

## 宏观点评 20240907

### 8月非农的降息叙事

2024年09月07日

证券分析师 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

#### 相关研究

《8月PMI释放了哪些信号?》

2024-09-01

《7月经济数据: 结构分化下, 稳增长政策仍需发力》

2024-08-17

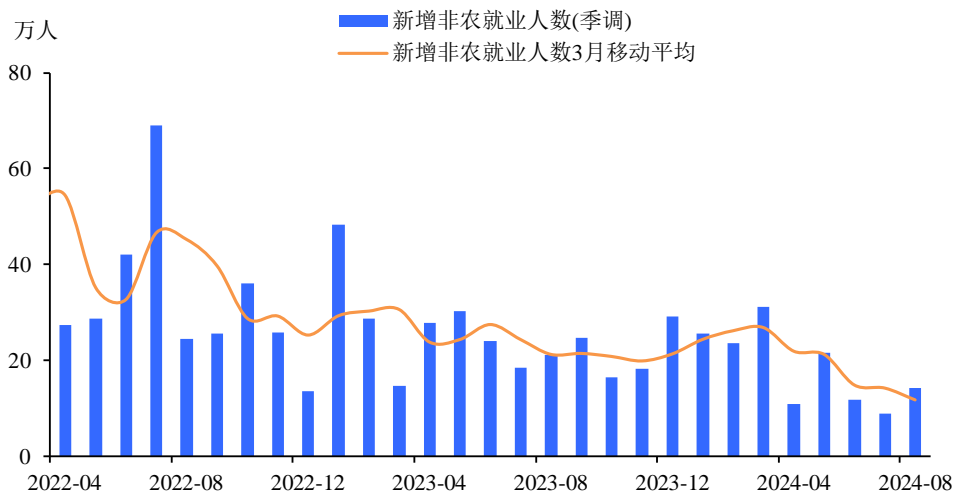
- **美国8月非农脱离“萨姆法则”的衰退信号, 但带来的却是回落的美股美债利率, 市场一度十分纠结。**虽然整体来看, 8月非农就业还是比较稳, 新增非农就业14.2万(VS前值11.4万), 而且失业率从前值的4.3%回落至8月的4.2%, 然而市场却不太“买账”, 美股不仅开盘就下跌, 美债利率及美元更是短线走低, 凸显出对非农数据的“不相信”, 并为降息50bp做准备。
- **9月降息50bp的门槛很高。**单纯就数据而言, 当前的数据不可能让美联储两周后的议息会议上直接给出首次降息50bp的引导。尤其是在参与率保持不变的情况下: 美国8月家庭就业人数增加了16.8万人, 接近就业人数的增幅(14.2万人)。除此之外, 失业人数也减少了4.8万人。这些都迹象都不能把其与“衰退”挂钩, 因此难以成为降息50bp的决定性因素。
- **今天的数据具有白热化的政治视角。失业率将成为竞选活动的焦点。**民主党若想连任, 呵护就业稳健及治理通胀是重中之重。一方面, 从去年开始通胀就是影响民意导向的核心因素, 就业市场的小幅降温应该会为美联储开始降息扫清道路, 而哈里斯(Kamala Harris)可以将此作为通胀终于得到控制的迹象; 而另一方面, 失业率回落也为哈里斯赢得一定的空间, 不给特朗普激烈批评提供明显的素材。
- **那么从8月数据本身来看, 美国就业市场到底表现如何:**
- **首先, 新增非农就业14.2万人, 低于预期的16.5万人, 且上个月从新增人数的11.4万人下修至8.9万人。**从结构上看, 8月份新增非农主要来源于建筑业服务业和政府部分, 三大部门分别上涨了3.4万人、10.8万人和2.4万人, 其中服务业涨幅最大。  
**制造业为主要拖累项。**制造业已经疲软了一段时间, 因此制造业就业下滑也“不足为奇”。8月新增非农就业人数来看, 制造业就业下降2.4万人, 相较于7月的上涨0.6万人, 出现较大幅度的收缩。
- **其次, 失业率从衰退信号中撤回一步。**根据萨姆法则, 当失业率的3个月移动平均值比前12个月的最低点上升了0.5pct或更多时, 美国经济就会进入衰退。7月美国失业率触发经济衰退的风险正在逼近的预警, 但是8月失业率回落至4.2%, 这意味着7月的失业率受到飓风的影响有一定的“水分”。
- **再次, 劳动参与率:**8月劳动参与率相较于上个月保持不变, 维持在62.7%。最重要的变化是, 55岁+的大龄劳动参与率开始回升, 从7月的38.3%上涨至8月的38.6%, 考虑到超额储蓄的消耗殆尽, 大龄劳动力或将逐步开始回归就业市场。不过相较于此, 黄金年龄段的劳参都在下降: 16-24岁的劳动参与率下降至54.8%, 24-54岁的劳动参与率回落至83.9%。
- **最后, 薪资方面, 工资增长超出预期。**8月美国平均时薪环比增长0.4%, 而预期中值为0.3%。收入同比增幅为3.8%, 与7月份两年多来最慢的增幅相比有所回升。工资增速的“折返跑”上涨意味着美国就业市场还没那么差。
- **风险提示:**全球通胀超预期上行, 美国经济提前进入显著衰退, 巴以冲突局势失控, 美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 美国新增非农就业全览表

