

宏观报告

证券研究报告

2024年09月07日

衰退担忧，与一场宽松的不着陆

作者

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

相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-如何理解联储行动的逻辑》2024-09-05
- 《宏观报告：宏观-如何理解分化的消费数据》2024-08-27
- 《宏观报告：宏观报告-从7月的平衡表态转向迄今为止最鸽派的发言》2024-08-24

杰克逊霍尔会议以来，8月非农的重要性被持续烘托，营造出了一“如果数据（失业率）不及预期，那美国经济或已步入衰退”的悲观氛围。

然而过去两周的数据仍在证实美国经济韧性，基于单一数据外推美国经济全貌是不合理的，喜忧参半是过去很长一段时间的常态。

这份8月非农报告也没有例外，制造业依然是就业的最大拖累，服务业仍持续提供着最多的私人就业岗位。

失业率从上个月的4.25%下降至4.22%，打消了此前临时就业暴增是“衰退前周期映射”的担忧。

美国劳动力市场面临的是短期供给相对过剩的问题，以壮年就业率为代表的需求侧指标依然稳健，与以往衰退周期呈现出明显区别。

供给波动带来的短期影响是薪资增速的反弹；而长期影响则是通过更高的薪资向通胀压力的传导。

近期美国非法移民已经明显减少，可能正在经历供给修复的高点。

我们认为联储锚定着软着陆做货币政策调整，但内心或依然期待美国经济完成一场前所未有的不着陆。而哈里斯与特朗普的潜在政策都将推升通胀，不着陆转化为通胀反弹，甚至二次加息都是存在于桌上的叙事。

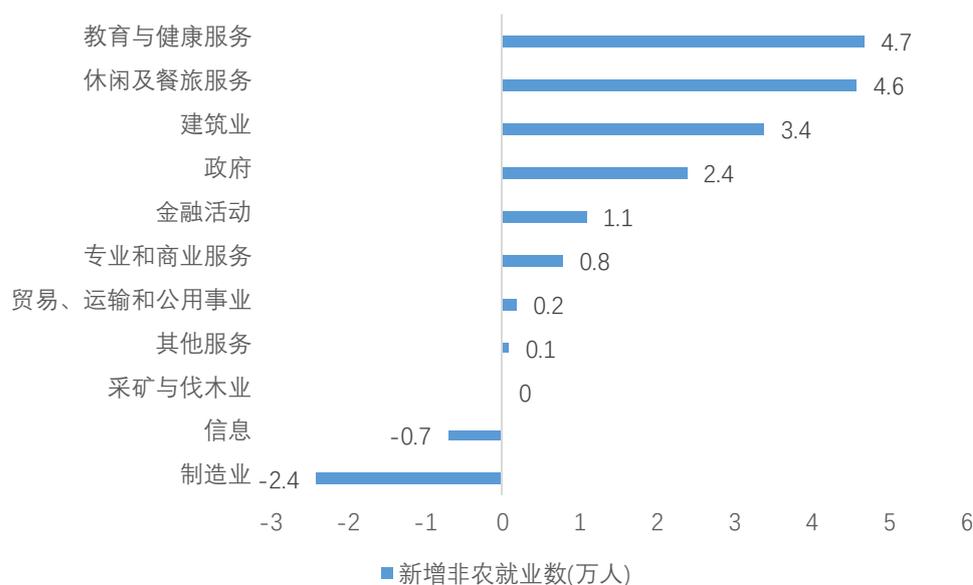
风险提示：美国失业率数据偏差较大，美国企业盈利超预期放缓，美国大选意外事件再现，美国薪资增速不确定性增加

杰克逊霍尔会议以来，8月非农报告的重要性被持续烘托，营造出了一“如果数据（失业率）不及预期，那美国经济或已步入衰退”的悲观氛围。

然而过去两周间发布的数据其实仍在证实美国经济的韧性：2022年4月以来新高的服务业PMI，趋势下行的初申失业金人数，超预期的7月居民实际收入与支出，以及稳定增长的除转移支付外实际收入。

