

宏观经济 | 宏观点评

就业市场仍总体走弱，美联储降息在即 ——美国8月非农就业数据点评



| 报告要点

美国家庭调查的失业率从7月的4.2528%，回落到8月的4.2213%，仍高于美联储6月预期，失业率略微下降的一个重要原因可能是暂时性失业的回落。新增非农14.2万人，前值下修到8.9万，其中私人部门的新增就业11.75万人。职位空缺7月较6月继续下降，为767万，职位空缺失业比1.07，工作岗位的需求维持低位。美联储主席在 Jackson Hole 的会议上说，“我们不寻求也不欢迎劳动力市场状况进一步降温”。综合各数据，9月份降息基本没有悬念，我们认为降息25基点仍是最可能的情形。

| 分析师及联系人



樊磊



王博群

SAC: S0590521120002 SAC: S0590524010002

报告类型

就业市场仍总体走弱，美联储降息在即 ——美国8月非农就业数据点评

相关报告

- 1、《边际选民的决策受到哪些因素影响？——美国大选观察（二）》2024.09.08
- 2、《政策加力，翘首以盼——对8月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2024.09.01

点评摘要

➤ 失业率回落到4.2%，美联储不欢迎劳动力市场状况进一步降温

美国家庭调查的失业率从7月的4.2528%，回落到8月的4.2213%，失业率略微下降的一个重要原因可能是8月暂时性失业较7月下降了19万人。将失业率计算到小数点后4位，则8月萨姆法则数值0.5422略高于于关键临界值。目前的失业率已经超出美联储预期，6月美联储公布的经济预期概要预计年底失业率为4%。美联储主席在 Jackson Hole 的会议上说，“我们(美联储)不寻求也不欢迎劳动力市场状况进一步降温”。

➤ 失业率未来或继续温和上行

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3个月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。7月职位空缺失业比为1.07，低于疫情前，职位空缺7月较6月继续下降，为767万，工作岗位的需求维持低位。

➤ 8月新增非农继续放缓，前值显著下修

8月新增非农就业放缓，新增就业14.2万人，前值下修到8.9万。其中私人部门的新增就业8月11.75万人。2024前6个月合计下修了34万人。8月非季调非农环比增长了26.3万，对比疫情前几年的情况来看，8月非季调的数据低于2016-2019年的水平（平均增长36.9万人）。分行业看，8月有4个行业就业减少。

➤ 工资通胀的环比同比均回升

8月时薪的环比同比均回升，8月份平均时薪同比增长3.8%，较上月3.6%略微上行；环比增长0.4%，持平预期，每周工作时间34.3小时。一方面时薪环比和同比回升可能意味着劳动力市场并不是单边快速下行，另一方面同比仍保持4%以下，也无需太担忧工资通胀妨碍实现美联储的通胀目标。分行业看，9个行业时薪增速跑赢通胀，在13个行业中超过半数，较上月增加一个。

➤ 美联储9月降息25基点仍是最可能的情形

美联储2024年9月会议降息基本没有悬念，市场认为9月降息的概率是100%。9月降息的问题是降25个基点还是50个基点。我们认为今年降息的可能性很大，但降息50个基点并不是我们的基准预测。我们认为美联储如果降息以50个基点开始，市场反而可能出现下跌，股市的参与者可能担心美联储或许有更多关于美国经济可能衰退的信息，进而进一步交易衰退的预期。

风险提示：美国经济放缓超预期，地缘政治风险超预期



扫码查看更多

正文目录

1.	失业率回到 4.2%，劳动参与率持平	5
1.1	失业率略微回落，回到 4.2%	5
1.2	劳动参与率不变	9
2.	非农就业增长放缓，前值显著下修	11
2.1	非农就业增长放缓	12
2.2	4 个行业就业减少	17
2.3	非农存量就业总体恢复	19
2.4	采矿业缺口最大	20
3.	时薪环比同比回升，同比回到 3.8%	22
3.1	时薪环比和同比回升，工时微增	22
3.2	分行业时薪：9 个行业跑赢通胀	24
4.	职位空缺数低于 800 万	25
4.1	职位空缺继续下行	25
4.2	初次申请失业金回到 23 万人以下	26
5.	美联储今年降息条件已满足	28
5.1	国债利率下行，股市下跌	28
5.2	美联储 9 月降息 25 个基点是最可能的情形	30
6.	风险提示	32

图表目录

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

图表 24:	12 月平均环比新增非农就业(万人).....	15
图表 25:	非农就业人数(亿人).....	16
图表 26:	标准化非农就业人数(2019 年 12 月=100).....	16
图表 27:	从事多种职业者(万人).....	17
图表 28:	8 月新增非农就业分行业(单位:万人).....	18
图表 29:	8 月累积新增非农就业分行业(单位:万人).....	19
图表 30:	非农就业总人数(单位:百万人).....	20
图表 31:	8 月美国存量非农就业分行业(单位:百万人).....	21
图表 32:	8 月美国存量非农就业分行业(单位:万人).....	22
图表 33:	非农全部员工时薪同比(%).....	23
图表 34:	非农全部员工时薪环比(%).....	23
图表 35:	工资通胀拆解, 工资=时薪*工时(对数化结果, %).....	24
图表 36:	时薪分行业(美元).....	25
图表 37:	职位空缺数(万人).....	26
图表 38:	职位空缺率(%).....	26
图表 39:	空缺失业比.....	26
图表 40:	当周初次申请失业金人数(万人, 右轴%).....	27
图表 41:	持续领取失业金人数(万人).....	27
图表 42:	月均值: 当周初次申请失业金人数(万人).....	28
图表 43:	劳动力供给和劳动力需求(百万人).....	29
图表 44:	美国股市收盘的反应(%).....	30
图表 45:	美国国债利率收盘变化(基点).....	30
图表 46:	美联储历史上加息和降息的幅度.....	31
图表 47:	美联储 9 月降息概率(20240906).....	32

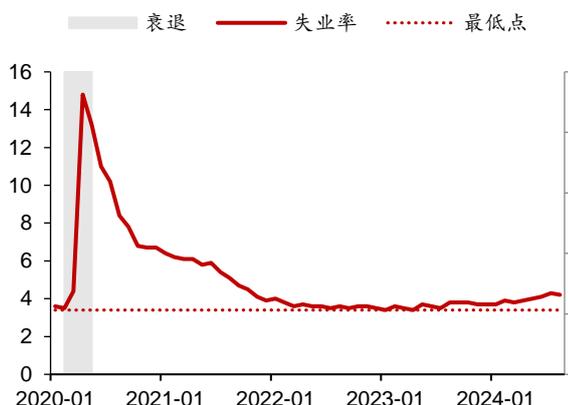
1. 失业率回到 4.2%，劳动参与率持平

失业率 8 月轻微回落到 4.2%，劳动参与率不变，整体就业市场呈现温和走弱。但 4.2% 也仍高于美联储 6 月预期，美联储主席在 Jackson Hole 的会议上表示，“我们（美联储）不寻求也不欢迎劳动力市场状况进一步降温”。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温和上行。

1.1 失业率略微回落，回到 4.2%

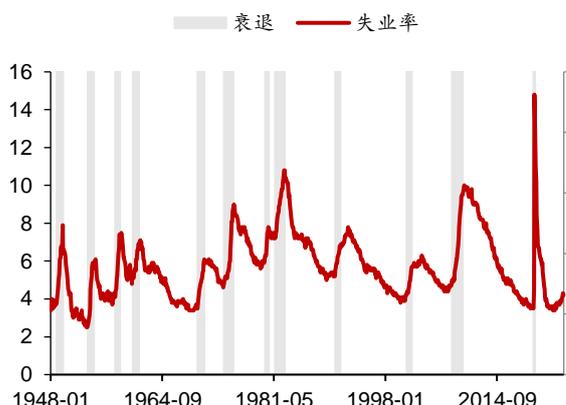
美国 8 月失业率为 4.2%，持平预期，较上月回落 0.1pct，更精确计算，失业率是从 7 月的 4.2528%，回落到 8 月的 4.2213%。失业率在疫情后的 2020 年 4 月上升到 14.8% 的最高点，然后一路回落，最低点为 3.4%。相对于最低点，失业率上升了 0.8pct。

