

失业率升破美联储6月预期

——美国6月非农就业数据点评

事件：

6月美国失业率上行到4.1%，已高于美联储6月预期，新增非农放缓，前值显著下修，职位空缺失业比维持1.2左右。综合各数据，就业市场边际走弱更加明显。2024年12月会议降息的概率仍超过95%，期货市场仍押注今年降息。我们维持通胀继续回落的情况下，美联储今年降息可能很高的判断。

► 失业率升到4.1%，高于美联储6月预期

家庭调查的6月失业率升到4.1%。美联储6月公布的经济预期概要里预期2024年底失业率为4%，6月失业率已经高于该水平。职位空缺数仍低于900万，5月较4月略微回升，有814万。总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度5月和4月基本持平，每一个失业的人平均面对1.22个潜在的就业机会。

► 失业率未来或继续上行

疫情移动了贝弗里奇曲线，在疫情后的贝弗里奇曲线上，就业市场走弱主要表现为职位空缺率的下降，而不是失业率的上升。贝弗里奇曲线向右上移动可以用匹配效率下降来解释。但是最近的数据上职位空缺率和失业率似乎已经回到了疫情前的那条贝弗里奇曲线上。在旧的贝弗里奇曲线上，随着职位空缺率的进一步下行，我们或会看到更明显的失业率上行。

► 6月新增非农放缓，前值显著下修

6月新增非农就业放缓，季调新增就业20.6万人。非季调的非农环比6月上升了54.7万，低于2016-2019年的水平。5月的新增就业第一次修正下修5.4万人。4月的新增就业第二次修正下修到10.8万人，相对于初值下修了6.7万人。2024前4个月合计下修了19.6万人。分行业看，多数行业就业增长，6月3个行业就业减少。如果去除政府的话，私人部门的新增就业6月仅为13.6万人。

► 工资通胀的压力回落

6月时薪的环比回落，环比增长0.3%，同时同比也再次回到4%以下，对于实现美联储通胀目标来讲是个好消息。分行业看共8个行业时薪跑赢通胀，在13个行业中超过半数，持平上月。6月每周工作时间34.3小时，持平上月。

► 美联储今年降息概率可能增加

美联储2024年7月会议降息的概率较低，9月降息概率稳定在超过70%，市场开始认为9月或是降息的起点，12月前降息的概率超过95%。我们认为今年降息的可能性很大，但就业数据走弱或还不是充分条件，还需要通胀回落的可持续性。我们还是认为目前劳动力市场边际走弱的迹象越来越明显，或有利于美联储降息，经济软着陆下还能控制住通胀恰是美联储最希望看到的结果，目前实现的可能仍较大。

风险提示：美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《美国就业市场整体仍在降温：——美国5月非农就业数据点评》2024.06.11
- 2、《就业市场边际走弱可能不算坏消息：——美国4月非农就业数据点评》2024.05.07

正文目录

1.	失业率升到 4.1%，劳动参与率回升	4
1.1	失业率升至 4.1%	4
1.2	劳动参与率小幅回升	7
2.	非农就业增长放缓，前值显著下修	9
2.1	非农就业增长放缓	10
2.2	3 个行业就业减少	15
2.3	非农存量就业总体恢复	17
2.4	采矿业缺口最大	17
3.	时薪降速，同比回到 3.9%	19
3.1	时薪回落，工时不变	19
3.2	分行业时薪：8 个行业跑赢通胀	21
4.	职位空缺数略高于 800 万	21
4.1	职位空缺等数据基本持平	21
4.2	初次申请失业金接近 24 万人	22
5.	美联储今年降息的概率增加	23
5.1	国债利率下行，股市上涨	24
5.2	美联储今年降息的可能增加	25
6.	风险提示	26

图表目录

图表 1:	近 3 年美国失业率 (%)	4
图表 2:	美国历史失业率 (%)	4
图表 3:	贝弗里奇曲线 (%)	5
图表 4:	疫情前后的贝弗里奇曲线 (%)	6
图表 5:	疫情中的贝弗里奇曲线 (%)	6
图表 6:	疫情前贝弗里奇曲线上不同职位空缺率下的失业率 (%)	6
图表 7:	6 月 FOMC 经济预期概要 (SEP) 中位数	7
图表 8:	Sahm 法则失业率平均值 (%)	7
图表 9:	Sahm 法则 (%)	7
图表 10:	疫情以来美国劳动参与率 (%)	8
图表 11:	历史美国劳动参与率 (%)	8
图表 12:	16-19 岁人群劳动参与率 (%)	9
图表 13:	20-24 岁人群的劳动参与率 (%)	9
图表 14:	25-54 岁人群劳动参与率 (%)	9
图表 15:	55 岁以上人群的劳动参与率 (%)	9
图表 16:	环比新增非农就业 (万人)	10
图表 17:	疫情后环比新增非农就业 (万人)	10
图表 18:	2016 年以来 5 月的非季调非农 (万人)	11
图表 19:	2016 年以来 6 月的非季调非农 (万人)	11
图表 20:	GES 和 QCEW 的差异 (万人)	11
图表 21:	2023 年就业变化 (万人)	11
图表 22:	新增非农就业 (万人)	12
图表 23:	新增非农就业修正变化 (万人)	12
图表 24:	疫情前同比新增非农就业 (万人)	13
图表 25:	疫情后同比新增非农就业 (万人)	13
图表 26:	环比新增非农就业 (万人)	14

图表 27:	12 月平均环比新增非农就业(万人)	14
图表 28:	非农就业人数(亿人)	14
图表 29:	非农就业人数(2019 年 12 月=100)	14
图表 30:	从事多种职业者(万人)	15
图表 31:	6 月新增非农就业分行业(单位:万人)	16
图表 32:	6 月累积新增非农就业分行业(单位:万人)	16
图表 33:	非农就业总人数(单位:百万人)	17
图表 34:	6 月美国存量非农就业分行业(单位:百万人)	18
图表 35:	6 月美国存量非农就业分行业(单位:万人)	19
图表 36:	非农全部员工时薪同比(%)	20
图表 37:	非农全部员工时薪环比(%)	20
图表 38:	工资通胀拆解, 工资=时薪*工时(对数化结果)	20
图表 39:	时薪分行业(美元)	21
图表 40:	职位空缺数(万人)	22
图表 41:	职位空缺率(%)	22
图表 42:	空缺失业比	22
图表 43:	当周初次申请失业金人数(万人, 右轴%)	23
图表 44:	持续领取失业金人数(万人)	23
图表 45:	月均值: 当周初次申请失业金人数(万人)	23
图表 46:	劳动力供给和劳动力需求(百万人)	24
图表 47:	美国股市收盘的反应(%)	25
图表 48:	美国国债利率收盘变化(基点)	25
图表 49:	美联储降息概率(%)	26

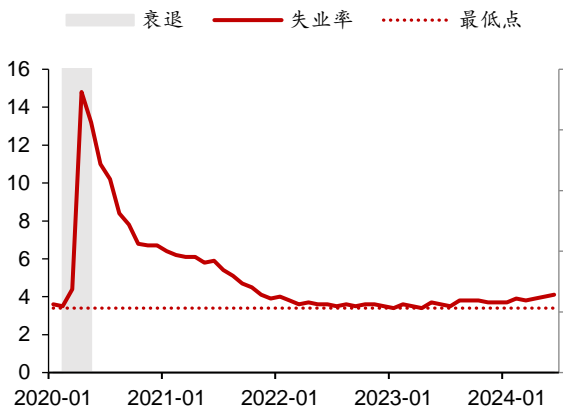
1. 失业率升到 4.1%，劳动参与率回升

失业率 6 月升到 4.1%，劳动参与率回升，整体就业市场边际走弱迹象更明显。失业率边际回升对于降通胀可能并不算坏消息，未来随着职位空缺的进一步下行，在新的贝弗里奇曲线上失业率或进一步上行。

1.1 失业率升至 4.1%

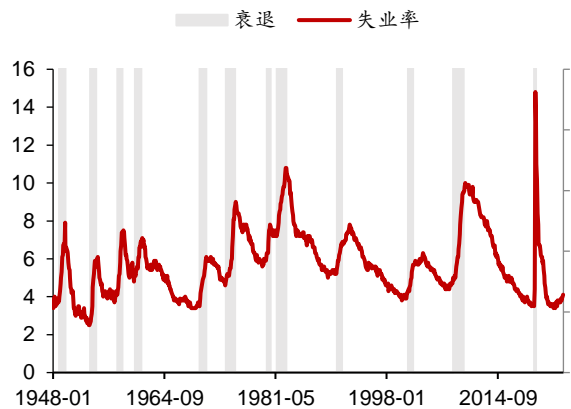
美国 6 月失业率为 4.1%，再次高于预期，较上月上升 0.1pct。失业率自 2022 年 1 月达到 4% 后，连续 27 个月低于 4%，5 月首次升破 4% 后本月继续上行。失业率在疫情后的 4 月上升到 14.8% 的最高点，然后一路回落，最低点为 3.4%。相对于最低点，失业率已经上升了 0.7pct。

图表1：近 3 年美国失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：美国历史失业率(%)



