

美国经济

就业放缓

美国8月新增非农就业大幅回升但仍低于市场预期，过去两个月数值再次大幅下修。从3个月移动平均来看，非农就业保持放缓趋势，特别是私营部门新增就业已降至2012年以来除疫情初期外最低。每周平均工时和平均时薪增速均小幅反弹，延续增长的总收入将继续支撑美国消费。失业率小幅下降，主要由于7月受极端天气影响而大增的临时失业人数的回落和家庭调查口径下就业人数大幅增长。美国本轮失业率上升更多的是由于移民大量净流入导致劳动力人口增速超过总就业人数增速，尽管新增就业正不断放缓，但企业裁员水平保持低位，就业市场整体仍然稳健。我们预计美国经济将进一步放缓，但有望避免衰退。一方面经济各部门受疫情冲击、经济重启和政策刺激的影响时滞不同，呈滚动式扩张或收缩，避免了同步叠加带来的短期大幅衰退；另一方面美国家庭资产负债表与薪资增速仍然稳健，支撑消费延续扩张。预计美联储将在9月降息25个基点，与2019年8月开始降息周期的首次“Insurance cut”相似。我们维持今年降息50个基点和明年进一步降息125个基点的预测。

■ **新增非农就业低于预期，私营部门就业放缓趋势明显。**8月新增非农就业14.2万人，低于市场预期的16万人。6月和7月数值总计大幅下修8.6万人至11.8万人和8.9万人，月均新增非农就业从第1季度平均26.7万人降至过去三月的平均11.6万人。私营部门新增就业从7月的7.4万人反弹至11.8万人，但过去三月平均降至9.6万人，为除疫情初期外2012年以来最低。分行业来看，商品生产部门新增就业从2万人降至1万人，服务业新增就业从5.4万人升至10.8万人。商品生产中，建筑业新增3.4万人，制造业则减少2.4万人，其中耐用品减少2.5万人，与美国不断走弱的耐用品消费一致。服务业中，医疗保健与社会救助业仍是主要增长动力但势头放缓，从7月的新增5.9万人降至8月的4.4万人，休闲和酒店业新增就业也新增4.6万人，金融活动增加1.1万人。信息业下降7千人，已连续5个月未见正增长，而零售业也减少1.1万岗位，连续3个月减少。政府部门新增就业从7月的1.5万人反弹至2.4万人。每周工时从34.2小时小幅回升至34.3小时，每周工时已低于疫情前平均水平，就业市场供求更加平衡。非农私企薪资增速小幅反弹，环比增速从7月的0.23%升至0.4%，同比增速从3.63%升至3.83%，稳健的薪资增速将继续支撑美国消费。总体来看，美国就业市场已从过热状态转向平衡状态，未来有可能过冷，主要是由于私营部门的新增就业正不断降温，特别是医疗行业新增就业的放缓。

■ **失业率小幅回落。**美国失业率从7月的4.25%降至8月的4.22%，主要由于7月受极端天气影响而大增的临时失业人数的回落和家庭调查口径下就业人数增长16.8万人。8月劳动参与率保持不变在62.7%，其中25-54岁的主力就业人群参与率提高从7月创2000年以来新高的84%小幅下降至83.9%。美国本轮失业率上升更多的是受移民大量净流入导致劳动力人口增速超过总就业人数增速的影响，而就业市场整体呈现招聘和裁员水平双低的特征。

■ **预计美联储9月开始降息25个基点，全年降息50个基点。**尽管美国就业市场正不断放缓，但企业裁员水平保持低位，就业市场整体仍然稳健。美国经济延续放缓，将很快进入偏冷状态，但有望避免衰退。一方面，经济各部门受疫情冲击、经济重启和政策刺激的影响时滞不同，呈滚动式扩张或收缩，避免了同步叠加带来短期大幅衰退；另一方面，美国家庭资产负债表与薪资增速仍然稳健，支撑消费延续扩张。因此我们更倾向于美联储将在9月降息25个基点，与2019年8月开始降息周期的首次“Insurance cut”相似。预计9月首次降息，12月再次降息，全年降息50个基点，明年进一步降息125个基点。

