

# 宏观报告

证券研究报告

2024年07月09日

## 美国就业与失业的脱节

作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告: 宏观报告-分析地产问题的三个层次》2024-07-08
- 2 《宏观报告: 宏观报告-枪炮、粮食与能源: 美国出口“新三样”》2024-07-04
- 3 《宏观报告: 宏观-市场的两个恐惧症》2024-07-03

美国6月非农报告的第一感是偏弱的,但数据质量的下降值得关注。美国当前正经历就业数据与失业数据的脱节,这是在过去两轮衰退中不曾发生的(2000年与2008年)。

失业率的走高并未伴随就业率的减少,反而观察到壮年就业率的持续提升。当前的美国劳动力市场并不存在就业损失的情况,对于失业率的上升应当保持警惕,但无需过度担忧。

劳动力的拐点需要更加重点关注(壮年)就业率的变化;至少观察到失业率与就业率的趋势趋同,即就业率出现连续放缓,才能说就业恶化触发联储降息;我们认为这不是一份足以支持9月降息的报告。

其次,从货币政策的角度看,当前联储降息的对立面是逐渐发力的美国财政。考虑到过去几个月的财政脉冲强度并不弱,美国政府就业依然会为非农就业托底。

因此,这份非农报告传递的信息既简单又复杂。简单在于数据指向了美国劳动力市场的温和降温,而复杂在于降温都来自于供给侧的修复,而这是以往衰退前周期不曾出现的局面。

我们认为当前的数据并不能得出美国劳动力市场已经走到了转折点这一结论,在此基础上的9月降息显得过于乐观。

风险提示:全球贸易数据大幅修正,贸易口径统计不完整,贸易商上报数据不规范

美国 6 月非农报告的第一感是偏弱的：再次下修的前值使得 6 月 MA3 新增非农就业在 2024 年首次掉下 20 万人水平；上行的失业率距离触发“萨姆规则”越来越近，这些都指向美国劳动力市场缓慢降温的现实。

图 1：美国的劳动力市场正缓慢降温



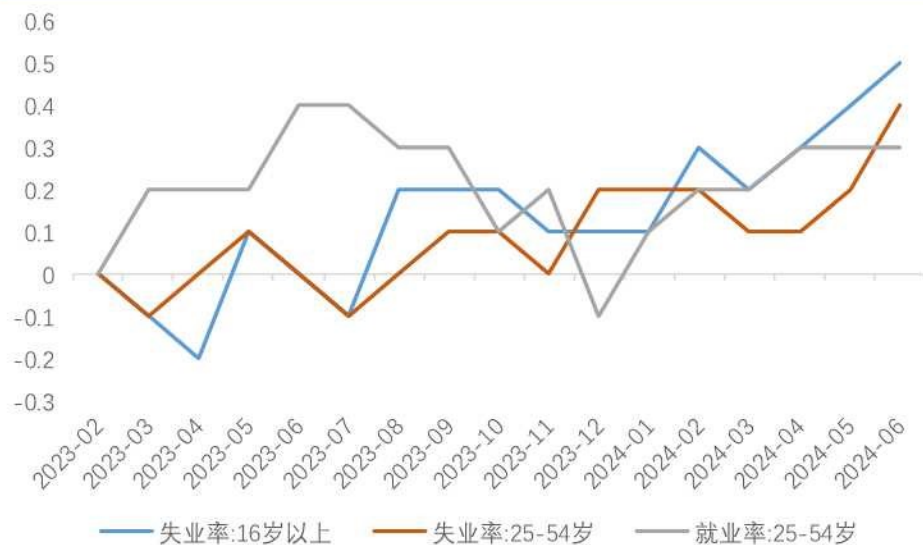
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

但数据质量的下降值得关注，美国当前正经历就业数据与失业数据的脱节，这是在过去两轮衰退中不曾发生的（2000 年与 2008 年）。

失业率的走高并未伴随就业率的减少，反而观察到壮年就业率的持续提升；背后是移民和本土出生人群就业率的双双走高以及整体壮年劳动参与率升至历史最高水平（2024 年 6 月，83.7%）。

具体来看，2024 年 6 月的劳动参与率呈现出广谱回升的态势，不仅看到移民的劳动参与率大幅上升 0.8pct 至 67%，同时本土出生人群劳动参与率也上行 0.5pct 至 62.1%。

图 2：当前美国劳动力市场呈现就业和失业的“脱节”（图为相较于 2023.02 的变化水平）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2001 年衰退前的一年半（2000 年 2 月 - 2001 年 6 月），失业率上升对应的是壮年就业率的大幅下降（-1.2pct）。

