

2024年09月07日

就业市场弱而不衰，联储或将稳步降息

——美国8月非农就业数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 美国劳动力市场弱而不衰

1. 新增非农就业有所回升，但总体仍在趋软

8月新增非农就业14.2万人，较7月份初值（11.4万）有所回升，但低于市场预期的16.5万。6-7月累计下修8.6万。趋势上看，近3个月平均新增就业11.63万人，较5-7月季调后数据下降较多，目前已接近10万水平，美国就业市场持续降温，但总体看弱而不衰。结构上看，私人部门、政府部门新增就业均有不同幅度回升，其中服务业新增就业占比约75.7%。

2. 劳动参与率维持不变、失业率略有下降，薪资同比增速略有反弹

8月美国劳动参与率录得62.7%，失业率为4.2%，失业率较7月边际回落。25-54岁区间劳动参与率下降0.01个百分点，仍处于疫情以来较高水平，但16-24岁人群劳动参与率继续下降1.3个百分点，显示当前主力劳动人群就业意愿较强的同时，年轻群体就业意愿继续低迷。8月美国非农就业时薪录得35.21美金，同比上升3.8%，环比上升0.4%，均较7月份提升0.2个百分点，超过市场预期。结合劳动参与率和失业率的变化来看，后续薪资增速有可能会在当水平保持稳定，而这对于居民消费的韧性具有重要意义。

3. 劳动力市场供需关系已基本完成再平衡

从JOLTS数据来看，7月份职位空缺数为767.3万人，较6月下降约23.7万人，职位空缺率为4.6%，目前每个求职者对应约1.07个工作岗位。同时，职工主动离职率录得2.1%、解雇裁员率录得1.2%，较7月份均边际回升0.1个百分点，不过仍处于历史较低区间，显示当前企业与员工的招人/换工作的意愿并未大幅上行，劳动力市场波动仍然较小。

● 降息节奏或保持平稳，总体降息幅度更值得关注

第一，我们认为前期美国劳动力市场基本实现了充分就业，失业率近期虽持续回升，但相较于疫情前水平并未显著偏高。此外，企业裁员率并未有较大幅度上升，当前薪资增速仍然相对较高，就业扩散指数也并未大幅低于50，这些数据均指向美国劳动力市场并未出现大幅非线性的恶化。因此当前美国经济衰退的风险并不高，呈现出的是韧性走软、弱而不衰的态势。

第二，美联储9月或降息25bp，后续总体降息幅度值得关注。市场对9月降息25bp还是50bp仍有争议，我们认为9月大概率将降息25bp，但美联储对本轮降息的总体幅度预测值得关注。一则当前劳动力市场弱而不衰，本轮降息更像是预防式降息，首次降息幅度保持平稳有助于稳定市场预期；二则前期市场已对美联储本轮降息进行了较为积极的定价，9月降息幅度并不是市场关注的重点。9月FOMC上会有新的点阵图与经济预测，届时可以有效观察美联储对当前经济形势与降息节奏的判断。

总的看，我们认为8月非农就业数据的市场指引意义有限，一方面数据显示劳动力市场确实在走弱，但另一方面也部分打消了市场关于美国经济即将衰退的担忧。在此情况下，市场或将沿着避险路径进行交易，这也是近期美股持续调整的重要原因。往后看，在9月FOMC会议前，还有8月CPI数据，若核心通胀下行幅度相对有限，美联储大幅降息的可能性或将更小。但对市场而言，我们认为相关的风险资产将会持续承压，美债收益率或维持相对低位，市场波动性将会放大。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《有效跟踪出口的方法探索—宏观经济专题》-2024.9.5

《供需弱平衡，大宗价格震荡分化—宏观周报》-2024.9.1

《人民币汇率后续或将开启双向波动—宏观经济点评》-2024.8.31

目 录

1、美国劳动力市场弱而不衰	3
1.1、新增非农就业有所回升，但总体仍在趋软	3
1.2、劳动参与率维持不变、失业率略有下降	4
1.3、薪资同比增速、工作时长均有所反弹	5
1.4、劳动力市场供需关系已基本完成再平衡	5
2、降息节奏或保持平稳，但总体降息幅度更值得关注	7
3、风险提示	8