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(%)

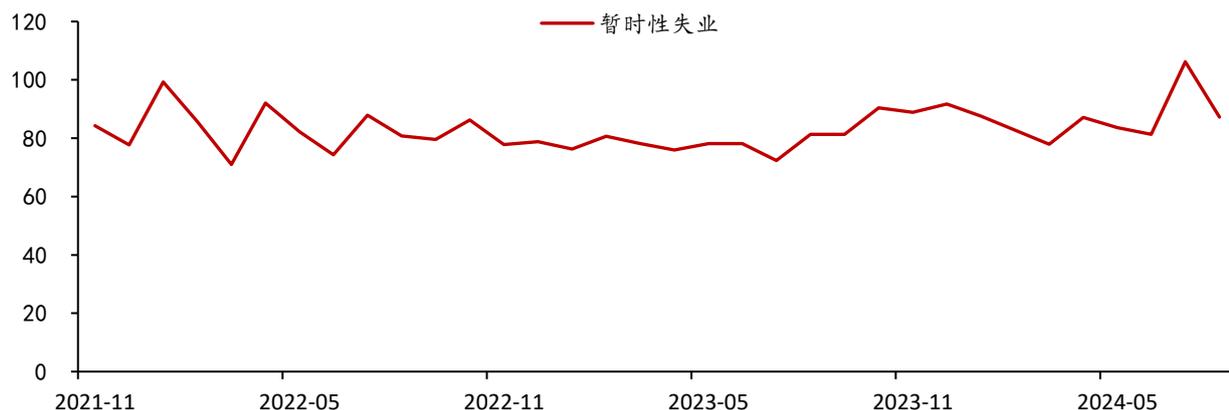


资料来源：Wind，国联证券研究所

失业率略微下降的一个重要原因可能是暂时性失业的回落。8 月暂时性失业较 7

月下降了 19 万人，7 月的暂时性失业出现了比较明显的上行。8 月的暂时性失业回到了更接近 6 月之前的水平。

图表3：暂时性失业人数(万人)



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.1.1 贝弗里奇曲线回到平缓斜率

失业率在 5 月已经到 4%，7 月上行到 4.3%，8 月略微回落，符合基于贝弗里奇曲线分析的大趋势，即失业率出现相对更明显的上行。美联储加息以来就业市场的走弱主要体现在职位空缺率的下降，但随着美国经济回到旧的贝弗里奇曲线上，失业率或更明显地上行，从 5 月开始的失业率走势似乎总体上印证了这个趋势。

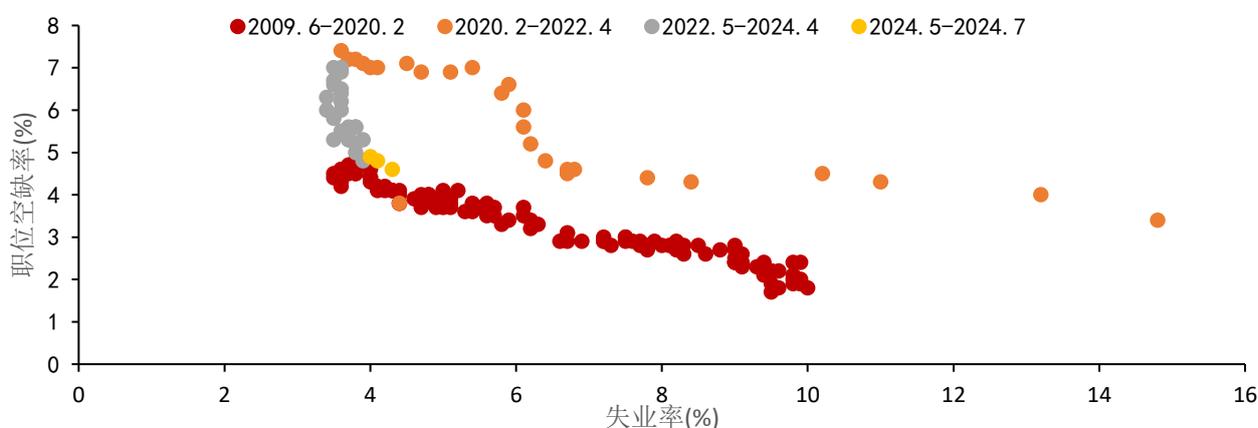
疫情的冲击或显著移动了美国经济的贝弗里奇曲线。横坐标为失业率，纵坐标为职位空缺率可以画出美国就业市场的贝弗里奇曲线。我们可以将下图中的贝弗里奇曲线划分为 3 个明显不同的阶段：

- ✓ 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。

图中灰色散点往下运动似乎几乎触底，灰色散点接下来变成了黄色散点的运动，沿着更加平缓的贝弗里奇曲线运动。

图表4：贝弗里奇曲线(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

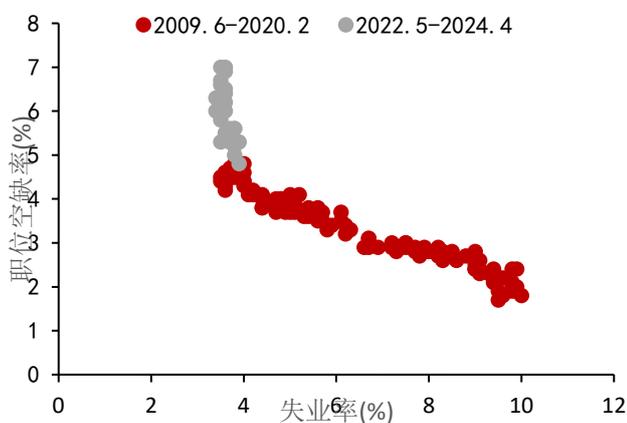
在 2022 年 5 月到 2024 年 4 月这一段贝弗里奇曲线上，职位空缺率显著下降的同时，失业率并没有明显的上升，但是最近的数据上职位空缺率和失业率似乎已经回到了疫情前的那条贝弗里奇曲线上。

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，我们或会看到更明显的失业率上行。

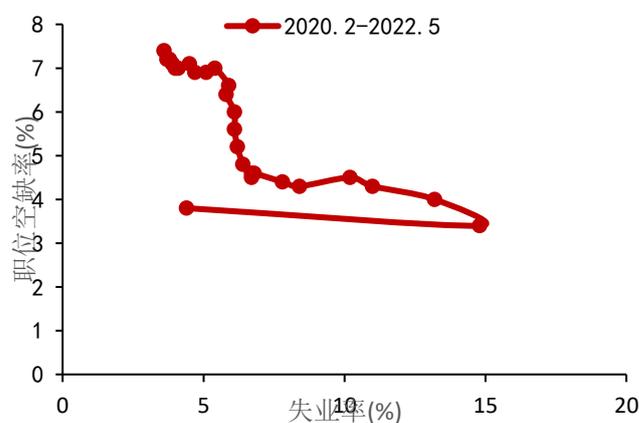
¹ https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2021/eb_21-36

