

非农表现疲软，会否拖累 Taper 进程？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 宏观专题 20210322：政府杠杆率从何处降？

2 宏观专题 20210329：补库存要靠哪些行业？

3 宏观专题 20210405：修路能否致富？——拜登计划的现实与影响

4 宏观专题 20210419：比特币带来“安全感”？——比特币资产系列研究之一

5 宏观专题 20210426：全球疫情反弹，经济迎来拐点？

6 宏观专题 20210509：假期服务恢复，因何被低估？

7 宏观专题 20210524：“未富先老”还是“未富先降”？——从经济发展视角看我国人口变化

8 宏观专题 20210531：成本压力来袭，哪些行业堪忧？

9 宏观专题 20210620：消费下半场，中国将接棒？

10 宏观专题 20210705：猪价要见底了么？

10 宏观专题 20210724：Delta 变异毒株有多可怕？

11 宏观专题 20210816：地产调控会不会放松？

12 宏观专题 20210907：民企为何赚不到钱？——从利润分化看政策取向

投资要点

- **专题思考：非农表现疲软，会否拖累 Taper 进程？**
- **9 月美国新增非农创新低，政府部门就业拖累。**9 月新增非农就业人数录得 19.4 万人，而 8 月录得 36.6 万人。分行业来看，商业服务、零售业、休闲酒店业、运输仓储等行业就业继续上升，而上月就业大幅上涨的教育医疗业在 9 月有所下滑。**政府部门新增就业骤降，或是此次非农就业表现疲软的主要原因。**政府部门新增就业下滑主要来自于教育部门。**疫情继续阻碍服务业就业恢复。**服务业新增非农维持低位与近期美国新冠疫情仍然肆虐关系密切。休闲酒店、教育医疗业等作为服务业中的高接触性行业，受疫情影响较大，新增就业恢复缓慢。
- **失业率下降，劳动参与率变化不大，不同口径下的失业率均持续下行，表明劳动力市场持续恢复。**失业率与新增非农有所背离，原因主要是二者**计算方式和统计口径有区别。**失业率下降或因失业人数降幅明显，部分失业者退出劳动力市场导致，非农表现疲软或因其不统计家庭雇佣工人和无薪休假工人的增长。**非农平均时薪同比、环比增速继续双升。**美国通胀持续高企，工资增速有所上升，其对通胀的传导有待进一步关注。
- **就业虽不算乐观，联储或不作为所动。**美联储主席鲍威尔在 9 月议息会议中称仅需一份“合理良好、而非超强的非农就业报告”，就足以满足缩债的门槛。此次非农私人部门新增就业约 32 万人表现尚可，而事实上，当前虽然就业可能并不满足货币政策转向条件，但通胀水平的高企会倒逼美联储加快缩债乃至加息进程。因而，我们预计，年内宣布正式开启 Taper 的概率依然较高。
- **一周扫描：**
- **疫情：全球新增确诊下降，欧洲疫苗接种加快。**最新一周，全球新冠肺炎新增确诊、新增死亡较前一周分别下降 4.6% 和 7.2%。全球疫苗接种速度放缓，欧洲疫苗接种速度加快。全球疫苗覆盖率仍不均衡，发达国家疫苗覆盖率放缓。
- **海外：美国或短期提高债务上限，日本维持货币宽松。**美国参议院投票通过临时提高债务上限至 12 月 3 日的协议。通过两党基建方案的目标日期被延后。欧洲央行对通胀保持乐观，日本央行继续货币宽松。美国 8 月 PCE 同比增速上涨，增幅创 1991 年以来最大，核心 PCE 与 1991 年以来的最高水平一致。
- **物价：国际油价回升，猪价持续下行。**本周农业部农产品批发价格 200 指数环比上升。本周国际油价回升，国内钢价较上上周上行，猪价持续下行。
- **流动性：资金利率下行，美元指数回升。**DR001 周度均值较上周上行 28.8 bp，DR007 周度均值较上周下行 10.5 bp。美元指数均值回升至 94.1。
- **大类资产表现：日韩股市回调，债券收益率上行。**国庆假期期间茅指数、创业板指和沪深 300 领涨，日韩市场继续回调。国内权益方面，食品饮料领涨。本周 10 年期国债收益率周度均值较节前上行 3.8bp，10 年期国开债收益率周度均值较节前上行 2.7bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 专题思考：非农表现疲软，会否拖累 Taper 进程？	- 4 -
2. 疫情：全球新增确诊下降，欧洲疫苗接种加快	- 7 -
3. 海外：美国或短期提高债务上限，日本维持货币宽松	- 9 -
4. 物价：国际油价回升，猪价持续下行	- 10 -
5. 流动性：资金利率下行，美元指数回升	- 12 -
6. 大类资产表现：日韩股市回调，债券收益率上行.....	- 14 -

