

美国经济

就业市场转弱，联储加息门槛上升

7 月新增非农就业大幅走弱并显著低于市场预期，主要因休闲酒店和地方政府等行业就业季节性走弱影响。但就业趋势仍明显放缓，私人部门连续两个月仅新增 3 万人，零售、金融和医疗保健等行业明显放缓。薪资增速进一步放缓，对通胀压力进一步下降，但也意味着居民收入对消费支撑减弱。失业率超预期下降，主要是因为劳动力供给减少形成的技术性压低。边缘劳动力人数进一步上升，显示就业市场的实际疲软。就业数据发布后市场对全年加息预期进一步下调，我们预计联储对风险平衡的关注转向就业和通胀的双向风险，年内加息的门槛明显上升。我们维持联储不会加息，但会通过鹰派沟通推升市场利率以实现部分加息效果的判断。下一步政策方向更可能是降息，但时点取决于通胀进一步回落和失业率是否重新上行。资产含义上，市场开始消化前期过度定价的加息预期，前端利率上行空间受限，曲线更倾向牛陡，美元可能开始走弱，权益资产特别是科技股将短期内受益于折现率下降。预计本周 CPI 数据将显示通胀进一步放缓，CPI 与核心 CPI 环比增速分别在 0.1% 和 0.2% 左右。

■ **季节性因素导致新增非农走弱，薪资延续放缓。**7 月新增非农就业减少 2.3 万人，大幅低于市场预期的 8 万人。5 月和 6 月合计下修 10.3 万人，三个月平均新增就业降至约 2 万人，较两个月前的近 19 万人明显下降。私人部门仍新增 3 万人，其中商品生产新增 2.5 万人，主要受建筑业 2.2 万人推动。服务业仅新增约 5 千人，其中休闲酒店业减少 4 万人，可能受到能源价格上升和旅游需求降温拖累。地方政府教育减少 5 万人，可能部分受到学期结束和季调因素影响。但即便剔除季节性扰动，就业趋势仍明显走弱，私人部门连续两个月仅新增 3 万人，零售、金融和医疗保健等行业新增人就业明显放缓。薪资和工时显示就业市场不再构成主要通胀压力。7 月私人非农平均时薪同比增速回落至 3.2%，环比增速从 0.3% 放缓至 0.1%。平均每周工时维持在 34.3 小时，加班时间小幅降至 3.1 小时。工资增速持续回落与工时停滞显示就业市场供需进一步放松，但也意味着居民收入对消费的支持减弱。

■ **劳动参与率下降导致失业率下降。**失业率从 4.2% 降至 4.1%，低于市场预期的 4.2%，但这并不代表劳动力市场改善，而是劳动供给减少对失业率形成技术性压低。劳动参与率降至 61.4%，自去年 12 月以来下降近 1 个百分点；U-6 失业率维持在 7.9%，经济原因兼职人数升至 480.4 万人，边缘劳动力人数升至 180.6 万人，显示就业市场质量进一步下降，一部分人虽没有被计入失业人口，但也没有获得理想工作。

■ **联储风险平衡正在从单一通胀风险转向双向风险。**7 月就业数据发布后，市场对全年加息预期下降超 5bp 至 40bp 以下。由于就业市场走弱，通胀已见顶回落，我们预计联储对风险平衡的关注从单一通胀风险进一步转向就业和通胀的双向风险，年内加息的门槛明显上升。我们维持联储不会加息，但会通过鹰派沟通推升市场利率以实现部分加息效果的判断。下一步政策方向更可能是降息，但时点取决于通胀进一步回落和失业率是否重新上行。资产含义上，市场开始消化前期过度定价的加息预期，前端利率上行空间受限，曲线更倾向牛陡，美元可能开始走弱，权益资产特别是科技股将短期内受益于折现率下降。但如果居民收入和消费动能继续放缓，可选消费、地产和金融等顺周期板块将面临盈利下修压力。

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

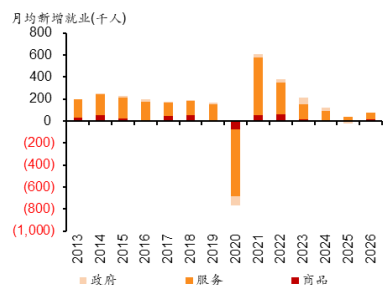
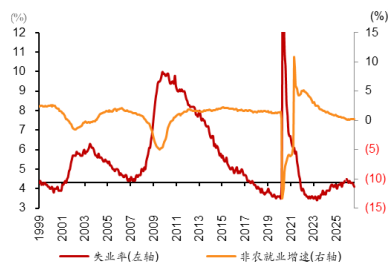
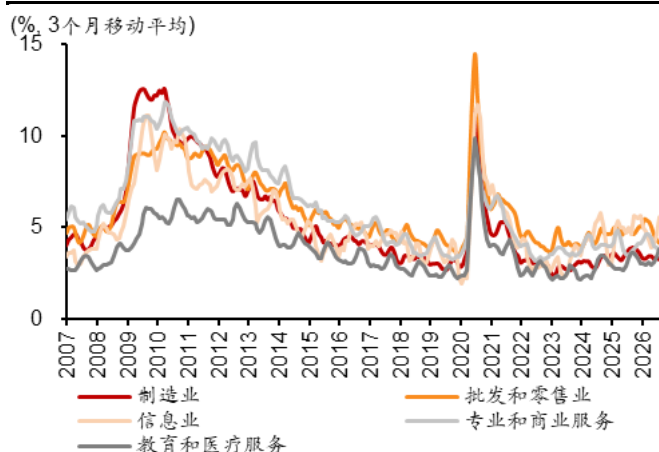
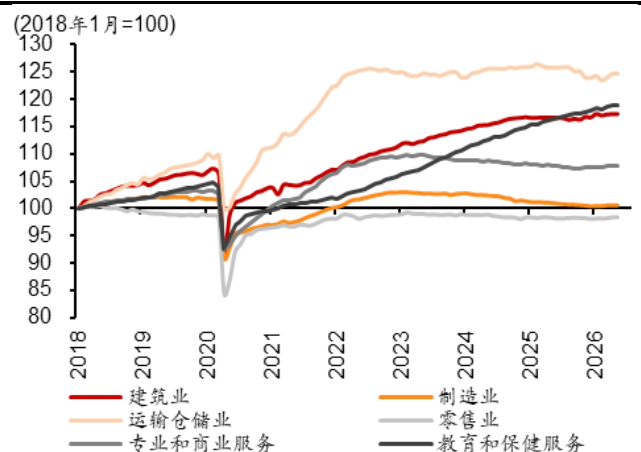


图 1: 各行业失业率



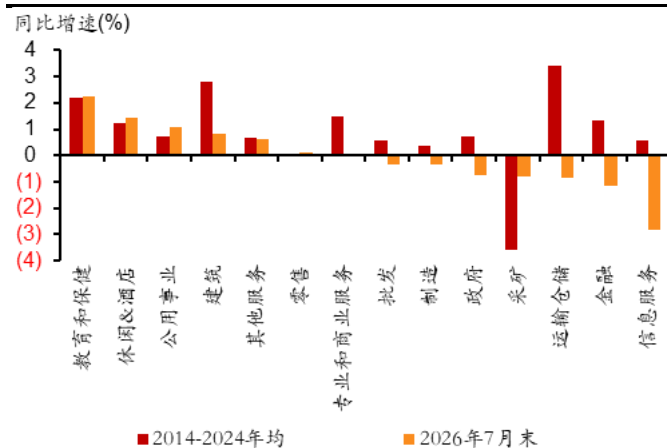
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 各行业就业人数指数



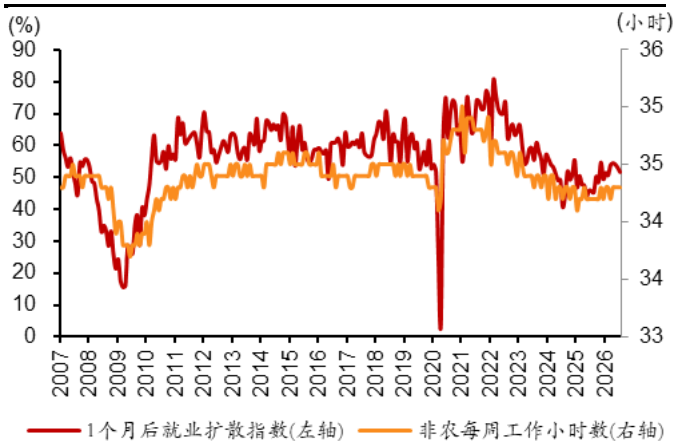
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 部分行业就业人数增速



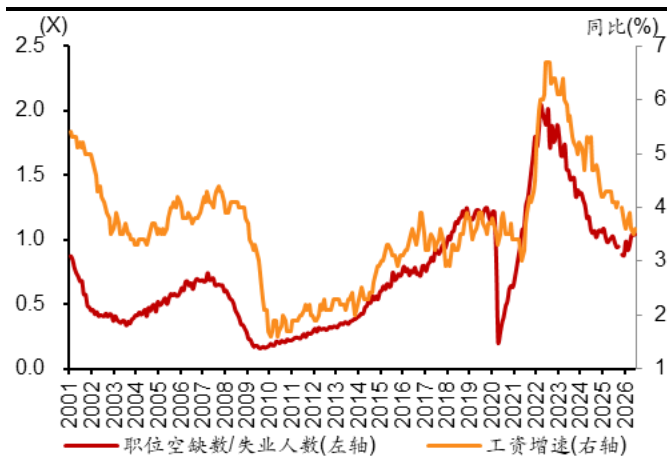
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业扩散指数与每周工作小时数



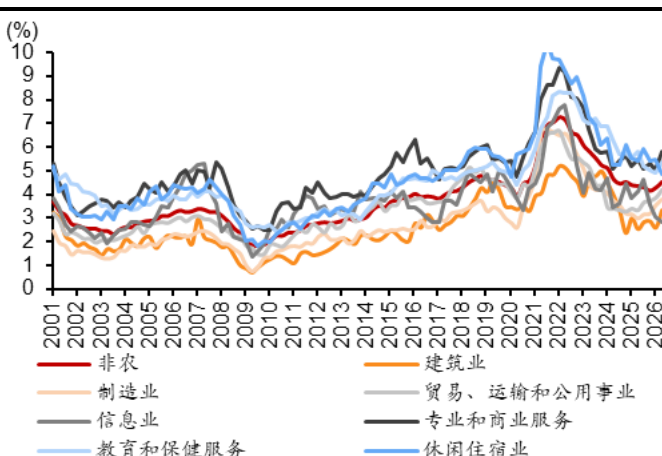
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 职位空缺数/失业人数比与工资增速



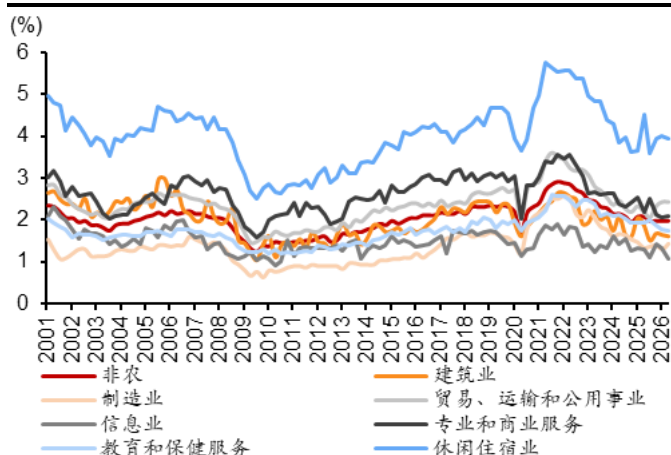
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 各行业职位空缺率



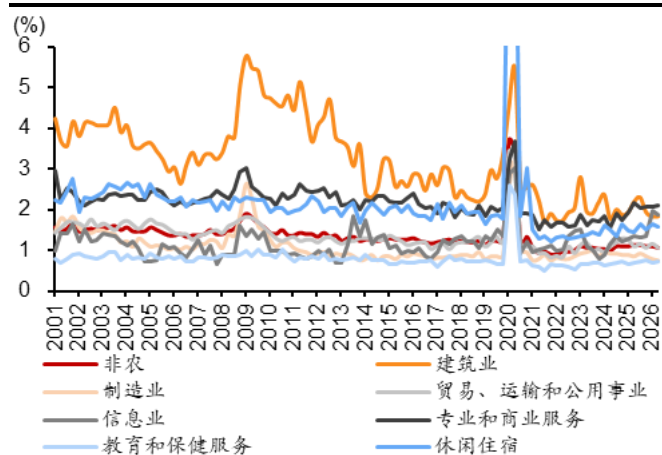
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 各行业辞职率



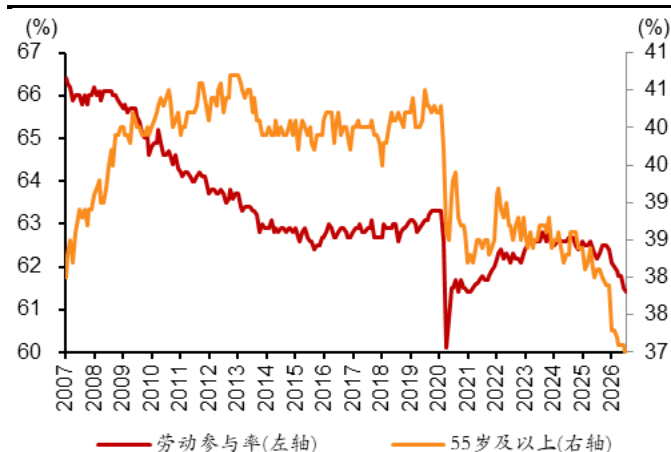
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 各行业裁员率



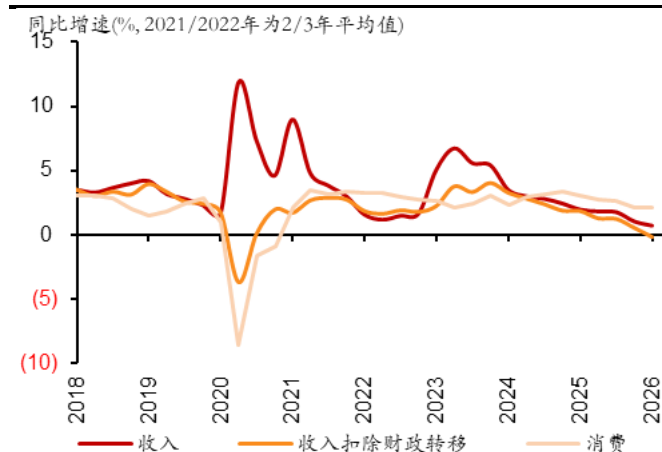
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 劳动参与率



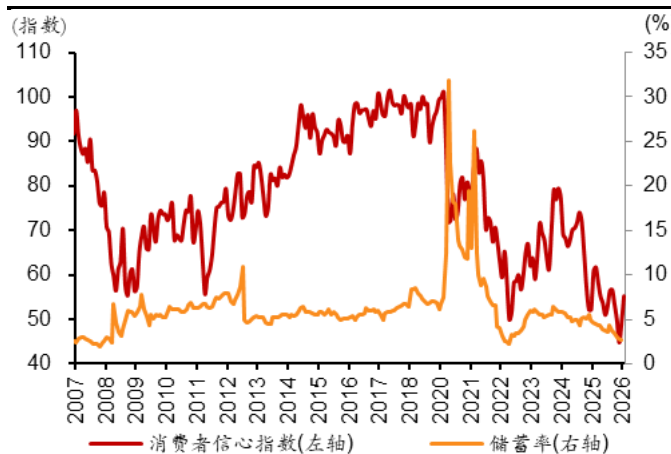
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 家庭收入与消费不变价增速



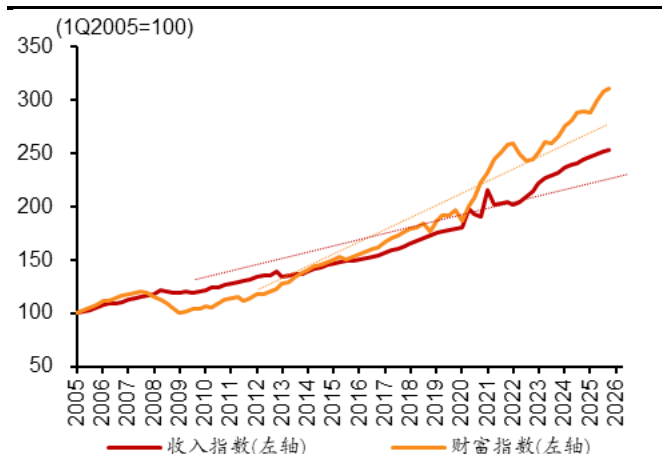
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 消费者信心与储蓄率



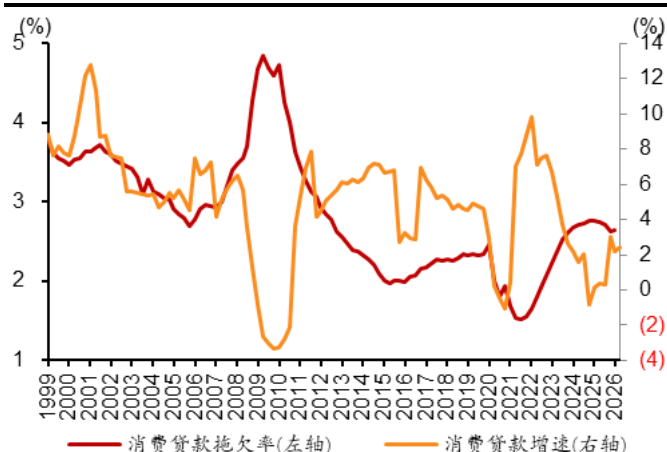
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 家庭收入与财富



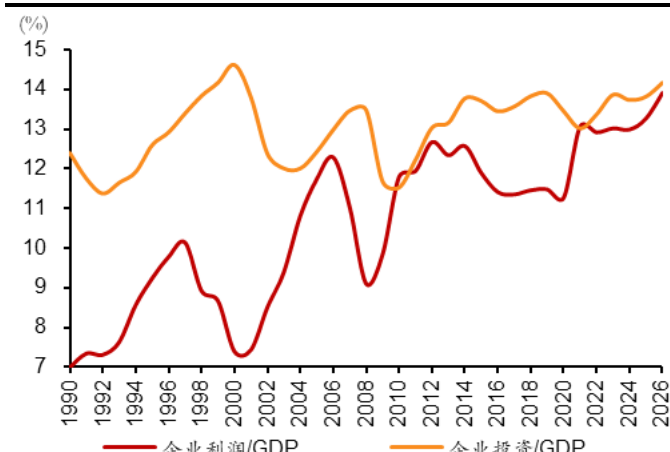
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 53: 消费贷款拖欠率与贷款增速



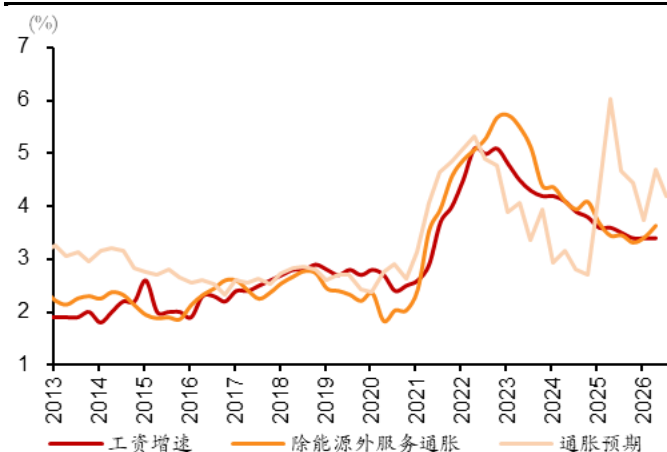
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 企业利润与投资相当于 GDP 百分比



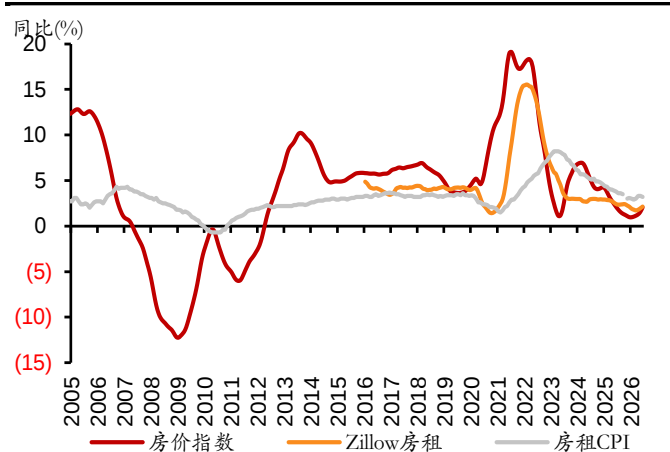
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 工资增速、服务通胀与通胀预期



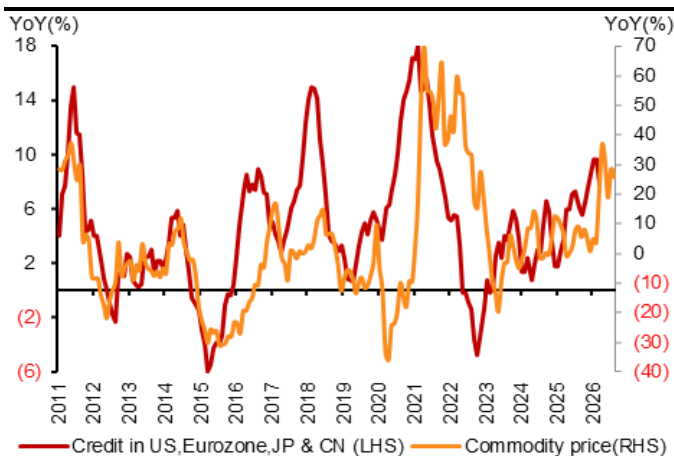
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 房价涨幅与房租通胀



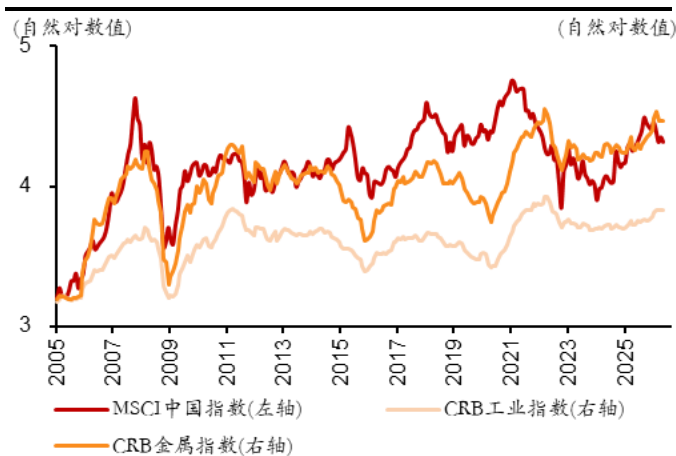
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 四大经济体信贷增速与全球商品价格涨幅



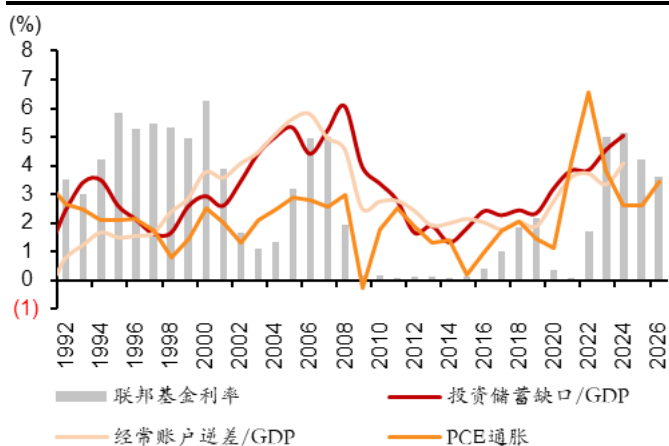
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 中国股票指数与全球工业品、金属价格



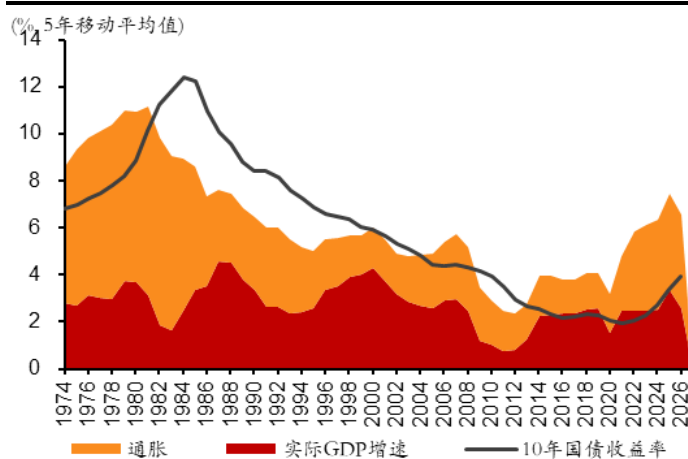
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 储蓄投资缺口、经常逆差、通胀与利率



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 20: 名义 GDP 增速与 10 年国债收益率



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。

招银国际环球市场投资评级

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：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

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

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

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。招银国际环球市场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。招银国际环球市场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定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，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误差、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。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

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，未经招银国际环球市场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

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场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。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编制的报告。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。