图表5：疫情前后的贝弗里奇曲线(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

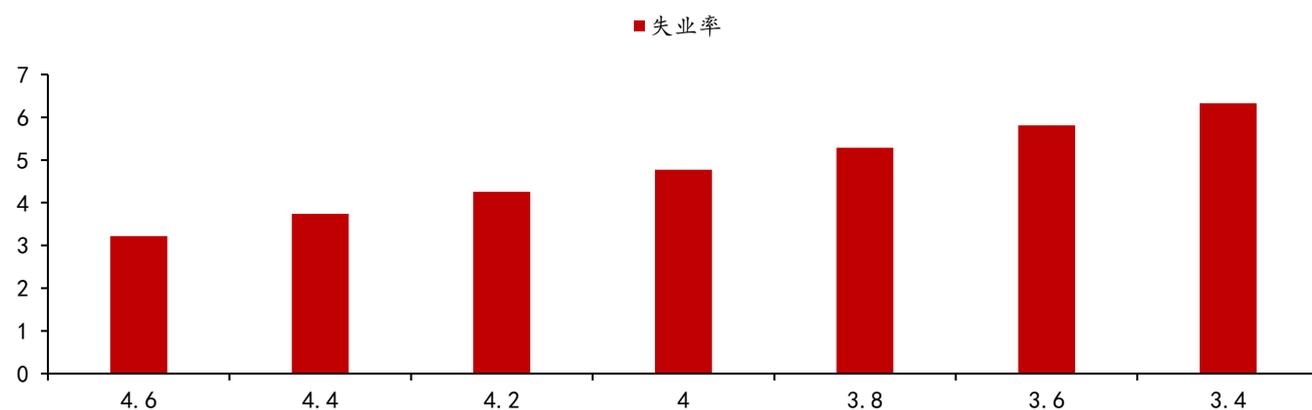
图表6：疫情中的贝弗里奇曲线(%)



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7：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

1.1.2 美联储不希望劳动力市场进一步降温

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%，失业率现在已经高于该水平。2023年全年实际的平均失业率为3.6%。美联储主席在Jackson Hole的会议上说，“我们(美联储)不寻求也不欢迎劳动力市场状况进一步降温”²。

图表8：6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

1.2 劳动参与率不变

劳动参与率不变，16-19岁人群的劳动参与率下降0.7pct；20-24岁人群的劳动参与率下降0.8pct，25-54岁人群的劳动参与率下降0.1pct；55岁以上人群的劳动参与率上升0.3pct。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1.9%的差距。

1.2.1 劳动参与率

8月劳动力参与率不变，为62.7%，距离疫情前的高点63.3%，差距0.6pct。

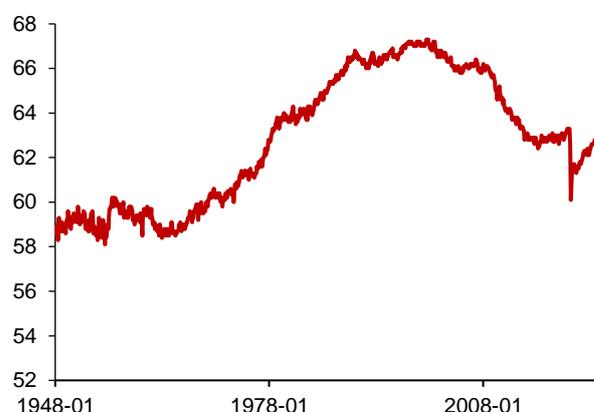
² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20240823a.htm>

图表9：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10：历史美国劳动参与率(%)



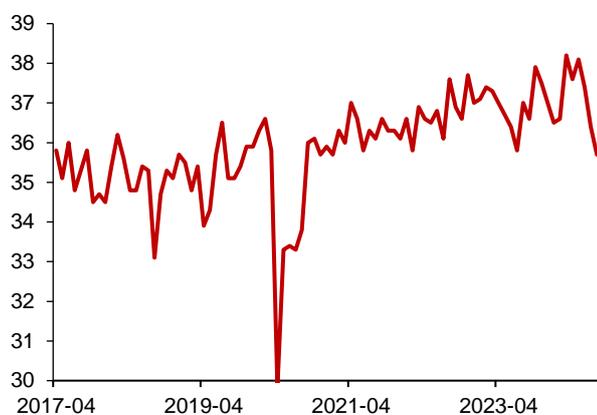
资料来源：Wind，国联证券研究所

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，8月份3个年龄组的劳动参与率较上月下降，1个年龄组的劳动参与率较上月上升。16-19岁人群的劳动参与率下降0.7pct；20-24岁人群的劳动参与率下降0.8pct，25-54岁人群的劳动参与率下降0.1pct；55岁以上人群的劳动参与率上升0.3pct。

从绝对水平上看，劳动参与率低于疫情前的主要是55岁以上人群，较疫情前高点有1.9pct的差距，整体并没有回升的迹象。

图表11: 16-19 岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 20-24 岁人群的劳动参与率(%)



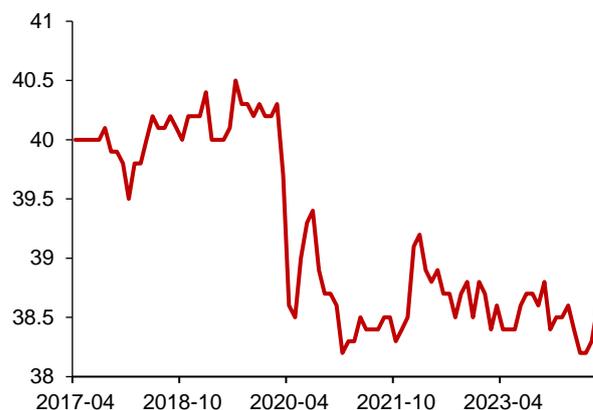
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 25-54 岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 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

8月新增非农就业放缓，新增就业14.2万人，前值下修到8.9万。其中私人部门的新增就业8月11.75万人。2024前6个月合计下修了34万人。非季调的非农环比8月增长了26.3万，对比疫情前几年的情况来看，8月非季调的数据低于2016-2019年的水平，平均增长36.9万人。

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，8 月 4 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 7.7 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 186 万人。

2.1 非农就业增长放缓

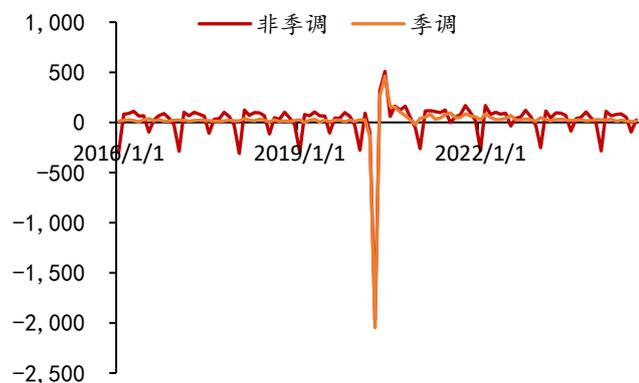
8 月新增非农就业放缓，新增就业 14.2 万人，前值下修到 8.9 万。另外，家庭调查显示的就业市场热度略低一些。

2.1.1 新增非农就业总量

雇主调查的美国 8 月非农新增就业 14.2 万人，高于上月，上月修正后为 8.9 万人，初值为 11.4 万人，低于预期的 16.5 万人。

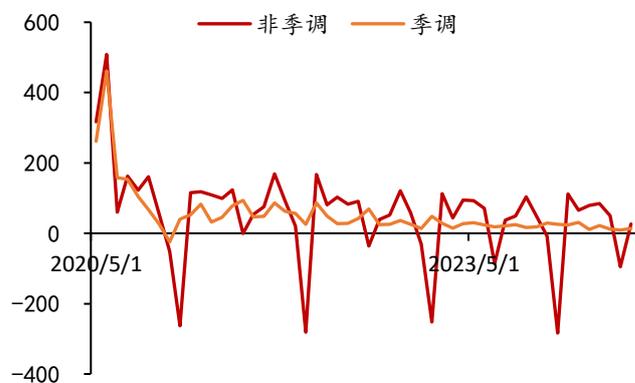
非季调的非农环比 8 月增长了 26.3 万，对比疫情前几年的情况来看，8 月非季调的数据低于 2016-2019 年的水平，平均增长 36.9 万人。8 月的非农新增数据考虑到季节因素也偏弱。

