

非农低于预期不改美联储 taper 节奏

事件：10月8日晚间美国劳工部公布美国9月非农就业新增19.4万人，远低于预期的50.0万人和前值上修的36.6万人。公布数据后，美股三大股指开盘上涨，美债收益率下行、金价回升、美元走弱。

点评：

美国9月非农远低于预期，失业率和劳动参与率均有所回落。数据显示美国9月非农就业新增19.4万人，远低于预期50.0万人。9月失业率下降0.4个百分点至4.8%，劳动参与率为61.6%（前值61.7%）。9月平均时薪环比为0.6%（前值0.6%），同比为4.6%（前值4.3%）。**零售贸易和休闲和酒店业为主要提振，政府部门为主要拖累。**分类数据显示，零售贸易业增加5.6万人（前值-0.4万人）、休闲和酒店业新增就业7.4万人（前值3.9万人）、专业和商业服务业新增就业6万人（前值8.5万人）、制造业新增就业2.6万人（前值3.1万人）、交运和仓储业新增就业4.73万人（前值5.45万人）、政府部门减少12.3万人（前值为增加的3.4万人）、教育和健康服务业减少0.7万人（前值为增加的5.1万人）。

我们认为本月非农虽然低于预期，但也并未如“数据”表象下的那么差。首先，受季节性因素影响，8月的非农数据被上修，部分减少了本月的新增。数据显示8月非农上调了13.1万人至366.6万人，主要由于8月是旅游旺季，部分企业主要人员休假，延迟了向政府统计人员报告其就业水平的时间，也意味着提前透支了市场对9月的部分预期。**其次，本月主要拖累分项是政府部门而非私营企业。**政府部门新增就业的大幅减少主要来自于教育部门，劳工部提供的解释是由于疫情影响，所以扰乱了公立和私立教育行业中相关的人员配置，扭曲了正常的季节性招聘模式。往后看，我们认为该数据可能后续将会被修正，或者部分增长体现在10月的非农就业报告中。从私营部门的表现来看，8月私营部门从前值的24.3万人被上修至33.2万人，增加了近9万人，所以虽然9月私营部门新增就业31.7万，低于预期的45万人，但是实际缺口并没有那么大。

我们仍然维持总量趋势放缓下，预计四季度非农表现先扬后抑。往后看，10月份的非农数据可能会受到两方面的提振：1) 美国新增病例在9月中旬出现阶段性高点之后震荡回落，且在诊病例上行的斜率明显放缓；2) 9月全国范围内的社会救济项目都已经到期（包括每周300美元的福利），后续有效劳动力供应预计会存在一次性的增长。但是截至10月2日的当周初次申请失业金人数的四周均值从9月中旬上行，所以我们认为随着总量需求端的见顶，即使供给端的短缺对非农总量的正面提振也将不可持续。

虽然非农表现低于预期，但是资产价格还是在为Taper定价。首先，10年美债收益率在公布数据急速回落后回升，波动率明显加剧。一方面是因为无论是美联储还是市场，对于通胀的重视度都显著上行，包括美联储主要官员近期公开场合发表的内容基本淡化了劳动力市场，将劳动力市场的表现推后至加息的前提而非Taper的前提。另一方面，不排除存在市场也意识到非农的数据并非如此疲软，直接刺激美债收益率超跌反弹。**其次，黄金价格和美元指数表现也与此相对应。**在公布非农数据后，黄金价格大幅上涨、美元指数也一度跌破了94，但是随着美债收益率的反转，两者价格涨幅和跌幅均有所收窄。