基于单一经济数据外推美国经济全貌是不合理的，美国数据的喜忧参半是过去很长一段时间的常态；这尤其体现在制造业与服务业的“一半海水，一半火焰”。

图 1：8月非农新增就业中，制造业与服务业的分化仍在加剧

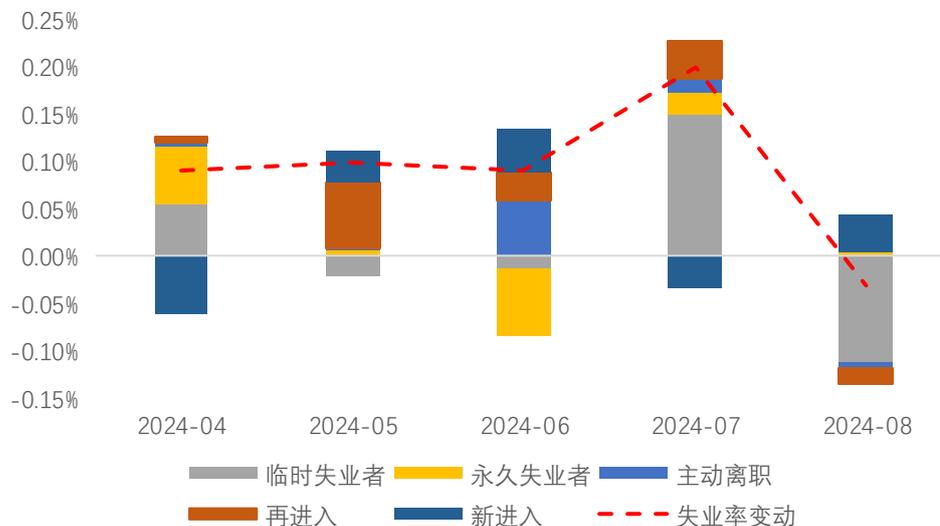


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

这份8月非农报告也没有例外，制造业依然是就业的最大拖累，服务业（医疗保健和休闲酒店业）仍持续提供着最多的私人就业岗位。换言之，并不是所有实体经济部门都呈现出“降息”的紧迫性。

失业率从上个月的4.25%下降至4.22%，打消了此前临时就业暴增是“衰退前周期映射”的担忧。与衰退相关性更为紧密的永久失业人数并未上行，更多的失业增长还是来自于新进入市场的劳动人口。

图 2：8月美国失业率结束连续上行趋势，失业增长来自于新进者



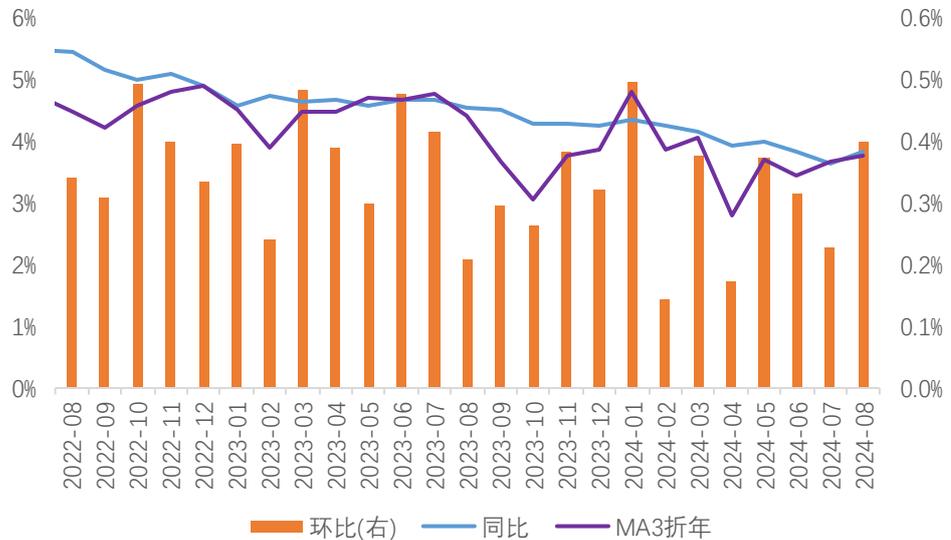
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