图表目录

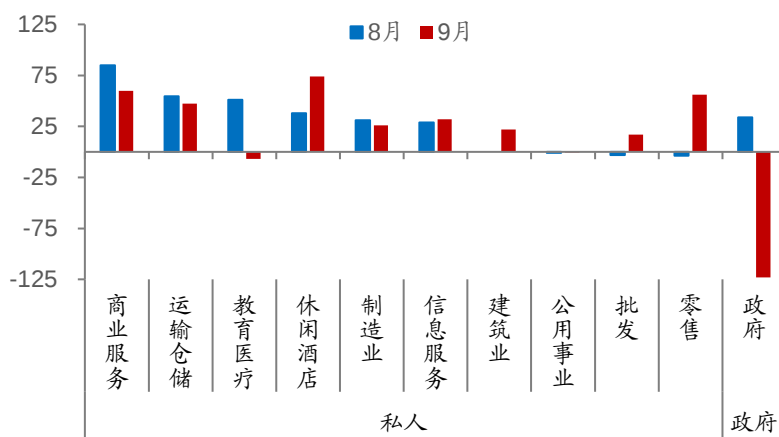
图表 1: 美国各行业非农新增就业人数 (千人)	- 4 -
图表 2: 美国服务业非农就业人数与当月新增确诊病例	- 5 -
图表 3: 不同口径下的失业率 (%)	- 5 -
图表 4: 非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)	- 6 -
图表 5: 美联储官员近期观点一览	- 7 -
图表 6: 各经济体每日新增病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 8 -
图表 7: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 8 -
图表 8: 各经济体疫苗覆盖率 (%)	- 9 -
图表 9: 美国 CPI 和 PCE 同比 (%)	- 10 -
图表 10: 美国制造业、非制造业 PMI (%)	- 10 -
图表 11: 农产品批发价格 200 指数	- 11 -
图表 12: 食用农产品价格指数	- 11 -
图表 13: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 11 -
图表 14: 猪肉批发价格 (元/公斤)	- 11 -
图表 15: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 12 -
图表 16: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 12 -
图表 17: 动力煤及焦煤价格 (元/吨)	- 12 -
图表 18: R001 和 DR001 利率 (%)	- 13 -
图表 19: R007 和 DR007 利率 (%)	- 13 -
图表 20: 央行公开市场操作 (亿元)	- 13 -
图表 21: CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	- 13 -
图表 22: 美元指数	- 13 -
图表 23: 大类资产表现 (%)	- 14 -
图表 24: 申万行业表现 (%)	- 14 -
图表 25: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 15 -
图表 26: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 15 -

1. 专题思考：非农表现疲软，会否拖累 Taper 进程？

9 月美国新增非农创新低，政府部门就业拖累。9 月新增非农就业人数录得 19.4 万人，8 月录得 36.6 万人。自 2020 年 4 月以来，非农就业人数增加了约 1740 万人，但与新冠病毒大流行前相比，仍然减少了约 500 万人。分行业来看，9 月私人部门新增就业人数由上个月的 33.2 万人下降到 31.7 万人。其中，商业服务、零售业、休闲酒店业、运输仓储等行业就业人数继续上升，本月分别增加 6 万、5.6 万、7.4 万人、4.7 万人，而上月就业人数上涨 5.1 万人的教育医疗业在 9 月下滑，新增就业人数降为-0.7 万人；政府部门新增就业人数由从上月的 3.4 万人下降到 9 月的-12.3 万人，是此次非农就业表现疲软的主要原因。

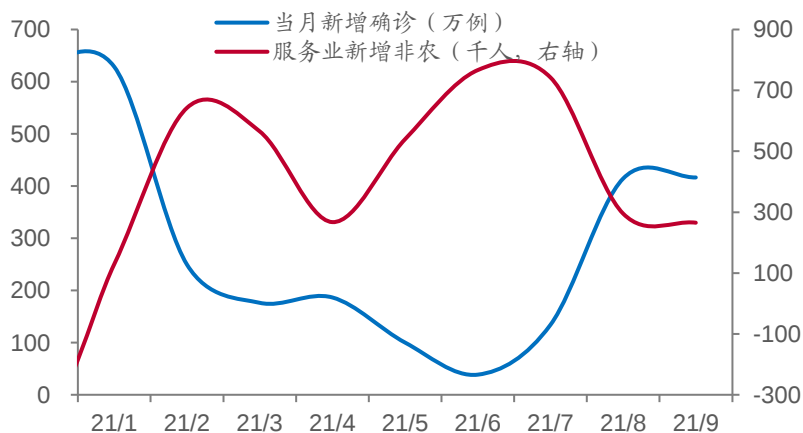
政府部门新增就业下滑主要来自于教育。本月地方政府教育部门就业人数下降了约 14 万，州政府教育部门下降了约 1.6 万。劳工部表示 9 月政府部门的新增就业低于往常，可能是由于季节性调整的原因。数据显示，季调后政府新增就业人数为-12.3 万，而季调前为 87.7 万。

图表 1：美国各行业非农新增就业人数（千人）



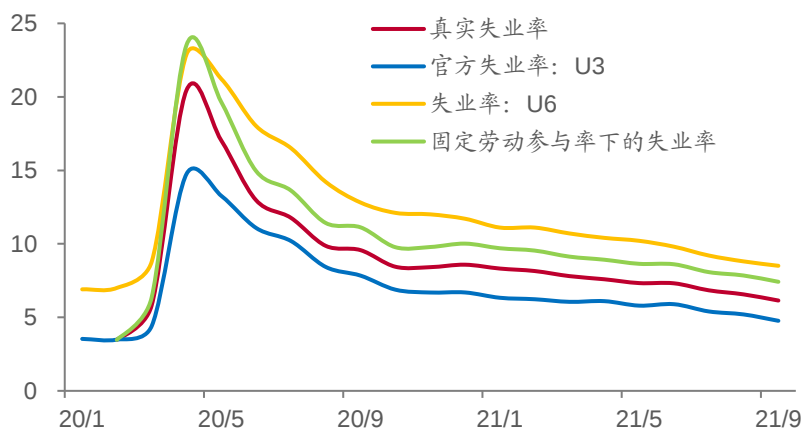
来源：美国劳工部，中泰证券研究所

疫情继续阻碍服务业就业恢复。9 月服务业新增非农就业人数录得 26.5 万人，较上月 29.5 万人略微下降。服务业新增非农就业人数维持低位与近期美国新冠疫情仍然肆虐关系密切。9 月以来，美国新增确诊与新增死亡病例均不算低，到目前为止，美国仍然是每日新增确诊病例数最多的国家。休闲酒店、教育医疗业等作为服务业中的高接触性行业，受疫情影响较大，新增就业人数恢复缓慢。

图表2：美国服务业非农就业人数与当月新增确诊病例


来源：WIND，中泰证券研究所

失业率有所下降，劳动参与率变化不大。美国总体失业人数9月大幅下降71万人至767.4万人。就业人口较上月上涨了52.6万人，就业人口比例提升0.2%至58.7%，但仍低于疫情爆发前的61.1%。劳动参与率录得61.6%，较疫情前的63.3%仍存在一定的差距。不同口径下的失业率均持续下行。其中固定劳动参与率下的失业率下降0.5个百分点至7.4%，降幅最大。U6下降至8.5%，真实失业率、官方失业率有所下降，分别降至6.2%和4.8%，继续保持下降态势且降幅有所提升。

图表3：不同口径下的失业率 (%)