叶丙南, Ph.D

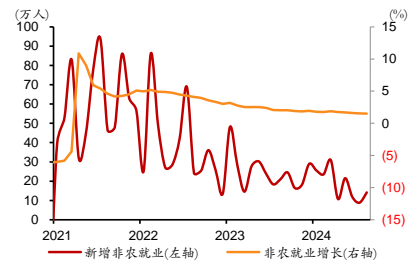
(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

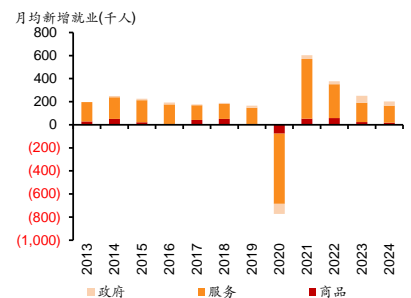
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

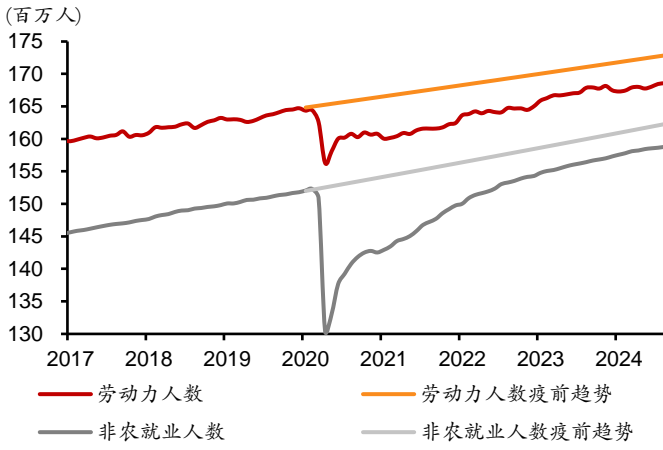


资料来源: Wind, 招银国际环球市场



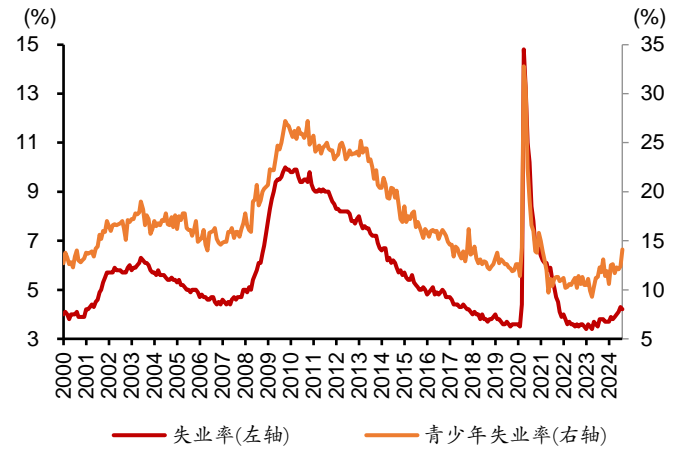
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 1: 劳动力人数和非农就业人数



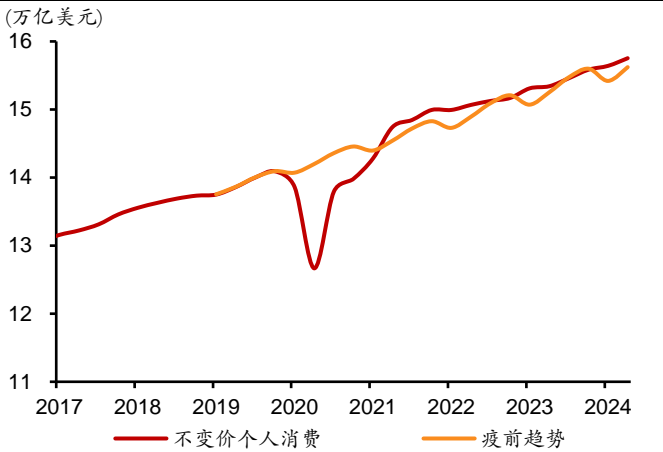
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 失业率和青少年失业率