图表目录

图 1：美国新增非农就业人数有所回升	3
图 2：8月失业率下行、劳动参与率维持不变	4
图 3：8月 25-54 岁等区间人口劳动参与率边际下降	4
图 4：8月时薪增速同比、环比增速均反弹	5
图 5：8月美国周工作时长略有反弹	5
图 6：金融业、制造业薪资同比增速较高	5
图 7：7月职位空缺数、空缺率均下行	6
图 8：7月员工离职率与裁员率均有上升	6
图 9：7月美国劳动力缺口继续下行	6
图 10：工资总额增速有所反弹	7
图 11：就业扩散指数并未出现大幅下行	7
图 12：近期美股持续调整	8
表 1：8月非农新增就业细项及变动	4

事件：美国公布 8 月最新就业数据。其中新增非农就业 14.2 万，低于市场预期的 16.5 万；失业率为 4.2%，符合市场预期；平均时薪同比增长 3.8%，超过市场预期。

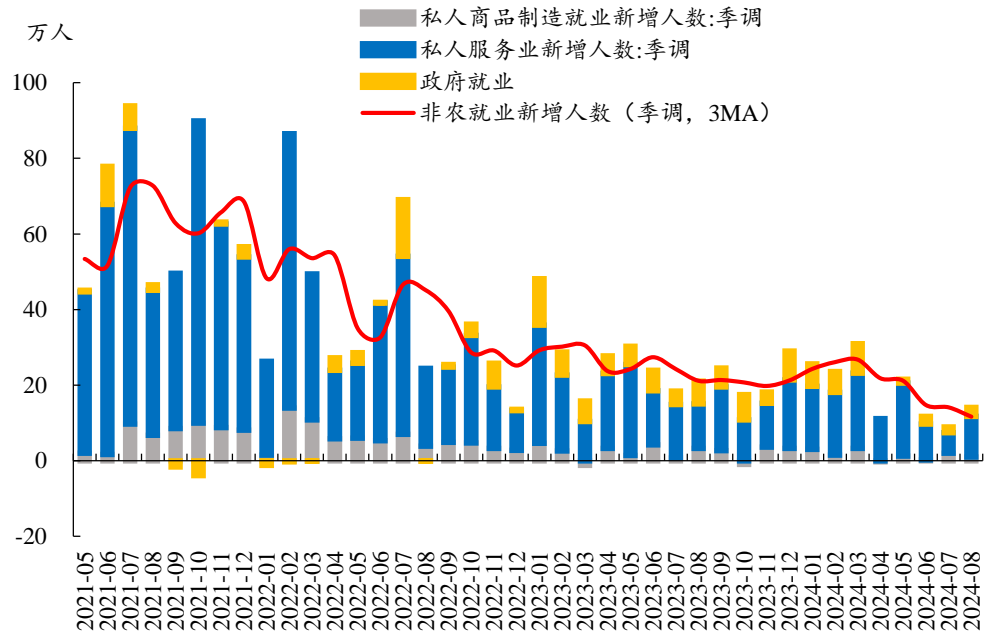
1、美国劳动力市场弱而不衰

1.1、新增非农就业有所回升，但总体仍在趋软

8 月新增非农就业 14.2 万人，较 7 月份初值（11.4 万）有所回升，但低于市场预期的 16.5 万。7 月、6 月新增非农就业分别下修 2.5 万、6.1 万，两个月累计下修 8.6 万，总体下修幅度相对较大¹。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 11.63 万人，较 5-7 月季调后数据下降较多，目前已接近 10 万水平，美国就业市场持续降温，但总体看弱而不衰。

结构上看，私人部门、政府部门新增就业均有不同幅度回升，其中服务业新增就业占比约 75.7%。8 月私人部门就业新增 11.8 万（商品制造 1.0 万，服务业 10.8 万），政府就业新增 2.4 万。分行业来看，建筑业、休闲和酒店业、教育和保健服务新增就业较多，分别新增 3.4 万、4.6 万、4.7 万。此外，休闲和酒店业、建筑业 8 月新增就业较 7 月回升较多，制造业就业大幅下降，服务业仍是当前美国经济的主要支撑。往后看，在 7 月数据大幅低于预期后，8 月新增非农就业仍相对较低，美国劳动力市场目前存在一定的持续走弱风险。