美国新增非农就业人数总览表 (单位: 千人)									
	相较于上月变化	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	3MMA
<b>新增非农就业人数总计</b>	53	142	89	118	216	108	310	236	116
<b>私人部门</b>	44	118	74	97	206	108	232	181	96
<b>商品</b>	-10	10	20	2	12	-3	33	15	11
采矿业	-1	0	1	0	-4	-5	2	0	0
建筑业	21	34	13	18	13	-5	37	24	22
制造业	-30	-24	6	-16	3	7	-6	-9	-11
耐用品	-30	-25	5	-17	-1	3	-1	-3	-12
汽车及零部件	-12	-6	6	5	4	2	5	-3	2
非耐用品	0	1	1	1	4	4	-5	-6	1
<b>服务</b>	54	108	54	95	194	111	199	166	86
批发业	-2	5	7	6	-2	7	10	-4	6
零售业	-8	-11	-3	-20	8	14	19	23	-11
运输和仓储业	2	8	6	11	26	21	5	31	8
公共事业	0	0	0	1	1	0	-1	3	0
信息业	8	-7	-15	0	-1	-3	2	-3	-7
金融活动	12	11	-1	13	12	-3	4	-7	8
专业和商业服务	21	8	-13	-11	55	-17	17	6	-5
临时服务	15	-3	-18	-30	14	-24	-1	-16	-17
教育和保健	-8	47	55	82	69	98	76	80	61
医疗保健和社会救助	-15	44	59	69	73	98	80	89	57
休闲和酒店业	22	46	24	4	18	-9	54	26	25
其他服务	6	1	-5	8	7	4	12	10	1
<b>政府</b>	9	24	15	21	10	0	78	55	20

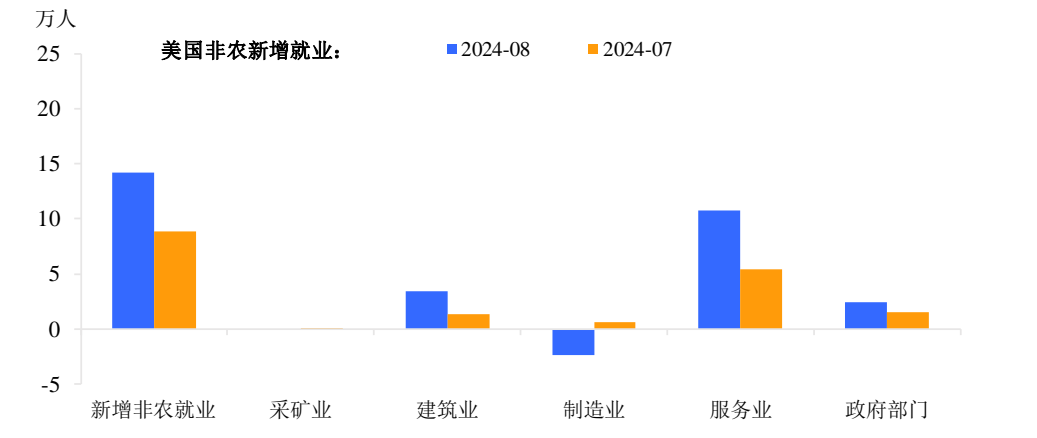
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 美国新增非农就业人数显示就业开始降温