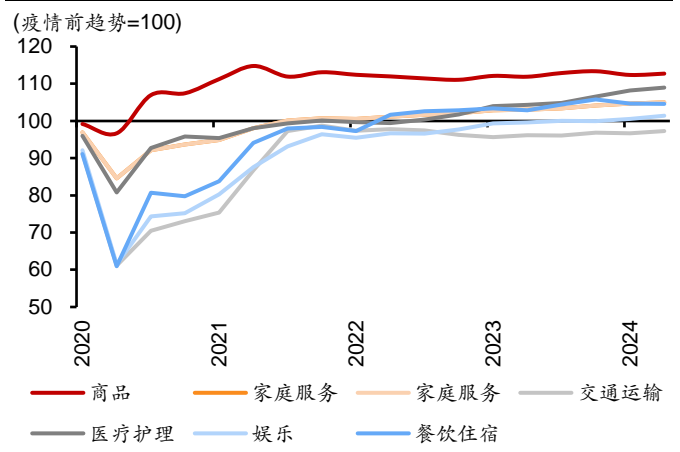
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 不变价消费支出



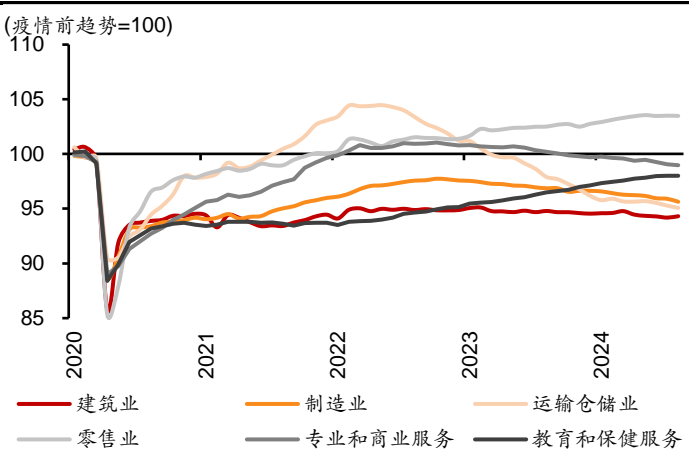
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 不变价消费支出分项复苏趋势



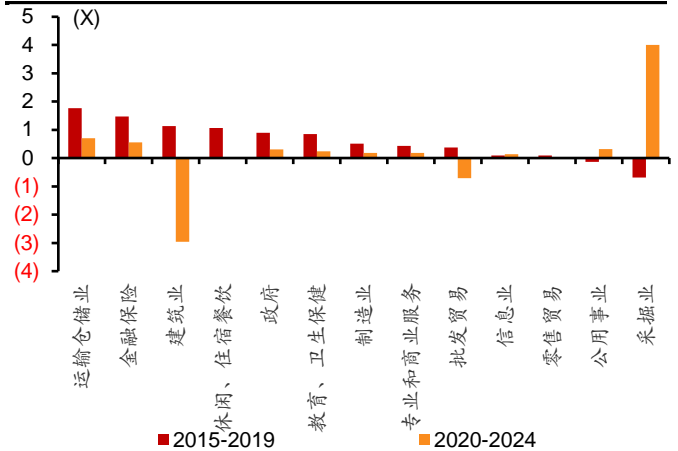
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 主要行业非农就业人数复苏趋势



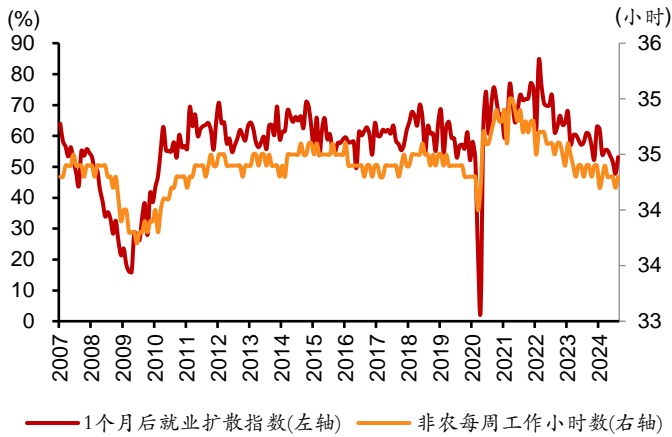
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 各行业就业增速/GDP 增速



