



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **7月和8月的非农数据的表现恰恰告诉我们一个道理，不要过分关注非农。**市场从“衰退”到“软着陆”的扭转只需一个月。我们在之前的报告《用怎样的框架来研判非农就业？》中提到，不要过分关注非农数据，而是需要从更广义的角度来看待美国就业市场，从整体上，**我们认为现在迫切的是开启降息，而不是大幅降息。**而随着降息临近，需要警惕的是**美股短期的高波动。**

➤ **非农就业在7月爆冷后、8月温和回暖。**8月的新增非农就业反弹14.2万人，前值从11.4万人下修至8.9万人，失业率小幅下降1个百分点至4.2%。**分失业原因看**，7月失业率超预期上行0.2%至4.3%，其中临时性失业贡献了约60%，主因飓风的影响。飓风结束后，这些劳动力回归工作岗位。8月份临时性失业对失业率变动的贡献为负。

8月非农就业回暖的因素还包括：裁员目前尚在历史低位，7月裁员解雇率小幅上行至1.1%，仍低于2019年的水平。拜登在6月4日签署一项涉及美墨边境非法移民管控的新行政命令，设置“熔断”及之后，移民涌入竞争岗位对失业率的推升作用减弱。

此外，7月JOLTS职位空缺大幅下降，也指向8月非农就业反弹。JOLTS调查和企业调查（CES，发布非农就业人数）、家庭调查（CPS，发布失业率数据）的**参考期存在时滞：**JOLTS调查的“职位空缺”的参考期为当月的最后一个工作日，而CES参考期为包含了当月第12日的工资支付期，CPS参考期为包含了当月第12日的日历周。

7月JOLTS职位空缺率下降0.2pct至4.6%，职位空缺数大降至767.3万人。虽然这反映劳动力市场加速降温、供需缺口接近弥合，但结合雇佣率显著反弹来看，空缺岗位的大幅下降也反映了招聘偏强。

分行业看，本期新增非农就业、以及7月JOLTS雇佣都显示**休闲酒店业、建筑业**的雇佣表现较好，较前值改善明显。

相关研究

- 1.美国劳动力市场专题：用怎样的框架来研判非农就业？-2024/09/06
- 2.宏观事件点评：“转按揭”的海外经验-2024/09/04
- 3.新质生产力系列：高校入学的“新质”成色-2024/09/02
- 4.本周经济热点：政策等风来还要多久？-2024/09/01
- 5.2024年8月PMI数据点评：8月PMI的不寻常-2024/08/31

➤ **和时间赛跑的美联储。** 非农数据背后，市场最关注的可能是其对货币政策的含义。我们认为**小幅、快降可能是美联储政策比较好的模式，9月降息 25bp 仍是最有可能的情况**：一方面，撇开“左右横跳”的非农就业，从能够更好捕捉美国就业市场松紧程度的职位空缺/失业人数指标来看，当前可能正处于松紧切换的关键时期，一旦市场继续放缓，失业率加速上行的风险会大大上升，因此美联储趋确实需要尽快降息，应对经济的负向惯性；但是另一方面，从就业市场整体状态来看，当前的衰退风险可控，反而可能需要担心大幅超预期降息对于粘性通胀的刺激。

➤ **历史上来看，当前非农数据引发市场大起大落是否反常？还要持续多久？**

首先，各类资产在降息前后对非农数据敏感程度不同。

美股、美债越是临近降息，对非农数据反应越敏感：以标普 500 为例，过去 8 轮降息周期，首次降息前的非农日平均振幅为 1.8%，是首次降息前后 12 个月当中最高的。

美元、黄金对非农数据的敏感度并不因为降息临近而显著走高。以美元为例，过去 7 轮降息周期，首次降息前的非农日平均振幅为 1.0%，是首次降息前后 12 个月当中次高值，而最高值是出现在首次降息前的倒数第四个非农日。