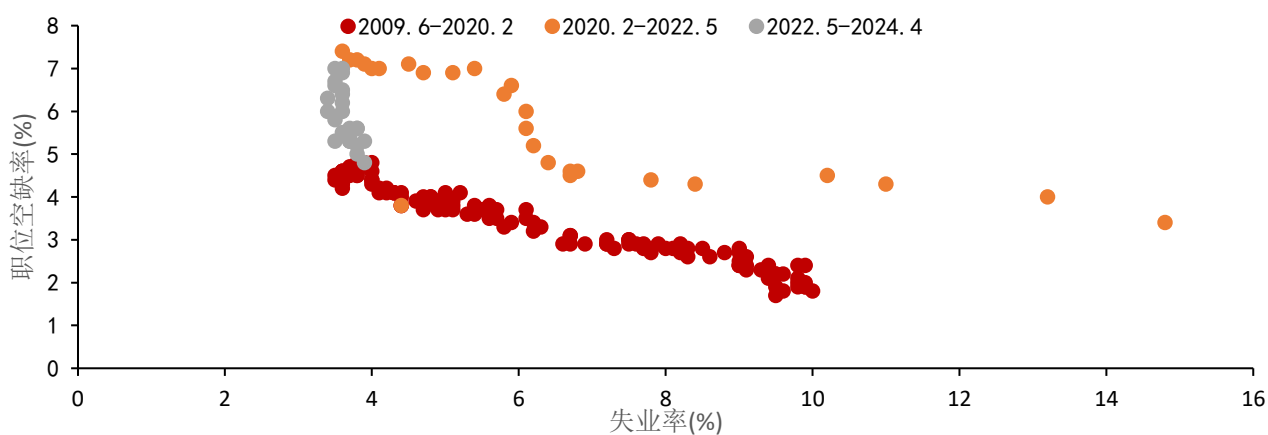
资料来源：Wind，国联证券研究所

失业率在 5 月已经回到了 4%，本月继续上行，但是过去就业市场的走弱主要体现在职位空缺率的下降。在旧的贝弗里奇曲线上，未来失业率或更明显地上行，6 月失业率似乎印证了这个趋势。

疫情的冲击或显著移动了美国经济的贝弗里奇曲线。横坐标为失业率，纵坐标为职位空缺率可以画出美国就业市场的贝弗里奇曲线。我们可以将下图中的贝弗里奇曲线划分为 3 个明显不同的阶段：

- ✓ 2009 年到疫情之前，贝弗里奇曲线是一条向右下方倾斜的曲线，斜率较为平缓；
- ✓ 疫情中间，贝弗里奇曲线发生了移动，失业率和职位空缺率的关系显著偏离了疫情前的贝弗里奇曲线。具体来说，在疫情的一开始失业率显著上升，然后职位空缺率也显著上升；
- ✓ 第三段，从 2022 年 5 月左右开始，出现了一条向右下方倾斜的曲线，斜率较为陡峭的新的贝弗里奇曲线。

图表3：贝弗里奇曲线(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

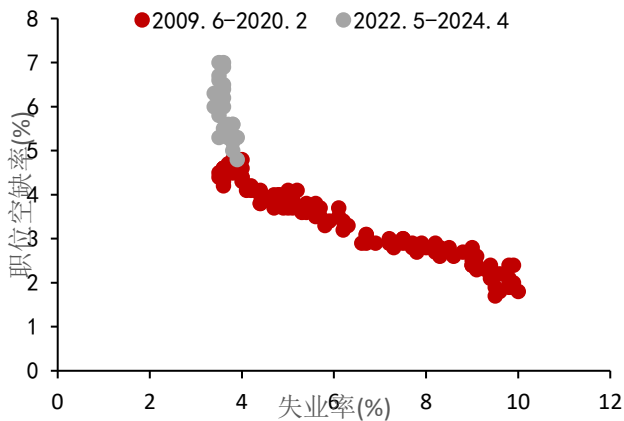
在 2022 年 5 月到 2024 年 4 月这一段贝弗里奇曲线上，职位空缺率显著下降的同时，失业率并没有明显的上升，但是最近的数据上职位空缺率和失业率似乎已经回到了疫情前的那条贝弗里奇曲线上。

里士满联储的一份研究给了一个疫情中贝弗里奇曲线为何移动的解释¹。搜索匹配模型可以为这个问题提供答案。曲线在经济周期中的位置由维持特定失业率所需的职位发布数量决定。如果工人与企业之间的匹配过程变得效率更低，那么特定失业率意味着更高的职位空缺率。也就是说，雇主需要发布更多的职位空缺才能填补一定数量的职位。在模型中，贝弗里奇曲线向内移动可以用匹配效率下降来解释。

随着疫情影响的逐步结束，我们可能已经回到了旧的贝弗里奇曲线。如果按照那条贝弗里奇曲线向未来演化，那么随着职位空缺率的进一步下行，我们将会看到更明显的失业率上行。

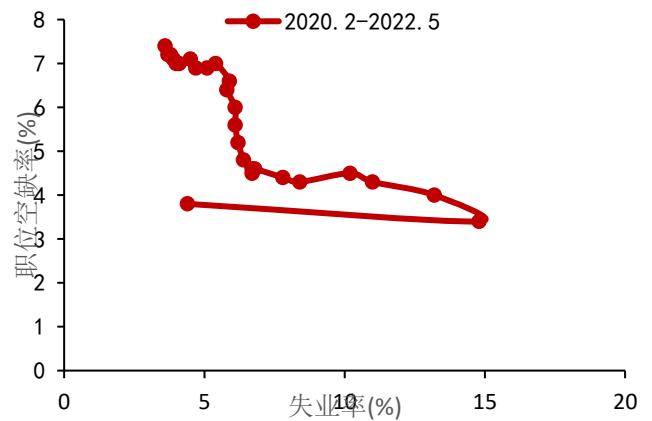
¹ https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2021/eb_21-36

图表4：疫情前后的贝弗里奇曲线(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

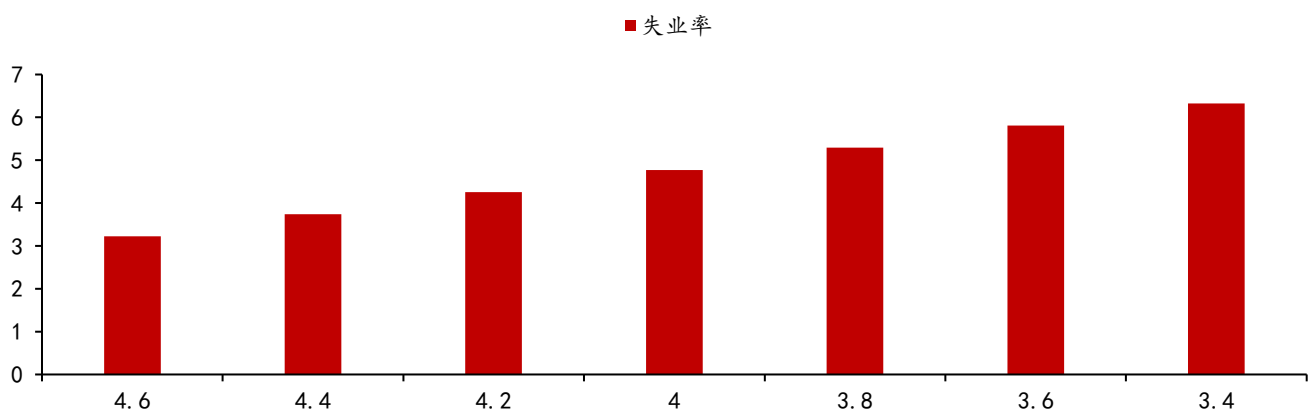
图表5：疫情中的贝弗里奇曲线(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

在更平缓的贝弗里奇曲线上，当职位空缺率回落到 4.2% 的时候，失业率就会上升到 4.3%，职位空缺率回落到 4% 的时候，失业率就会上升到 4.8%。

图表6：疫情前贝弗里奇曲线上不同职位空缺率下的失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

美联储 6 月公布的经济预期概要里预期 2024 年底失业率为 4%，6 月失业率已经高于该水平。2023 年全年实际的平均失业率为 3.6%。

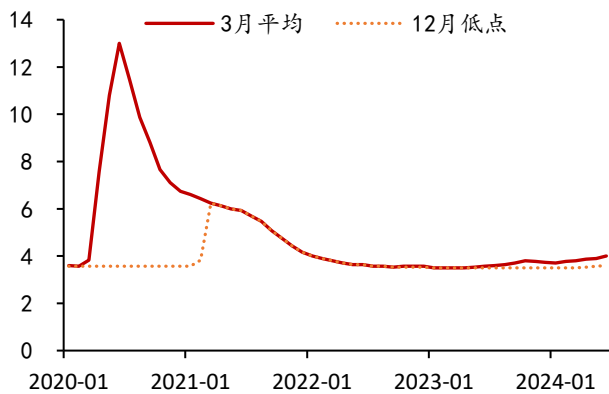
图表7：6月FOMC经济预期概要(SEP)中位数

变量	2024	2025	2026	长期
实际GDP	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
3月会议	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
失业率	4.0%	4.2%	4.1%	4.2%
3月会议	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
PCE通胀	2.6%	2.3%	2.0%	2.0%
3月会议	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀	2.8%	2.3%	2.0%	
3月会议	2.6%	2.2%	2.0%	
政策利率	5.1%	4.1%	3.1%	2.8%
3月会议	4.6%	3.9%	3.1%	2.6%
注：数字颜色含义		变差	变好	不变

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

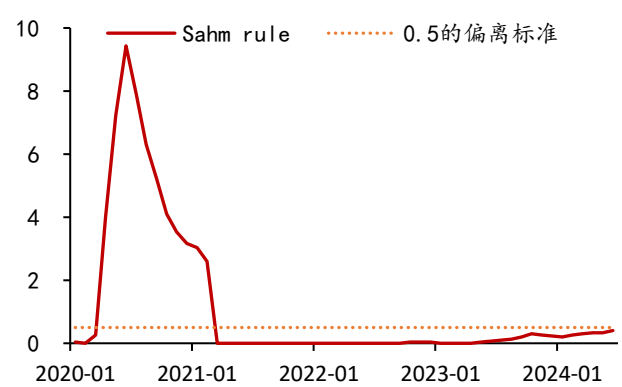
美国6月失业率的数据显示近3月的均值较近12个月的低点上升了0.4%，上月是0.33%。根据Sahm法则，如果这个数值超过了0.5%时，那么经济就即将步入衰退。根据Sahm法则衰退的可能6月进一步接近关键临界值。