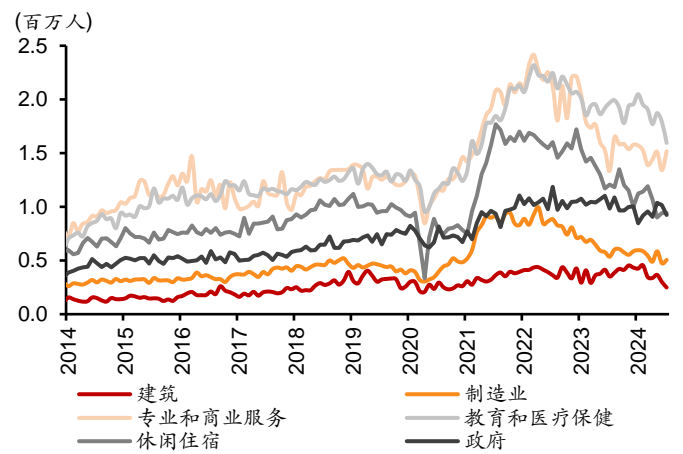
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 非农就业扩散指数与每周工作小时数



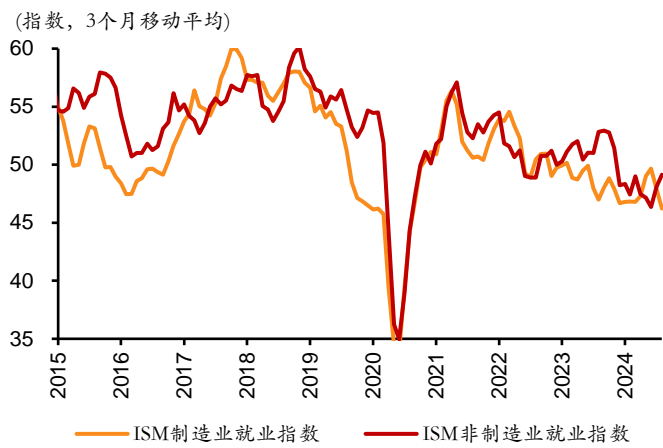
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 主要行业职位空缺数



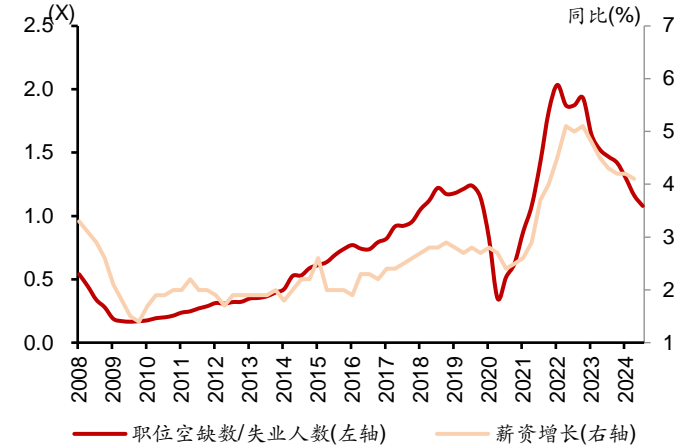
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 制造业与非制造业就业指数



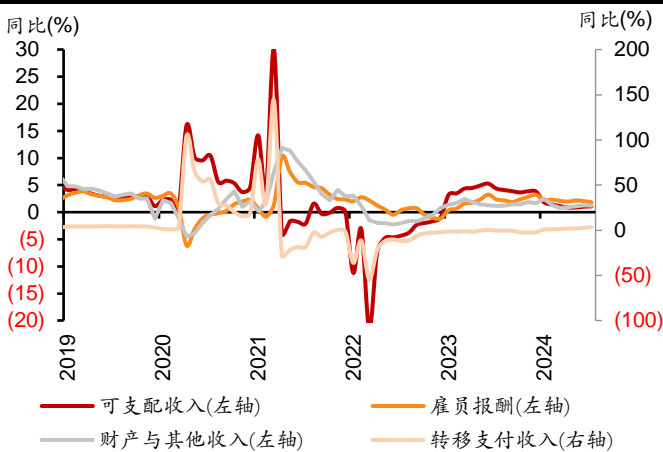
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 职位空缺数/失业人数与薪资增速



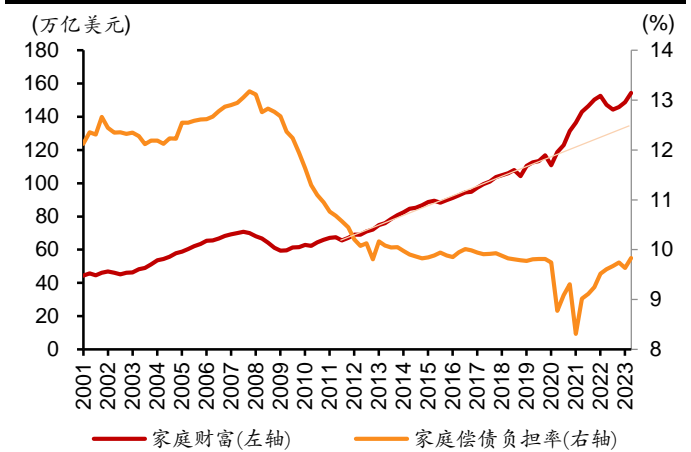
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国家庭收入增速



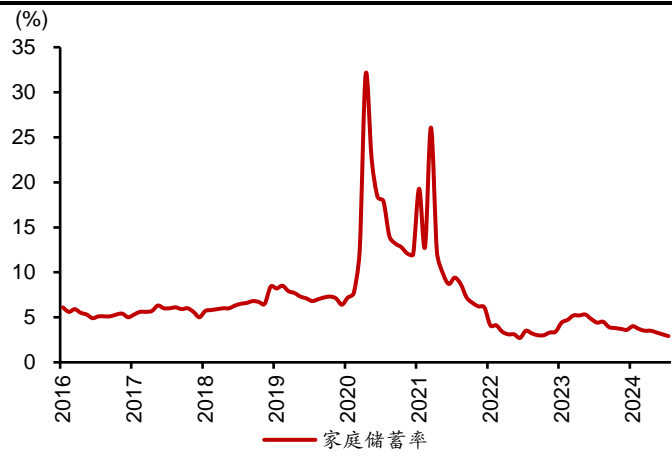
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭财富与偿债负担率



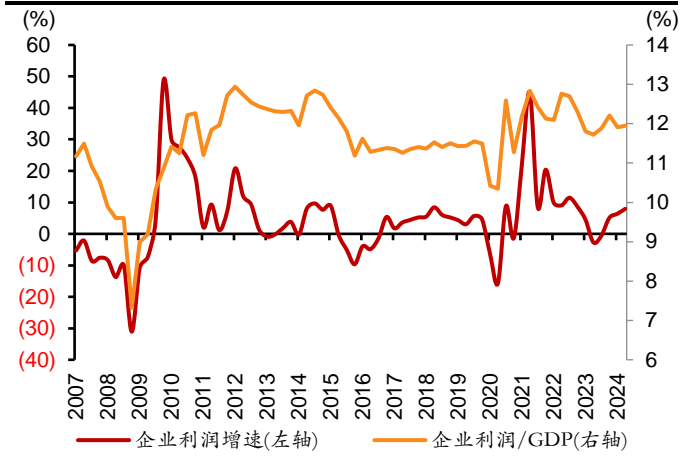
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国家庭储蓄率