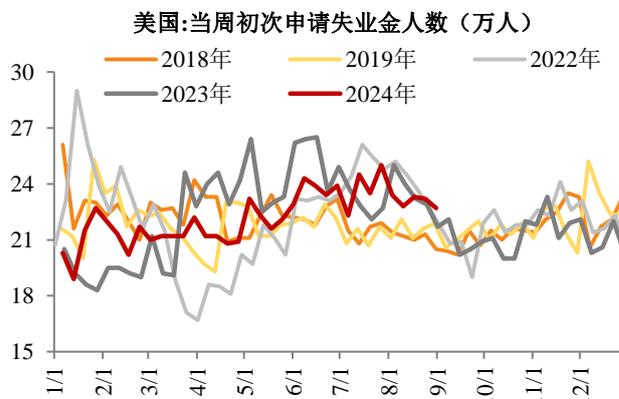
其次，首次降息落地后，市场对非农数据高敏感度还要持续 2-3 个月。

几乎各类资产在首次降息落地后的第一个非农日振幅，会相较于降息前的最后一个非农日显著下降，但非农日偏高的振幅往往会维持 2-3 个月。标普 500、10 年期美债、美元指数在首次降息落地的第二个非农日的平均振幅就回到正常状态。

风险提示：海外货币政策超预期、地缘因素超预期。

图1：美国当周初请失业金人数/就业人数比值


资料来源：Wind，民生证券研究院（阴影部分为 NBER 衰退期，当周初请失业金人数取 4 周移动平均值）

图2：美国当周初请失业金人数在 8 月趋向下行


资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：美国非农:雇佣数当月值:分行业

季调, 万人	环比变动(万人)	2024/7	2024/6	2024/5	2024/4	2024/3	雇佣数历史分位
美国非农:雇佣数	27.3	552.1	524.8	565.5	561.5	561.7	71.2%
私人部门	28.5	518.5	490.0	529.1	524.5	523.2	71.5%
采矿业	-0.2	1.8	2.0	1.9	1.5	2.0	8.4%
建筑业	4.8	37.1	32.3	36.9	34.1	37.4	41.7%
制造业	2.0	35.6	33.6	35.4	38.3	31.9	52.2%
耐用品制造业	1.6	20.6	19.0	21.3	23.2	18.2	55.7%
非耐用品制造业	0.5	15.1	14.6	14.1	15.2	13.7	59.6%
贸易、运输和公用事业	-0.4	114.0	114.4	108.9	113.5	103.2	67.7%
批发业	-1.0	15.1	16.1	16.2	15.6	13.4	54.3%
零售业	-0.9	67.4	68.3	64.8	69.3	65.4	25.6%
运输、仓储和公用事业	1.5	31.5	30.0	27.9	28.6	24.4	89.8%
信息业	-0.1	7.8	7.9	9.1	8.0	8.6	32.6%
金融活动	1.5	24.0	22.5	22.6	19.7	19.4	82.8%
金融和保险	2.0	16.9	14.9	14.0	12.3	11.5	92.9%
房地产和租赁	-0.4	7.2	7.6	8.6	7.3	7.9	38.9%
专业和商业服务	0.8	97.0	96.2	108.9	100.1	111.3	46.3%
教育和保健服务	1.6	86.2	84.6	87.9	89.7	87.6	91.9%
教育服务	-0.7	8.4	9.1	9.2	9.4	9.1	48.0%
医疗保健和社会救助	2.2	77.8	75.6	78.7	80.4	78.6	94.3%
休闲住宿业	16.0	92.7	76.7	96.0	99.6	103.8	55.4%
艺术、娱乐和休闲	0.4	14.5	14.1	17.1	15.3	19.3	50.5%
住宿餐饮业	15.6	78.2	62.6	78.9	84.3	84.5	54.3%
其他服务业	2.4	22.1	19.7	21.5	20.0	18.0	79.2%
政府部门	-1.1	33.6	34.7	36.5	37.0	38.5	50.8%
联邦政府	-0.8	3.1	3.9	3.5	3.7	4.4	26.3%
州和地方政府	-0.3	30.5	30.8	33.0	33.3	34.1	58.9%
教育	1.6	16.8	15.2	16.5	18.1	16.7	77.8%
非教育	-1.9	13.7	15.6	16.5	15.2	17.4	30.5%