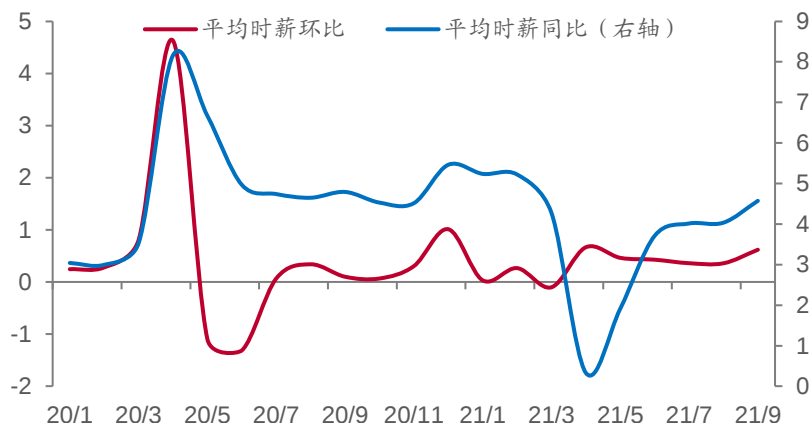
来源：PIIE，中泰证券研究所

失业率与新增非农数据有所背离，原因主要是二者计算方式和统计口径差异。计算方式上，失业率等于失业人数/(失业+就业人数)，本月失业人数下降约71万人，而就业人数仅上升52.6万人，表明部分失业者已经退出劳动力市场，导致失业率相比上月下降近0.4%。家庭调查的新增就业人数为52.6万人，远高于机构调查的新增非农就业人数19.4万人。这或是因为二者统计口径上的原因，一方面，家庭住户调查的抽样误差比机构调查大得多。另一方面，家庭调查的就业人数相对机构调查增加了自雇、农业、家庭雇佣工人和无薪休假工人等来源，从数据上来看，本月家庭调查新增就业人数或主要来自家庭雇佣工人和无薪休假工人。

非农平均时薪同比、环比增速继续回升。由于疫情导致的供给冲击和经

济复苏带来的需求压力，9 月份私人部门非农就业时薪增加了 19 美分，达到 30.85 美元，同比增速上行至 4.6%，环比增速上行至 0.6%。美国通胀持续高企，8 月 PCE 同比增长 4.3%，增幅创 1991 年以来新高，核心 PCE 同比增长 3.6%，CPI 同比增长 5.3%，核心 CPI 同比增长 4.0%，仍保持高位。近几个月以来工资增速持续上升，其对通胀的传导有待进一步关注。

图表 4： 非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)



来源：美国劳工部，中泰证券研究所

就业虽不算乐观，联储或不作为所动。鲍威尔在 9 月议息会议中称仅需一份“合理良好、而非超强的非农就业报告”，就足以满足缩债的门槛。此次非农私人部门新增就业约 32 万人表现尚可，而事实上，当前虽然就业可能并不满足货币政策转向条件，但通胀水平的高企会倒逼美联储加快缩债乃至加息进程。因而，我们预计，年内宣布正式开启 Taper 的概率依然较高。

图表 5：美联储官员近期观点一览

时间	观点
近期 官员 讲话	卡什卡利： 预计在 2024 年前美联储不会加息；对美联储即将实施的债券购买缩减计划感到满意；“在不远的将来”缩减债券购买规模是有意义的。
	博斯蒂克： 持续的经济增长将推动美国在 2022 年底接近充分就业；预计美联储将在那时开始加息，此后加快加息步伐将“没有障碍”。
	哈克： 美联储接近实现通胀目标；希望尽快缩减购债规模，以便在通胀高于预期的情况下，为美联储提供加息空间；预计利率将在 2022 年底或 2023 年初上调。
	埃文斯： 最近的物价上涨令人震惊，供应冲击是当前高通胀的一个重要原因；通胀预期并没有失控；设想是从今年年底或明年 1 月开始缩减资产购买，到明年年中或秋季结束。
	布拉德： 通胀比美国十年来所见的都要高；高通胀可能不会使美联储 2% 的目标消失，将面临比以往更严重的通货膨胀。
9 月 议息 会议	梅斯特： 我支持在 11 月开始缩减我们的购债规模，并在明年上半年结束购债计划。
	鲍威尔： 如果经济进展符合预期，美联储很可能在下次会议就采取缩减购债行动；高通胀只是暂时的，通胀预期仍将得到很好的控制；仅需一份“合理良好、而非超强的非农就业报告”，就足以满足缩债的门槛。