美国劳动力市场面临的是短期供给相对过剩的问题。从本周稍早前公布的雇佣率和离职

率仍处低位来看，这是个找工作很困难的时点，但同样是一个很难丢掉工作的时点。

供给波动带来的短期影响是薪资增速的反弹，本月非农薪资环比增速接近上个月的两倍，也是今年 1 月以来最高增速；从 MA3 环比折年的角度看依然保持在 4% 左右水平。

图 3：非农薪资环比增速反弹至 1 月以来高点，MA3 环比折年增速持续反弹



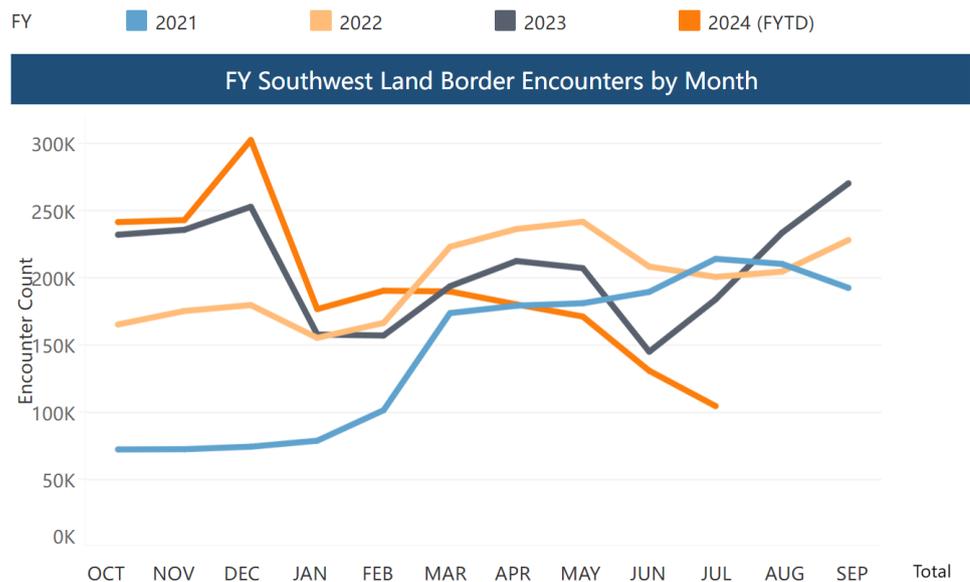
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

我们一直强调实际薪资增速是美国经济运行的核心，本月薪资增速的反弹打消了部分对于居民实际购买力的担忧。

而长期影响则是通过更高的薪资向通胀压力的传导。尤其是伴随着降息的落地，利率敏感性行业面临更快的修复；同时本就不着陆的“服务业”需求也将增长。薪资向通胀反弹的传导速率是一场供给侧（移民对劳动力的补充）与需求侧（降息刺激经济）的赛跑。

如果还考虑到进入 2024 年后，美国非法移民已经明显减少；且无论是特朗普还是哈里斯当选，从边际上或都会收紧移民流入速率，这意味着美国劳动力市场可能正在经历供给修复的高点。