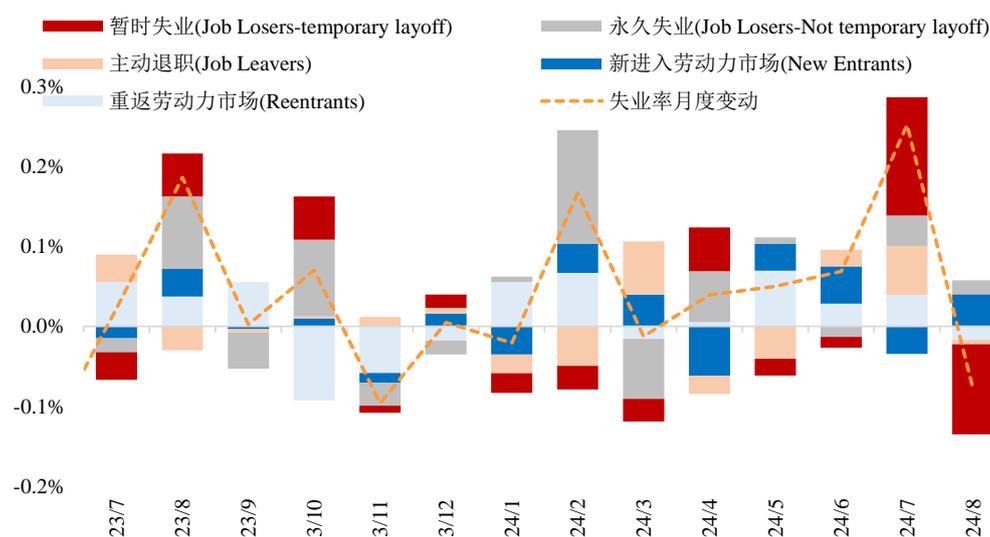
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：美国:新增非农就业:分行业

季调, 万人	2024/8	2024/7	2024/6	2024/5	2024/4	2024/3	2024/2
美国新增非农就业	14.2	8.9	11.8	21.6	10.8	31.0	23.6
私人部门	11.8	7.4	9.7	20.6	10.8	23.2	18.1
商品生产	1.0	2.0	0.2	1.2	-0.3	3.3	1.5
采矿业	0.0	0.1	0.0	-0.4	-0.5	0.2	0.0
建筑业	3.4	1.3	1.8	1.3	-0.5	3.7	2.4
制造业	-2.4	0.6	-1.6	0.3	0.7	-0.6	-0.9
耐用品制造	-2.5	0.5	-1.7	-0.1	0.3	-0.1	-0.3
非耐用品制造	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	-0.5	-0.6
服务生产	10.8	5.4	9.5	19.4	11.1	19.9	16.6
批发业	0.5	0.7	0.6	-0.2	0.7	1.0	-0.4
零售业	-1.1	-0.3	-2.0	0.8	1.4	1.9	2.3
运输仓储业	0.8	0.6	1.1	2.6	2.1	0.5	3.1
公用事业	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.3
信息业	-0.7	-1.5	0.0	-0.1	-0.3	0.2	-0.3
金融活动	1.1	-0.1	1.3	1.2	-0.3	0.4	-0.7
专业和商业服务	0.8	-1.3	-1.1	5.5	-1.7	1.7	0.6
教育和保健服务	4.7	5.5	8.2	6.9	9.8	7.6	8.0
医疗保健和社会救助	4.4	5.9	6.9	7.3	9.8	8.0	8.9
休闲和酒店业	4.6	2.4	0.4	1.8	-0.9	5.4	2.6
其他服务业	0.1	-0.5	0.8	0.7	0.4	1.2	1.0
政府部门	2.4	1.5	2.1	1.0	0.0	7.8	5.5
联邦政府	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	1.2	0.7
州政府	0.1	1.0	0.7	-1.9	0.4	1.0	1.4
地方政府	2.2	0.5	1.2	2.8	-0.4	5.6	3.4

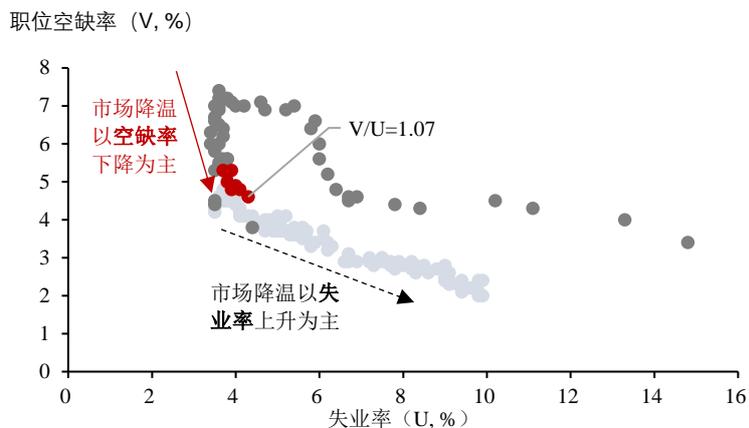
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5：美国失业率月度变动的推动原因的拆分