图表15: 环比新增非农就业(万人)



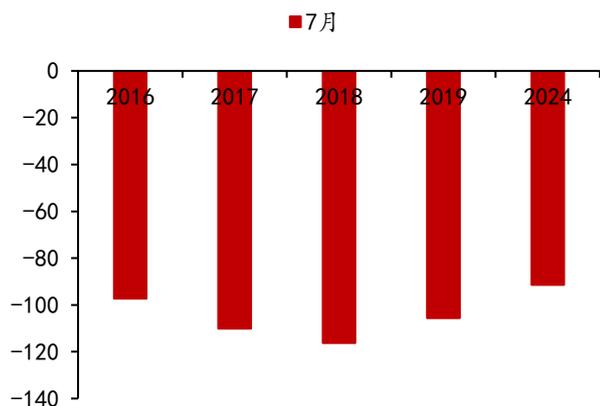
资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表16: 疫情后环比新增非农就业(万人)



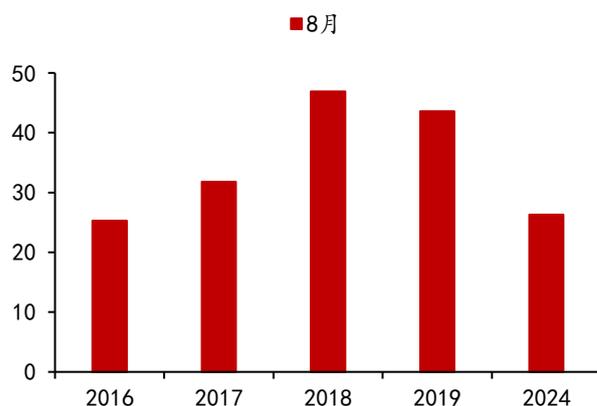
资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表17: 2016年以来7月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 2016年以来8月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.1.2 新增非农就业数据修正

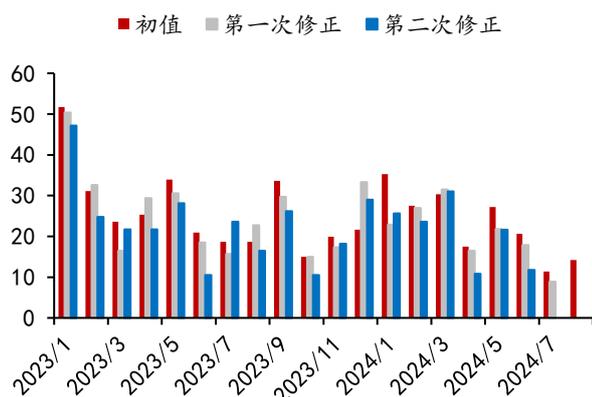
2024 年新增非农数据的修正总体呈现初值数据可能高估就业市场热度的大趋势。2024 年 7 月的新增就业第一次修正下修 2.5 万人。2024 年 6 月的新增就业第二次修正相对于初值下修了 8.8 万人。2024 前 6 个月合计下修了 34 万人。

2023 年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。

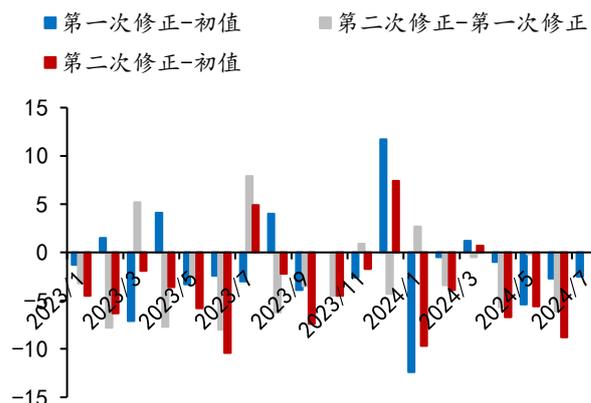
2023 至今总计下修了 70 万人。

图表19：新增非农就业(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

图表20：新增非农就业修正变化(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

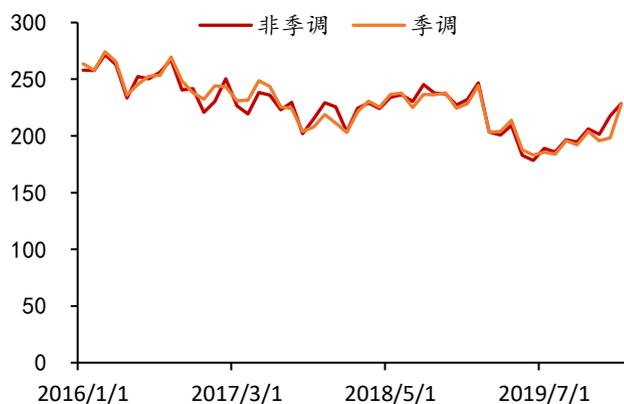
2.1.3 新增非农就业同比

从同比增长的数据看，8月非季调的非农同比增长 229.5 万，月均 19.1 万，上月为 240.6 万；季调同比增长 235.8 万人，月均 19.7 万，上月 242.6 万人³。

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。

³ 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21: 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22: 疫情后同比新增非农就业(万人)

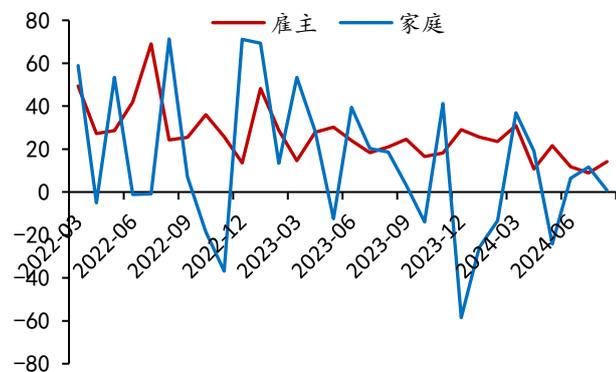


资料来源: FRED, 国联证券研究所

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8月非农就业增长14.2万人，家庭调查计算的非农就业增长为0.8万人。8月家庭调查的数据更低一些。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。

图表23: 环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

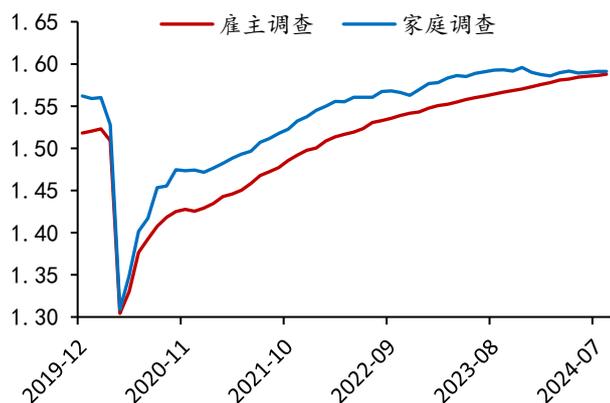
图表24: 12月平均环比新增非农就业(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

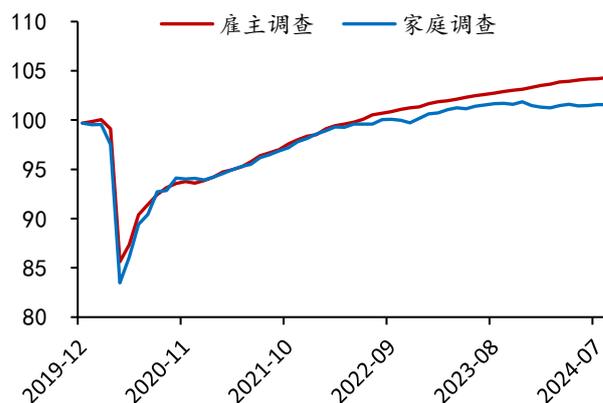
从总的非农就业人数来看，家庭调查的非农就业人数增长走弱的幅度显然要快于雇主调查。如果以2019年12月为100，那么雇主调查8月为104.6，家庭调查为101.9。

