



彭文生：弱非农与“滞胀”情绪





摘要

周五公布的美国 8 月非农数据表现不佳，市场对“滞胀”的担忧有所增加。具体来看：

1) 8 月新增非农就业 23.5 万人，较 7 月的 105 万人显著放缓。分行业看，与外出相关的接触性服务业（如酒店休闲业、零售业）放缓较多，说明主要是受 Delta 疫情影响。

2) 比就业放缓更值得关注的是工资上涨的趋势。8 月时薪增速进一步上升至 4.3%，或预示着即便由补偿性需求（pent-up demand）带来的第

一波价格上涨告一段落，通胀压力也不会很快消退。

3) 非农不佳或重新引发 Taper 争论。鸽派官员担心疫情，鹰派官员担心通胀，美联储面临更大政策挑战。往前看，美联储于 9 月宣布 Taper 的概率下降，我们的基准情形仍然是 11 月宣布 Taper。

4) 非农数据公布后黄金大涨，显示投资者在交易“滞胀”。疫情冲击本质上是供给冲击，具有“滞胀”效应，会形成有利黄金的宏观环境。如果货币当局进退两难，犹豫不决，金价将受到支撑。但如果货币当局出手打压通胀，金价将承压。

正文

如何解读 8 月非农？

首先，受 Delta 疫情影响，就业增长显著放缓。8 月新增非农就业仅为 23.5 万人，较 7 月的 105 万人显著下降（图表 1）。分行业看，与外出相关的接触性服务业放缓较多（图表 2）。其中，酒店与休闲业就业零增长（7 月为 +41.5 万人），零售业就业下降约 3 万人。这两个行业加起来比 7 月少增 44.5 万人，贡献了环比少增人数（约 82 万）的一半以上。

其次，在就业放缓的同时，工资增速进一步上升。8 月时薪环比增长 0.6%（季调，下同），高于 7 月的 0.4%，同比增速也上升至 4.3%（图表 3）。分行业看，酒店与休闲业时薪环比增长 1.3%，零售业环比增长 0.7%，都较上月显著提升。其他受疫情影响较小的行业，平均工资也在上升，说明

工资上涨可能是普遍性的。这与 2008 年次贷危机后工资增速下降的趋势是相反的。

工资增速上升说明，疫情对劳动力供给的影响可能大于需求。从需求看，疫情降低消费者外出的意愿，进而降低对相关服务业的需求。根据家庭调查补充数据，有 560 万人表示在过去四周内，他们的雇主因为疫情影响而歇业或生意受损，而上月调查中这一数字为 520 万人。另外 OpenTable 外出就餐人数、TSA 机场安检人数等数据也在 8 月走弱，说明人们减少了外出活动。

从供给看，疫情会降低劳动者的就业意愿。8 月劳动参与率维持 61.7% 的水平不变，说明即使面对更高的工资，劳动者也不大愿意出来工作（图表 4）。一个解释是，人们不愿意在健康风险上升的环境下工作，尤其是那些工资水平低、对“面对面”服务依赖度高的行业，工作意愿会更低。我们发现，疫情后酒店与休闲业、零售业的主动离职率相对于疫情前的上升幅度比其他行业更大，说明相较于其他行业，劳动者更不愿意从事这两个行业的工作（图表 5、图表 6）。

图表 1: 美国 8 月非农报告数据概览

	2021-06	2021-07	2021-08	8月环比变化
失业率 (%)	5.9	5.4	5.2	↓ (0.2)
失业人数 (千人)	9484	8702	8384	↓ (318)
暂时性失业人数 (千人)	1811	1239	1252	↑ 13
永久性失业人数 (千人)	3187	2930	2487	↓ (443)
劳动参与率 (%)	61.6	61.7	61.7	→ 0.0
就业率 (%)	58.0	58.4	58.5	↑ 0.1
新增非农就业人数 (环比, 千人)	962 (+24)	1053 (+110)	235	↓ (818)
新增非农私人部门就业人数 (环比, 千人)	808 (+39)	798 (+95)	243	↓ (555)
非农私人部门每周工作时间 (小时)	34.7	34.7	34.7	→ 0.0
非农私人部门时薪增速 (同比, %)	3.7	4.1	4.3	↑ 0.2
非农私人部门时薪增速 (环比, %)	0.4	0.4	0.6	↑ 0.2

资料来源: 万得资讯、中金公司研究部

图表 2: 美国新增就业和小时工资增速

	新增就业 (环比, 千人)			时薪增速 (环比, %)			小时工资 (美元)
	2021-06	2021-07	2021-08	2021-06	2021-07	2021-08	2021-08
非农就业	962	1053	235				
私人部门	808	798	243	0.4	0.4	0.6	30.7
产品生产部门	42	64	40	0.3	0.4	0.3	31.2
采矿	12	6	6	0.4	0.4	0.6	35.5
建筑	(2)	6	(3)	0.3	0.2	0.4	33.1
制造业	32	52	37	0.3	0.5	0.3	29.9
耐用品	31	41	31	0.3	0.5	0.3	31.4
汽车及零部件	(3)	11	24				
非耐用品	1	11	6	0.2	0.5	0.3	27.3
服务部门	766	734	203	0.4	0.4	0.6	30.6
批发	27	14	1	0.1	0.6	0.2	33.8
零售	89	(8)	(29)	0.5	(0.2)	0.7	22.1
交运仓储	24	55	53	1.9	0.9	0.4	27.0
公用事业	(1)	0	(1)	(0.1)	0.5	0.4	45.1
信息	12	21	17	0.2	0.0	0.3	44.5
金融	0	24	16	0.2	0.3	0.6	40.5
商业服务	70	79	74	0.4	0.5	0.6	37.0
临时支持服务	31	10	(6)				
教育医疗	72	88	35	0.5	0.4	0.4	29.9
医疗保健和社会援助	16	44	(5)				
休闲住宿	397	415	0	1.8	0.9	1.3	18.8
其他服务	76	46	37	0.3	0.2	0.5	27.5
政府部门	154	255	-8				

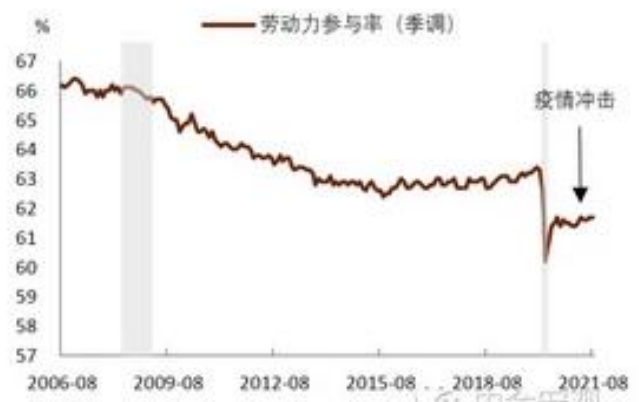
资料来源: 万得资讯、中金公司研究部

图表 3：时薪增速在疫情后呈现上升趋势



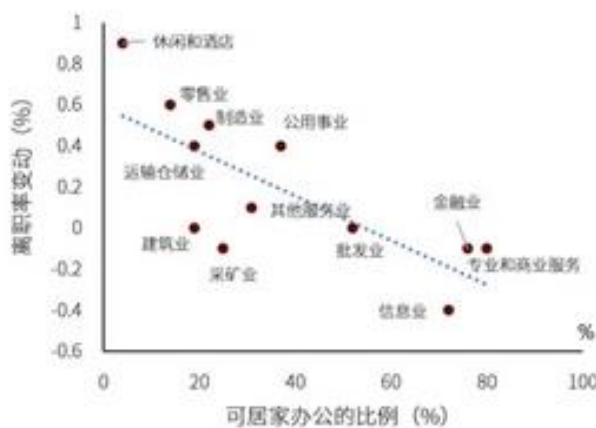
资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 4：劳动参与率在疫情后显著下降