图表8：Sahm法则失业率平均值(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：Sahm法则(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 劳动参与率小幅回升

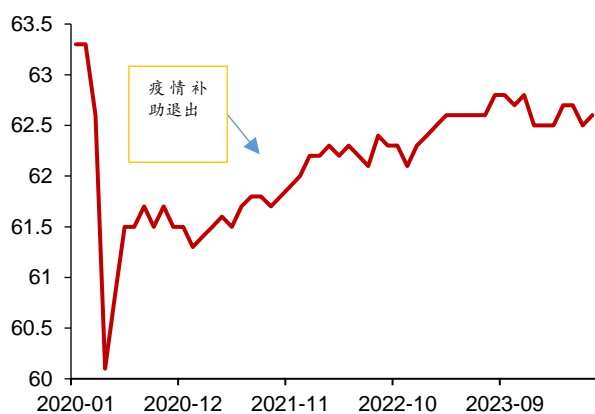
劳动参与率小幅回升，20-24岁人群的劳动参与率上升0.2pct，25-54岁人群的

劳动参与率上升 0.1pct，55 岁以上人群劳动参与率不变。劳动参与率和疫情前水平差距较大的仍然是 55 岁以上人群，较疫情前高点仍有 2.3% 的差距。

1.2.1 劳动参与率

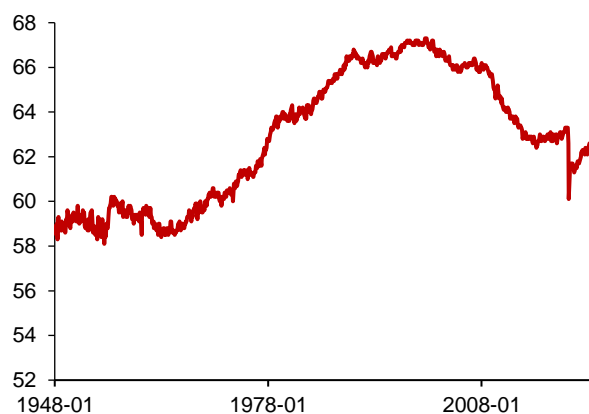
6 月劳动力参与率小幅回升，为 62.6%，上月 62.5%，距离疫情前的高点 63.3%，差距缩小到 0.7pct。

图表10：疫情以来美国劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：历史美国劳动参与率(%)



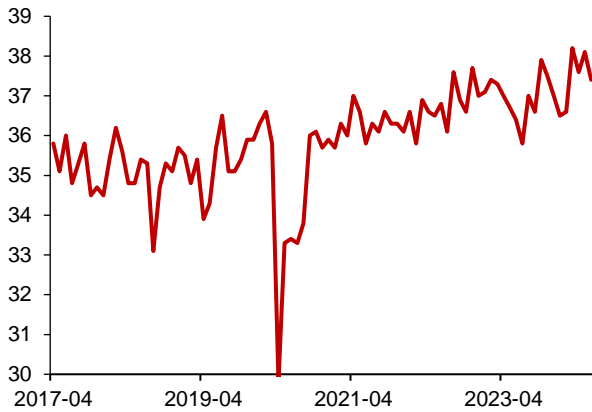
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2.2 劳动参与率结构

从劳动参与率年龄结构的分解来看，6 月份 2 个年龄组的劳动参与率较上月上升，1 个年龄组的劳动参与率较上月下降，1 个年龄组不变。20-24 岁人群的劳动参与率上升 0.2pct，25-54 岁人群的劳动参与率上升 0.1pct；16-19 岁人群的劳动参与率下降 0.7pct；55 岁以上人群劳动参与率不变。

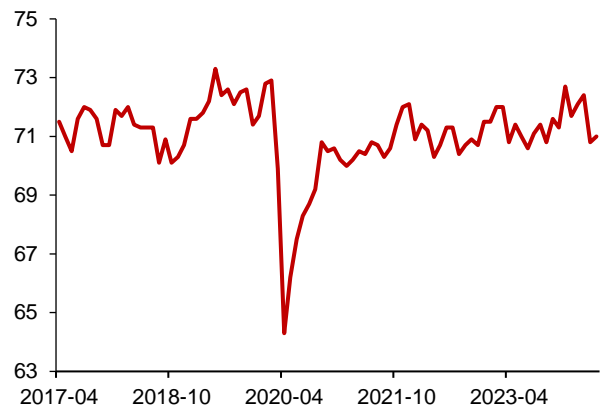
从绝对水平上看，劳动参与率低于疫情前高点的有 20-24 岁人群和 55 岁以上人群。20-24 岁人群的劳动参与率较疫情前最高点还低 2.5pct，可能还有一些上行的空间。而 55 岁以上人群，较疫情前高点有 2.3pct 的差距，但是并没有回升的迹象。

图表12: 16-19 岁人群劳动参与率(%)



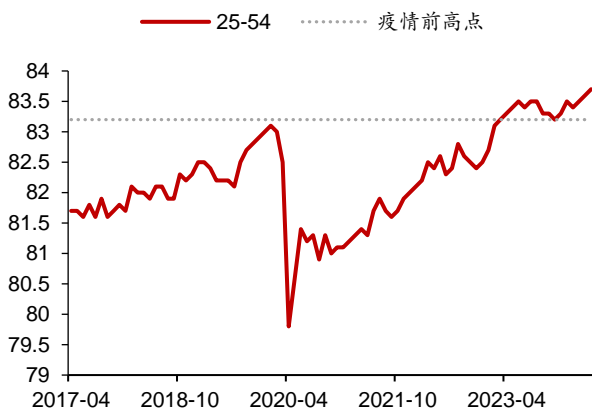
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 20-24 岁人群的劳动参与率(%)



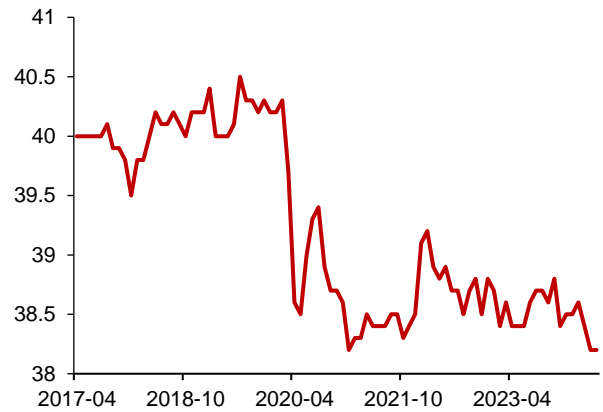
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 25-54 岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 55 岁以上人群的劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 非农就业增长放缓, 前值显著下修

6月新增非农就业放缓,新增就业20.6万人。非季调的非农环比6月上升了54.7万,低于2016-2019年的水平。2024年5月的新增就业第一次修正下修5.4万人。2024年4月的新增就业第二次修正下修到10.8万人,相对于初值下修了6.7万人。2024前4个月合计下修了19.6万人。

疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间,目前来看,同比新增就业衡量的劳动力市场热度已经比较接近疫情前的水平。

分行业看，多数行业就业增长，6月3个行业就业减少。累计就业上，休闲和酒店业就业人数已经超过疫情前1万人，采矿业仍是缺口最大的行业。如果去除政府的话，私人部门的新增就业6月仅为13.6万人。

2.1 非农就业增长放缓

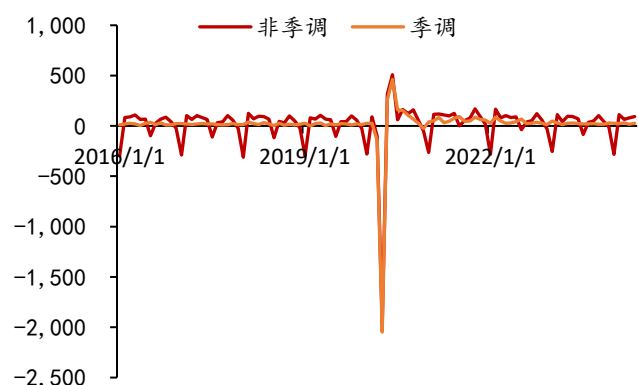
6月新增非农就业放缓，新增就业20.6万人，前值显著下修。另外，家庭调查显示的就业市场热度略低一些。

2.1.1 新增非农就业总量

雇主调查的美国6月非农新增就业20.6万人，低于上月，上月修正后为21.8万人但初值为27.2万人，高于预期的19万人。

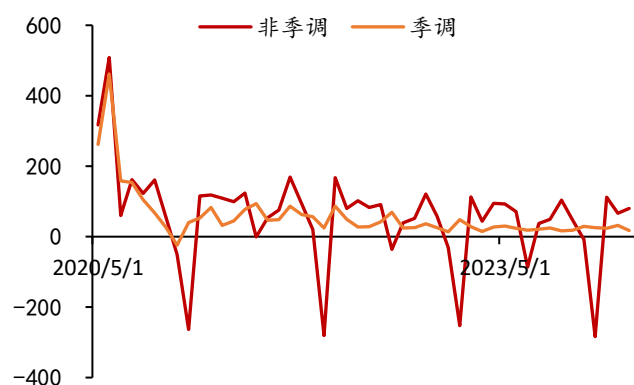
非季调的非农环比6月上升了54.7万，对比疫情前几年的情况来看，6月非季调的数据低于2016-2019年的水平，都在60万人以上，均值为64.9万以上。6月的非农新增数据考虑到季节因素事实上已经偏弱。

图表16：环比新增非农就业(万人)