图表25：非农就业人数(亿人)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表26：标准化非农就业人数(2019年12月=100)

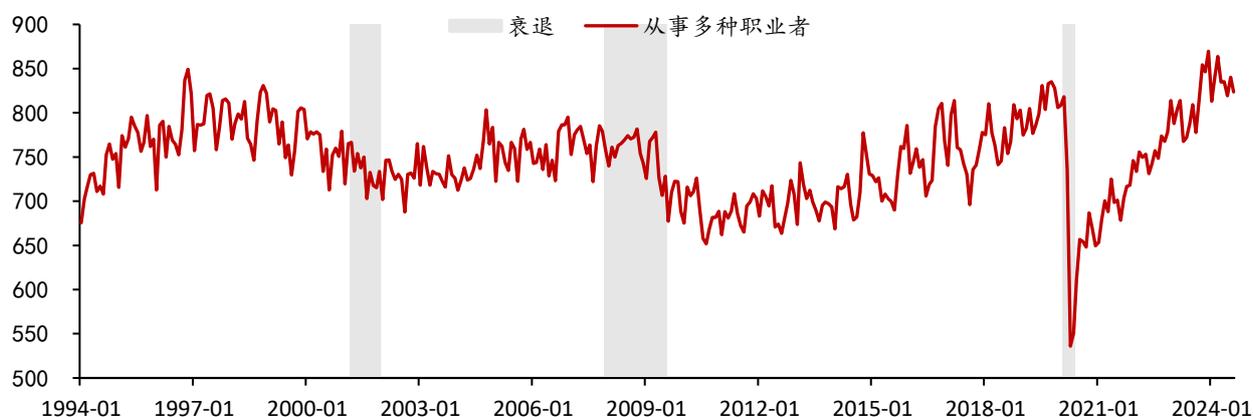


资料来源：Wind，国联证券研究所

2.1.5 多份工作问题

另外，就业市场可能较弱的的一个观察角度是，就业市场的红火部分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。8月从事多种职业的人数有823.6万人，较7月回落，和疫情前的水平接近。

图表27：从事多种职业者(万人)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.24 个行业就业减少

分行业看，行业就业增长还是略多于减少的，但是8月共有4个行业就业减少，7月有6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，8月共有4个行业就业减少，7月就业减少的行业有6个。制造业减少2.4万人，零售业减少1.11万人，信息业减少0.7万人，公共事业减少0.02万人，其他行业就业都实现增长。

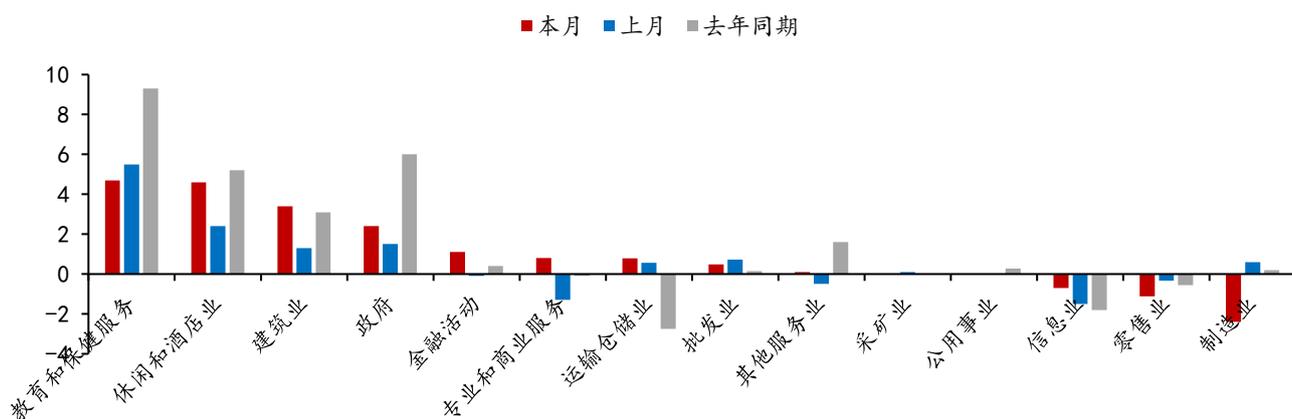
在就业增长的私人部门行业中，增幅前三的私人行业为教育和保健服务、休闲和酒店业、建筑业，最大增幅前三个行业加起来的新增就业占到8月全部新增就业的90%，7月占全部新增就业的92%，集中度本月较上月变化不大。

具体数字上来看，教育和保健服务新增4.7万人，其次是休闲酒店业增加4.6万人，建筑业新增3.4万人。

其他行业中，金融活动业增加1.1万人，专业和商业服务业增加0.8万人，运输

仓储业增加 0.79 万人，批发业增加 0.49 万人，其他服务业增加 0.1 万人，采矿业不增不减。另外政府新增 2.4 万人。如果去除政府的话，私人部门的新增就业 8 月仅为 11.75 万人。

图表28：8月新增非农就业分行业(单位:万人)

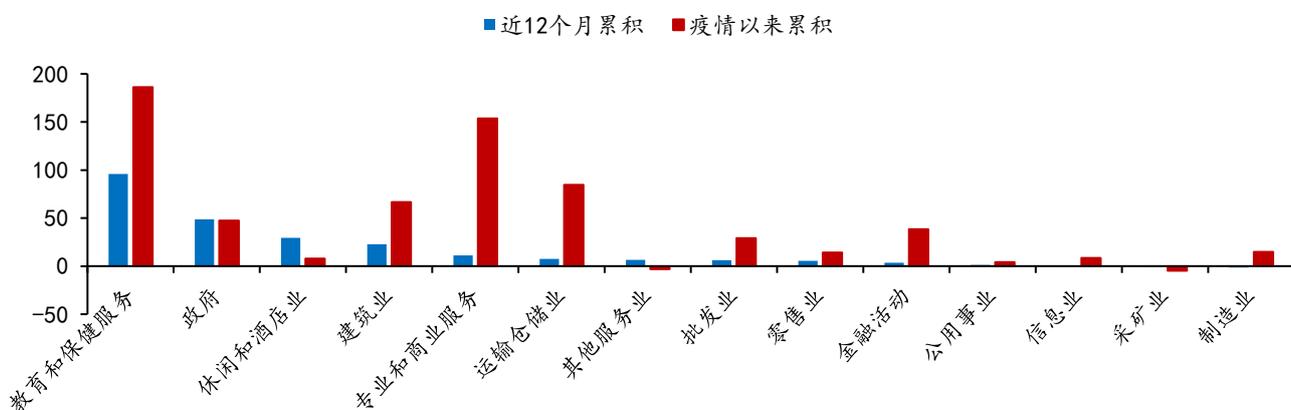


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

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，私人部门中近 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 95.9 万，休闲和酒店业近 12 个月新增就业 29.5 万人，仅次于教育和保健服务，除了制造业、信息业和采矿业外所有行业都为正增长。