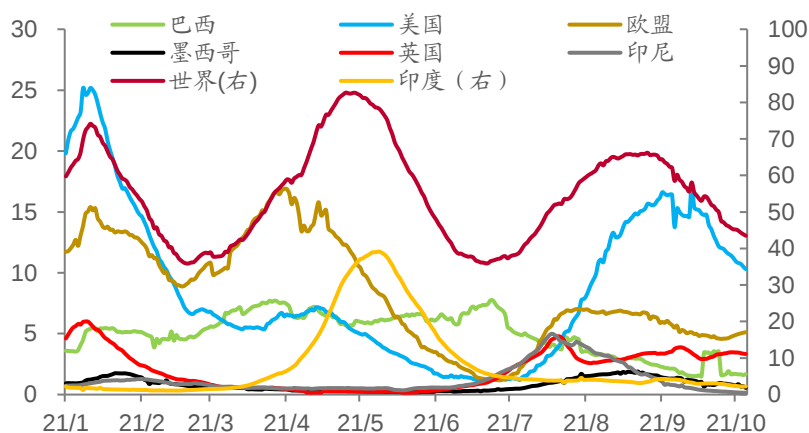
来源：美联储，中泰证券研究所

2. 疫情：全球新增确诊下降，欧洲疫苗接种加快

全球新增确诊和死亡病例本周继续下降，美国单日新增确诊病例回落。
最新一周，全球新冠肺炎新增确诊与死亡病例录得约 304.3 万与 5.1 万，新增确诊、新增死亡较前一周分别下降 4.6% 和 7.2%。数据显示，美国（14 万）、英国（3.9 万）、土耳其（3 万）是单日新增确诊病例数最多的三个国家。美国上周单日新增确诊有所下降，本周继续下行，新增确诊病例 7 日均值下降 12%。最近一周我国本土新增确诊 23 例，低于上周 114 例，多地调为低风险地区，疫情紧张态势有所缓解。

多国政府放松封锁限制。越南最大城市兼商业中心胡志明市开始放宽实施了四个月的防疫限制措施，允许更多商业和社交活动重新启动。马来西亚沙巴州宣布所有跨州进入沙巴的民众，只要完成疫苗接种、提交入境前的阴性检测报告及获警方许可证，都可豁免隔离。柬埔寨将缩短已接种疫苗入境投资商的隔离时间，使投资市场更为活跃。印度尼西亚冠病疫情缓解，巴厘岛机场本月中将允许部分国家恢复直飞航线。泰国旅游委员会副主席宋松说，大量印度游客预料会在屠妖节期间恢复出行，预计从 11 月 1 日起再度开放边境。意大利卫生部、文化部和体育部联合提出进一步放宽大型公共场所人数限制的议案。

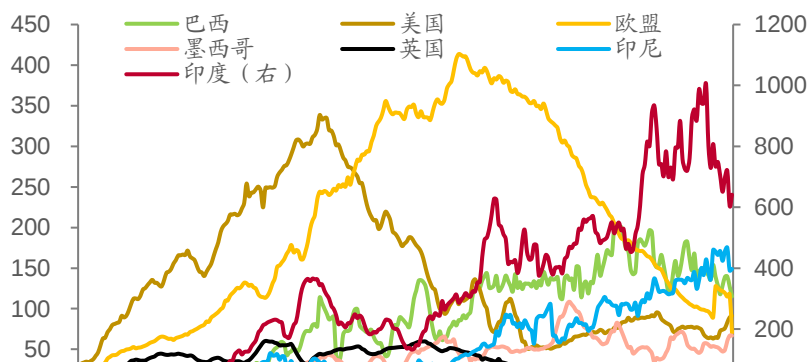
图表6：各经济体每日新增病例数量（七日移动平均，万例）



来源：Our World in Data，中泰证券研究所

全球疫苗接种速度放缓，欧洲疫苗接种速度加快。欧盟药品管理局发布公告，提出接种新冠疫苗加强针的建议。欧洲多国已经开始着手注射第三剂新冠疫苗作为追加剂提高接种者的保护力。印度尼西亚政府正在加大大规模冠病疫苗接种的力度，希望能够在今年结束前为 70%人口接种至少一剂疫苗。泰国开始为全国 12 岁至 18 岁的青少年接种冠病疫苗。马来西亚政府宣布，本月中开始为年长者接种第三剂冠病疫苗，并批准到时使用混合疫苗。意大利卫生部发布最新通报称，继免疫受损人群后，将相继为 80 岁以上老年人、疗养院入住者及工作人员、60 岁以上或暴露风险高的医务人员接种第三针疫苗。

图表7：各国每日疫苗接种量（七日移动平均，万剂）



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_27491