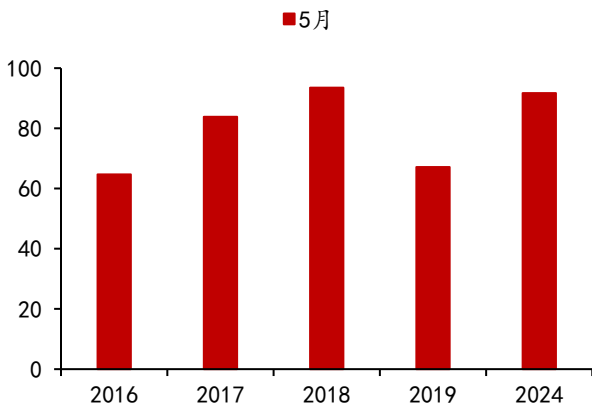
资料来源：FRED，国联证券研究所

图表17：疫情后环比新增非农就业(万人)



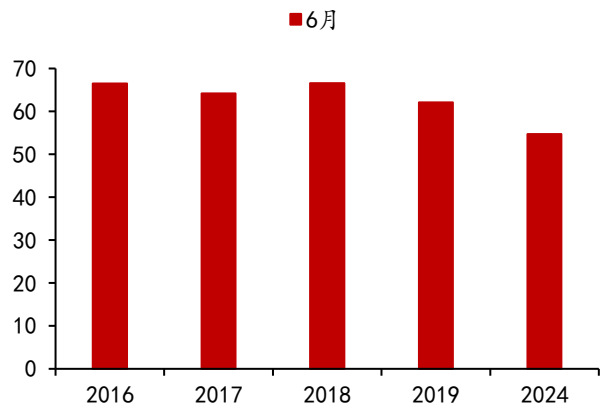
资料来源：FRED，国联证券研究所

图表18: 2016年以来5月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

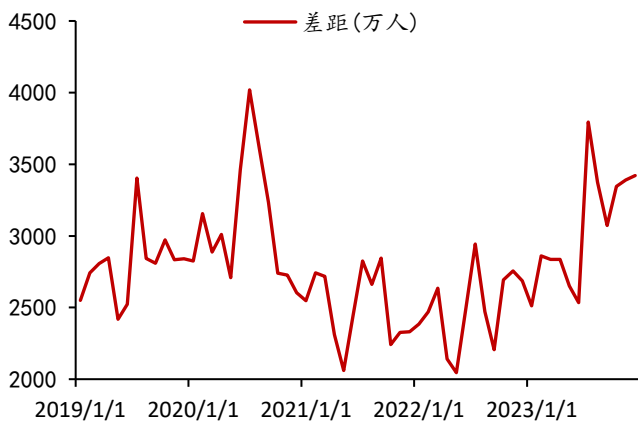
图表19: 2016年以来6月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

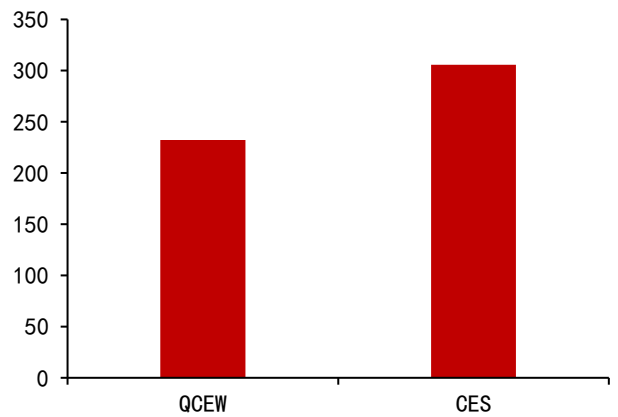
雇主调查的非农新增的数据有可能存在高估的问题。非农数据的调查来自于雇主调查(CES), 大概抽样率略大于5%, 而就业和工资季度普查(QCEW)几乎是全样本。对比最近的数据, 可以看到 CES 和 QCEW 的差异似乎有走高的趋势, 从 2023 年的数据看 CES 显示就业增长了 306 万, 而 QCEW 显示就业只增长了 232 万。

图表20: CES 和 QCEW 的差异(万人)



资料来源: BLS, 国联证券研究所

图表21: 2023 年就业变化(万人)



资料来源: BLS, 国联证券研究所

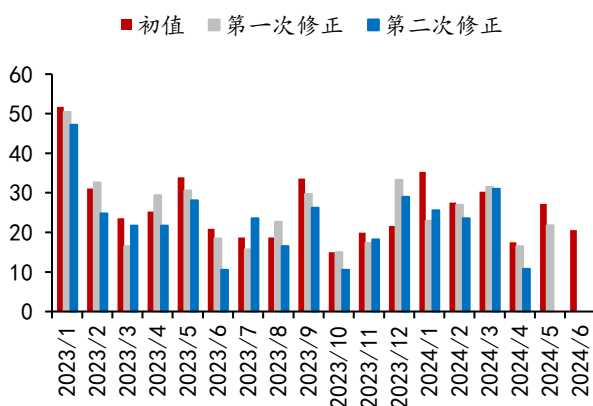
2.1.2 新增非农就业数据修正

2024 年新增非农数据的修正仍然显示初值数据可能高估了就业市场的热度。

2024年5月的新增就业第一次修正下修5.4万人。2024年4月的新增就业第二次修正下修到10.8万人，相对于初值下修了6.7万人。2024前4个月合计下修了19.6万人。

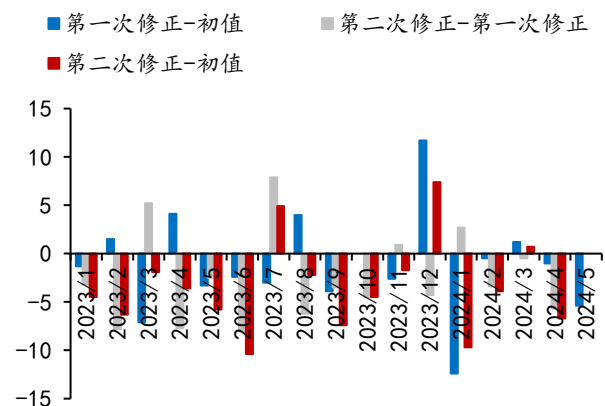
2023年以来新增非农第二次修正相对于初值的变化向下修正的居多，2023年全年累计向下修正了36万。其中6月份的修正幅度最大，初值是20.9万，而第二次修正后变成了10.5万，向下修正了10.4万。

图表22：新增非农就业(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

图表23：新增非农就业修正变化(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

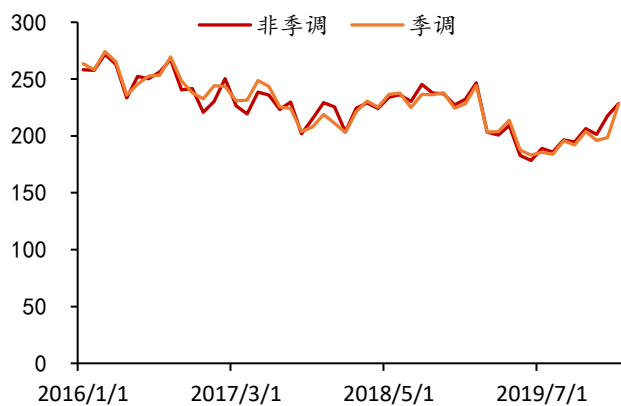
2.1.3 新增非农就业同比

从同比增长的数据看，6月非季调的非农同比增长255万，月均21.3万，上月为271万；季调同比增长261.1万人，月均21.8万，上月264.5万人²。

疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间，目前来看，同比新增就业衡量的劳动力市场热度已经比较接近疫情前的水平。

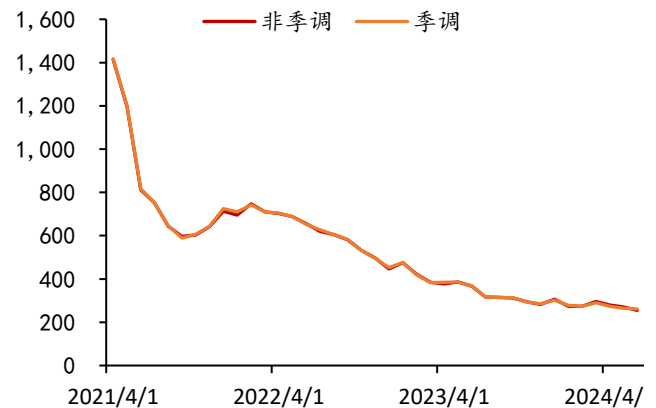
² 同比的增长不会被季节调整影响，另外同比数据相当于考虑了12个月的变化，也更不易受一两个月数据波动的影响。

图表24：疫情前同比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表25：疫情后同比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

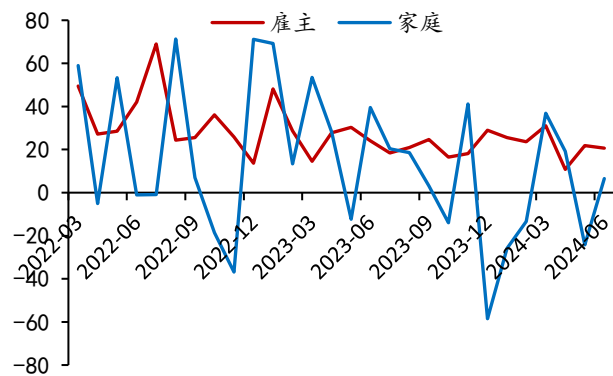
2.1.4 雇主调查和家庭调查

一个重要的观察就业市场角度来自于对雇主调查和家庭调查的对比，雇主调查显示6月非农就业增长20.6万人，家庭调查计算的非农就业增长为6.5万人。从就业市场的大趋势发展来看，雇主调查和家庭调查应该指向相同的方向，两者差异过大可能意味着存在某些调查的不同技术因素影响。从12月平均的角度看家庭调查显示的就业市场热度略低一些。