图1：美国新增非农就业人数有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 因非农数据会经历 2 次修正，本次 6 月新增数据为第 2 次修正。

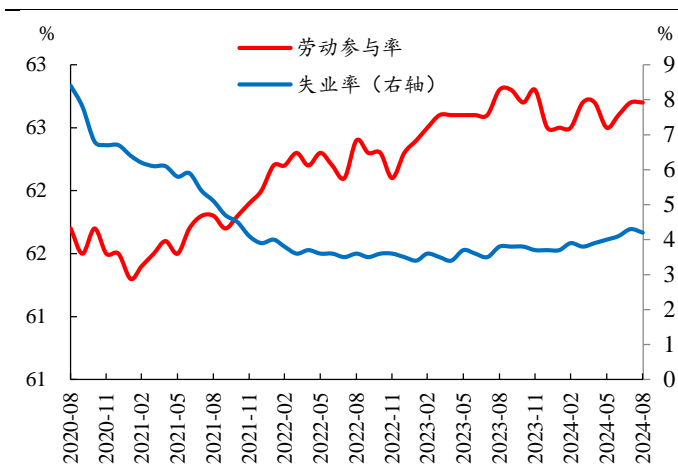
表1: 8月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比(%)	较7月变化	2024-08	2024-07	2024-06	近3月平均
总体新增非农	100.0	53	142	89	118	116
私人部门	83.1	44	118	74	97	96
采矿业	0.0	-1	0	1	0	0
建筑业	23.9	21	34	13	18	22
制造业	-16.9	-30	-24	6	-16	-11
批发业	3.5	-2	5	7	6	6
零售业	-7.8	-8	-11	-3	-20	-11
运输仓储业	5.6	2	8	6	11	8
公用事业	-0.1	0	0	0	1	0
信息业	-4.9	8	-7	-15	0	-7
金融活动	7.7	12	11	-1	13	8
专业和商业服务	5.6	21	8	-13	-11	-5
教育和保健服务	33.1	-8	47	55	82	61
休闲和酒店业	32.4	22	46	24	4	25
其他服务业	0.7	6	1	-5	8	1
政府就业	16.9	9	24	15	21	20
联邦政府	0.7	1	1	0	2	1
州和地方政府	16.2	8	23	15	19	19

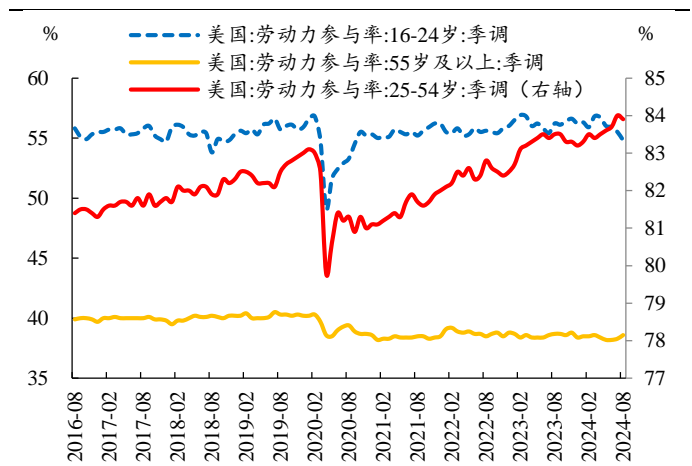
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率维持不变、失业率略有下降

8月美国劳动参与率录得**62.7%**，失业率为**4.2%**，失业率较7月边际回落。具体来看，8月份调查城市人口增加21.2万，劳动力人口增加12万。总就业人口上升16.8万，失业人口增加4.8万，导致劳动参与率基本不变、失业率下降0.031个百分点4.22%。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率下降0.01个百分点，仍处于疫情以来较高水平，但16-24岁人群劳动参与率继续下降1.3个百分点，显示当前主力劳动人群就业意愿较强的同时，年轻群体就业意愿继续低迷。失业率方面，白人失业率维持不变，黑人失业率略有走低，但亚裔、西班牙裔失业率有较大幅度上行。8月劳动参与率与失业率变动均较小，显示美国劳动力市场整体走势相对平稳，与新增非农就业走势信号基本一致。

