

非农强劲，为何引发“股债双涨”？

——美国 10 月非农数据点评

11 月 4 日，美国公布的 10 月非农新增就业录得 26.1 万人，远远超出市场预期。

■ 美国非农强劲，为何引发“股债双涨”？数据“明强实弱”，或接近分水岭

美国 10 月非农就业超预期背后，美股、美债等却纷纷反弹。数据显示，10 月非农就业新增 26.1 万人，高于预期的 20 万人。10 月失业率为 3.7%，略高于预期的 3.6%；劳动参与率为 62.2%，低于预期的 62.4%。10 月时薪环比 0.4%、同比 4.7%，均较前值有所回落。根据过往经验来看，10 月非农数据依然偏强，理论上会提振紧缩预期、引发“股债双杀”，但这次美股、美债等却纷纷反弹。

分结构来看，“挑大梁”的服务业新增就业大幅下滑，制造业、政府新增就业反弹。数据显示，制造业、政府新增就业人数分别从 2.3 万人、-0.4 万人增加至 3.2 万人、2.8 万人，服务业新增就业人数却从 27.1 万人大幅下滑至 20 万人。进一步来看，“挑大梁”的休闲酒店业、教育保健业、专业服务业新增就业人数，分别从 10.7 万人、9.1 万人、5.2 万人回落至 3.5 万人、7.9 万人、3.9 万人。

美国就业人数虽然“真的多”，但实际的“产出”却没那么多。疫情之后，美国就业人口的缺勤率（缺勤天数占一段时期内可工作天数的比重）出现明显提升。往年美国缺勤率的正常水平略低于 2%，流感高峰期阶段性抬升至 2.5-3%；疫后，美国缺勤率直接突破 2.5%，新冠高峰期甚至突破 5%。缺勤率提升导致的直接结果，表现为就业人数“真真切切”增加，但实际的“产出”却已见顶回落。

领先指标职位空缺数已见顶回落，就业走势或也接近分水岭。考虑到就业需求快于供给变化，职位空缺数的走势一般弱领先于非农就业人数。本轮疫后招工需求的释放极为快速，职位空缺数不足 1 年就修复至疫前水平以上，就业人数修复相对滞后。但职位空缺数自 3 月见顶以来，回落已有半年，意味着就业人数也逐步接近“见顶”。那么新增就业仍将延续下滑趋势，对应薪资压力也将边际缓解。

■ 后续展望？就业等指标释放的“衰退”信号，对紧缩的掣肘或将逐步显现

作为美国经济“遮羞布”的就业市场走弱，意味着美联储紧缩的“底气”越发不足。高利率环境，仍将持续压制地产市场及相关消费，疫情“长尾”效应对就业市场等的制约也在逐步显现，叠加去库周期的开始等，共同加速经济动能下滑。以史为鉴，PMI 新订单指数自年中持续跌破 50% 的荣枯线，指向“衰退”窗口或在冬春之交。伴随着经济动能加速坠落，美联储紧缩的“底气”也将越发不足。

观点重申：高强度加息或步入尾声，紧缩态度的边际缓和将成为下一阶段的焦点。作为影响核心通胀的关键变量，房价、薪资增速的顶点均已出现，意味着美联储上修终点利率预测的空间有限。再考虑到“紧缩”效应对经济及通胀的影响存在滞后性、有可能在 2023 年及以后集中加速显现，也将反过来影响加息步伐。目前布拉德等部分官员已释放偏鸽派信号，后续态度的变化值得重点关注。