图表29：8月累积新增非农就业分行业（单位：万人）



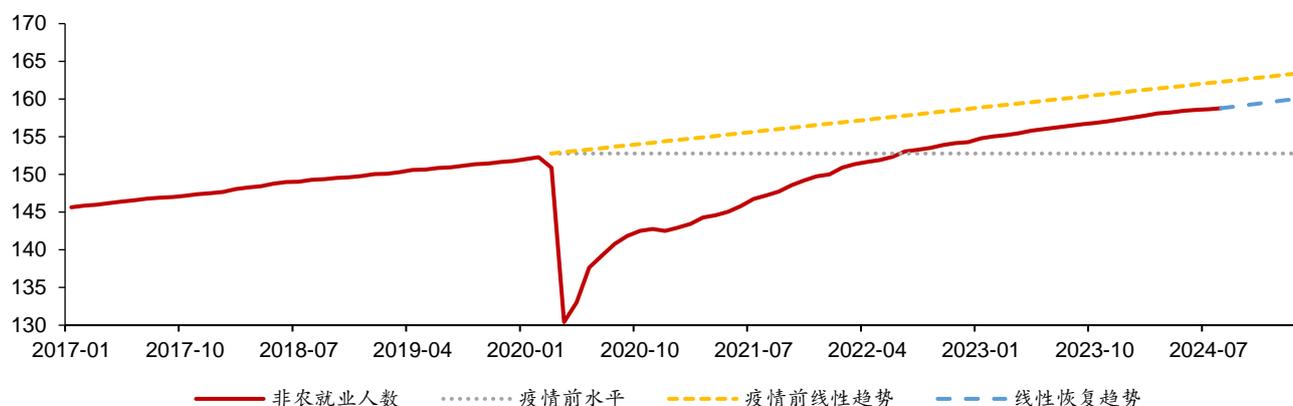
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.3 非农存量就业总体恢复

8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647万人。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，8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年初或仍无法追上疫情前的趋势，存在约336万人的差距。

图表30：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 7.7 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 186 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

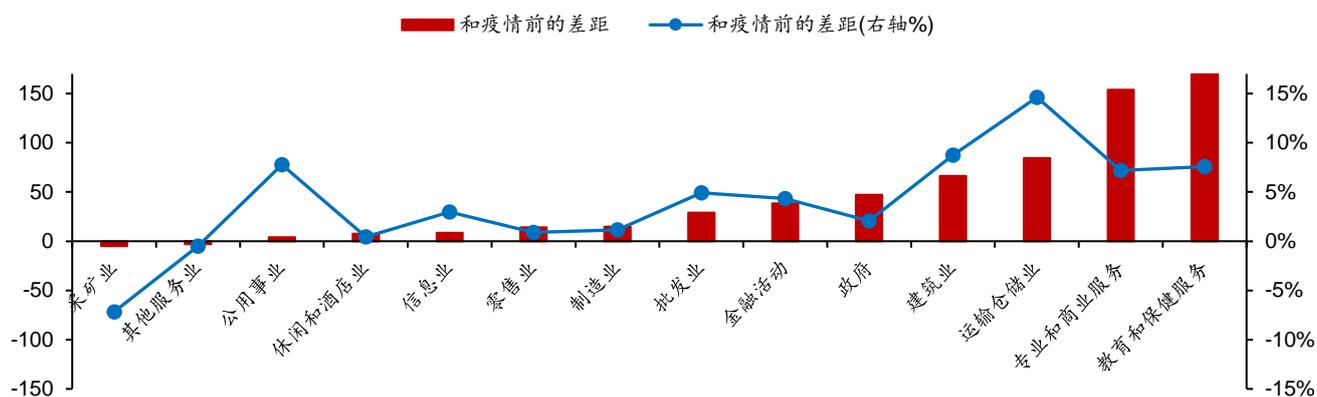
虽然总量上非农就业已经超过疫情前，是疫情前的 104.2%；从分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况仍有差异，到 8 月为止只有 2 个行业没有完全修复，分别是采矿业和其他服务业。差距最大的行业仍是采矿业，采矿业就业人数较疫情前仍有 4.9 万人左右的缺口（下图中显示为负值）。其他服务业就业人数距离疫情前还差 3 万人。

缺口的比例最高的是采矿业，达到了 7.2%。和疫情前相比有待恢复比例差距第二大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 186 万人；恢复比例最高的运输和仓储业已经是疫情前

水平的 114.6%。

图表31：8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，增速最快的是建筑业，其次是休闲和酒店业，接下来是教育和保健服务业。

图表32：8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
采矿业	63.5	63.5	64.4	0.0%	-1.4%	-4.9	-7.2%
其他服务业	591.1	591	584.6	0.0%	1.1%	-3.0	-0.5%
公用事业	58.97	58.99	57.63	0.0%	2.3%	4.3	7.8%
休闲和酒店业	1697.6	1693	1668.1	0.3%	1.8%	7.7	0.5%
信息业	299.3	300	299.7	-0.2%	-0.1%	8.6	3.0%
零售业	1565.04	1566.15	1559.38	-0.1%	0.4%	14.0	0.9%
制造业	1292.7	1295.1	1294.1	-0.2%	-0.1%	14.7	1.2%
批发业	618.2	617.71	612.16	0.1%	1.0%	29.0	4.9%
金融活动	925.8	924.7	922.3	0.1%	0.4%	38.5	4.3%
政府	2333.9	2331.5	2285.3	0.1%	2.1%	47.2	2.1%
建筑业	828	824.6	805.2	0.4%	2.8%	66.5	8.7%
运输仓储业	662.44	661.65	654.87	0.1%	1.2%	84.5	14.6%
专业和商业服务	2297.5	2296.7	2286.5	0.0%	0.5%	153.8	7.2%
教育和保健服务	2643.8	2639.1	2547.9	0.2%	3.8%	186.1	7.6%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 时薪环比同比回升，同比回到 3.8%

时薪增长环比同比都回升，同比回到 3.8%，工资通胀环比和同比都回升，但是也同比仍在 4%以下。时薪的数据一方面环比和同比回升可能意味着劳动力市场并不是单边快速下行，另一方面同比仍保持 4%以下，使得也无需太担忧工资通胀妨碍实现美联储的通胀目标。分行业看共 9 个行业时薪跑赢通胀，较上月增加 1 个，在 13 个行业中超过半数。

3.1 时薪环比和同比回升，工时微增

工资通胀环比同比略微上行，8 月份平均时薪同比增长 3.8%，较上月 3.6%略微上行；环比增长 0.4%，持平预期，每周工作时间 34.3 小时。

3.1.1 总体时薪

8 月份平均时薪同比增长 3.8%，较上月 3.6%略微上行，略高于预期 3.7%；环比

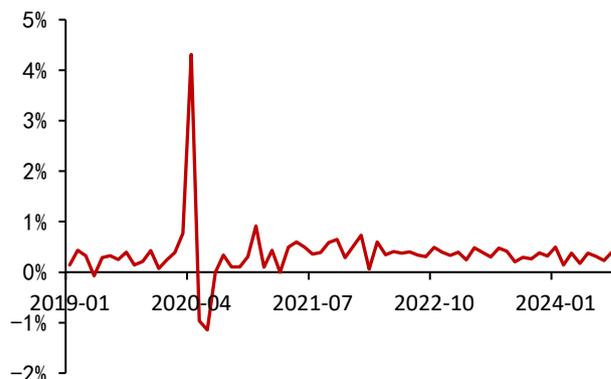
增长 0.4%，持平预期，较上月 0.2% 上升。8 月时薪的环比和同比都回升，但是也同比仍在 4% 以下。时薪的数据一方面环比和同比回升可能意味着劳动力市场并不是单边快速下行，另一方面同比仍保持 4% 以下，使得也无需太担忧工资通胀妨碍实现美联储的通胀目标。8 月每周工作时间为 34.3 小时，较上月增长 0.1 小时。

图表33：非农全部员工时薪同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：非农全部员工时薪环比(%)