图2: 8月失业率下行、劳动参与率维持不变


数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 8月25-54岁区间人口劳动参与率边际下降


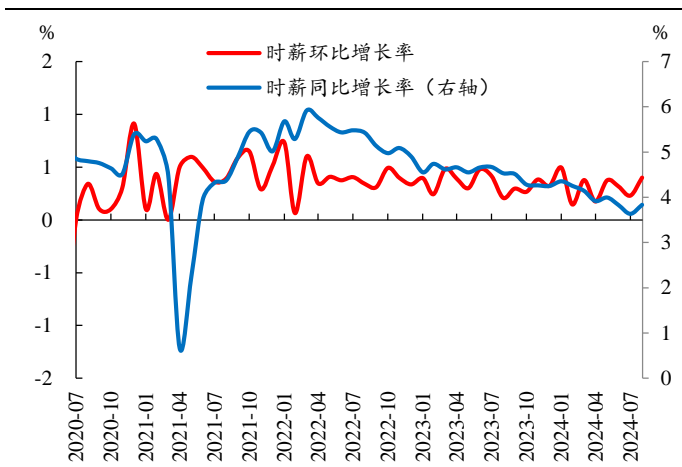
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、薪资同比增速、工作时长均有所反弹

8月美国非农就业时薪录得35.21美金，同比上升3.8%，环比上升0.4%，均较7月份提升0.2个百分点，超过市场预期。具体来看，建筑业、制造业、金融活动薪资同比增长较多，信息业、公用事业薪资环比增长较多。总的看，专业和商业服务薪资相对较强，或是整体薪资同比增速有所反弹的重要原因。

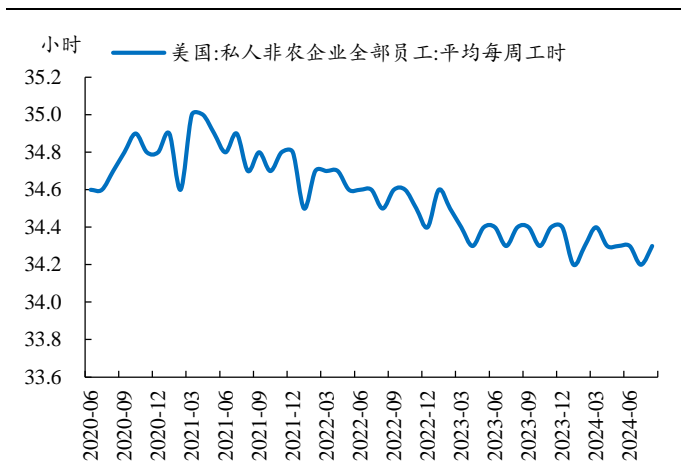
我们认为，结合劳动参与率和失业率的变化来看，薪资增速的走势需要我们保持密切关注。此外，8月美国周工作时长较7月略有回升，结合当前失业率相对企稳来看，后续薪资增速有可能会在当前水平保持稳定，而这对于居民消费的韧性具有重要意义。

图4：8月时薪增速同比、环比增速均反弹



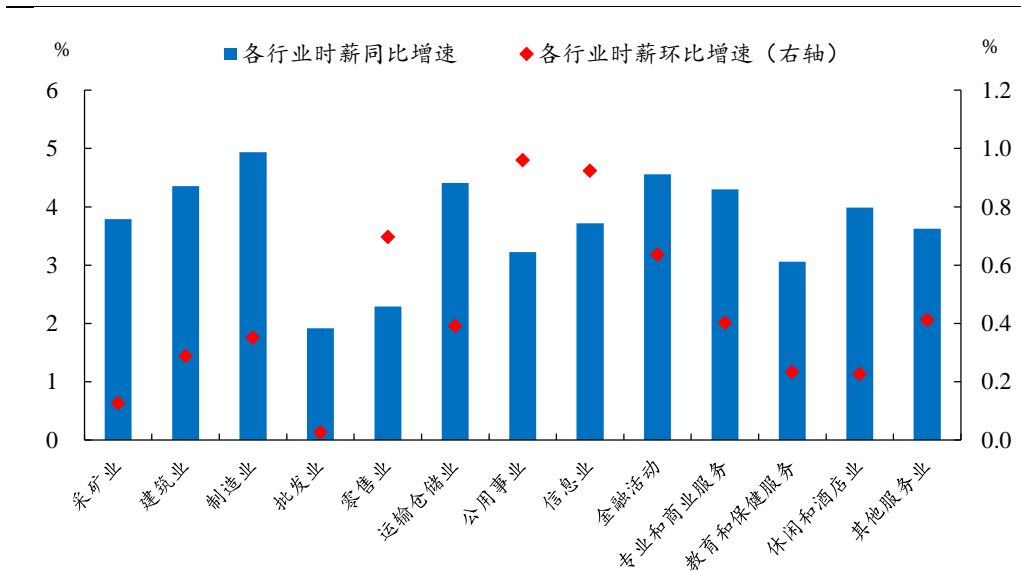
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：8月美国周工作时长略有反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：金融业、制造业薪资同比增速较高