风险提示：美国新冠疫情出现超预期反弹；劳动力就业意愿持续低迷不振。

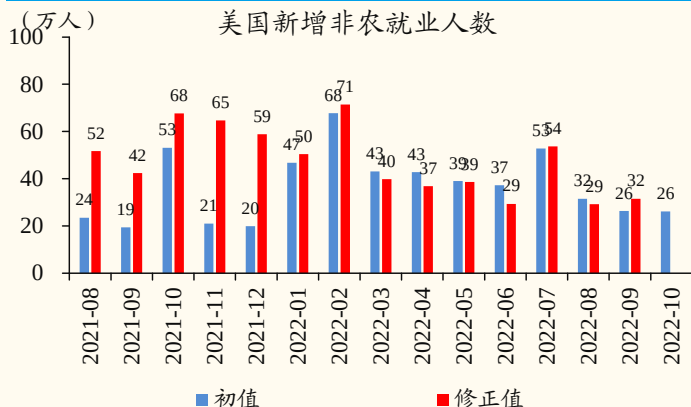
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008
caojinqiu@gjzq.com.cn

1、美国非农强劲，为何引发“股债双涨”？数据“明强实弱”，或接近分水岭

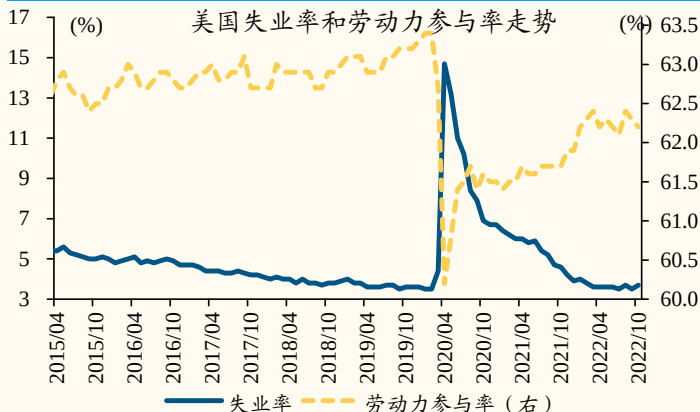
美国 10 月非农就业超预期背后，美股、美债等却纷纷反弹。数据显示，10 月非农就业新增 26.1 万人，高于预期的 20 万人。10 月失业率为 3.7%，略高于预期的 3.6%；劳动参与率为 62.2%，低于预期的 62.4%。10 月时薪环比 0.4%、同比 4.7%，均较前值有所回落。根据过往经验来看，10 月非农数据依然偏强，理论上会提振紧缩预期、引发“股债双杀”，但这次美股、美债等却纷纷反弹。