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6：美国劳动力市场正处在劳动力市场松紧转换的阶段，政策应对十分重要



资料来源：wind，民生证券研究院计算（截至 2024 年 7 月）

图7：从就业市场看当前的美国经济的衰退风险依旧可控



资料来源：wind，Federal Reserve，民生证券研究院计算（阴影部分为 NBER 衰退期）

图8：首次降息前后的 12 个非农日，标普 500 当日振幅

首次降息前后6个月非农日振幅										
标普500	1984/9/20	1987/11/4	1989/6/6	1995/7/6	1998/9/29	2001/1/3	2007/9/18	2019/8/1	2024/9/19	均值
T-6	0.9%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	1.9%		0.7%	1.3%	1.0%
T-5	1.4%	0.7%	0.5%	1.5%	1.5%	0.8%	0.6%	0.8%	0.7%	1.0%
T-4	1.8%	0.7%	0.8%	1.5%	1.7%	1.0%	0.6%	0.4%	0.8%	1.0%
T-3	0.7%	1.0%	1.1%	0.7%	0.5%	3.2%	0.8%	0.6%	0.7%	1.0%
T-2	2.9%	1.5%	1.2%	0.8%	1.6%	0.9%	2.7%	1.1%	1.5%	1.6%
T-1	1.3%	1.4%	1.1%	1.4%	3.6%	2.7%	2.0%	0.9%		1.8%
T+1	0.5%	0.5%	1.5%	0.6%	3.4%	3.0%	1.2%	1.1%		1.5%
T+2	0.4%	1.3%	0.8%	0.3%	2.2%	2.0%	1.4%	0.4%		1.1%
T+3	0.6%	1.2%	0.7%	0.6%	2.3%	2.9%	0.5%	1.2%		1.3%
T+4	1.0%	0.7%	0.6%	0.4%	1.3%	2.8%	2.3%	0.5%		1.2%
T+5	0.7%	0.7%	0.7%	0.3%	1.6%	2.8%	1.5%	0.5%		1.1%
T+6	0.5%	3.1%	0.6%	0.6%	2.3%	1.5%	2.4%	0.7%		1.4%
降息前6月	1.5%	1.0%	0.9%	1.1%	1.6%	1.7%	1.3%	0.8%		1.3%
降息后6月	0.6%	1.2%	0.8%	0.5%	2.2%	2.5%	1.5%	0.7%		1.3%

资料来源：wind，民生证券研究院；注：T+1 代表首次降息落地后的第一个非农数据公布日，T-1 代表首次降息落地前的倒数第一个非农数据公布日，以此类推。

图9：首次降息前后的 12 个非农日，美元指数当日振幅

首次降息前后6个月非农日振幅									
美元指数	1987/11/4	1989/6/6	1995/7/6	1998/9/29	2001/1/3	2007/9/18	2019/8/1	2024/9/19	均值
T-6	0.6%	0.5%	0.8%	0.5%	0.5%		0.3%	0.5%	0.5%
T-5	0.5%	0.5%	0.8%	0.3%	0.7%	0.5%	0.4%	0.8%	0.6%
T-4	3.9%	0.4%	1.4%	0.6%	1.2%	0.4%	0.3%	0.9%	1.1%
T-3	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.5%	0.7%	0.3%	0.6%
T-2	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	1.7%	0.9%	0.8%	1.3%	0.9%
T-1	0.5%	1.4%	1.6%	1.0%	0.8%	1.2%	0.8%		1.0%
T+1	0.6%	0.9%	1.3%	1.2%	1.0%	0.8%	0.4%		0.9%
T+2	0.7%	1.6%	0.6%	0.7%	0.9%	0.7%	0.4%		0.8%
T+3	0.4%	0.6%	0.6%	0.8%	0.6%	0.4%	0.3%		0.5%
T+4	0.6%	1.0%	0.9%	1.2%	1.2%	0.7%	0.3%		0.8%
T+5	0.4%	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	0.5%		0.7%
T+6	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	1.0%	0.3%		0.6%
降息前6月	1.1%	0.7%	1.0%	0.6%	0.9%	0.7%	0.5%		0.8%
降息后6月	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.7%	0.4%		0.7%

资料来源：wind，民生证券研究院；注：T+1 代表首次降息落地后的第一个非农数据公布日，T-1 代表首次降息落地前的倒数第一个非农数据公布日，以此类推。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026