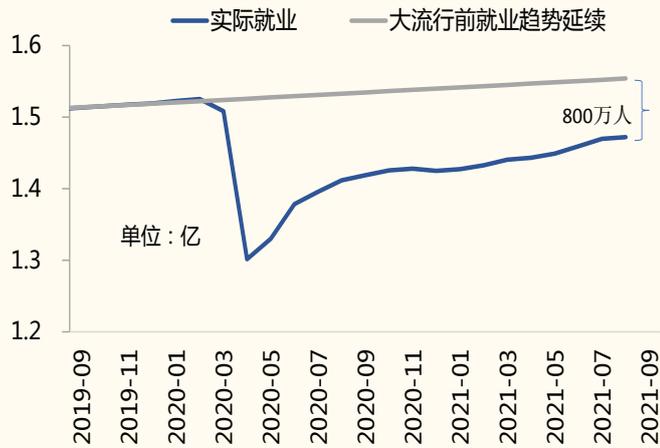
最后，非农数据表现不如预期不改美联储Taper节奏。正如前文所述，虽然美联储对非农的数据并不会满意，但是：1) 通胀持续性超预期；2) 9月私营部门的缺口并没有实际数值显示的那么大，不改美联储Taper的路径。后续我们认为仍需关注美联储公布的一级交易商对于缩减购债的预期，若美联储11月正式Taper，市场预期决定了风险资产的波动程度。

风险提示：疫情变异超预期；滞涨风险上升；货币政策收紧超预期

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

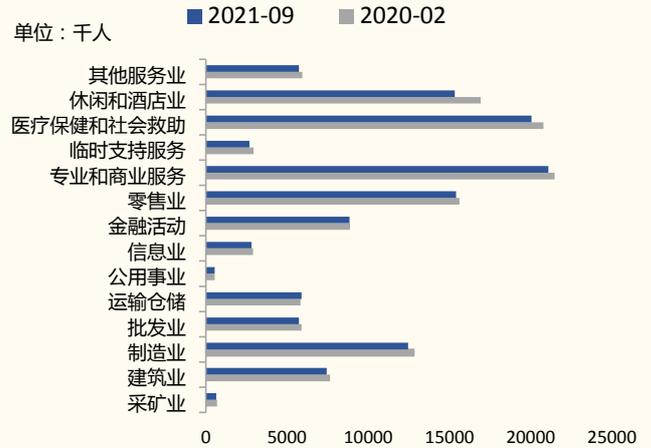
杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

图表 1: 9月实际就业和疫情前的就业趋势差距缩小



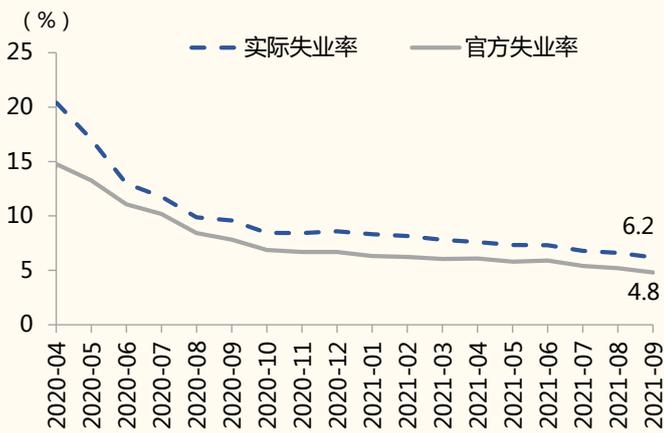
来源: Wind、BLS、国金证券研究所

图表 2: 9月休闲和酒店业的就业缺口依然较大



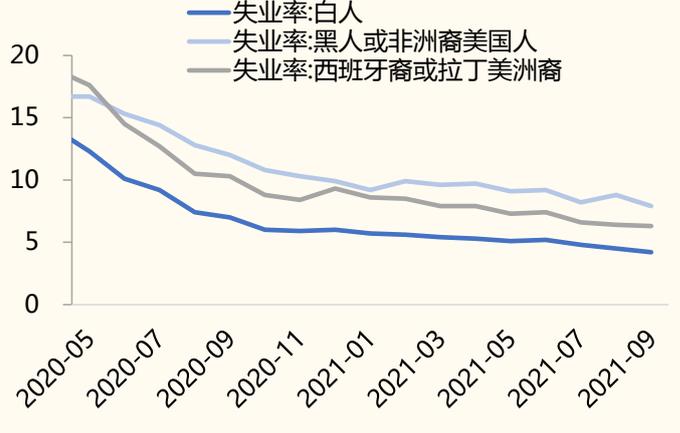
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 9月实际失业率和官方失业率



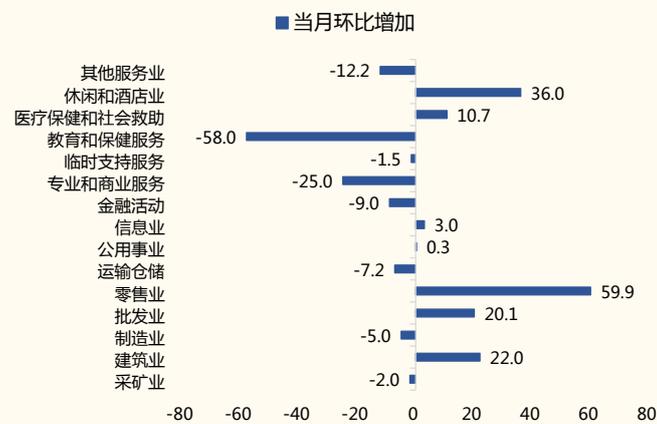
来源: PIIIE、BLS、国金证券研究所

图表 4: 9月不同种族失业率均回落



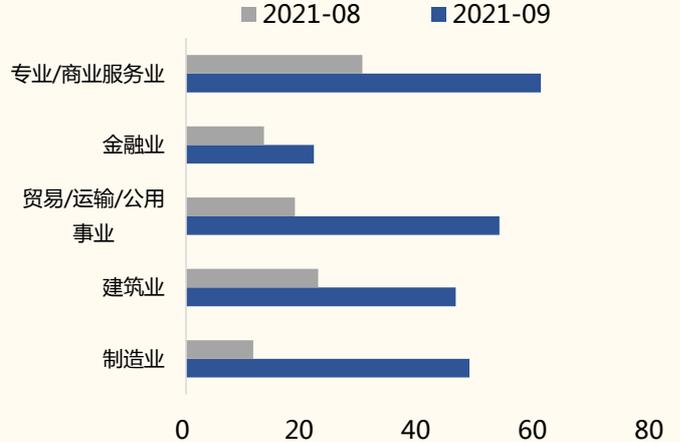
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 9月新增非农行业分项表现



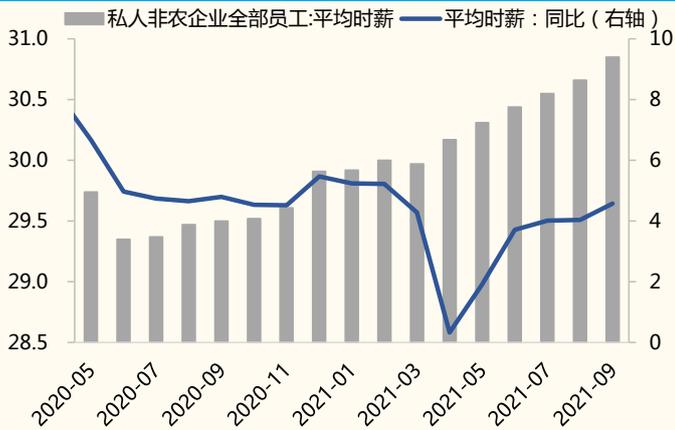
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 9月ADP新增就业人数和非农持续背离



来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 9月平均时薪同比增速回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 9月每周工作时总量同比回落



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、疫情变异超预期;
- 2、通胀风险失控, 滞涨风险上升;
- 3、货币政策收紧超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
 传真: 021-61038200
 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
 邮编: 201204
 地址: 上海浦东新区芳甸路1088号
 紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979
 传真: 010-66216793
 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
 邮编: 100053
 地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378
 传真: 0755-83830558
 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
 邮编: 518000
 地址: 中国深圳福田区深南大道4001号
 时代金融中心7GH

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_27399