图表 1：10 月，美国非农新增就业下滑至 26.1 万人



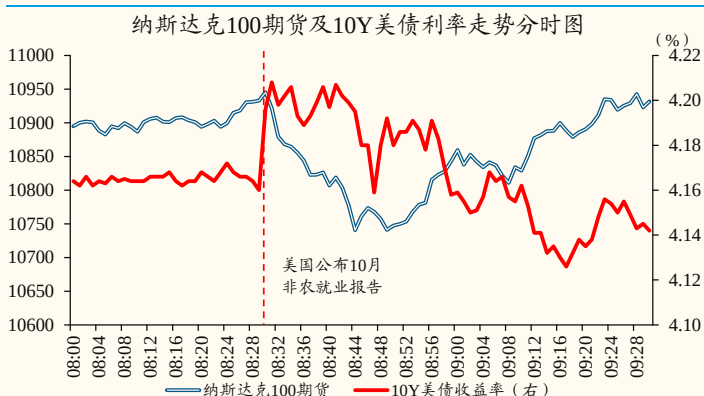
来源：BLS、国金证券研究所

图表 2：10 月，美国劳动力参与率下降，失业率上升



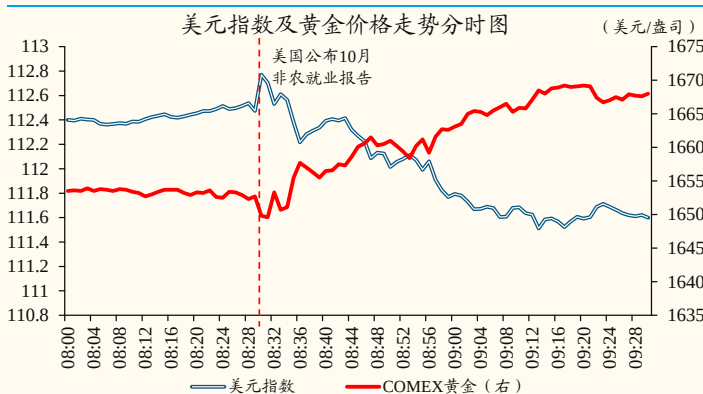
来源：BLS、国金证券研究所

图表 3：美股期货及 10Y 美债利率走势



来源：Wind、国金证券研究所

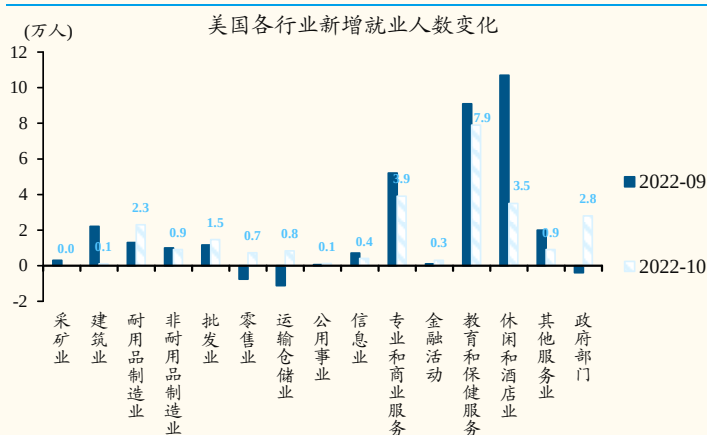
图表 4：美元指数及黄金价格走势



来源：Wind、国金证券研究所

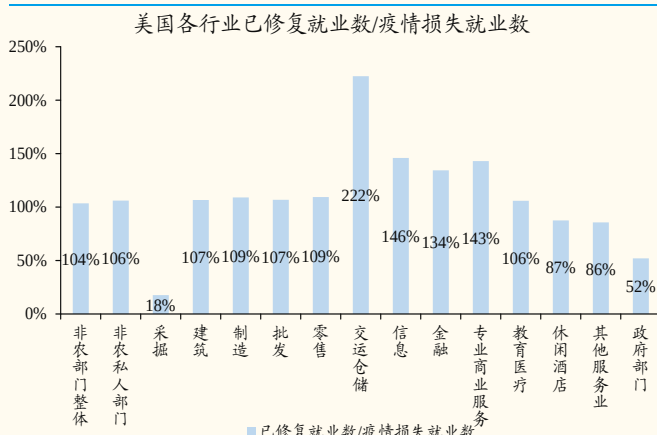
分结构来看，“挑大梁”的服务业新增就业大幅下滑，制造业、政府新增就业反弹。数据显示，制造业、政府新增就业人数分别从 2.3 万人、-0.4 万人增加至 3.2 万人、2.8 万人，服务业新增就业人数却从 27.1 万人大幅下滑至 20 万人。进一步来看，“挑大梁”的休闲酒店业、教育保健业、专业服务业新增就业人数，分别从 10.7 万人、9.1 万人、5.2 万人回落至 3.5 万人、7.9 万人、3.9 万人。