有研究表明在经济周期变化的时候，两个调查的差异更可能扩大，或值得投资者们关注。Katharine G., et al (2013)通过微观数据研究了家庭调查和雇主调查就业之间差异的来源³。他们的研究结果表明家庭调查数据和雇主提供的数据最有可能在边缘工人和边缘工作的统计上产生差异。微观经济研究表明，边缘工人和边缘工作最容易出现差异。他们发现了一些提示性证据，表明理解这些差异在于理解边缘工人和边缘工作的周期性。直观上看，边缘工人和边缘工作对经济状况变化最为敏感。我们在报告《美国信用卡逾期率和失业率上行——美国经济的再观察(一)》中有更详细的讨论。

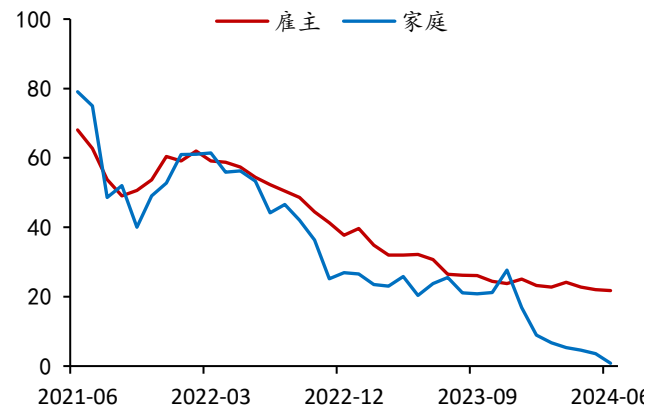
³ Abraham, Katharine G., et al. "Exploring differences in employment between household and establishment data." *Journal of Labor Economics* 31.S1 (2013): S129-S172.

图表26: 环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

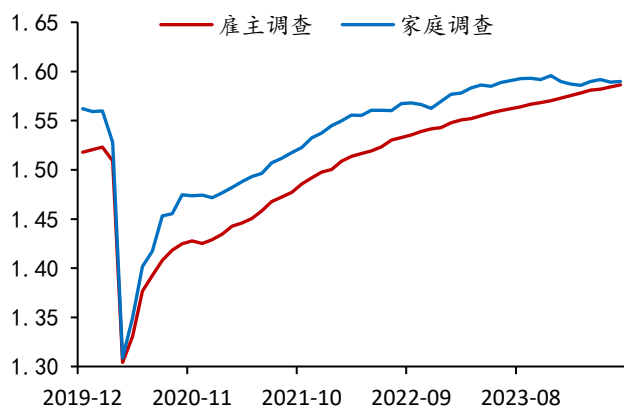
图表27: 12月平均环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

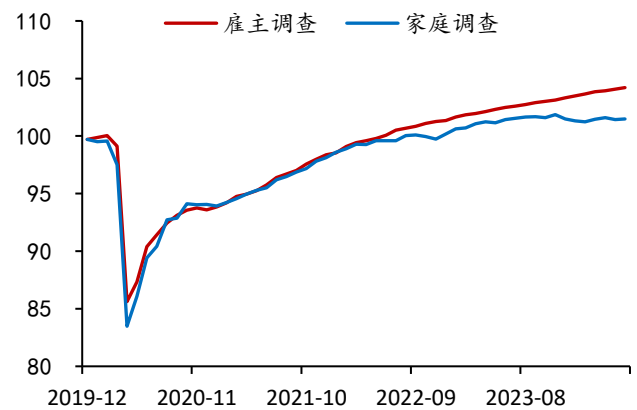
从总的非农就业人数来看, 家庭调查的非农就业人数增长走弱的幅度显然要快于雇主调查。如果以2019年12月为100, 那么雇主调查6月为104.5, 家庭调查为101.8。

图表28: 非农就业人数(亿人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表29: 非农就业人数(2019年12月=100)

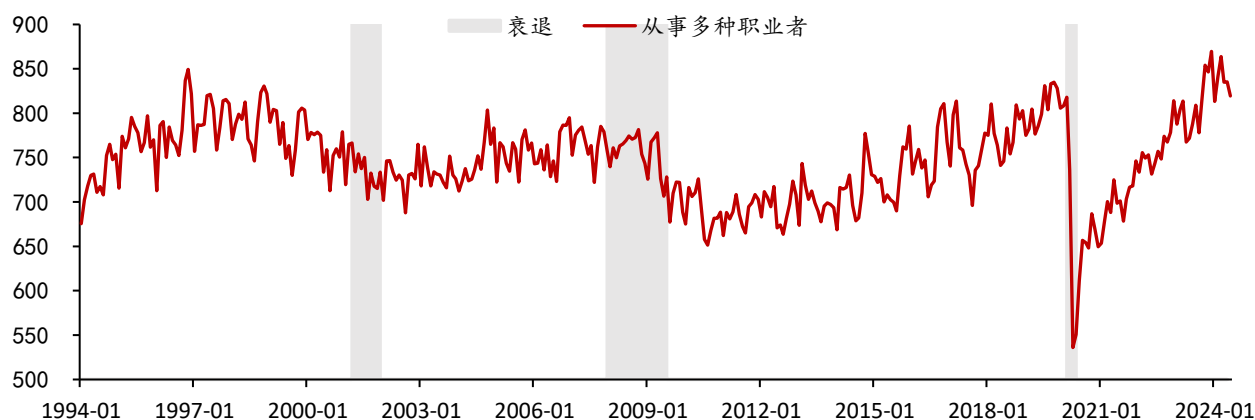


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.1.5 多份工作问题

另外, 就业市场可能没有非农显示的那么强的一个观察角度是, 就业市场的红火可能很多来自于从事多种职业者的贡献。由于雇主调查统计的是职位数, 如果一个劳动者从事了多份付薪工作, 那么就可能在雇主调查中被统计多次。而6月从事多种职业的人数有819万人。

图表30：从事多种职业者(万人)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2 3 个行业就业减少

分行业看，多数行业就业增长，6月共有3个行业就业减少，5月仅1个行业就业减少。

2.2.1 新增非农分行业

从新增非农就业的行业结构看，6月共有3个行业就业减少，5月就业减少的部门仅有1个。制造业减少0.8万人，零售业减少0.85万人，专业和商业服务业减少1.7万人，专业和商业服务业商业还是就业增长前三的行业，其他行业就业都实现增长。

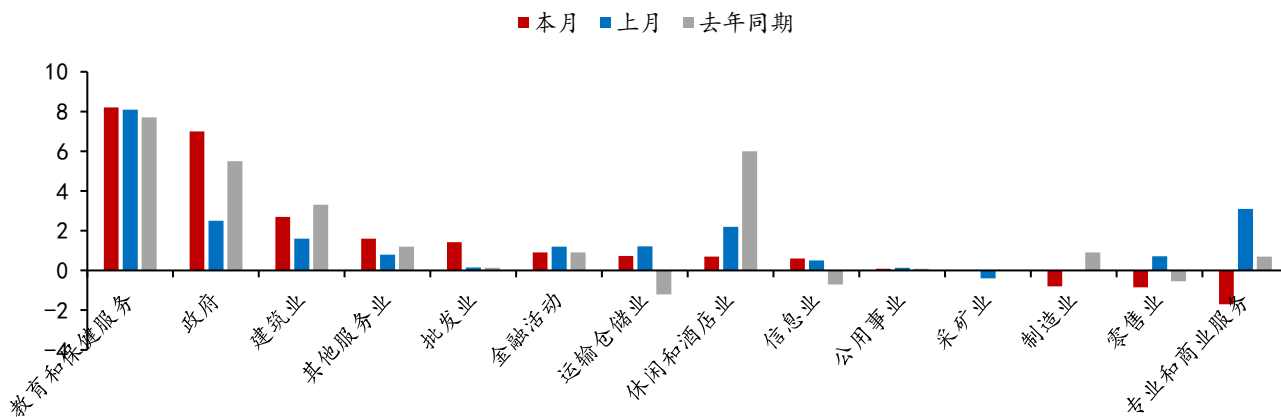
在就业增长的私人部门行业中，最大增幅前三的私人行业为教育和保健服务、建筑业、其他服务业，最大增幅前三个行业加起来的新增就业占到6月全部新增就业的61%，5月占全部新增就业的59%，集中度本月较上月轻微上升。

具体数字上来看，教育和保健服务新增8.2万人，其次是建筑业新增2.7万人，其他服务业新增1.6万人。

其他行业中，批发业增加1.42万人，金融活动业增加0.9万人，运输仓储业增加0.73万人，休闲酒店业增加0.7万人，信息业增加0.6万人，公共事业增加0.09

万人，采矿业不增不减。另外政府新增7万人。如果去除政府的话，私人部门的新增就业6月仅为13.6万人。

图表31：6月新增非农就业分行业(单位:万人)

