

美国经济

需求明显降温，但劳工供应缺口拖累去通胀

美国劳动力市场延续走弱，8月新增非农就业数量保持自2021年2月以来的下降趋势，失业率意外上升0.3个百分点至3.8%，创去年2月以来新高，平均时薪增速降至4.3%。就业数据表明总需求正在降温，随着利率居高、信贷条件收紧和家庭超额储蓄释放殆尽，美国经济料将进一步放缓。劳动力供应缺口缩小，但依然存在，支撑劳工报酬增长仍快于美联储2%通胀目标隐含的合宜增速，延长美联储抗通胀时间。美联储9月暂停加息可能性较大，但随着8、9月CPI通胀可能有所反弹，美联储不会很快转向鸽派，将继续有意管理市场对降息周期的押注。

■ **劳动力需求延续走弱，反映经济放缓。**新增非农就业人数连续下降，8月降至18.7万人，高于下修后7月的15.7万人，但保持31个月下降趋势，目前已降至2018-2019年平均水平。非农就业增速持续放缓，8月同比增长2%，低于7月增速2.2%和去年12月增速3.2%。初次申请失业金人数平缓抬升，8月平均人数环比增长2.2%。就业扩散指数、员工周平均工作小时数和离职人数均持续下降，已接近疫情前水平。非农职位空缺数从去年7月的1,138万降至今年7月的883万，其中制造业、专业和商务服务、休闲住宿等行业下降明显，但建筑、教育和医疗保健、政府等部门相对平稳。我们认为，劳动力需求持续走弱，反映美国经济正在降温。标普全球初步调查显示，美国8月综合PMI降至50.4，其中制造业进一步收缩，服务业扩张速度放缓，利率高企和商品价格反弹打击需求，就业指数降至荣枯线附近，新订单显著下滑预示9月综合产出可能进入收缩区间。美国经济各部门分化，制造业延续收缩，但服务业仍在扩张。分行业来看，制造业、公用事业、运输和仓储服务、批发业、专业和商业服务和信息业的就业增速持续放缓，但教育和保健服务以及政府部门的就业增速依然较快。

■ **劳动力供应缓慢修复，但仍有缺口，支撑薪资增长。**美国劳动力人数持续缓慢回升，但仍比疫情前趋势线低300万或1.8%。劳动参与率持续恢复，8月达到62.8%，但仍低于2019年同期的63.1%，其中55岁以上人群的劳动参与率恢复迟缓，8月为38.8%，比2019年同期低1.6个百分点，因为2020-2021年疫情、大规模转移支付和股市房市暴涨带来养老金收益及资产负债表繁荣，一些大龄劳工提前退休，去年以来超额储蓄下降和工资大涨尚未吸引这些人全部重返劳动力市场。美国净移民人数经历2020-2021年大幅收缩后，2022年反弹，但仍显著低于疫情前水平，移民劳工供应尚未完全恢复。美国职位空缺数/失业人数从2022年末的2倍降至8月的1.4倍左右，但依然高于2018-2019年的1-1.2倍，显示劳动力供求更趋平衡，但供应缺口依然存在。尽管失业率有所上升，但仍维持在历史低位。工资涨幅尽管有所放缓但仍在较高水平，近三个月薪资同比增速达到5.7%。由于通胀尤其是商品通胀降幅大于名义工资增速，实际工资增速近期有所回升，成为支撑服务消费持续增长的重要因素。但随着利率居高、信贷条件收紧、家庭超额储蓄释放殆尽和劳动力需求降温，未来消费增速可能逐步放缓。

■ **去通胀取得成效，但趋近美联储目标仍需时间。**劳动力市场是美联储抗通胀关注的重点。美联储内部不少官员认为，核心通胀尤其是除房租外服务通胀与劳动力市场紧张程度密切相关。今年上半年劳工总报酬同比增长4.7%，仍显著高于美联储抗通胀的合宜水平。假设劳动生产率每年增长1%-1.5%，那么劳工报酬增速降至3%-3.5%才符合美联储2%的通胀目标。根据职位空缺数/失业人数倍数与劳工报酬增速的关系，这要求职位空缺数/失业人数倍数降至1.05-1.35倍。两种方式可以降低职位空缺数/失业人数：一是延续高利率和QT，总需求进一步降温，职位空缺数下降，失业人数上升；二是吸引更多潜在劳动力重返劳工市场，提升劳动参与率，填补职位空缺。长期来看，通过推动劳动生产率增长，可以在提升劳工报酬的同时，降低通胀压力。

■ **政策含义：**劳动力市场走弱预示经济降温和总需求放缓，有利于去通胀过程，降低美联储9月加息概率。由于就业是滞后类指标，盯住就业指标可能丧失货币政策前瞻性，犯下紧缩过头错误，美联储对于进一步加息将更加谨慎。但由于劳动力供应缺口支撑劳动报酬增长依然快于美联储2%通胀目标隐含的合宜增速，加上食品、原油价格反弹和基数因素可能推动8、9月CPI通胀有所反弹，美联储不会很快转向鸽派，可能继续有意管理市场对降息周期的押注。

叶丙南, Ph.D

(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

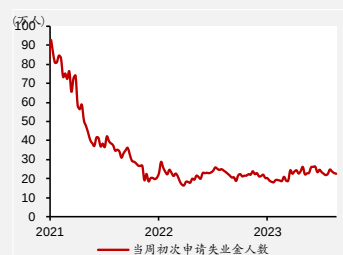
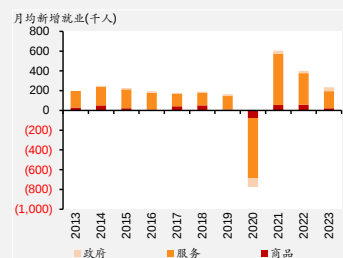
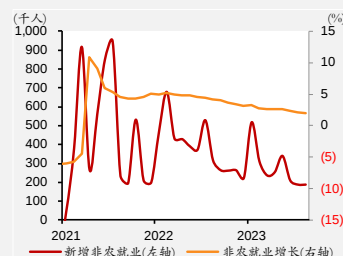
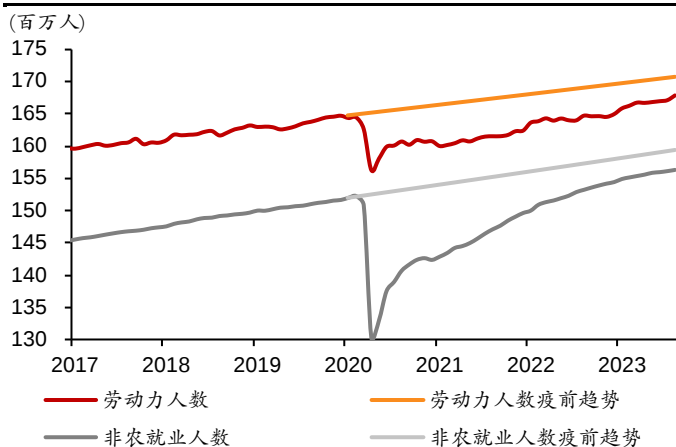
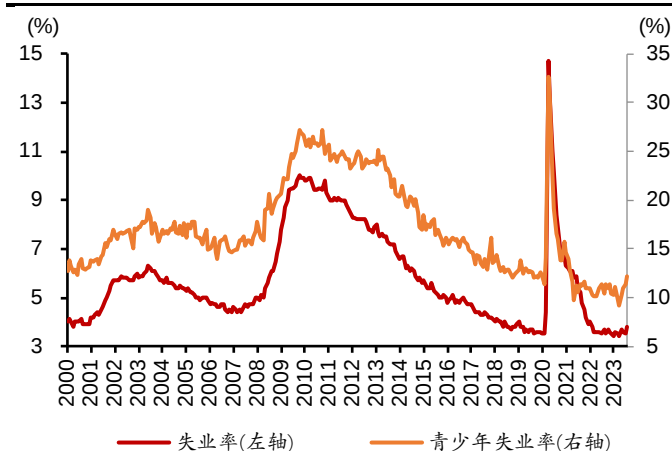


图 1: 劳动力人数和非农就业人数



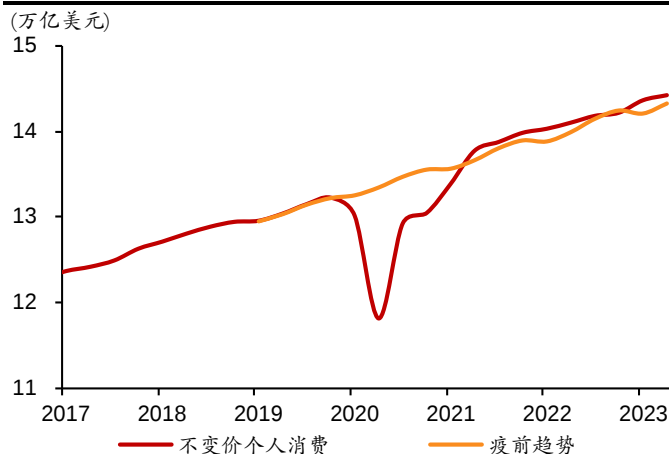
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 失业率和青少年失业率



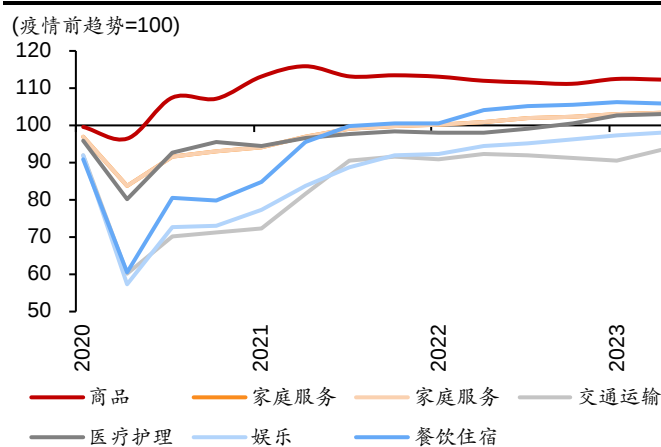
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 不变价消费支出



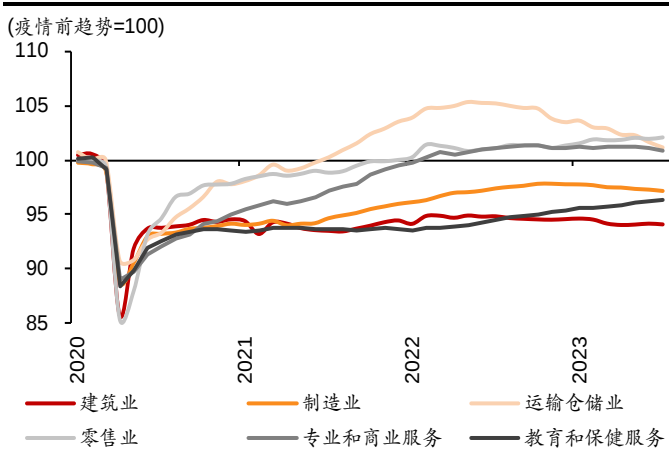
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 不变价消费支出分项复苏趋势



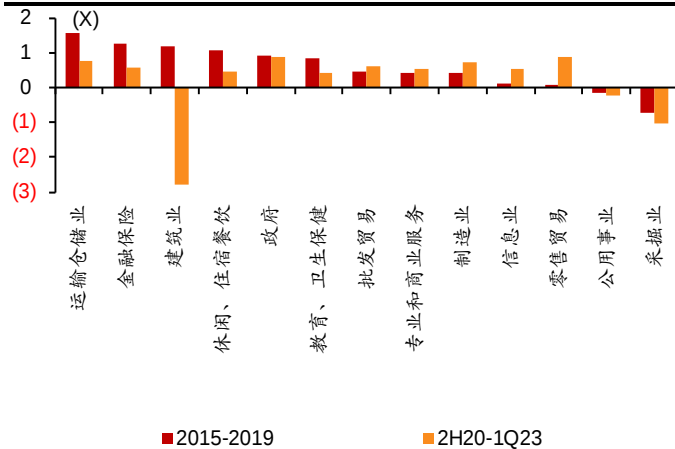
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 主要行业非农就业人数复苏趋势



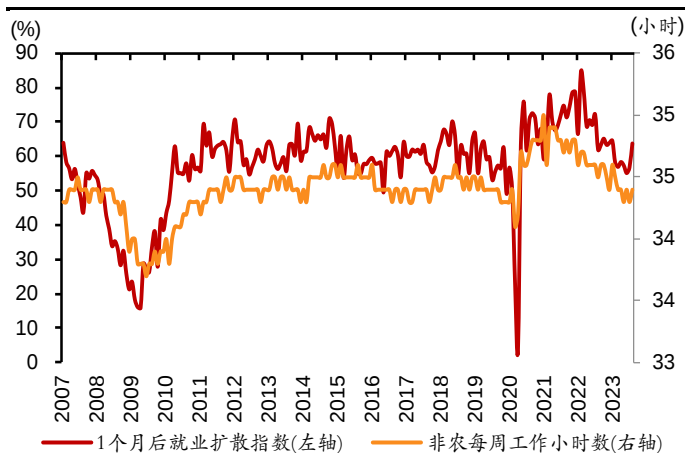
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 各行业就业增速/GDP 增速



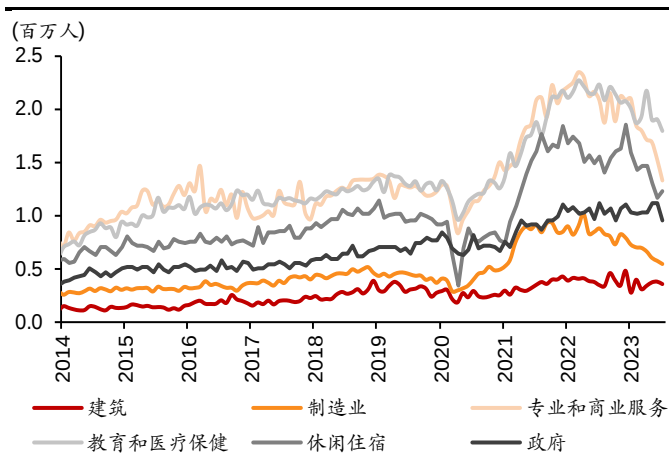
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 非农就业扩散指数与每周工作小时数



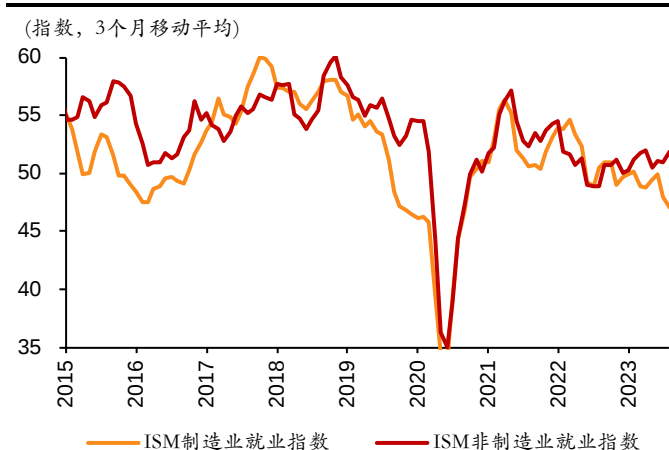
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 主要行业职位空缺数



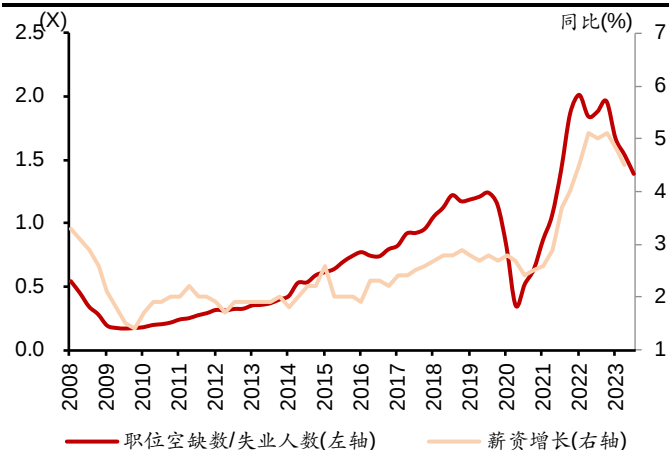
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 制造业与非制造业就业指数



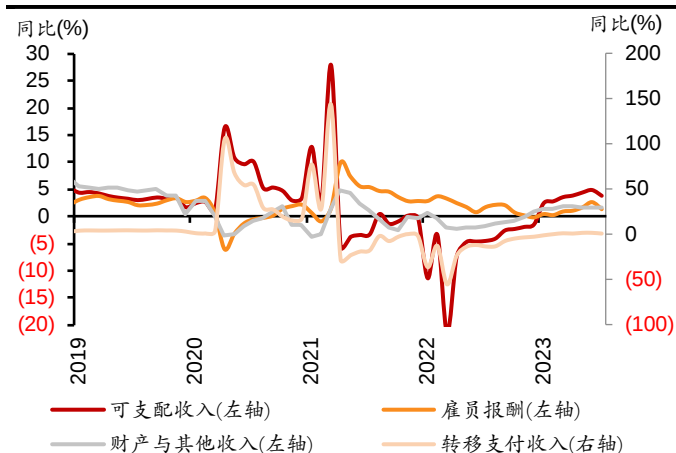
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 职位空缺数/失业人数与薪资增速



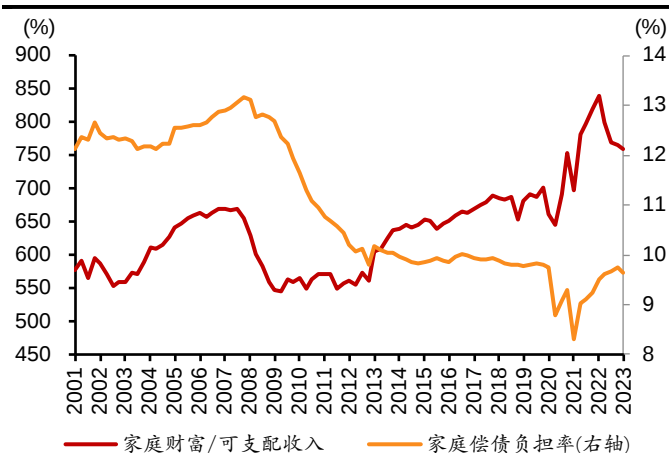
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国家庭收入增速



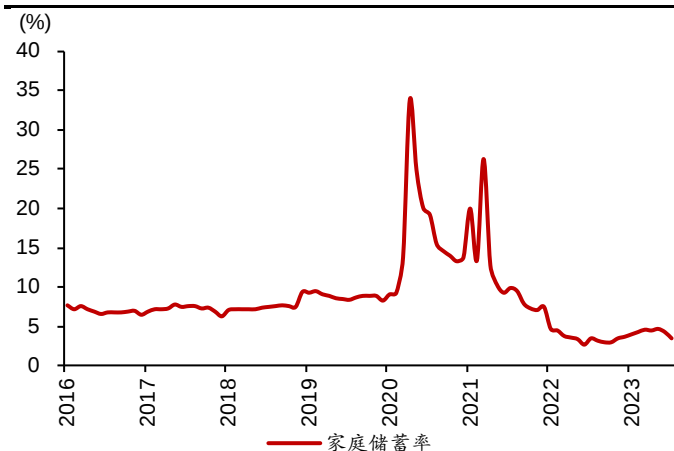
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



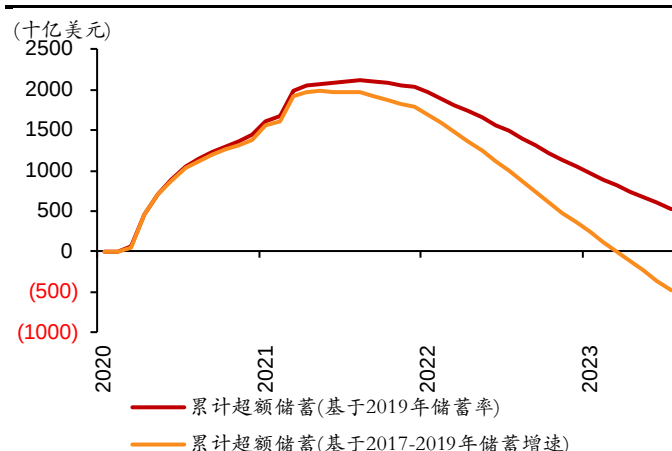
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国家庭储蓄率



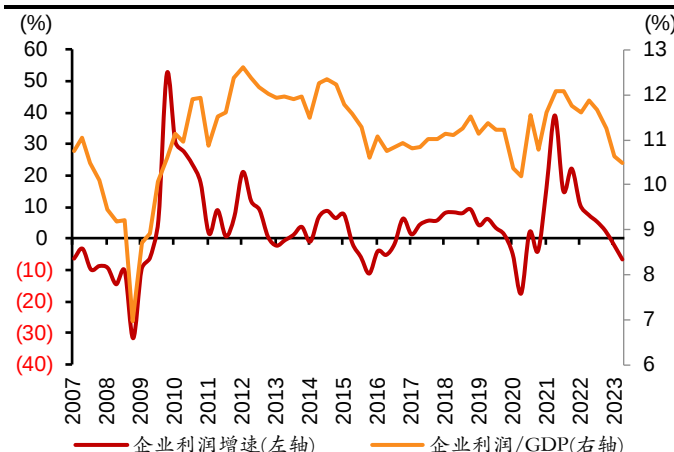
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国家庭累计超额储蓄



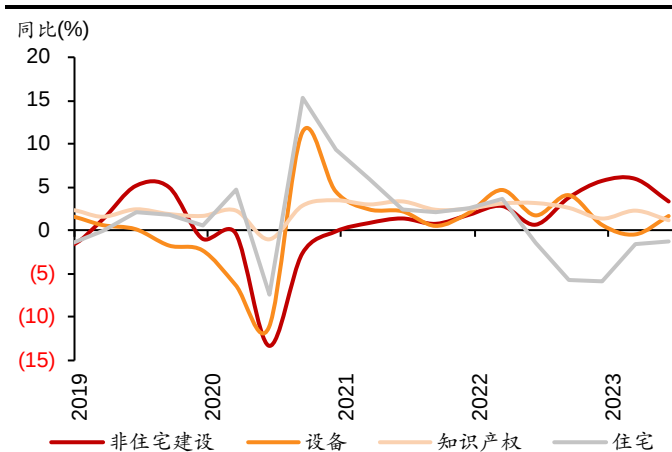
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 美国企业利润增速



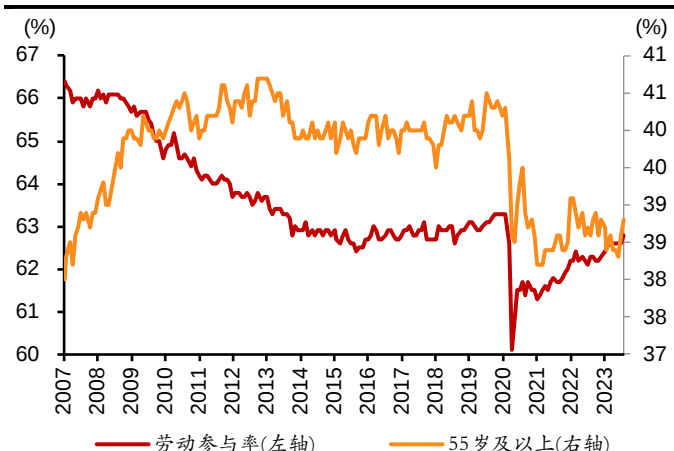
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 主要固定资产投资增速