图 4：2024 年后美国非法移民数量较 2023 年明显下降

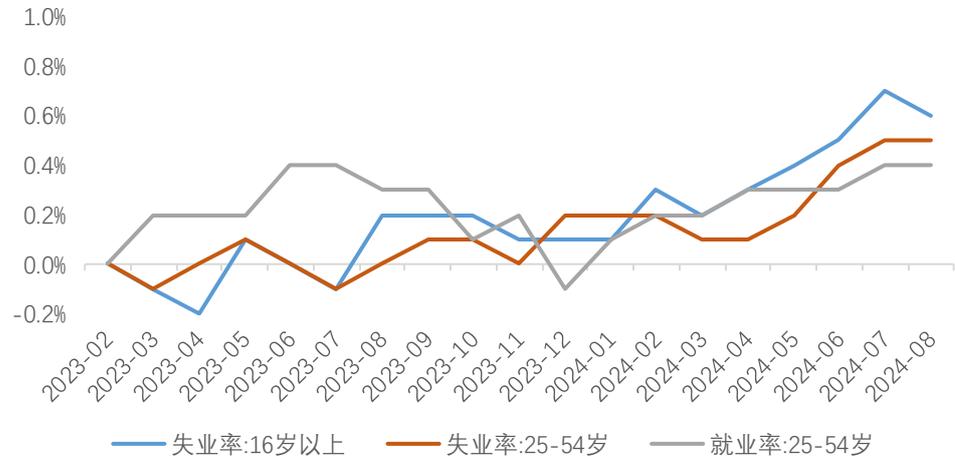


资料来源：CBP，天风证券研究所

有趣的是，非农报告中下行的失业率，反弹的薪资和不及预期的新增就业数据没有带给市场任何“方向感”，取而代之的是资产的大幅双向波动和仍不明确的降息路径。

我们的理解是，美国劳动力市场当前供给和需求问题共存。但供给问题更加突出，失业率的上行背后更多的还是短期过剩，以壮年就业率为代表的需求侧指标依然稳健，与以往衰退周期呈现出明显区别。

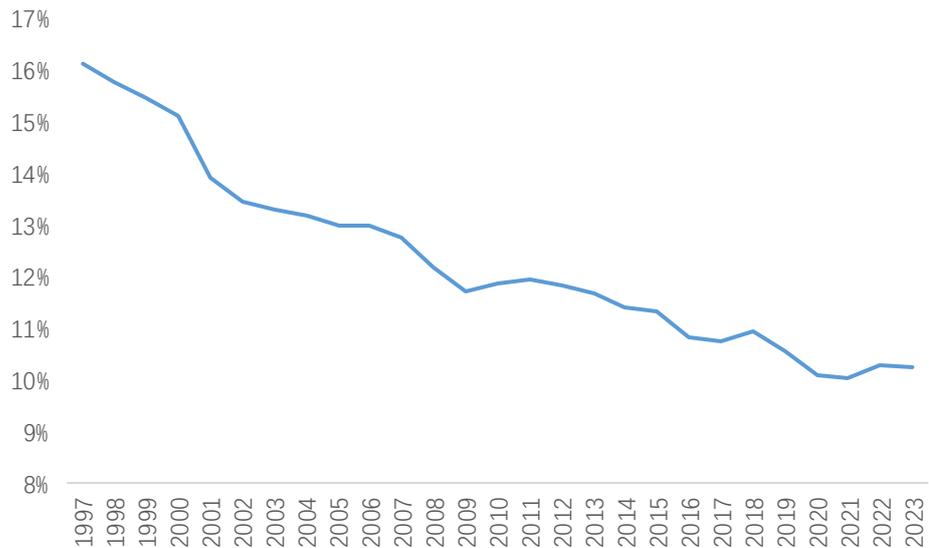
图 5：美国在本轮周期中失业率与就业率出现同上局面(单位:净百分比变动)



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

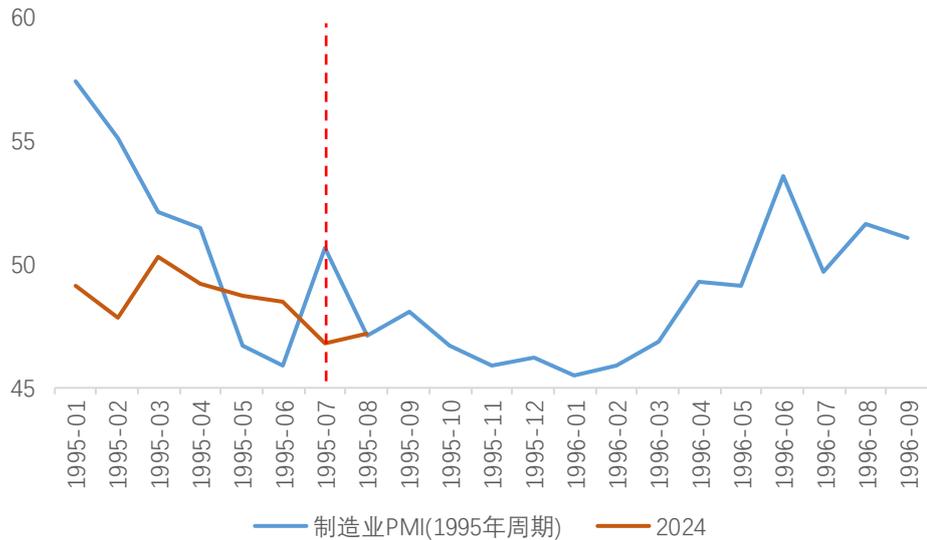
从行业的角度来看，美国降息的紧迫性主要体现在以制造业为主的利率敏感型行业，这也是与 1995 年软着陆周期很相似的一面。但彼时制造业衰退程度更深，速度更快，且制造业产出占 GDP 的比重约为 17%，是当下的近一倍。

