

非农超预期，但美债长端收益率“寻顶”

事件：11月5日晚间美国劳工部公布美国10月非农就业新增53.1万人，高于预期的45万人。公布数据后，美股三大股指开盘上涨，美债收益率回落、金价探底回升、美元冲高回落。

点评：

美国10月非农远高于预期，9月数据大幅上修，失业率有所回落，但是劳动参与率略低于预期。数据显示美国10月非农就业新增53.1万人，高于预期的45万人；另外9月数据从19.4万人上修至31.2万人；10月失业率为4.6%，好于前值4.8%；劳动参与率为61.6%，持平于前值，略低于预期。10月平均时薪环比为0.4%（前值0.6%），同比为4.9%（前值4.6%）。私人服务部门为主要提振。分类数据显示，零售贸易业增加3.5万人（前值5.7万人）、休闲和酒店业新增就业16.4万人（前值8.8万人）、专业和商业服务业新增就业10万人（前值7.6万人）、制造业新增就业6万人（前值3.1万人）、交运和仓储业新增就业5.44万人（前值5.74万人）、政府部门减少7.3万人（前值为减少的5.3万人）、教育和健康服务业新增就业6.4万人（前值为增加的1.3万人）。

从总量上来看，美国疫情在10月好转，带动了服务业新增就业大幅增加。在连续几月背离后，本月非农和ADP报告表现趋同，10月ADP数据显示新增就业57.1万人，主要由服务行业复苏所推动，其中休闲酒店新增就业18.5万人。劳动部公布的非农数据也显示本月由于对疫情担忧的消退使更多服务业员工重返工作岗位，休闲和酒店业雇主的招聘增长尤为明显，接近9月新增就业的两倍。另外，截至10月30日，美国当周初次申请失业金人数下降了1.4万人至26.9万人，降至19个月新低，且四周的当周初次申请失业金人数均值也有所回落，说明随着疫情好转，财政补贴的退出，劳动力市场仍然在持续复苏。

但是供应链持续受限，其负面溢出效应在本月非农数据中凸显。一方面体现在与供应链相关的行业劳动力复苏明显放缓。即使与9月较弱的就业数据相比，10月份零售贸易、运输和仓储行业的就业人数增长进一步放缓，表明交货时间延长对这些行业的打击尤其严重。另一方面体现在薪资增长上。数据显示，10月休闲和酒店业的平均时薪上涨了12.4%，美国单位劳动力成本在三季度上升了8.3%，但是生产率却在以5.0%的速度下降，劳动生产率的增长已经显著低于实际工资增长率，成本型通胀已经形成，那么后续需警惕企业利润下降导致企业开工率的回落，产量减少对投资形成抑制。

从资产价格来看，非农表现超预期，为何美债收益率下行？首先，从美股来看，Taper靴子落地，市场对于11月份Taper已经有所定价，非农表现超预期带动风险偏好回升。其次，从美债来看，虽然总量数据强劲，劳动力市场复苏空间仍存，但是随着美联储Taper，且各项经济数据复苏的力度放缓，市场对于美债长端收益率的顶部开始逐步定价，我们认为这一轮美债收益率难以突破1.8%。第三，从金价和美元指数来看，非农数据公布后金价探底回升、美元冲高回落和美债收益率的表现相符合，进一步印证短期黄金配置性价比上行，美元高点显现。