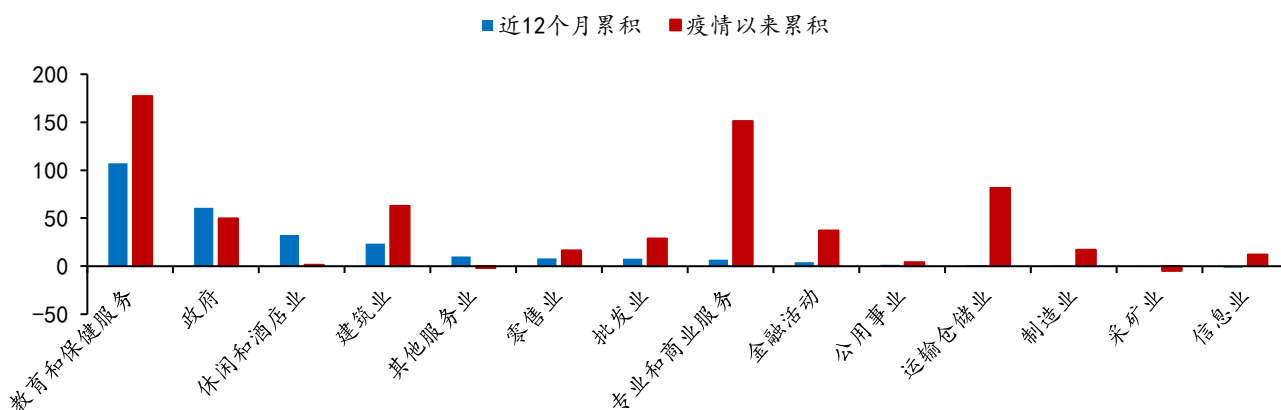


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.2.2 新增非农分行业累积增长

从分行业累积的就业增长来看，近12个月新增就业最大增幅来自教育和保健服务，近12个月新增就业107.1万，休闲和酒店业近12个月新增就业32.5万人，仅次于教育和保健服务，除了信息业和采矿业外所有行业都为正增长。

图表32：6月累积新增非农就业分行业(单位:万人)



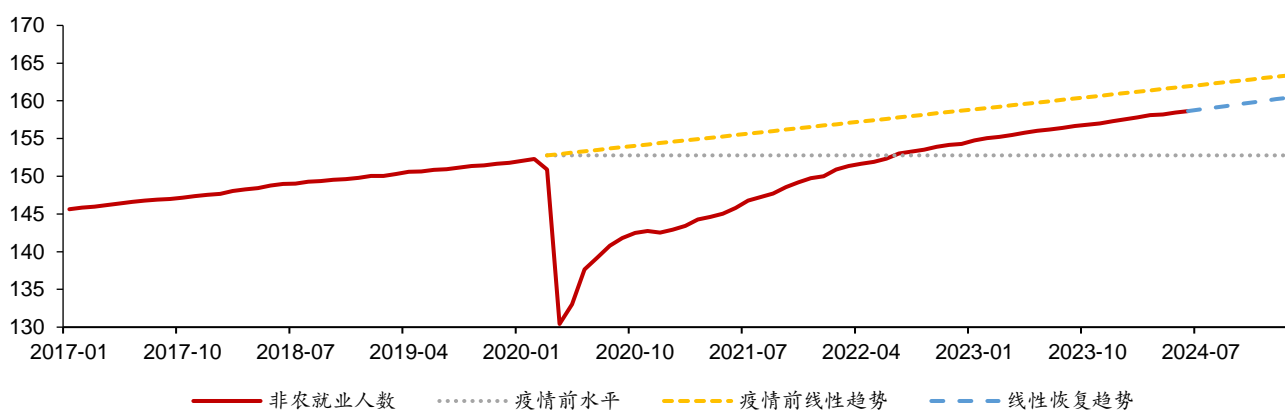
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.3 非农存量就业总体恢复

5 月份的美国非农就业总人数为 1.59 亿人，比 2020 年 2 月疫情前创下的历史新高多 633 万人。非农就业在 2022 年 6 月就已经超过了疫情前的历史新高。

相比疫情前的线性趋势，6 月份的美国非农就业存量仍有明显的差距。按照近 12 个月的就业增长速度线性外推的话，存量的就业在 2025 年初仍无法追上疫情前的趋势，存在约 295 万人的差距。

图表33：非农就业总人数（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.4 采矿业缺口最大

休闲和酒店业就业人数已经超过疫情前 1 万人，恢复得最好的教育和保健服务业已经超过疫情前水平 177 万人。采矿业仍是缺口最大的行业。

2.4.1 非农存量就业分行业

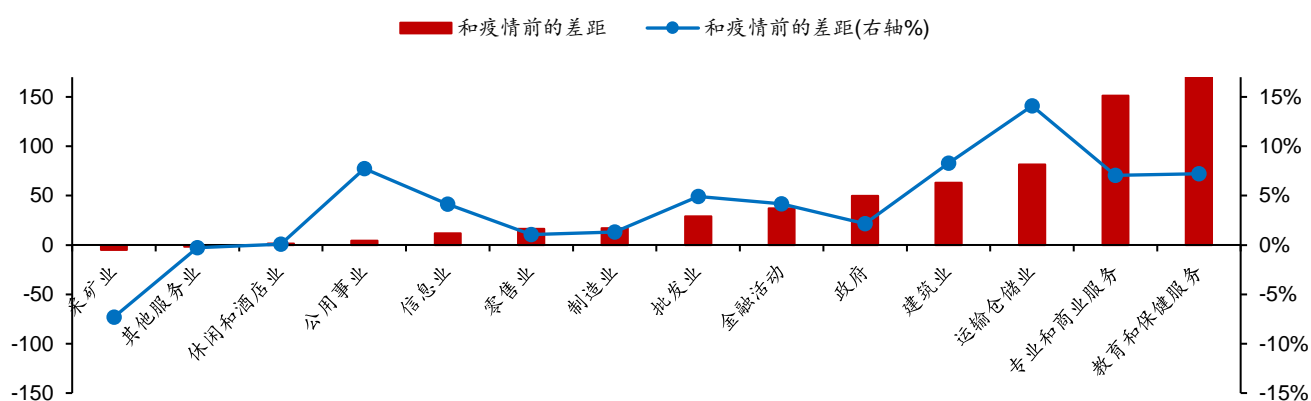
虽然总量上非农就业已经超过疫情前，是疫情前的 104.2%；从分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况仍有差异，到 6 月为止只有 2 个行业没有完全修复，分别是采矿业和其他服务业。差距最大的行业仍是采矿业，采矿业就业人数较疫情前仍有 5 万人左右的缺口（下图中显示为负值）。其他服务业就业人数距离疫情前

还差 2 万人。

缺口的比例最高的是采矿业，达到了 7.3%。和疫情前相比有待恢复比例差距其次的行业是其他服务业。

剩下的其他行业都已经恢复到略超过疫情前水平。恢复得最好的教育和保健服务业已经是超过疫情前水平 177 万人；恢复比例最高的运输和仓储业已经是疫情前水平的 114.1%。

图表34：6月美国存量非农就业分行业（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.4.2 非农存量就业分行业增速

分行业存量就业的增速来看，私人部门里教育和保健服务业的同比增速最快，其次是建筑业和公用事业；政府就业的增速也较快。从环比上看，增速最快的也是建筑业，其次是教育和保健服务业，接下来是其他服务业。

图表35：6月美国存量非农就业分行业（单位万人）

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的差距(右轴%)
采矿业	63.4	63.4	64.2	0.0%	-1.2%	-5	-7.3%
其他服务业	592.4	590.8	582.1	0.3%	1.8%	-2	-0.3%
休闲和酒店业	1691.3	1690.6	1658.8	0.0%	2.0%	1	0.1%
公用事业	58.96	58.87	57.52	0.2%	2.5%	4	7.7%
信息业	302.7	302.1	304.3	0.2%	-0.5%	12	4.1%
零售业	1567.48	1568.33	1559.38	-0.1%	0.5%	16	1.1%
制造业	1295	1295.8	1294.5	-0.1%	0.0%	17	1.3%
批发业	618.11	616.69	610.38	0.2%	1.3%	29	4.9%
金融活动	924.4	923.5	920.1	0.1%	0.5%	37	4.2%
政府	2336.4	2329.4	2275.7	0.3%	2.7%	50	2.2%
建筑业	824.5	821.8	801	0.3%	2.9%	63	8.3%
运输仓储业	659.37	658.64	658.69	0.1%	0.1%	81	14.1%
专业和商业服务	2295	2296.7	2288.3	-0.1%	0.3%	151	7.1%
教育和保健服务	2634.8	2626.6	2527.7	0.3%	4.2%	177	7.2%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 时薪降速，同比回到 3.9%

时薪增长环比回落，同比回到 3.9%，工资通胀回落是好消息。分行业看共 8 个行业时薪跑赢通胀，在 13 个行业中超过半数。

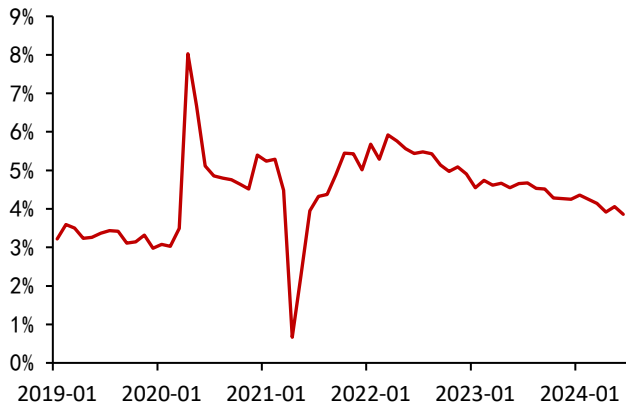
3.1 时薪回落，工时不变

工资通胀压力回落，6 月份平均时薪同比增长 3.9%，较上月 4.1% 回落；环比增长 0.3%，持平预期，每周工作时间 34.3 小时。

3.1.1 总体时薪

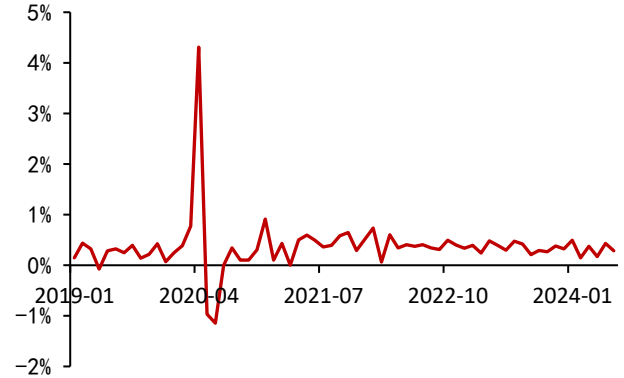
6 月份平均时薪同比增长 3.9%，较上月 4.1% 回落，持平预期；环比增长 0.3%，持平预期，较上月回落。6 月时薪的环比回落，同时同比也再次回到 4% 以下，对于实现美联储通胀目标来讲是个好消息。每周工作时间 6 月为 34.3 小时，和上月持平。