图表 5：美国服务业新增就业大幅下滑



来源：BLS、国金证券研究所

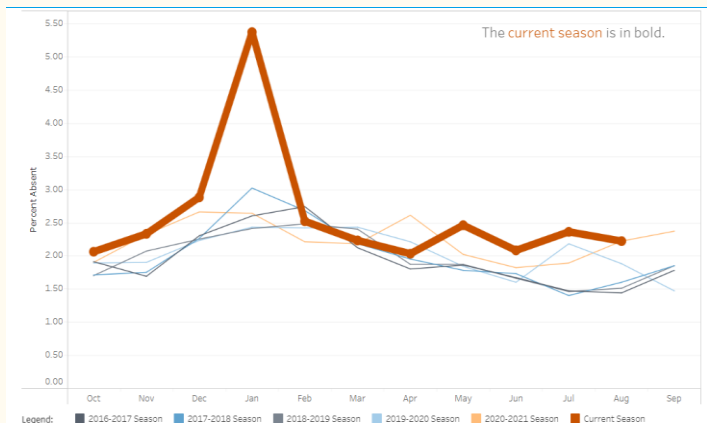
图表 6：美国服务业就业修复仍然滞后



来源：BLS、国金证券研究所

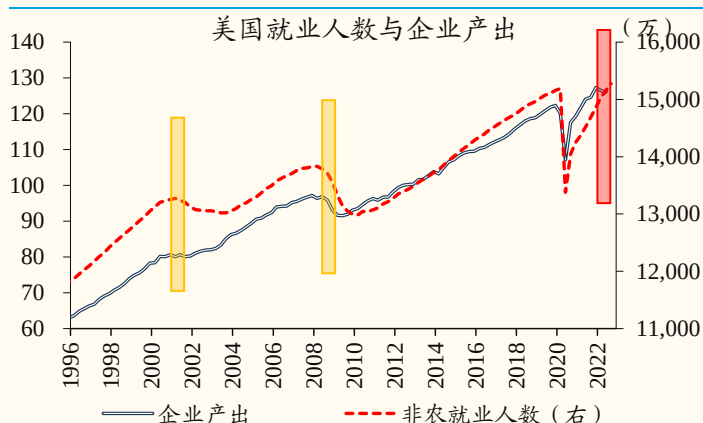
美国就业人数虽然“真的强”，但实际的“产出”却没那么强。疫情之后，美国就业人口的缺勤率（缺勤天数占一段时期内可工作天数的比重）出现明显提升。往年美国缺勤率的正常水平略低于 2%，流感高峰期阶段性抬升至 2.5-3%；疫后，美国缺勤率直接突破 2.5%，新冠高峰期甚至突破 5%。缺勤率提升导致的直接结果，表现为就业人数“的确确实”增加，但实际的“产出”却已见顶回落。