图 6：美国制造业占经济的比重较 1997 年下行近一倍



资料来源：BEA，天风证券研究所

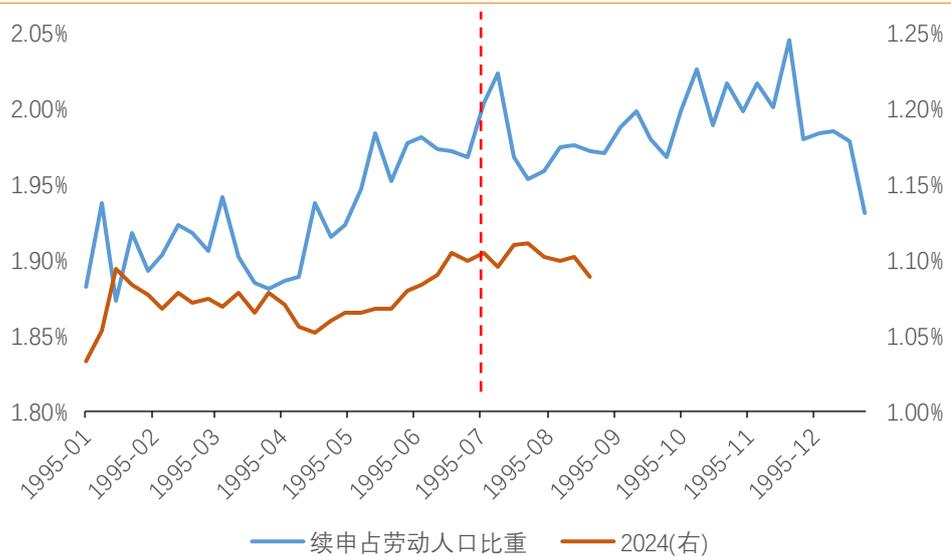
图 7：1995 年即使是软着陆周期，在年初美国也经历了制造业的迅速恶化



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

同时从持续申领失业金的角度来看, 当前比 1995 年也更加健康, 年内续申失业金占总劳动人口比重的上升幅度并不明显。

图 8: 美国本轮劳动力市场与 1995 年年内动态仍有不同



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

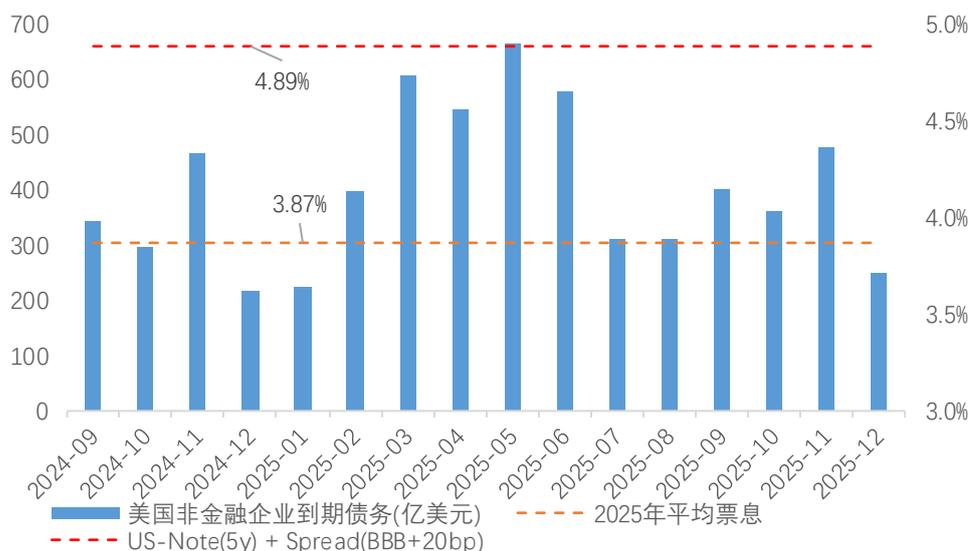
从某种程度上看, 美联储走回了 2022 年的老路: 供给侧问题, 需求侧解决。随着移民的边际变少, 降息后对需求的缓慢刺激, 失业率没有明显上行风险, 但需求恢复和薪资增速的稳健却存在实实在在的通胀风险。