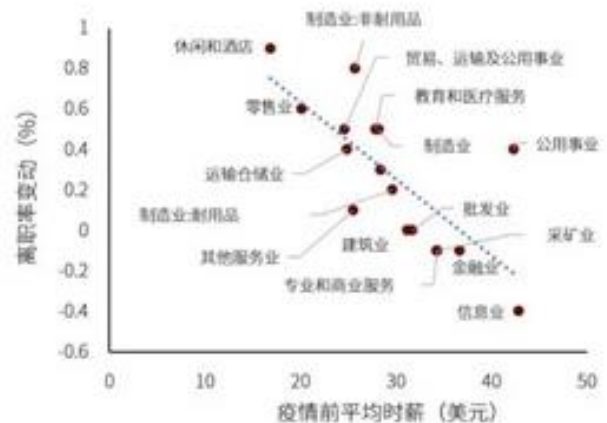
资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 5：居家办公程度越低的行业，主动离职率越高



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 6：平均工资越低的行业，主动离职率越高



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

工资增速上升或增加市场对通胀的担忧。一种观点认为，疫情冲击会抑制需求，进而抑制价格上涨。但从 8 月非农数据来看，需求受到抑制的行业主要集中在酒店与休闲业、零售业等接触性服务业，而工资的上涨却是普遍性的。这种“不对称性”或意味着即使部分行业需求回落，工资上涨也可能继续支撑通胀上行。换句话说，即便二手车、机票、酒店等由补偿性需求 (pent-up demand) 带来的第一波价格上涨告一段落，通胀也不会很快回落。

此外，季调因素也对非农数据的质量造成扰动。历史上美国 8 月非农数据常因数据不足等统计因素导致误差较大，后续会有修正，比如过去 12 年中有 11 年的 8 月数据都在后续月份有所上调。往年对教育行业的季调因子也不适用于今年。正常情况下，6、7 月因为暑假，教育行业就业往往会下降，而 8 月是返校季，就业人数会回升。但今年因为疫情出现了相反的情况——6、7 月教育业就业超季节性增加，8 月教育业就业则超季节性低迷。

最后，8 月非农数据也有一些积极信号。一是，6、7 月新增就业分别上修 2.4 万人和 11 万人，使得这两个月的新增非农就业分别达到 94 万人和 105 万人。这说明在 Delta 疫情发生前劳动力市场复苏还是很好的。如果看 3 个月平均，6-8 月月均新增就业 75 万人，已经不算低了。二是，8 月失业率进一步下降至 5.2%。考虑到疫情后因为劳动力市场摩擦，自然失业率可能上升，5.2% 的失业率已经算比较低了。

美联储面临政策挑战

在一周前的 Jackson Hole 会议上，美联储主席鲍威尔曾表示，如果经济如预期那样发展，年内 Taper 将是合适的。然而，8 月非农数据并未如美联储官员所料，未能达到“实质性进一步进展”的目标。

这意味着关于 Taper 的争论可能卷土重来。8 月非农数据呈现出一定的“滞胀”特征，一方面新增非农就业放缓，另一方面工资增速上升，这是美联储最不愿意看到的情形。反对 Taper 的鸽派官员会认为，疫情对经

济的影响仍具有较大不确定性，过早削减宽松可能会“杀死”经济复苏。支持 Taper 的鹰派官员会认为，通胀压力并未因为疫情冲击而消退，反而可能有所加剧。短期来看，这将增加美联储货币政策面临的挑战。

往前看，由于 8 月非农就业未达标，美联储在 9 月宣布 Taper 的概率将下降，但年内宣布 Taper 仍是我们的基准情形。尽管 8 月非农新增就业表现不佳，但考虑到 6、7 月就业数据上修，过去 3 个月的平均新增就业看起来并不差。如果 9、10 月就业数据表现稳定，11 月宣布 Taper 仍然是可能的。此外，8 月工资增速上升增加了对通胀风险的担忧，鹰派官员们也不会轻易放弃支持尽早 Taper 的立场。

我们在报告《美联储 Taper 指南》中设想了 Taper 的四种可能路径，并给出了对应的主观概率。8 月非农数据公布后，我们维持基准情形不变，同时下调前置情形的概率，上调基准、后置、“急刹车”情形的概率（图表 7）。

图表 7：不同情形下的 Taper 路径预测

基准（概率由 50% 上调至 55%）	前置（概率由 20% 下调至 5%）	后置（概率由 20% 上调至 25%）	急刹车（概率由 10% 上调至 15%）
就业温和复苏，通胀维持高位	就业与通胀均表现强劲	就业温和，通胀消退	就业不及预期，通胀持续超预期

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34837