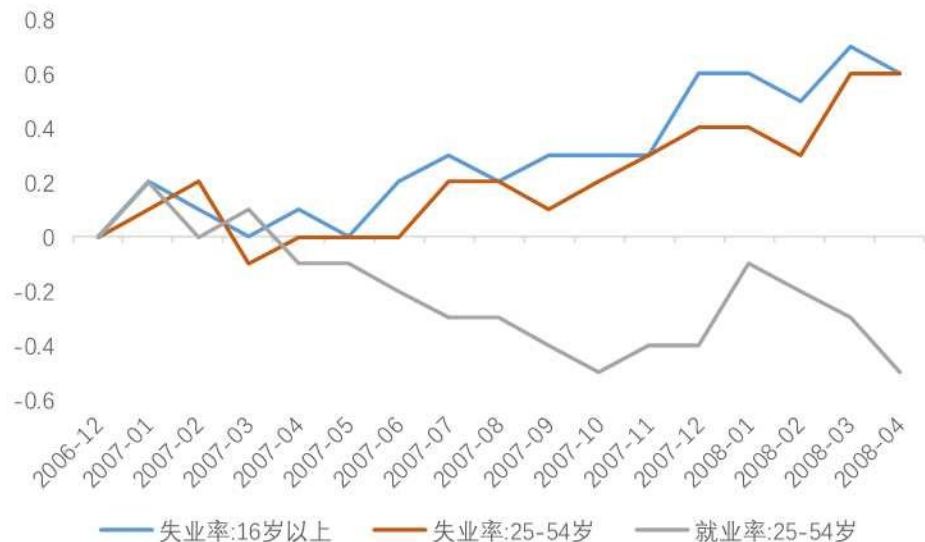
图 3：2001 年衰退周期前出现了明显“失业升与就业下”



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2008 年衰退前的一年半（2006 年 12 月-2008 年 4 月），同样看到的是失业率上行与壮年劳动力就业率下行。

图 4：2008 年衰退周期前也出现了明显的壮年劳动就业率下行趋势

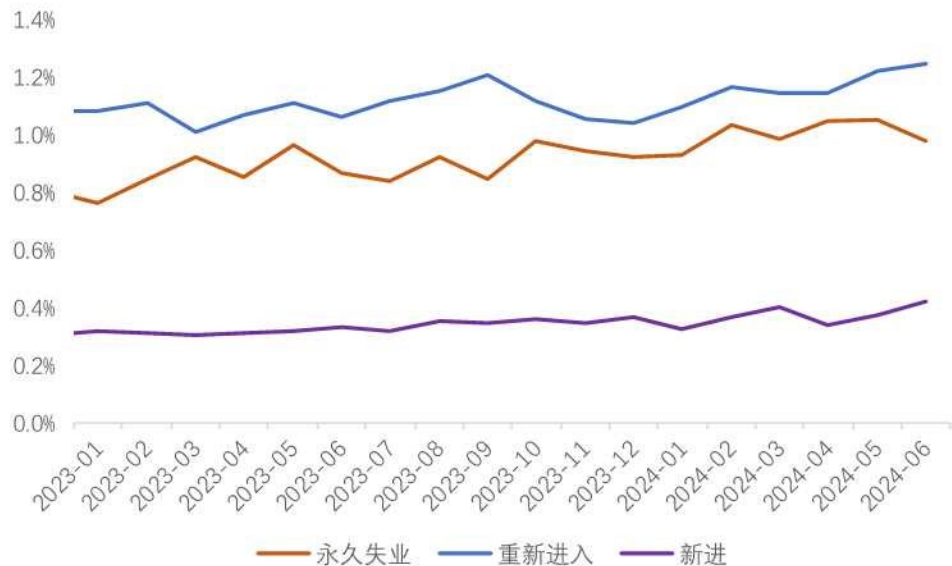


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

以上的三组对比可以很明显的看出当前的美国劳动力市场的缓慢降温是由供给侧所驱动的，并不存在就业损失的情况；对于失业率的上升应当保持警惕，但无需过度担忧。

如果再进一步探讨失业人数的结构，可以发现新增失业者绝大多数来自于新进者和重新进入劳动力人群，而永久失业占劳动力的比例（2024 年 6 月，0.98%）下降至 2024 年 1 月以来新低。

图 5：失业人数的增长都来自于新进与重新进入，永久失业比例下降至 2024 年 1 月以来新低



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

当前美国劳动力市场正经历就业与失业的脱节，机构调查的需求侧就业人数统计了更多的兼职和移民就业，而家庭调查的供给侧修复则涵盖了更多美国本土人口回复。两者的差异放大了就业与失业的脱节，反映出的一个表征就是失业率上升，这也正是美联储所期待的软着陆进程。

从历史对比看，劳动力的拐点需要更加重点关注（壮年）就业率的变化；至少观察到失业率与就业率的趋势趋同，即就业率出现连续放缓，才能说就业恶化触发联储降息。因此，我们认为这不是一份足以支持 9 月降息的非农报告。

其次，从货币政策的角度看，当前联储降息的对立面是逐渐发力的美国财政。

这个观点此前我们多次提及（例如 2024 年 6 月 27 日《为什么联储加息不够高》），但主要集中在财政发力对于通胀反弹的担忧。美国 5 月财政赤字增长，绝对值创过去三年来新高，且增幅超过季节性水平；从大选的角度看，如果拜登想要和特朗普保持竞争，财政发力也是最直接的选择。

图 6：美国财政赤字超季节性增长，且 6-7 月大概率进一步发力(单位:十亿美元)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

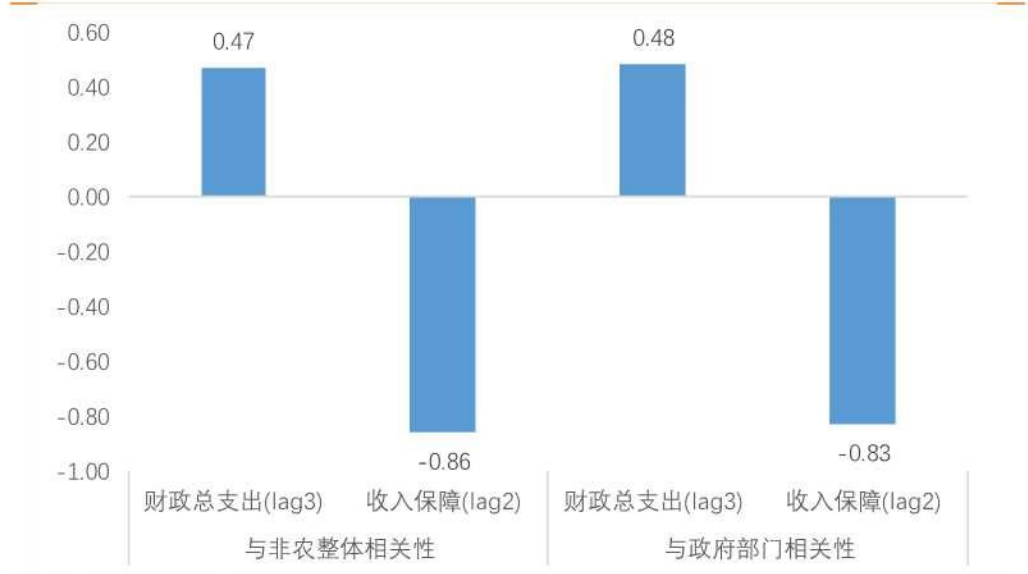
劳动力市场也从财政刺激中受益。过去 12 个月的数据显示，滞后三期的美国总财政支出与非农总体就业与政府就业环比变化的相关系数为分别为 0.47 和 0.48。

这说明美国财政支出通过实体经济向就业传导的渠道仍是顺畅的，但存在一定的时滞。

同时，美国滞后两期的收入保障（Income Security）支出对整体非农就业变动的相关系数高达-0.86，与政府就业变化也达到-0.83。背后的逻辑更为直接，收入保障的减少（波动）更多来自于临时性的项目，该项目支出的下降自然意味着更多的人不满足领取条件（找到工作），即对应未来近期就业的增加。

考虑到过去几个月的财政脉冲强度并不弱，美国政府就业依然会为非农就业托底。

图 7：美国财政与非农就业环比增速变化的相关性



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

因此，这份非农报告传递的信息既简单又复杂。简单在于数据指向了美国劳动力市场的温和降温，而复杂在于降温都来自于供给侧的修复（包括移民与本土人口），而这是以往衰退前周期不曾出现的局面。

我们认为当前的数据并不能得出美国劳动力市场已经走到了转折点这一结论，在此基础上的 9 月降息显得过于乐观。如何看待当前劳动力缓慢平衡的趋势需要等待 7 月 FOMC 会议联储的最新表态；在此之前，我们认为对于任何 7 月之后的降息预期都不具备更多的可信度。

简而言之，我们认为对于劳动力市场需要重点观察两点：一个是（壮年）就业率的变化趋势，另一个是财政支出的强度。在此视角下，对失业率上升保持警惕，但无需主观的赋予“充分就业”更多的权重，通胀仍然是当前屋子里最大的大象。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com