图表36：非农全部员工时薪同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表37：非农全部员工时薪环比(%)



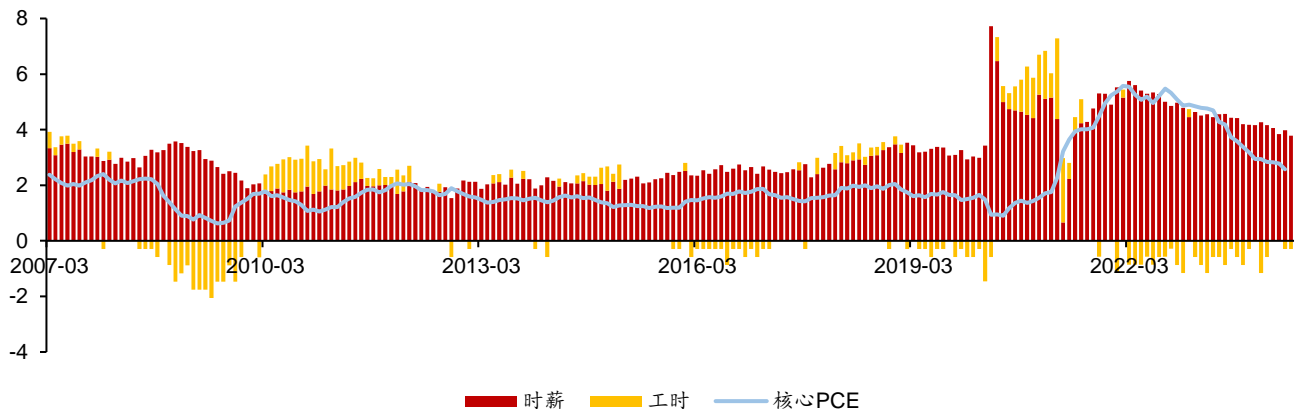
资料来源：Wind，国联证券研究所

3.1.2 时薪和工时

周工资等于时薪乘以周工时，我们可以把工资的通货膨胀分解为时薪的贡献和工时的贡献。对数化后， $\ln(\text{工资}) = \ln(\text{时薪}) + \ln(\text{工时})$ 。近期的数据显示，工资通胀已经从高点超过 7% 回落到低于 4%。

详细拆解显示，数据中工时的贡献已经较 2020 年的高点明显回落，近期工时的贡献都为负，与工资通胀高峰期工时明显增长有较大差异。平均周工时 2021 年 1 月最高达到 35 小时，6 月最新为 34.3 小时，2018 年以来最低值为 34 小时。

图表38：工资通胀拆解，工资=时薪*工时（对数化结果）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.2 分行业时薪：8 个行业跑赢通胀

分行业的时薪增长来看，休闲酒店业的增幅仍最大，较疫情前累计增长了 30.5%。但是由于休闲酒店业的时薪绝对值较低，休闲酒店业的就业增长将拉低平均时薪。

CPI 和核心 CPI 相比疫情前上涨 20.8%和 19%，如果以 CPI 增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的有 8 个行业，持平上月，它们分别是休闲和酒店业、金融业、运输仓储业、专业和商业服务、其他服务业、教育和医疗服务业、建筑业以及零售业。13 个行业中超过半数的行业时薪增长跑赢了通胀，没有跑赢通胀的只剩 5 个行业。

图表39：时薪分行业(美元)

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的增幅
休闲和酒店	22.06	22	21.25	0.3%	3.8%	5.16	30.5%
金融业	45.48	45.46	43.26	0.0%	5.1%	8.59	23.3%
专业和商业服务	42.23	42	40.48	0.5%	4.3%	7.82	22.7%
运输仓储业	30.69	30.6	29.34	0.3%	4.6%	5.64	22.5%
其他服务业	31.44	31.4	30.34	0.1%	3.6%	5.77	22.5%
教育和医疗服务	34.16	34.07	33.13	0.3%	3.1%	6.16	22.0%
建筑业	38.15	38.04	36.38	0.3%	4.9%	6.77	21.6%
零售业	24.46	24.43	23.89	0.1%	2.4%	4.25	21.0%
制造业	34	33.82	32.43	0.5%	4.8%	5.71	20.2%
公用事业	50.83	51.02	49.91	-0.4%	1.8%	8.15	19.1%
批发业	37.67	37.66	36.86	0.0%	2.2%	5.75	18.0%
采矿业	39.85	39.73	38.05	0.3%	4.7%	5.33	15.4%
信息业	49.34	49.27	48.23	0.1%	2.3%	6.33	14.7%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 职位空缺数略高于 800 万

职位空缺数 814 万，职位空缺失业比持平。职位空缺失业比保持 1.2，工作岗位的需求维持低位。

4.1 职位空缺等数据基本持平

JOLTS 报告显示的劳动力市场大趋势仍是继续走弱。职位空缺数仍低于 900 万，5 月较 4 月略微回升，有 814 万。

图表40：职位空缺数（万人）

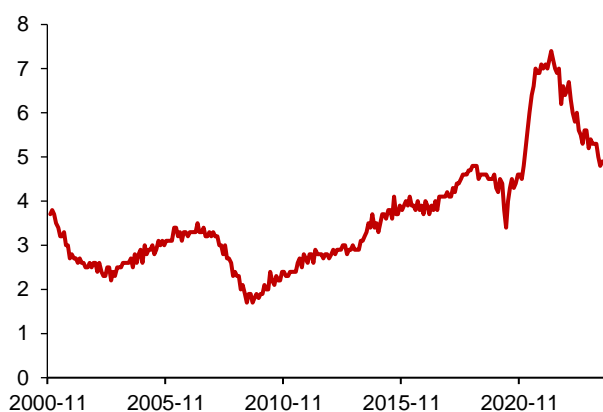


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度 5 月和 4 月基本持平，每一个失业的人平均面对 1.22 个潜在的就业机会。2022 年初时的峰值超过 2，目前较高位明显回落。目前已经非常接近疫情前的水平，2020 年疫情开始前仅略高于 1.2。

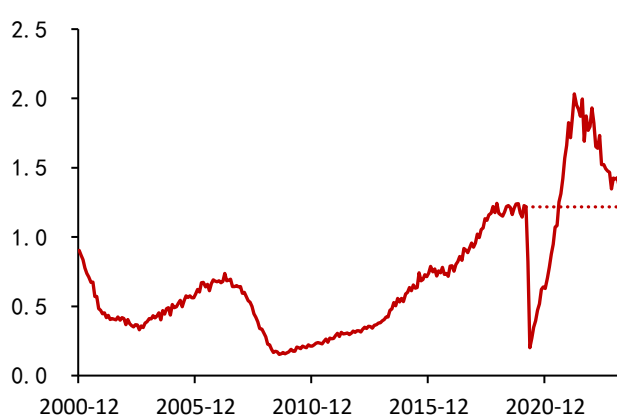
职位空缺率的数据也维持低位，5 月的职位空缺率为 4.9%，略高于上月 4.8%，较 2022 年 3 月的峰值 7.4% 回落了 2.5pct。

图表41：职位空缺率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表42：空缺失业比

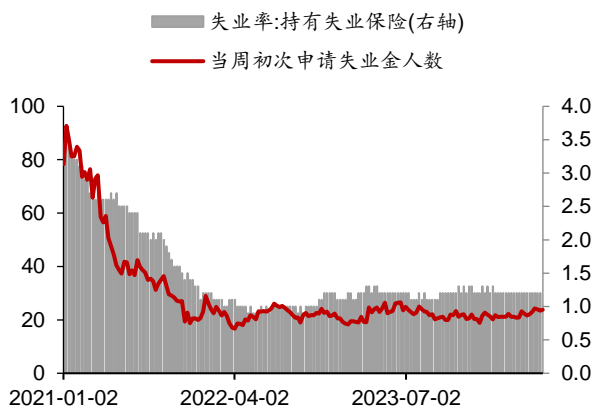


资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 初次申请失业金接近 24 万人

周度数据中,持有失业保险的失业率6月22日为1.2%,较最低点上升了0.3pct。持续领取失业金人数6月22日为185.8万,较2022年中达到的最低值已经上升了约55万人。

图表43: 当周初次申请失业金人数(万人,右轴%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

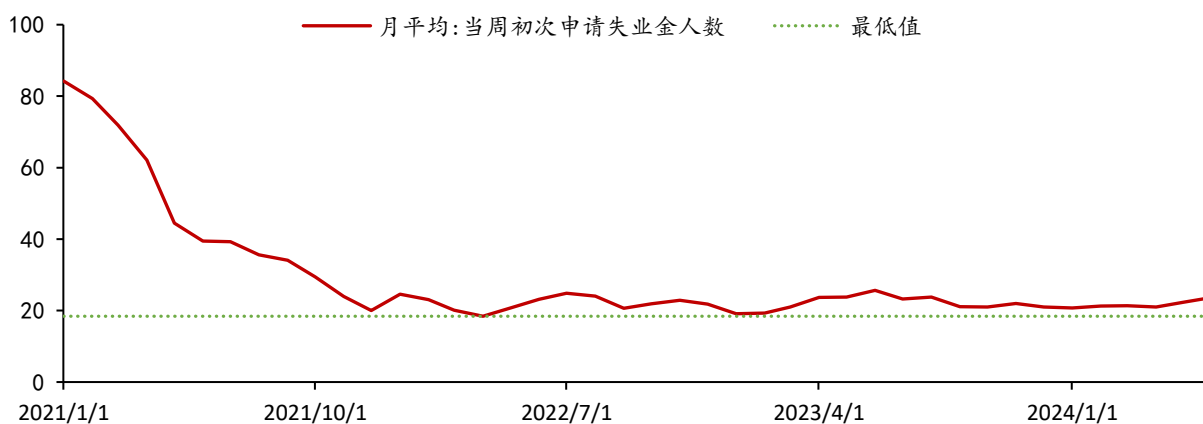
图表44: 持续领取失业金人数(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