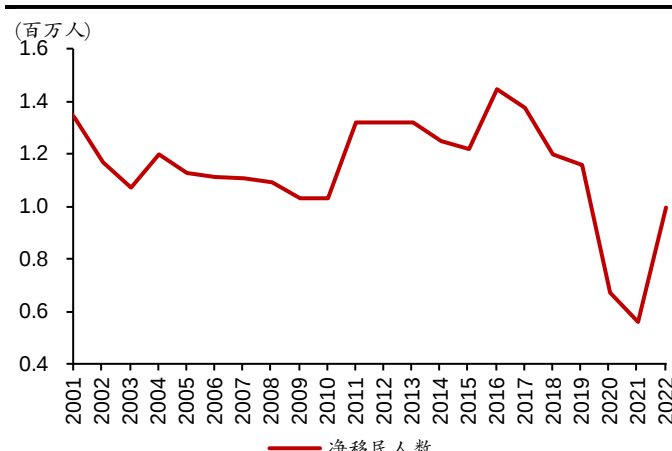
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 美国劳动参与率



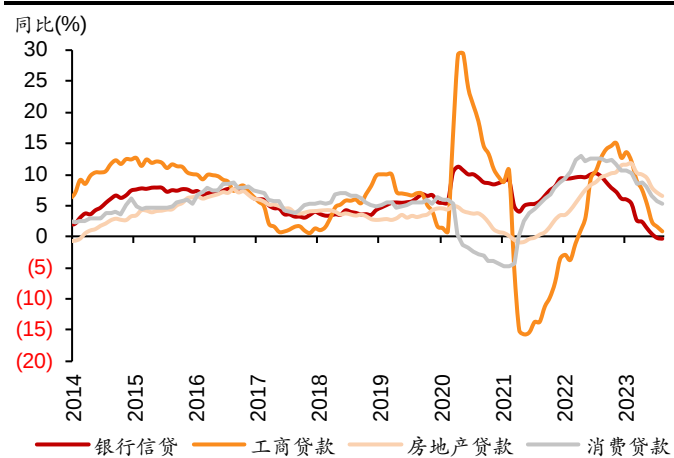
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 美国净移民人数



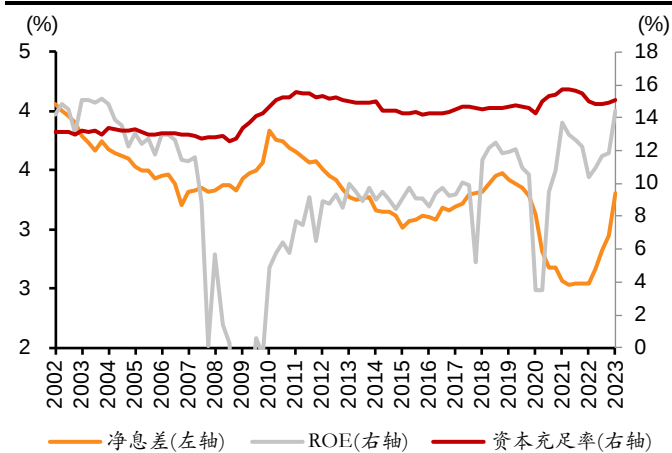
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 美国银行业信贷增速



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 20: 银行业盈利状况和资本充足率



资料来源：Wind，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際環球市場投資評級

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招銀國際環球市場并未给予投资评级

招銀國際環球市場行業投資評級

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招銀國際環球市場有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際環球市場不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際環球市場建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招銀國際環球市場编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際環球市場可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際環球市場书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报

2022 年 9 月 4 日

告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。