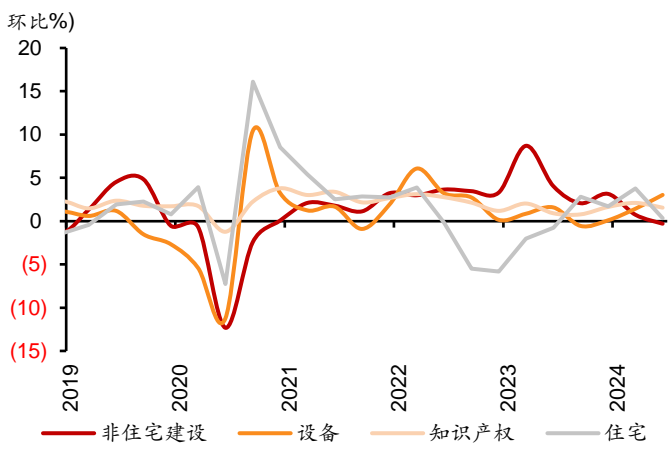
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国企业利润增速与占 GDP 比



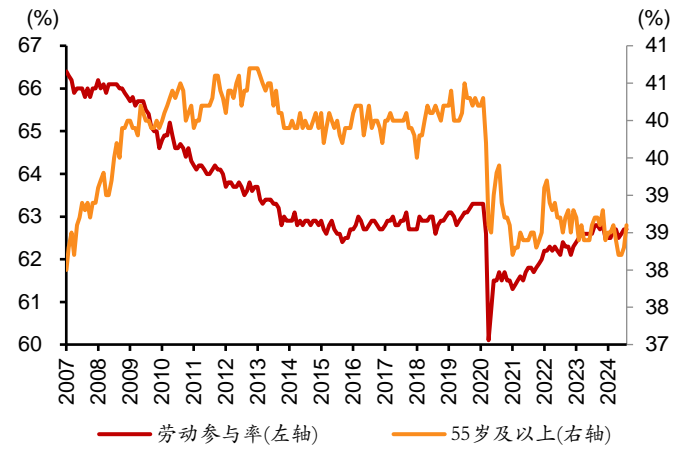
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 主要固定资产投资增速



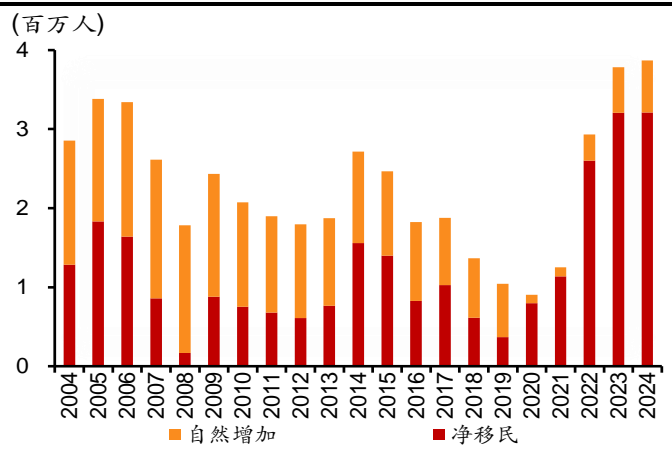
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 美国劳动参与率



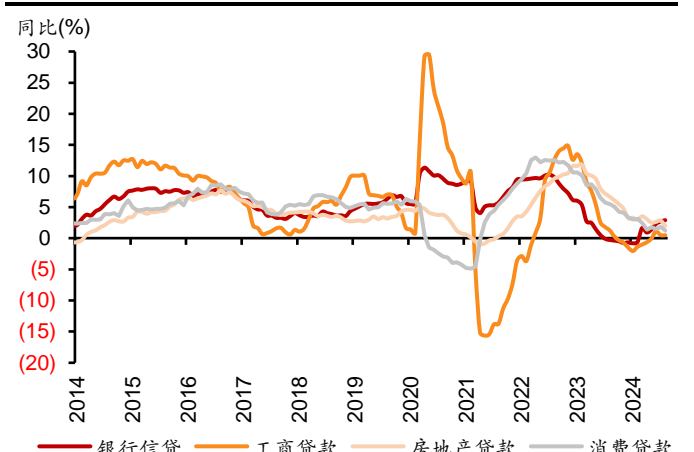
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 美国新增人数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 美国银行业信贷增速



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策。

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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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编制的报告。如果报告在新加坡分发非《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。