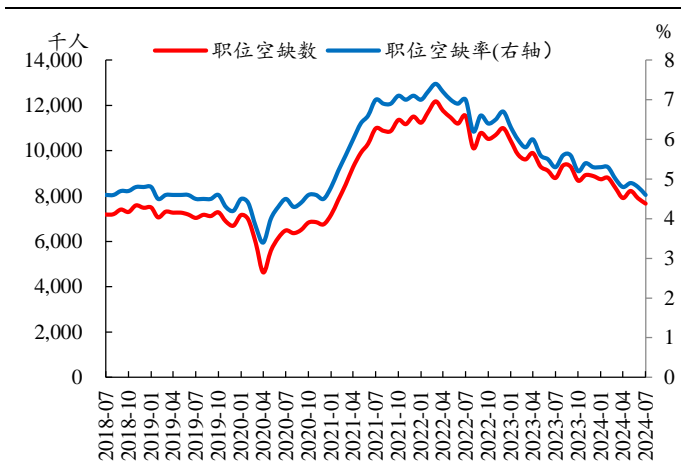
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、劳动力市场供需关系已基本完成再平衡

从JOLTS数据来看，7月份职位空缺数为767.3万人，较6月下降约23.7万人，职位空缺率为4.6%，目前每个求职者对应约1.07个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度继续缓解。同时，职工主动离职率录得2.1%、解雇裁员率录得1.2%，

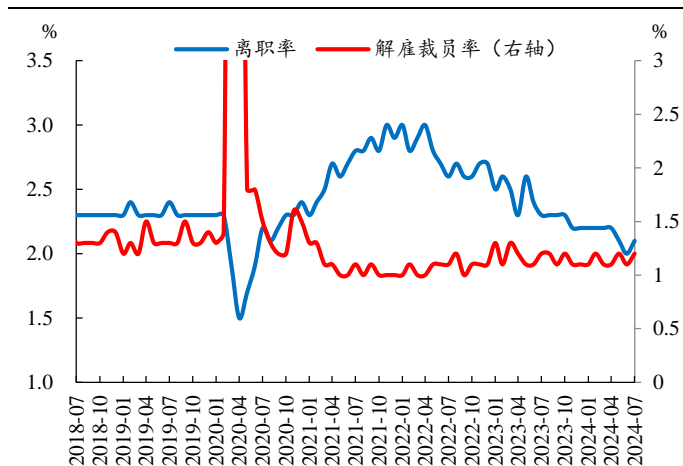
较7月份均边际回升0.1个百分点，不过仍处于历史较低区间，显示当前企业与员工的招人/换工作的意愿并未大幅上行，劳动力市场波动仍然较小。