当周初次申请失业金的人数6月29日为23.8万人,6月升到24万人附近波动,接近2023年8月的高点。从月度的均值来看,6月均值23.66万,较5月上升。

图表45: 月均值: 当周初次申请失业金人数(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

5. 美联储今年降息的概率增加

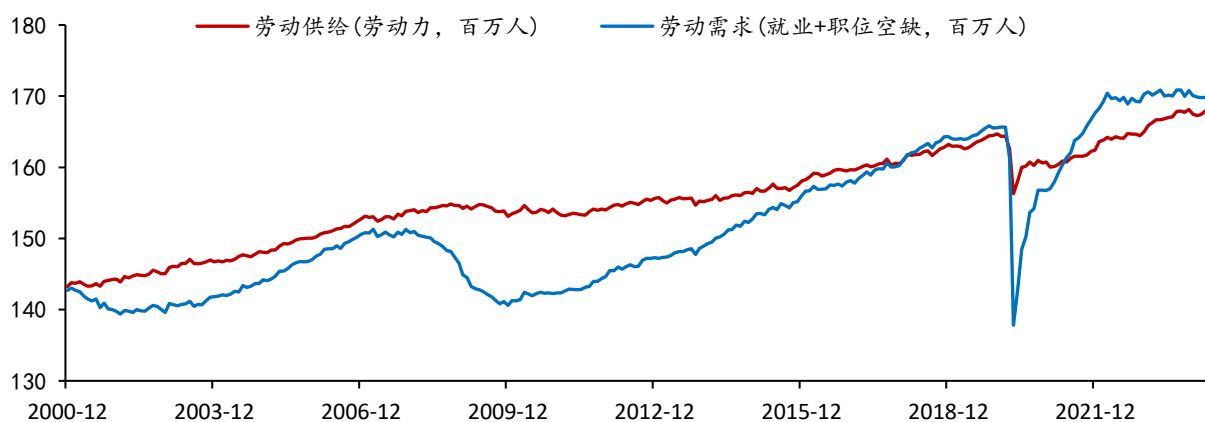
我们认为就业市场总体边际走弱更明显，或意味着美国总需求边际走弱，失业率升到 4.1%，超过美联储 6 月预期，职位空缺失业比也维持低位。新增非农数据放缓，前值显著下修。时薪环比回落，同比回到 4% 以下，对美联储控制通胀是好消息，美联储当下降息的主要顾虑是通胀的问题。市场目前对于美联储 9 月降息开始有期待，概率超过 70%。我们认为通胀回落的情况下，就业市场整体降温，美联储今年降息的概率进一步增加。

5.1 国债利率下行，股市上涨

综合多方面的数据，我们认为就业市场边际走弱的迹象进一步明显。

- 失业率进一步上升到 4.1%，显示就业市场边际走弱持续，目前美国经济或回到了疫情前的贝弗里奇曲线上。
- JOLTS 报告数据也显示就业市场的走弱迹象。职位空缺数维持低位，5 月略有回升，职位空缺失业比仍在 1.2 左右，已经接近疫情前水平。
- 虽然新增非农 20.9 万人，略高于预期，但前两个月的非农新增数据都显著向下修正。2024 前 4 个月合计下修了 19.6 万人。

图表46：劳动力供给和劳动力需求（百万人）



资料来源：Fred，国联证券研究所整理

在非农数据公布后，市场的反应上，债券收益率下行，股市上涨。

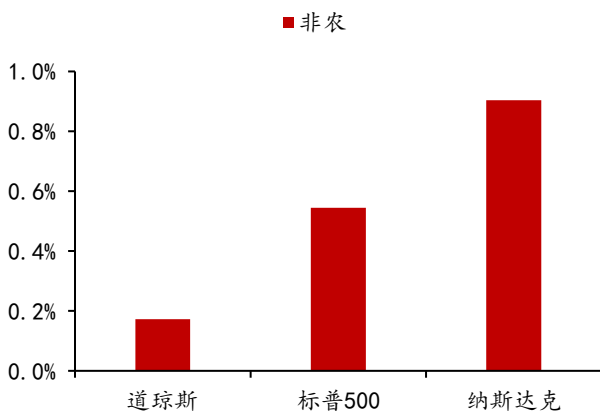
数据公布后盘中 2 年期国债从 4.685%下行到 4.635%，下跌了 5 个基点；10 年期国债从 4.329%下行到 4.292%，下跌了 4 个基点。

收盘时，3 个月的国债收益率下降了 1 个基点，2 年期国债收益率下降了 11 个基点，10 年期国债收益率下降了 8 个基点。

当地时间周五交易日非农公布后，美国三大股指收盘上涨，其中纳斯达克收盘上涨 0.9%，标普 500 上涨 0.54%，道琼斯指数上涨 0.17%。失业率上升，新增非农显著下修，市场对降息的预期增强是股市上行的主要因素。

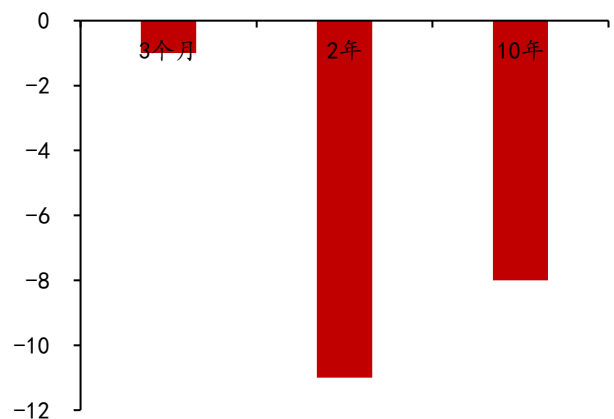
其他资产在数据公布后的变化，美元指数在数据刚公布的时候走高，但是整体呈现波动；现货黄金走高，数据公布时 2362.61 美元/盎司，一度上行到 2379.10 美元/盎司，之后波动走高，收盘高于 2391 美元/盎司。

图表47：美国股市收盘的反应(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表48：美国国债利率收盘变化(基点)



资料来源：Wind，国联证券研究所

5.2 美联储今年降息的可能增加

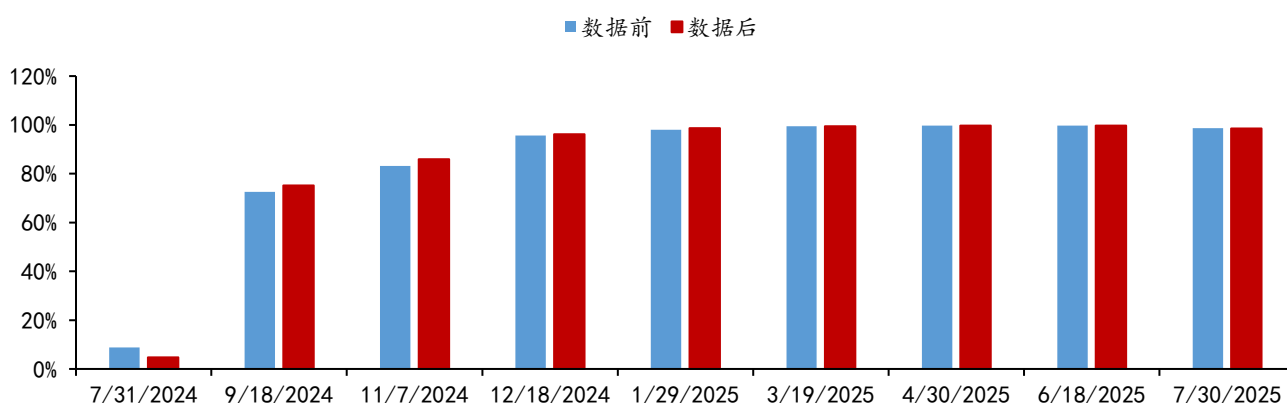
美联储 2024 年 7 月会议降息的概率较低，9 月降息概率稳定在超过 70%，市场开始认为 9 月或是降息的起点。9 月如果不降息，最多的降息次数就不太可能超过 2 次。现在降息的时点还没有完全形成共识，不过市场整体还是认为今年会降息，12 月前降息的概率超过 95%。我们认为今年降息的可能性很大，但就业数据走弱或还不是充分条件，还需要通胀回落的可持续性。

我们还是认为目前劳动力市场边际走弱的迹象越来越明显，或有利于美联储降

息，经济软着陆下还能控制住通胀恰是美联储最希望看到的结果，目前实现的可能仍较大。我们在报告《美国信用卡逾期率和失业率上行——美国经济的再观察(一)》中提供了更多需求整体走弱的证据。

另一方面，降息可能提前的主要风险或在于金融体系的压力，应关注缩表后期对流动性的影响。6月缩表开始降速，或意味着流动性紧张的时点已经没有那么远了。可参见我们之前的深度报告《美国小银行的大风险——美联储的缩表和潜在风险》。

图表49：美联储降息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

6. 风险提示

美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