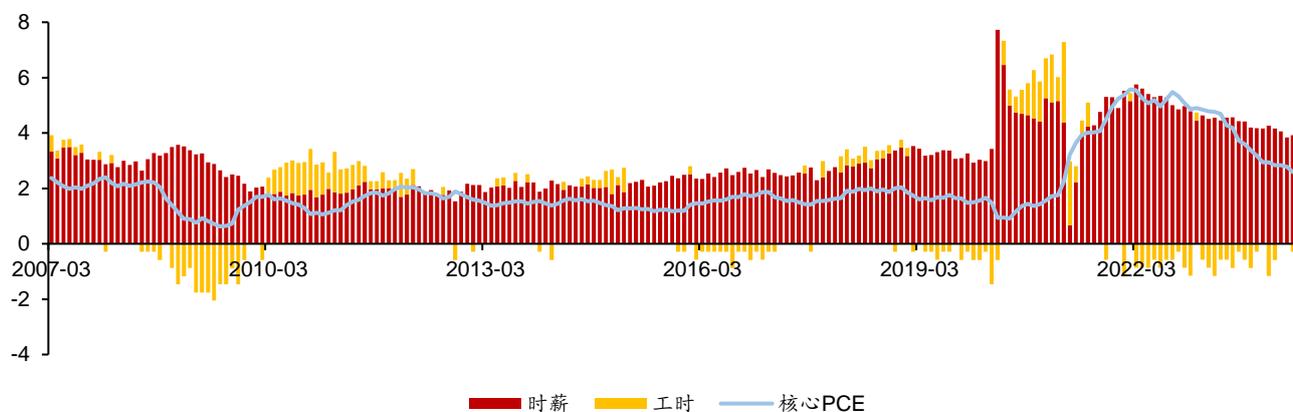
资料来源：Wind，国联证券研究所

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，8 月最新为 34.3 小时，2018 年以来最低值为 34 小时。

图表35: 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: 9 个行业跑赢通胀

从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 31.2%。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 20.9%和 19.2%, 如果以 CPI 增幅来作为标准, 时薪增长跑赢通胀的有 9 个行业, 比上月增加一个, 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、零售业以及制造业。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 4 个行业。

图表36: 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	22.18	22.13	21.33	0.2%	4.0%	5.28	31.2%
金融业	45.89	45.6	43.89	0.6%	4.6%	9	24.4%
其他服务业	31.72	31.59	30.61	0.4%	3.6%	6.05	23.6%
专业和商业服务	42.44	42.27	40.69	0.4%	4.3%	8.03	23.3%
运输仓储业	30.79	30.67	29.49	0.4%	4.4%	5.74	22.9%
教育和医疗服务	34.34	34.26	33.32	0.2%	3.1%	6.34	22.6%
建筑业	38.36	38.25	36.76	0.3%	4.4%	6.98	22.2%
零售业	24.57	24.4	24.02	0.7%	2.3%	4.36	21.6%
制造业	34.24	34.12	32.63	0.4%	4.9%	5.95	21.0%
公用事业	51.57	51.08	49.96	1.0%	3.2%	8.89	20.8%
批发业	37.71	37.7	37	0.0%	1.9%	5.79	18.1%
信息业	50.24	49.78	48.44	0.9%	3.7%	7.23	16.8%
采矿业	39.71	39.66	38.26	0.1%	3.8%	5.19	15.0%

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

4. 职位空缺数低于 800 万

职位空缺数 767 万, 职位空缺失业比下行。职位空缺失业比回落到 1.07, 工作岗位的需求维持低位。

4.1 职位空缺继续下行

JOLTS 报告显示的劳动力市场大趋势仍是继续走弱。职位空缺数回落到低于 800 万, 7 月较 6 月继续下降, 为 767 万。

图表37: 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 7 月继续下行, 每一个失业的人平均面对 1.07 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。目前已经低于疫情前的水平, 2020 年疫情开始前略高于 1.2。

职位空缺率的数据也维持低位, 8 月的职位空缺率为 4.6%, 上月 4.8%, 较 2022 年 3 月的峰值 7.4% 回落了 2.8pct。

图表38: 职位空缺率 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表39: 空缺失业比

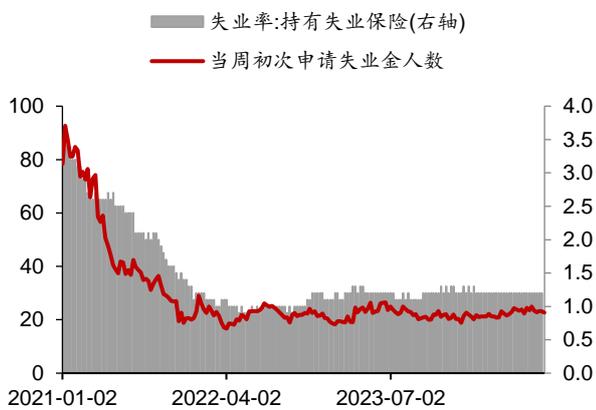


资料来源: Wind, 国联证券研究所

4.2 初次申请失业金回到 23 万人以下

周度数据中,持有失业保险的失业率8月24日为1.2%,较最低点上升了0.3pct。持续领取失业金人数8月24日的那周为183.8万,较2022年中达到的最低值已经上升了约53万人。

图表40: 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41: 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8月31日那周为22.7万人,又回到了23万人以下。从月度的均值来看,8月均值23.08万,较7月回落。

图表42：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. 美联储今年降息条件已满足

我们认为就业市场仍在边际走弱，这为美联储降息铺平了道路。美联储 2024 年 9 月会议降息基本没有悬念，市场认为 9 月降息的概率是 100%。9 月降息的问题是降 25 个基点还是 50 个基点。我们认为今年降息的可能性很大，但降息 50 个基点并不是我们的基准预测。我们认为美联储如果降息以 50 个基点开始，市场反而可能出现下跌，股市的参与者可能担心美联储或许有更多关于美国经济可能衰退的信息，进而进一步交易衰退的预期。

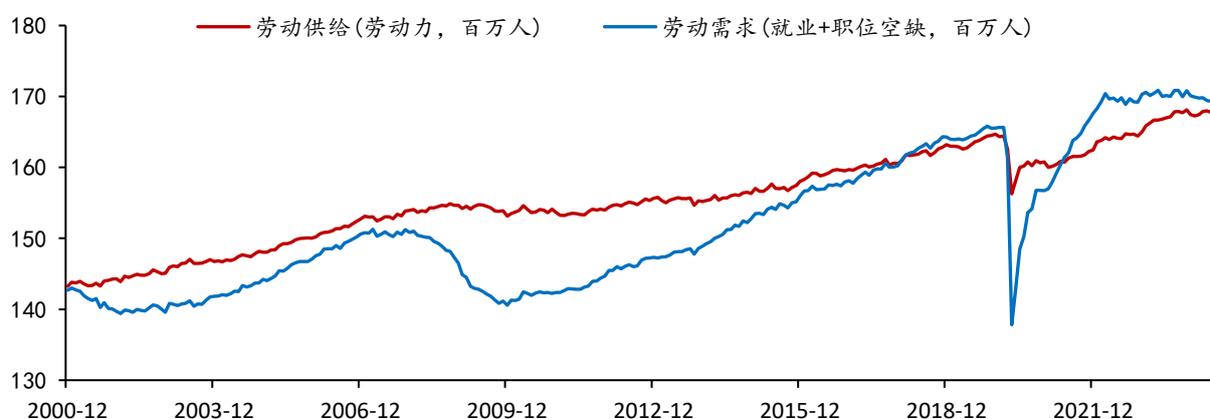
5.1 国债利率下行，股市下跌

综合多方面的数据，我们认为就业市场仍在边际走弱，这为美联储降息铺平了道路。美联储主席在 Jackson Hole 的会议上说，“我们(美联储)不寻求也不欢迎劳动力市场状况进一步降温”。