图7：7月职位空缺数、空缺率均下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

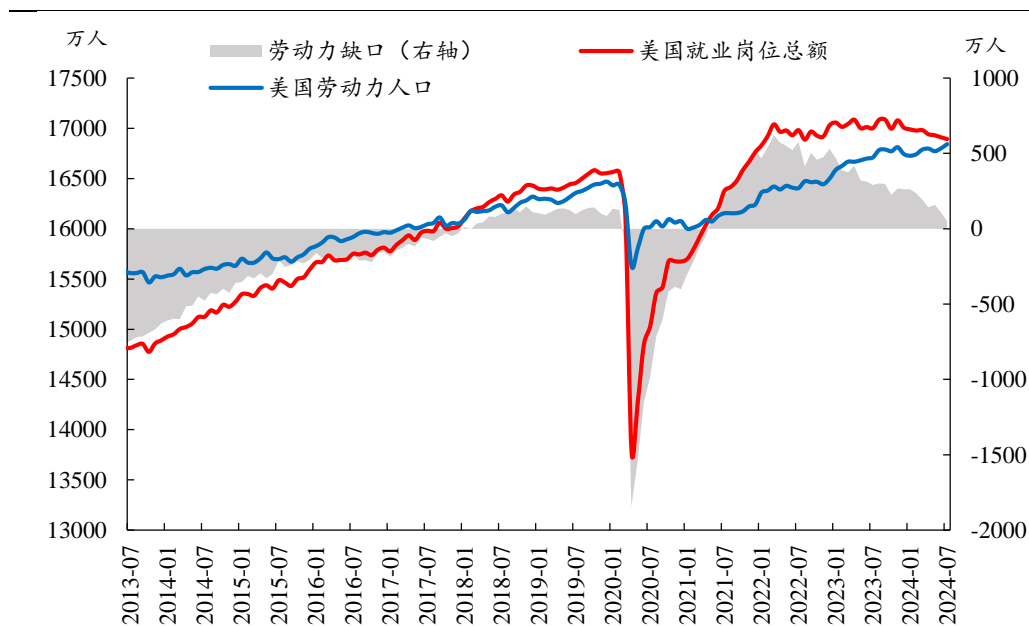
图8：7月员工离职率与裁员率均有上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，7月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较6月下降59万至51万，继续恢复下降态势，且已经基本回归至疫情前水平，亦显示当前劳动力市场再平衡或已完成。

图9：7月美国劳动力缺口继续下行



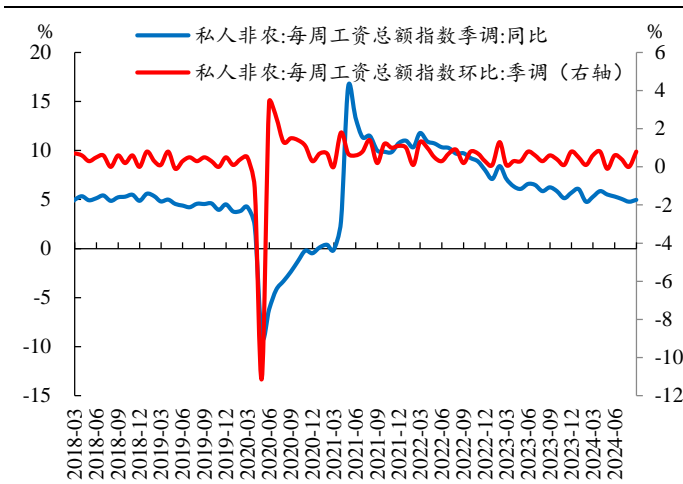
数据来源：Fred、开源证券研究所

2、降息节奏或保持平稳，总体降息幅度更值得关注

7月非农数据的超预期走软，特别是 Sahm 规则的触发，使得市场对美国经济衰退风险的关注度大大提升，并引发了市场的大幅动荡。8月非农数据发布后，市场亦录得不小的跌幅。但我们认为美国经济暂时并没有衰退风险，美联储或更偏向于稳定持续得降息，此外联储官员对本轮降息总体幅度的预判或更加重要。

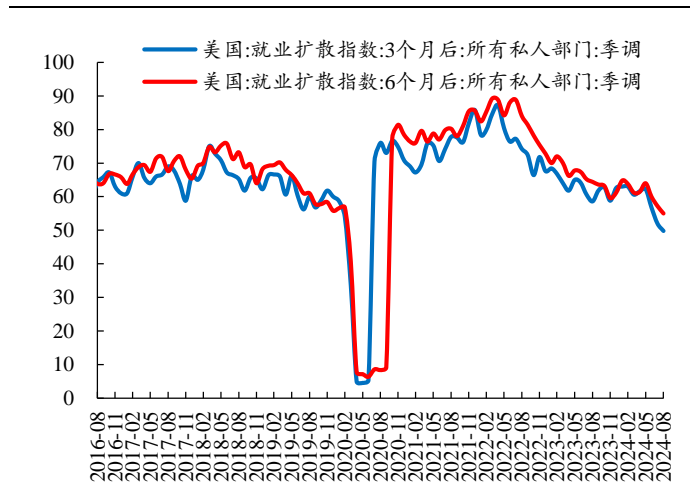
第一，我们认为前期美国劳动力市场基本实现了充分就业，因此新增非农就业趋势性下行是正常的。失业率近期虽持续回升，但相较于疫情前水平并未显著偏高。事实上，在上一轮美联储连续加息期间（2017-2018），美国失业率平均值为 4.1%。此外，如前所述，企业裁员率并未有较大幅度上升，进一步观察美国工资总额增速与就业扩散指数，不难发现当前薪资增速仍然相对较高，就业扩散指数也并未大幅低于 50，这些数据均指向美国劳动力市场的再平衡已完成，但并未出现大幅非线性的恶化。因此当前美国经济衰退的风险并不高，呈现出的是韧性走软、弱而不衰的态势。