图表 7：疫情后缺勤率大幅抬升



来源：CDC

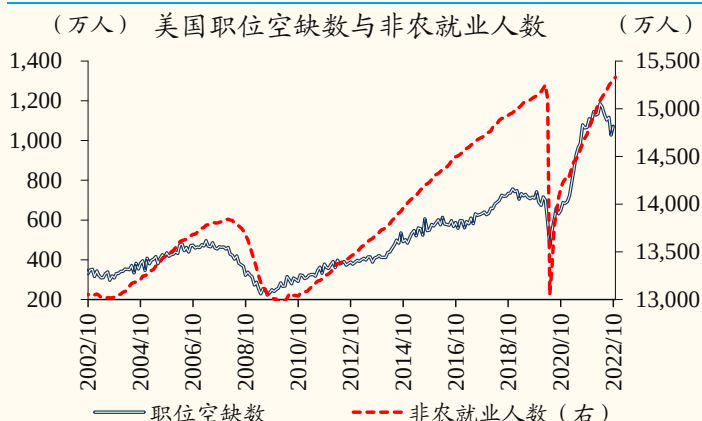
图表 8：美国实际的“产出”却没那么强



来源：Wind、国金证券研究所

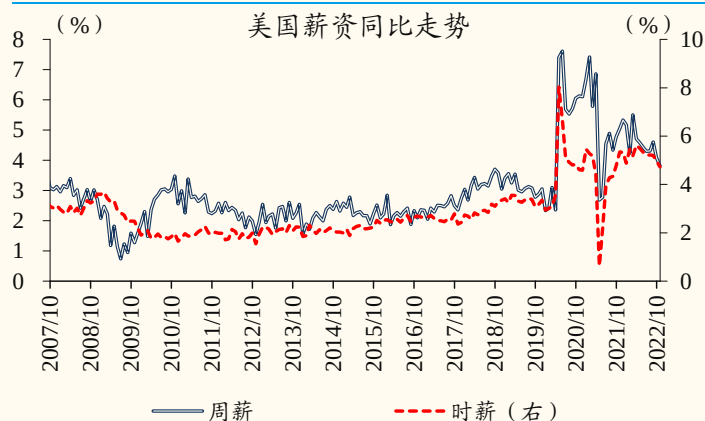
领先指标职位空缺数已见顶回落，就业“降温”乃大势所趋。考虑到就业需求快于供给变化，职位空缺数的走势一般弱领先于非农就业人数。本轮疫后招工需求的释放极为快速，职位空缺数不足 1 年就修复至疫前水平以上，就业人数修复相对滞后。但职位空缺数自 3 月见顶以来，回落已有半年，意味着就业人数也逐步接近“见顶”。那么新增就业仍将延续下滑趋势，对应薪资压力也将边际缓解。

图表 9：美国职位空缺数的走势领先于非农就业人数



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：美国薪资压力也将边际缓解

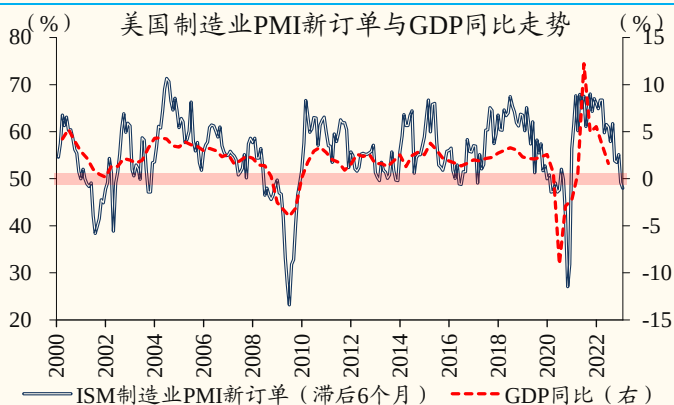


来源：Wind、国金证券研究所

2、后续加息展望？高强度加息或步入尾声，紧缩态度的边际缓和成为焦点

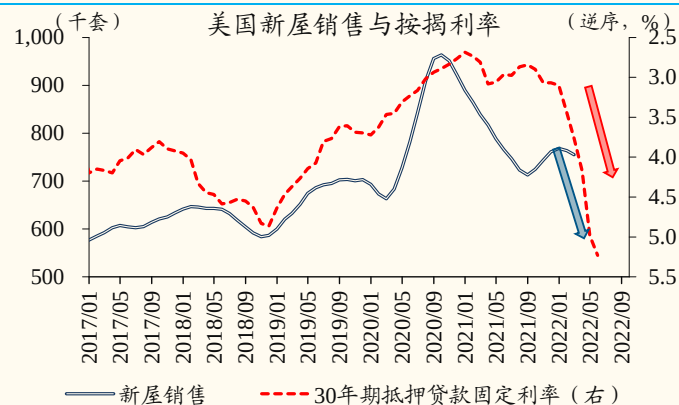
作为美国经济“遮羞布”的就业市场走弱，意味着美联储紧缩的“底气”越发不足。高利率环境，仍将持续压制地产市场及相关消费，疫情“长尾”效应对就业市场等的制约也在逐步显现，叠加去库周期的开始等，共同加速经济动能下滑。以史为鉴，PMI 新订单指数自年中持续跌破 50% 的荣枯线，指向“衰退”窗口或在冬春之交。伴随着经济动能加速坠落，美联储紧缩的“底气”也将越发不足（详情参见《美国经济：衰退前的“回光返照”》）。

图表 11：美国“衰退”窗口或在冬春之交



来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：高利率仍将持续压制地产市场



来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：美国商品消费需求降温已有段时间

图表 14：美国库存周期，拐点或现

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_48429