- 失业率略微回落到 4.2%，但仍高于美联储 6 月预期的 4%。近 3 个月的数据显示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。职位空缺数继续走低，不足 800 万，职位空缺失业比回落到 1.07 左右，已经低于疫情前水平。
- 新增非农 14.2 万人，低于预期，上个月显著向下修正。2024 前 6 个月合计下修了 34 万人。

图表43：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

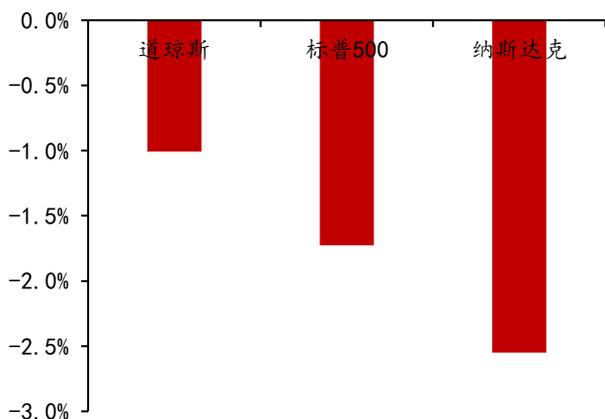
在非农数据公布后，市场的反应上，债券收益率下行，股市下跌。

数据公布后国债利率普遍下行，收盘时，3 个月的国债收益率下降了 2 个基点，2 年期国债收益率下降了 9 个基点，10 年期国债收益率下降了 1 个基点。

当地时间周五交易日非农公布后，美国三大股指收盘下行，其中纳斯达克收盘下跌 2.55%，标普 500 下跌 1.73%，道琼斯指数下跌 1.01%。失业率回落，新增非农放缓，前值显著下修，市场对衰退的担忧可能是股市下跌的主要因素。

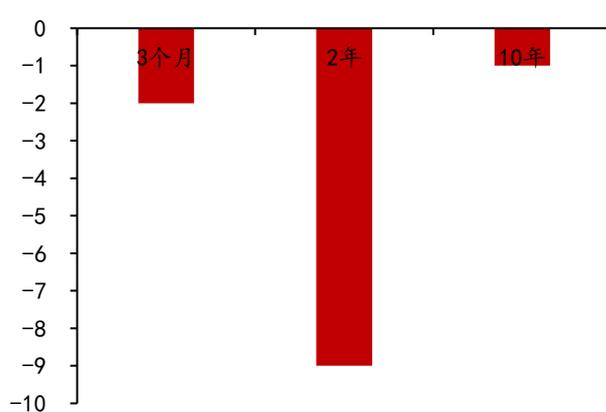
其他资产在数据公布后，美元指数在数据刚公布的时候走低，但是之后又回升，整体呈现波动；现货黄金走低，收盘低于 2500 美元/盎司。

图表44: 美国股市收盘的反应(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表45: 美国国债利率收盘变化(基点)



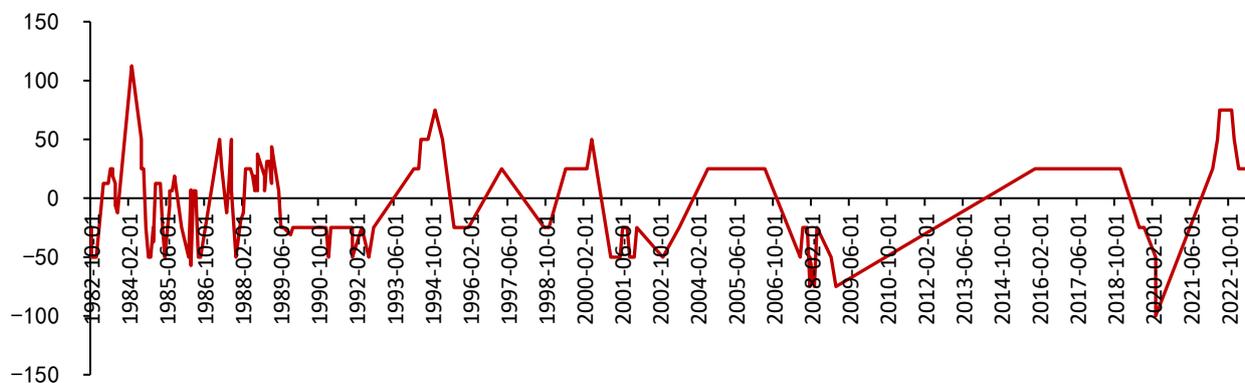
资料来源: Wind, 国联证券研究所

5.2 美联储 9 月降息 25 个基点是最可能的情形

美联储 2024 年 9 月会议降息基本没有悬念, 市场认为 9 月降息的概率是 100%。9 月降息的问题是降 25 个基点还是 50 个基点。我们认为今年降息的可能性很大, 但降息 50 个基点并不是我们的基准预测。

从历史上看, 2008 年金融危机的时候, 美联储在 2007 年 9 月开始降息是降了 50 个基点, 然后 10 月和 12 月又分别降了 25 个基点。目前美国经济的状况和 2007 年金融危机前相比还是很不一样的, 并没有一个迫在眉睫的金融危机。

图表46: 美联储历史上加息和降息的幅度



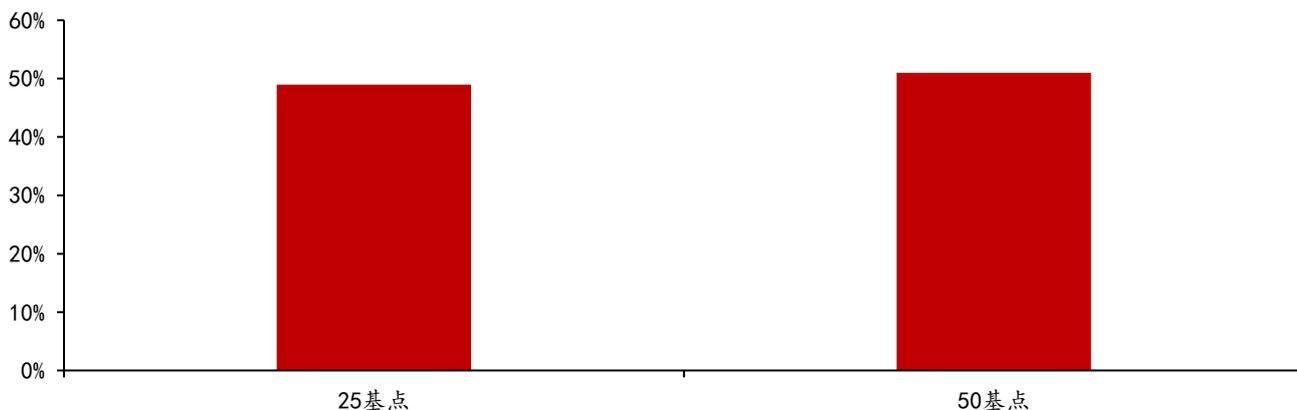
资料来源: Wind, 国联证券研究所

我们认为美联储如果降息以 50 个基点开始, 市场反而可能出现下跌, 股市的参与者可能担心美联储或许有更多关于美国经济可能衰退的信息, 进而进一步交易衰退的预期。

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)》中的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47：美联储9月降息概率（20240906）



资料来源：CME，国联证券研究所

6. 风险提示

美国经济降温超预期：美联储的高利率政策可能使得美国经济放缓超过预期，央行货币政策存在漫长而不确定的时滞。如果美国经济减速过快而陷入衰退，美联储可能需要快速降息以拯救经济。

地缘政治风险超预期：全球地缘冲突风险和不确定性维持高位，俄乌冲突或者以哈冲突可能引发更广泛的全球地缘风险，以至于影响到更多的经济体。地缘风险上升可能进一步压缩全球市场对风险资产的需求导致风险资产价格波动

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，北交所市场以北证50指数为基准；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性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 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