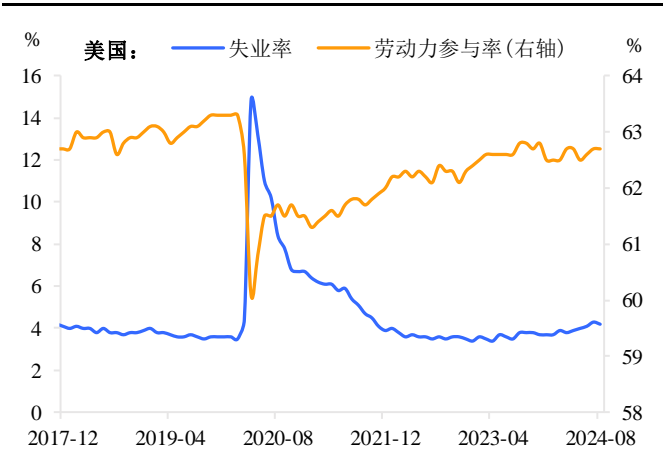
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国 8 月新增非农就业人数主要由建筑业、服务业和政府部门贡献



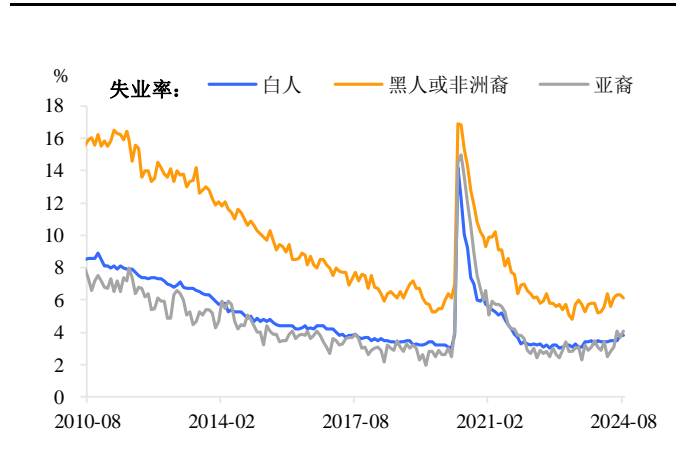
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国 8 月失业率回落至 4.2%



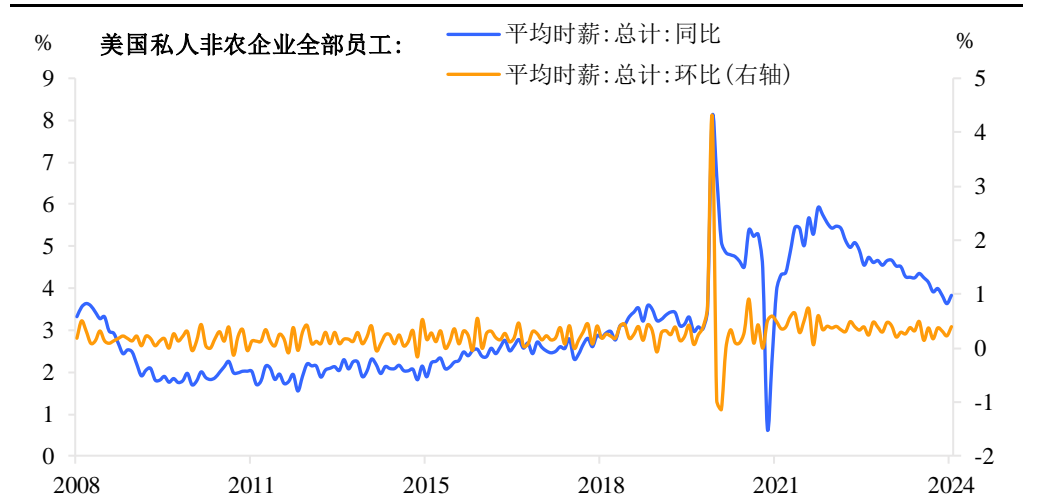
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 8 月美国黑人或非洲裔失业率边际下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国工资增速同比环比上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>