，失业率的持续上行是否意味着美国经济存在一定的衰退风险，从而迫使美联储会提前进行预防性降息？ 3-6 月失业率的连续上升，使得市场开始担心美国经济是否面临一定的衰退风险，根据 Sahm 规则，当全国失业率的三个月移动平均值超过前 12 个月的最低值 0.5 个百分点时，经济便已经进入衰退的前中期，且从历史经验来看准确度很高。而截止 2024 年 6 月，该指标录得 0.43%，离触发衰退的阈值已经相当接近。但我们认为，本轮美国经济保持韧性的关键在于居民与企业的杠杆率较低，叠加股市上涨带来了较为明显的财富效应，美国居民的消费保持了较强的韧性，而当前这种韧性尚存。（详见《全球制造业 PMI 回暖韧性及影响的几点思考》）此外，由于非法移民大量进入导致的挤出效应，当前的失业率的指向意义或存在一定程度的下降。事实上，由于本轮加息中美国经济结构的变化，Sahm 规则的提出者 Claudia Sahm 亦认为该指标存在一定的失灵可能¹。因此综合来看，失业率持续上行确实值得关注，此外我们还需要更多的关注美国失业率上行的背后原因以及持续性。

¹ <https://new.qq.com/rain/a/20231104A00KV000>

图10: Sahm 规则显示当前美国经济有一定的衰退风险


数据来源: FRED、开源证券研究所

最后, 我们认为对美联储而言, 单月数据对其降息时点确定不能产生重要影响。从 6 月 FOMC 会议纪要来看, 美联储官员们虽然认为当前美国劳动力市场正在降温, 供需进一步趋于平衡, 且新增非农就业可能夸大了实际的就业增长, 但劳动力市场可能需要进一步逐渐降温。结合近期部分官员的表态来看, 我们认为美联储内部尚无法就降息时点达成共识, 美联储对降息时点的确定仍缺乏信心。即使后续随着 6 月 CPI 数据的发布, 我们认为美联储在 7 月 FOMC 会议上或仍无法对降息时点给出较为明确的信号。

时间点上来看, 9 月 FOMC 是一个降息的时点, 但由于临近 11 月 5 日的大选, 我们认为美联储在经济基本面未发生较为明显变化(如失业率连续大幅上行)的情况下, 或不会选择在 9 月份进行降息, 以避免不必要的政治舆论风险。结合美联储在 6 月点阵图中提升了 2024 年的通胀预测。基准情形下, 我们仍维持美联储最快于 4 季度开始降息, 且 2024 年有可能不降息的判断。

后续来看, 我们需要关注 8 月 24 日的 Jackson Hole 会议, 从历史经验来看, 可能会对市场带来一定程度的波动。当然对当下的市场来说, 经济数据的逐渐走软有助于相关风险资产的积极表现。就业数据发布后, 美股、黄金均录得一定程度涨幅, 美债收益率下跌, CME 期货显示 9 月降息概率约为 84%。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年16月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn