



研究所

分析师:黄子崧  
SAC 登记编号:S1340523090002  
Email:huangziyin@cnpsec.com  
研究助理:李起  
SAC 登记编号:S1340124030007  
Email:liqi@cnpsec.com  
研究助理:高晓洁  
SAC 登记编号:S1340124020001  
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《5月美国通胀温和降温，美国抗通胀仍道阻且长》 - 2024.07.01

宏观观点

## 美国就业市场稳步放缓——6月非农数据解读

### ● 核心观点

本周五美国公布就业数据，6月失业率再次小幅上升0.1%至4.1%，高于预期和前值的4%。新增非农就业人数为20.6万人，高于市场预期的19万人。但前值再次下修，从27.2万人大幅下修至21.8万人。非农数据的频繁下修可能与调查回复率在疫情后走低有关，而且经营状况较差的企业往往答复更晚。

数据公布后，市场讨论失业率上行，即将触发萨姆规则(Sahm Rule)，即当失业率(U3)的3个月移动平均值相对于前12个月的低点上升0.50个百分点或更多时，就预示着经济衰退的开始。

当前该指标已经升至0.43%，但我们认为无需过多担忧。因为从下个月开始，前12个月的低点就将上升约0.2%，要触发萨姆规则，除非3个月平均失业率大幅跳升0.3%，而这一情形发生的可能性极小。因此我们认为此次大概率也和去年11月初公布的10月失业率上升时一样有惊无险。

分行业来看，6月份，就业增长主要来自政府、教育和保健以及建筑业，其中，政府就业人数增加了7万人，高于前12个月平均每月增加的4.9万人。教育和保健增加了8.2万人。建筑业增加了2.7万。

从劳动力供给来看，就业增长的来源主要是移民。6月美国劳动参与率小幅上行至62.6%，其中壮龄劳动力(25-54岁)参与率保持稳健，继续小幅上升0.1%至83.7%。

结合劳动力需求来看，职位空缺率与失业率之比已经回落到接近疫情前的水平，表明劳动力市场的供需不平衡状态逐渐得到缓解。6月平均时薪环比增长0.3%，同比增速从4.1%降至3.9%，其他同类数据如亚特兰大的薪资追踪器也印证了薪资增速的稳步放缓。

总体来说，这份非农数据显示，美国就业市场仍符合软着陆的基准情形，劳动力供需紧张状况得到缓解，美联储年内降息窗口打开，需要结合美国服务业通胀和房地产数据进行判断。我们维持年内降息一次的观点，考虑到历史上大选期间美联储往往倾向于维持货币政策稳定，我们认为时间点最可能会在大选落下帷幕后的12月。

### ● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；美国通胀超预期回落；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

## 目录

1 失业率上行，即将触发萨姆规则？无需过度担忧 .....	4
2 风险提示.....	7

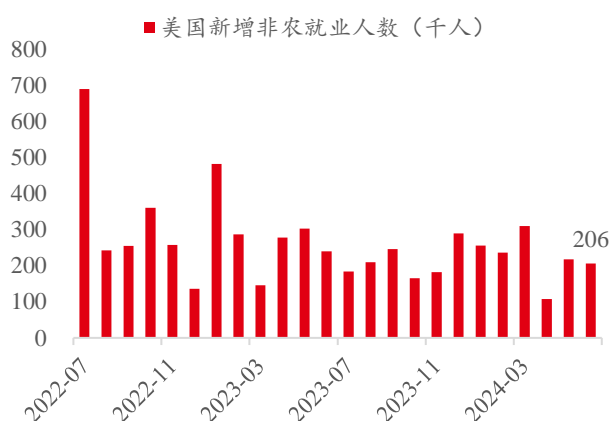
## 图表目录

图表 1: 美国新增非农就业人数.....	4
图表 2: 美国失业率.....	4
图表 3: 衰退指标萨姆法则上升至 0.43%.....	5
图表 4: 美国各行业新增就业人数.....	5
图表 5: 就业增长主要来自移民.....	6
图表 6: 6月美国劳动力参与率小幅上行.....	6
图表 7: 职位空缺率与失业率之比已回落到疫情前水平.....	6
图表 8: 美国薪资同比增速呈现缓慢下降趋势.....	6

## 1 失业率上行，即将触发萨姆规则？无需过度担忧

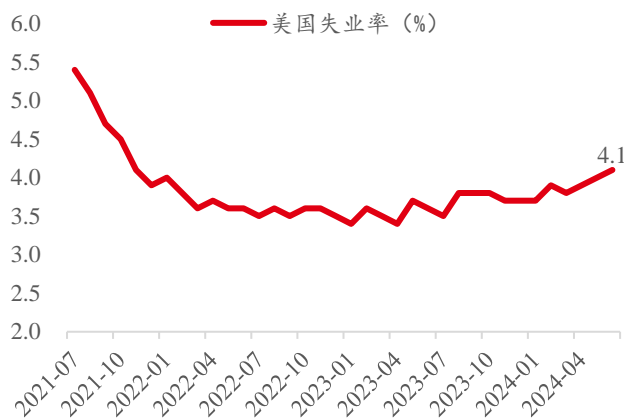
本周五美国公布就业数据，6月失业率再次小幅上升0.1%至4.1%，高于预期和前值的4%。新增非农就业人数为20.6万人，高于市场预期的19万人。但前值再次下修，从27.2万人大幅下修至21.8万人。非农数据的频繁下修可能与调查回复率在疫情后走低有关，而且经营状况较差的企业往往答复更晚。

图表1：美国新增非农就业人数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国失业率

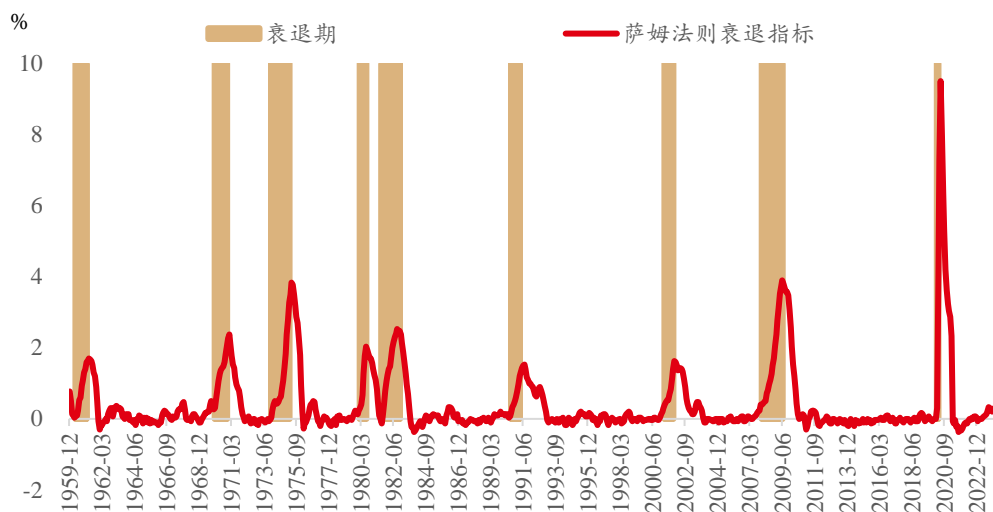


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

数据公布后，市场讨论失业率上行，即将触发萨姆规则(Sahm Rule)，即当失业率(U3)的3个月移动平均值相对于前12个月的低点上升0.50个百分点或更多时，就预示着经济衰退的开始。

当前该指标已经升至0.43%，但我们认为无需过度担忧。因为从下个月开始，前12个月的低点就将上升约0.2%，要触发萨姆规则，除非3个月平均失业率大幅跳升0.3%，而这一情形发生的可能性极小。因此我们认为此次大概率也和去年11月初公布的10月失业率上升时一样有惊无险。

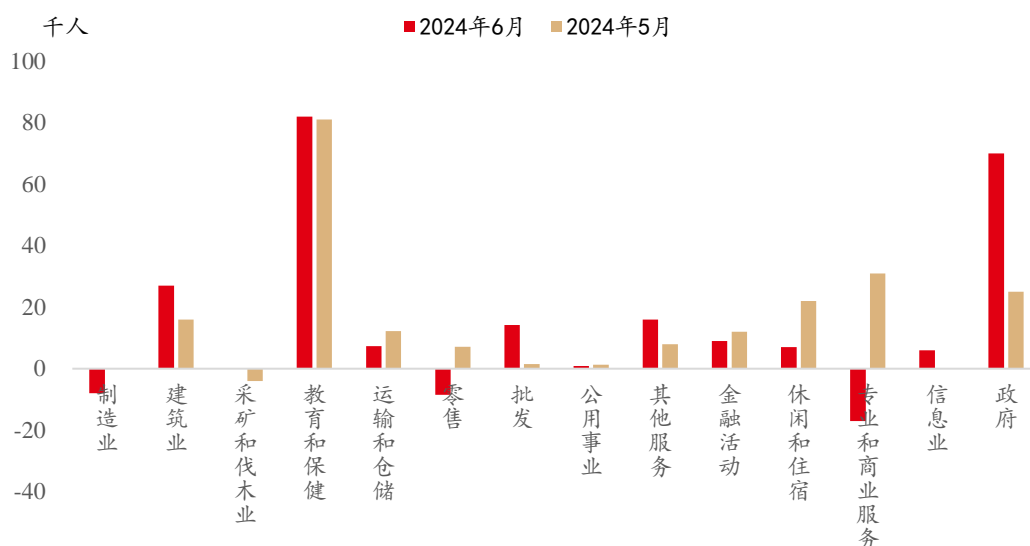
图3：衰退指标萨姆法则上升至 0.43%



资料来源：FRED，中邮证券研究所

分行业来看，6月份，就业增长主要来自政府、教育和保健以及建筑业，其中，政府就业人数增加了7万人，高于前12个月平均每月增加的4.9万人。教育和保健增加了8.2万人。建筑业增加了2.7万。

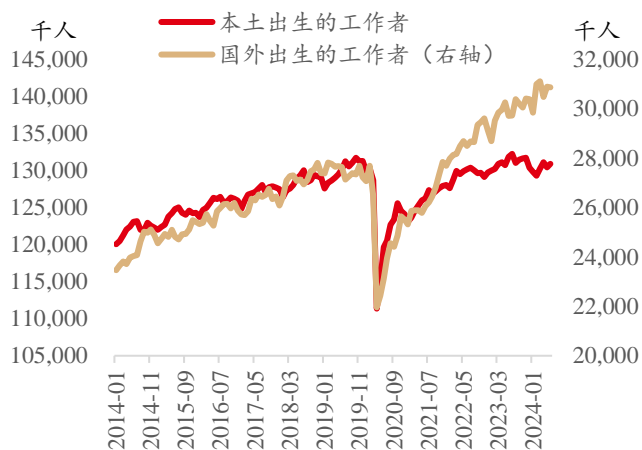
图4：美国各行业新增就业人数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

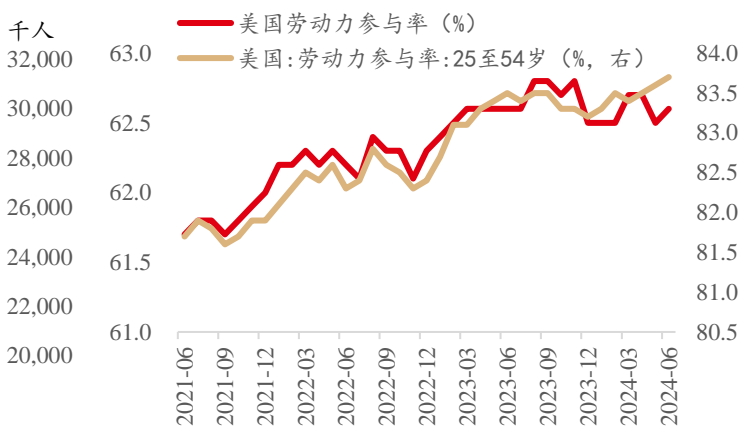
从劳动力供给来看，就业增长的来源主要是移民。6月美国劳动参与率小幅上行至 62.6%，其中壮龄劳动力（25-54岁）参与率保持稳健，继续小幅上升 0.1% 至 83.7%。

图表5：就业增长主要来自移民



资料来源：FRED，中邮证券研究所

图表6：6月美国劳动力参与率小幅上行



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

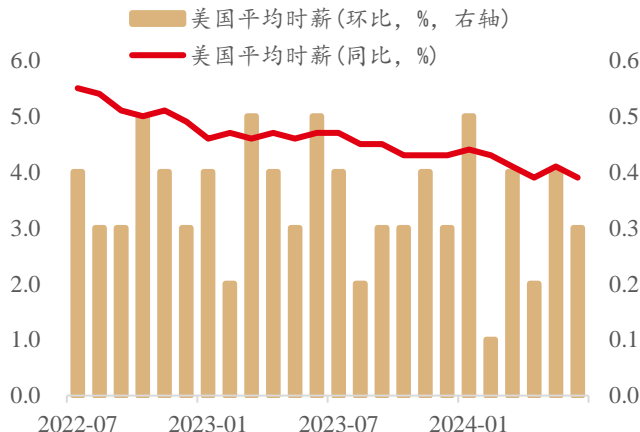
结合劳动力需求来看，职位空缺率与失业率之比已经回落到接近疫情前的水平，表明劳动力市场的供需不平衡状态逐渐得到缓解。6月平均时薪环比增长 0.3%，同比增速从 4.1% 降至 3.9%，其他同类数据如亚特兰大的薪资追踪器也印证了薪资增速的稳步放缓。

图表7：职位空缺率与失业率之比已回落到疫情前水平



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表8：美国薪资同比增速呈现缓慢下降趋势



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

总体来说，这份非农数据显示，美国就业市场仍符合软着陆的基准情形，劳动力供需紧张状况得到缓解，美联储年内降息窗口打开，需要结合美国服务业通胀和房地产数据进行判断。我们维持年内降息一次的观点，考虑到历史上大选期间美联储往往倾向于维持货币政策稳定，我们认为时间点最可能会在大选落下帷幕后的12月。

## 2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；美联储降息幅度和速度超预期；美国物价水平超预期回落；金融风险事件。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。



## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048