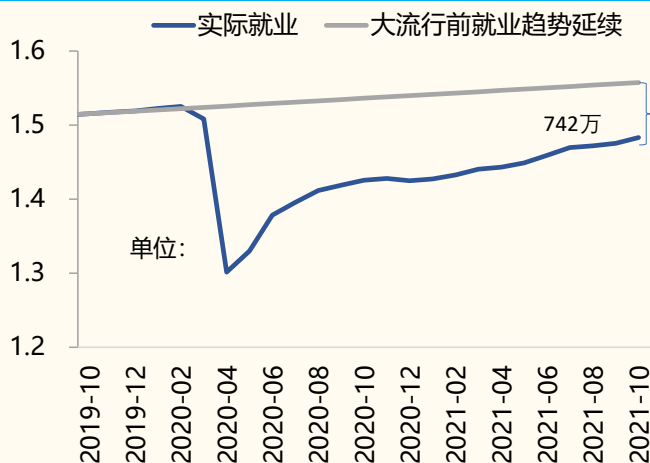
最后，美联储Taper短期对非农的影响有限。货币政策对于劳动力市场的影响主要是由经济表现所传导，所以使得失业率是一个明显的滞后指标，虽然美国三季度GDP表现低于预期，但是四季度在疫情好转下，经济仍然有所支撑，且本轮Taper节奏偏鸽，减少购债的数量也保持了灵活性，所以我们预计后续短期美国新增非农仍然以渐进式填坑服务业为主，但是长期来看随着全球经济周期转下行，劳动力市场复苏的进程也将放缓。

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

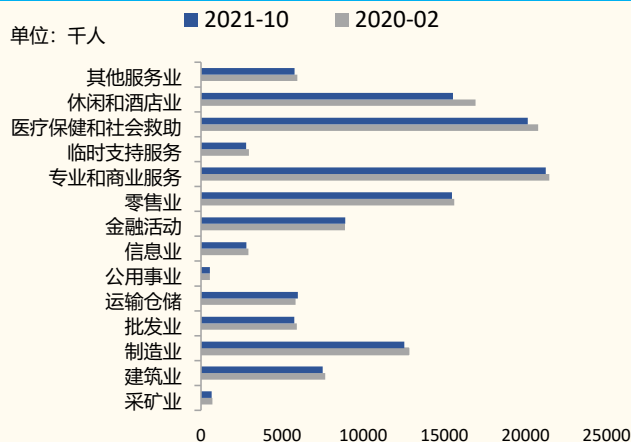
杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

图表 1: 10 月实际就业和疫情前的就业趋势差距缩小



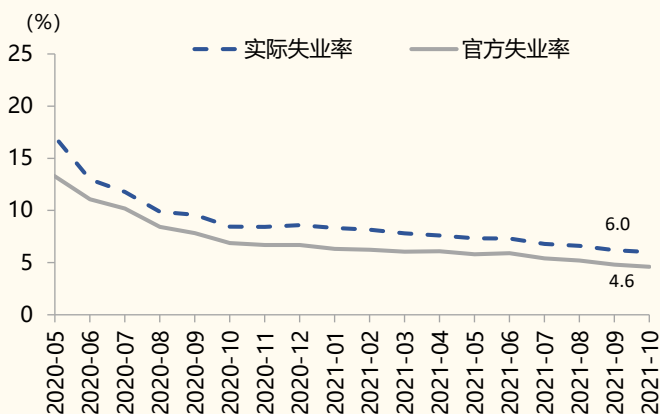
来源: Wind、BLS、国金证券研究所

图表 2: 10 月休闲和酒店业的就业缺口依然较大



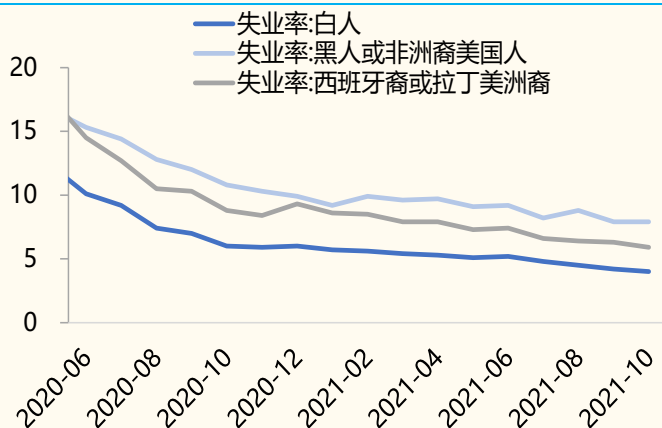
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 10 月实际失业率和官方失业率进一步回落



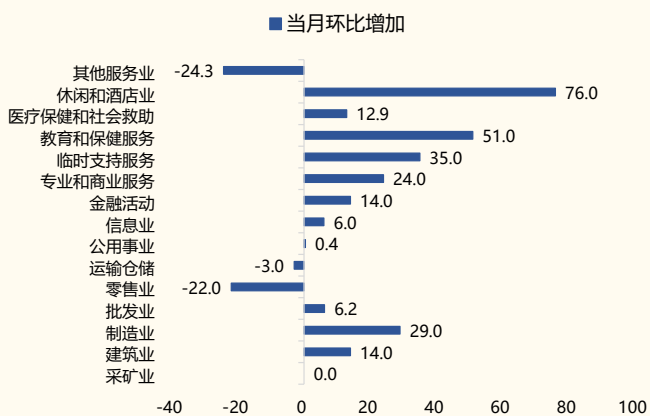
来源: PIIE、BLS、国金证券研究所

图表 4: 10 月白人和西班牙裔失业率回落



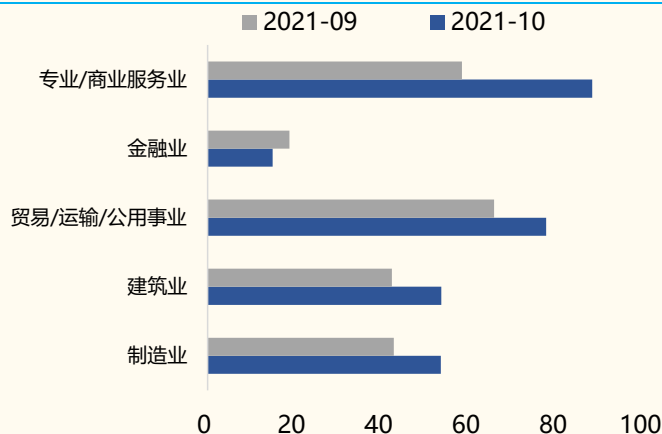
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 10 月新增非农行业分项表现



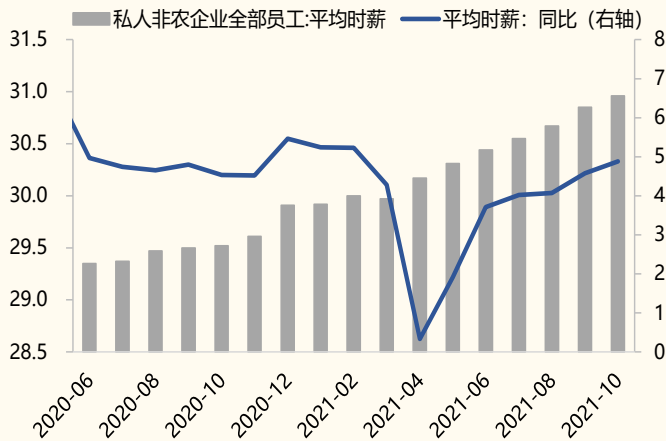
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 10 月 ADP 和非农表现趋同



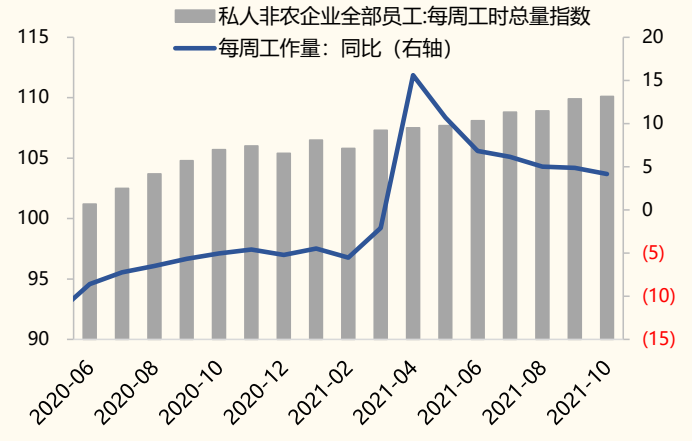
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7：10 月平均时薪同比增速回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：10 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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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_29004