美国的大财政在短期内不存在退坡的风险, 民主党将充分利用在任者的优势, 大概率会用足财政额度以争取选票。

从企业端看, 最新的 SLOOS 信贷调查可以看出美国企业的宽信用已经箭在弦上, 且美国企业平均的付息压力并不高。如果伴随着大幅降息, 未来美国非金融企业的续作压力并不明显。

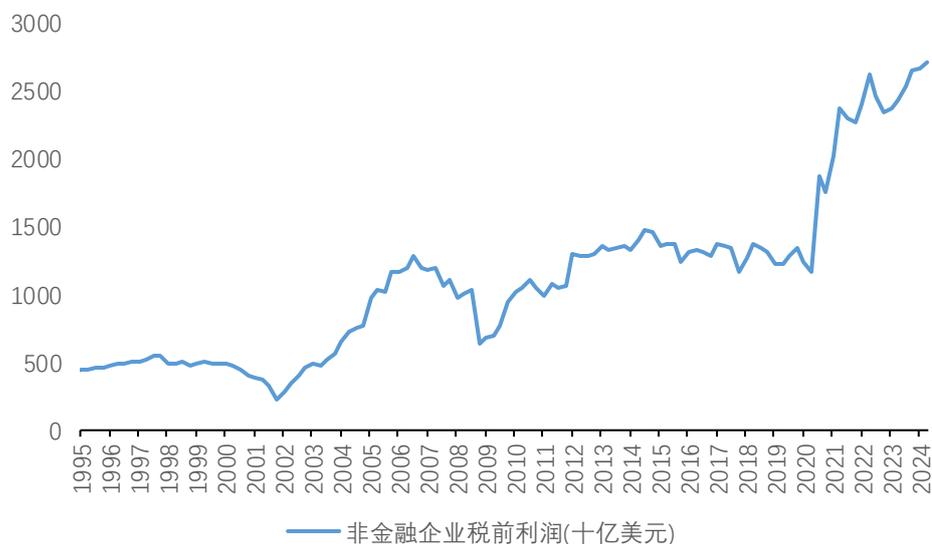
同时, 美国 Q2 的税前利润再创历史新高, 杠杆率和偿债能力都优于疫情前水平。美国的实体经济处在一个很有利的信用扩张预备阶段。

图 9: 美国非金融企业的债务墙推迟到 2025Q2, 且平均票息在 3.9%左右



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 10: 再创新高的税前利润将成为宽信用的坚实后盾



资料来源: FRED, 天风证券研究所

我们认为联储锚定着软着陆做货币政策调整，但内心或依然期待美国经济完成一场前所未有的不着陆。

非农发布后，纽约联储主席威廉姆斯给出他对今年美国经济数据的预测，2-2.5%的实际增速、4.25%左右的失业率与 2.25%的核心 PCE 物价——没有进一步的物价压力，没有进一步的失业担忧，经济保持稳健增长，而这从历史角度来看是一场不着陆。

而降息是美国经济更加繁荣的第一步，但考虑到哈里斯与特朗普的潜在政策都将推升通胀，不着陆转化为通胀反弹，甚至二次加息都是存在于桌上的叙事。

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