图10：工资总额增速有所反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：就业扩散指数并未出现大幅下行

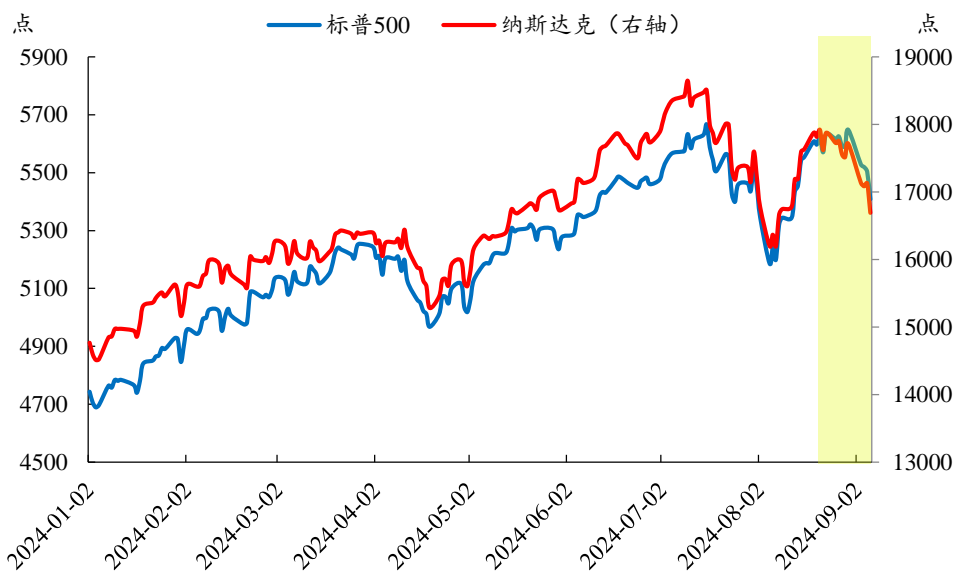


数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，美联储 9 月或降息 25bp，后续总体降息幅度值得关注。在 8 月的 Jackson Hole 会议上，美联储主席鲍威尔基本明确了 9 月将进行首次降息（《美联储后续降息路径或颇具不确定性——2024 Jackson Hole 鲍威尔发言点评》）。但市场对降息 25bp 还是 50bp 仍有争议，我们认为美联储 9 月大概率将降息 25bp，且美联储对本轮降息的总体幅度预测值得关注。一、根据前述分析，当前劳动力市场弱而不衰，本轮降息更像是预防式降息，结合美联储上一轮降息的经验来看，首次降息幅度保持平稳有助于稳定市场预期；二、前期市场已经对美联储本轮降息进行了较为积极的定价，9月降息并不是市场关注的重点。在 9 月 FOMC 上会有新的点阵图与经济预测，届时可以有效观察美联储对当前经济形势与降息节奏的判断。

总的看，我们认为 8 月非农就业数据的市场指引意义有限，一方面数据显示劳动力市场确实在走弱，但另一方面也部分打消了市场关于美国经济即将衰退的担忧。在此情况下，市场或将沿着避险路径进行交易，这也是近期美股持续调整的重要原因。往后看，在 9 月 FOMC 会议前，还有 8 月 CPI 数据，若核心通胀下行幅度相对有限，美联储大幅降息的可能性或将更小。但对市场而言，我们认为相关的风险资产将会持续承压，美债收益率或维持相对低位，市场波动性将会放大。

图12：近期美股持续调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年18月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn