

强非农背后的“魔鬼细节” ——美国 11 月非农数据点评

12 月 2 日，美国公布的 11 月非农新增就业录得 26.3 万人，继续超出市场预期。

■ 美国非农强劲，为何引发“股债双杀”？加息预期几乎未动，降息预期降温

美国 11 月非农就业超预期，引发美股、美债“双杀”。数据显示，11 月非农就业新增 26.3 万人，高于预期的 20 万人；9 月、10 月数据合计下修 2.3 万人。11 月失业率为 3.7%，持平预期；劳动参与率为 62.1%，低于预期的 62.3%。11 月时薪环比上涨 0.6%、同比上涨 5.1%，均大幅高于预期。非农数据强劲的背后，加息预期变化不大，但降息预期却出现明显降温，导致美股、美债等纷纷下跌。

分结构来看，休闲酒店等部分服务业新增就业出现反弹。数据显示，制造业、服务业新增就业分别由 3.6 万人、20.1 万人下滑至 1.4 万人、18.4 万人，前者走势与制造业 PMI 连续回落释放的信号较为吻合，后者主要与前期铁路“罢工潮”下零售业、运输仓储业就业人数降幅扩大等有关。不过，“挑大梁”的休闲酒店业、教育保健业新增就业人数分别从 8 万人、6 万人反弹至 8.2 万人、8.8 万人。

■ 美国强非农背后，隐藏的“魔鬼细节”？“过度就业”、缺勤率等现象凸显

“魔鬼细节”之一：受统计口径差异、“过度就业”等因素，两种口径的就业数据“打架”。与机构调查不同，家庭调查的 11 月非农就业净减少 40 万人，两种非农就业总数之差也从 5 月的 450 万左右（正常水平）缩减至 268 万。一方面，自雇人士、家庭劳务者人数 5 月来合计减少近 50 万。同时，“过度就业”者（从事多种职业者）数量 5 月来净增近 50 万，导致机构调查重复统计、造成数据差异。

“魔鬼细节”之二：或与病毒感染下缺勤率抬升有关，在岗劳动力的“工作强度”明显降低。防控放松之后，美国就业人口的缺勤率出现明显提升。往年美国缺勤率的正常水平略低于 2%，流感高峰季阶段性抬升至 2.5% 左右；防控放松以来，美国缺勤率中枢直接突破 2.5%，新冠高峰期甚至突破 5%。缺勤率的提升，导致平均工时、加班工时快速回落，拖累人均产出效率下滑、总产出见顶回落。

■ 就业后续演绎及影响？强就业难维持，紧缩交易收尾，关注点回归基本面

展望未来，需求降温及供给约束下，美国就业市场强劲的现状或将难以维持。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。本轮职位空缺数自 3 月见顶以来、回落已有半年，叠加移民、新冠“后遗症”等供给端问题的约束，就业人数后续维持高增的难度或将越来越大。整体来看，非农就业市场整体或将延续降温趋势，薪资压力也有望边际缓解、但韧性较强。

观点重申：短期紧缩交易收尾、盈利影响逐步显现，中长期就业进入“新常态”、“滞胀”格局延续。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，意味着美联储大幅上修终点利率预测的空间有限。短期来看，紧缩交易下的估值压制或有所减弱，但盈利端的影响逐步显现，股市波动仍大、贵金属配置价值凸显。中长期来看，就业进入“新常态”，“滞胀”格局或仍持续存在。

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。

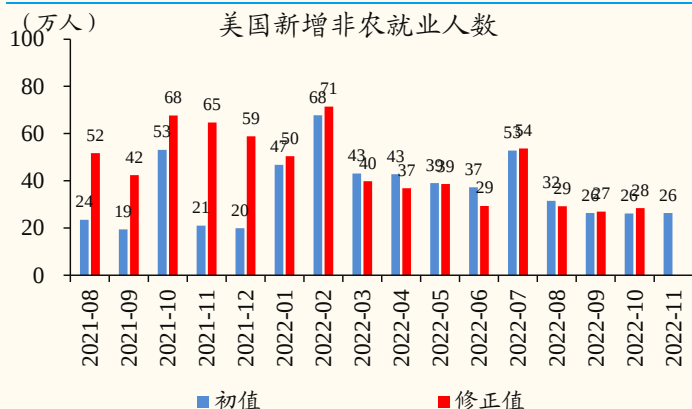
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

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“股债双杀”？加息预期未动，降息预期降温

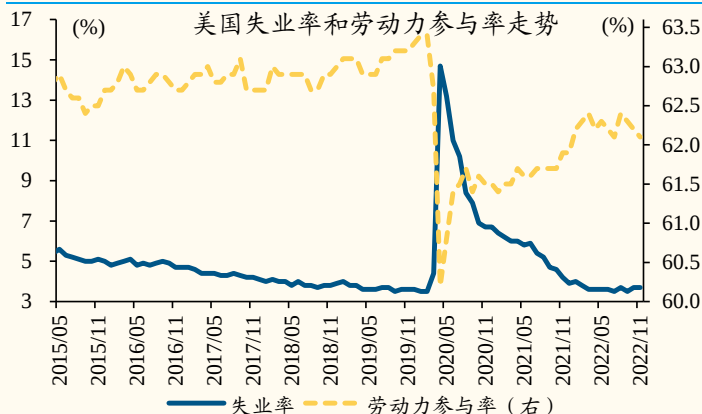
美国 11 月非农就业超预期，引发美股、美债“双杀”。数据显示，11 月非农就业新增 26.3 万人，高于预期的 20 万人；9 月、10 月数据合计下修 2.3 万人。11 月失业率为 3.7%，持平预期；劳动参与率为 62.1%，低于预期的 62.3%。11 月时薪环比上涨 0.6%、同比上涨 5.1%，均大幅高于预期。非农数据强劲的背后，加息预期变化不大，但降息预期却出现明显降温，表现为 2023 年底联邦基金利率预期从 4.3% 附近上破 4.5%，导致美股、美债等纷纷下跌。

图表 1：11 月，美国非农新增就业 26.3 万人



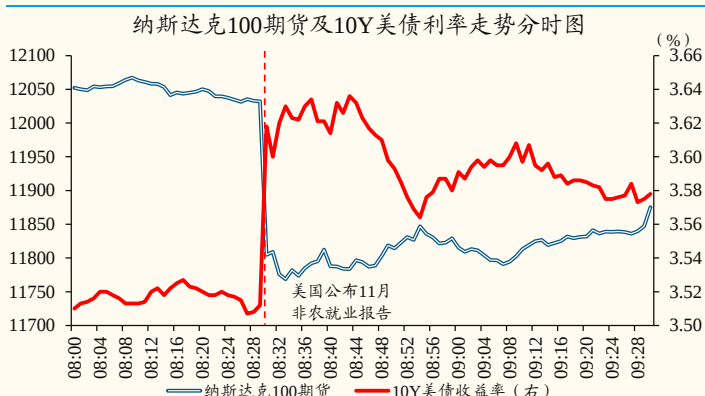
来源：BLS、国金证券研究所

图表 2：11 月，美国劳动力参与率下降，失业率持平



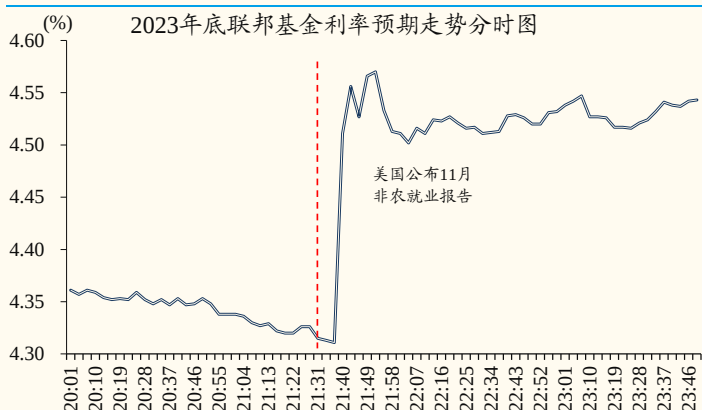
来源：BLS、国金证券研究所

图表 3：美股期货及 10Y 美债利率走势分时图



来源：Wind、国金证券研究所

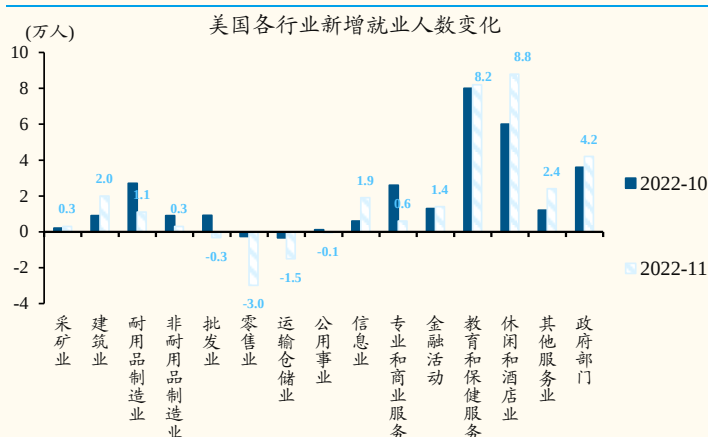
图表 4：2023 年底联邦基金利率预期走势分时图



来源：Wind、国金证券研究所

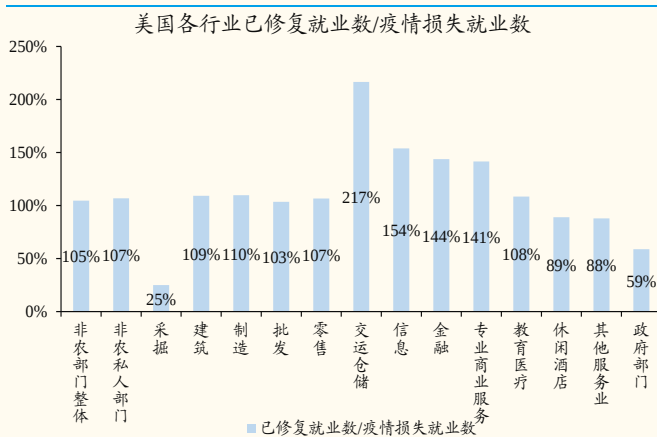
分结构来看，休闲酒店等部分服务业新增就业出现反弹。数据显示，制造业、服务业新增就业分别由 3.6 万人、20.1 万人下滑至 1.4 万人、18.4 万人，前者走势与制造业 PMI 连续回落释放的信号较为吻合，后者主要与前期铁路“罢工潮”下零售业、运输仓储业就业人数降幅扩大等有关。不过，“挑大梁”的休闲酒店业、教育保健业新增就业人数分别从 8 万人、6 万人反弹至 8.2 万人、8.8 万人。

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

2、美国强非农背后，隐藏的“魔鬼细节”？“过度就业”、缺勤率等现象凸显

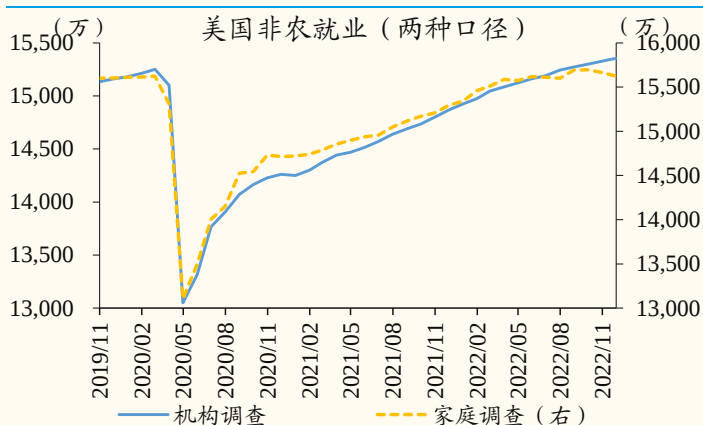
“魔鬼细节”之一：受统计口径差异、“过度就业”等因素，两种口径的就业数据“打架”。与机构调查不同，家庭调查的 11 月非农就业净减少 40 万人，两种非农就业总数之差也从 5 月的 450 万左右（正常水平）缩减至 268 万。一方面，自雇人士、家庭劳务者人数 5 月来合计减少近 50 万。同时，“过度就业”者（从事多种职业者）数量 5 月来净增近 50 万，导致机构调查重复统计、造成数据差异（详情参见《回不去的从前：美国就业“新常态”》）。

图表 7：机构调查与家庭调查的内涵区别

调查类型	指标	内涵	统计方式
机构调查	非农就业人数	包括非农企业、非营利团体以及政府部门工资册的工作人员	同时从事多份兼职工作的个人会被多次统计，即“只认岗位不认人”
家庭调查	就业人数	包括农业就业、非农就业（含自雇人士、家庭劳动者等）	同时从事多份兼职工作的个人不会被多次统计，即“只认人不认岗位”

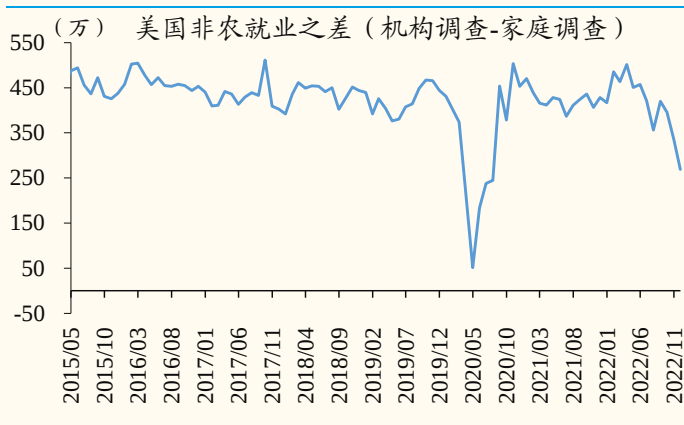
来源：BLS、国金证券研究所

图表 8：美国非农就业（两种口径）走势



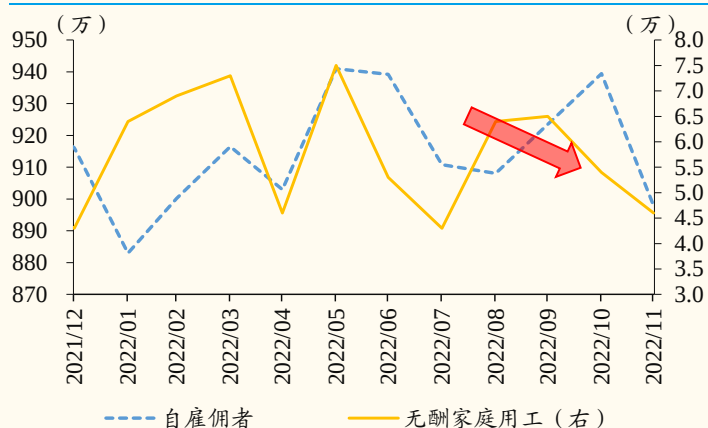
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：5 月以来，两种口径差异越来越大



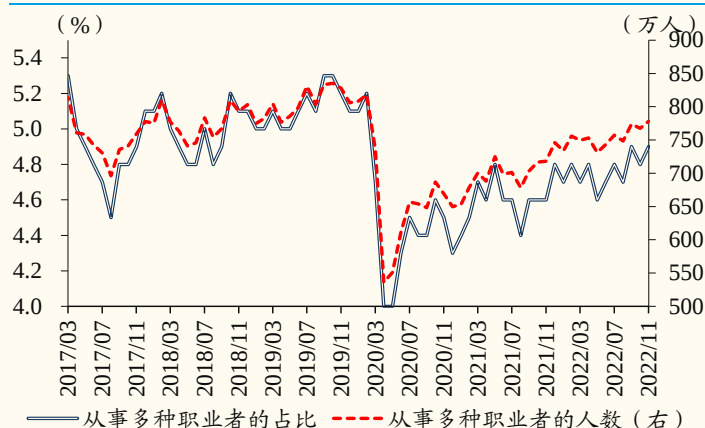
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：自雇人士、家庭劳务者人数净减少



来源：Wind、国金证券研究所

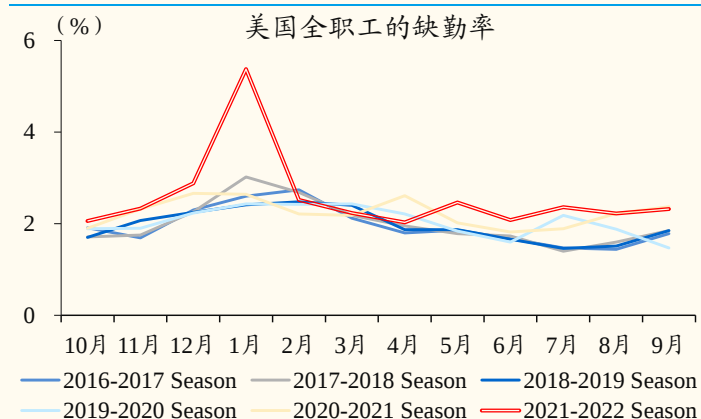
图表 11：“过度就业”问题需要重视



来源：Wind、国金证券研究所

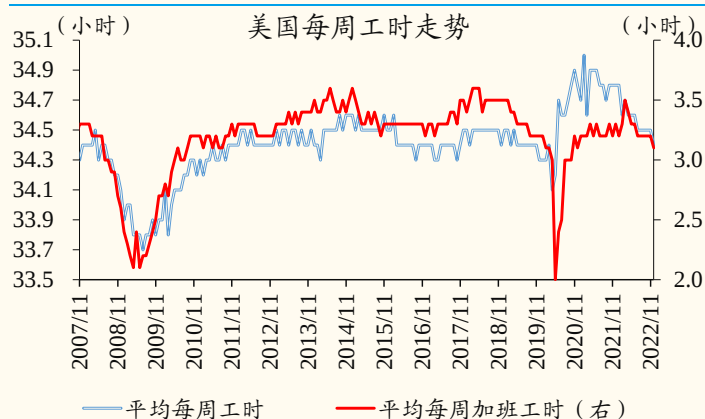
“魔鬼细节”之二：或与病毒感染下缺勤率抬升有关，在岗劳动力的“工作强度”明显降低。防控放松之后，美国就业人口的缺勤率（缺勤天数占一段时期内可工作天数的比重）出现明显提升。往年美国缺勤率的正常水平略低于 2%，流感高峰季阶段性抬升至 2.5% 左右；防控放松以来，美国缺勤率中枢直接突破 2.5%，新冠高峰期甚至突破 5%。缺勤率的提升，导致平均工时、加班工时快速回落，拖累人均产出效率下滑、总产出见顶回落。

图表 12：疫情后缺勤率大幅抬升



来源：CDC、国金证券研究所

图表 13：每周工时大幅下滑

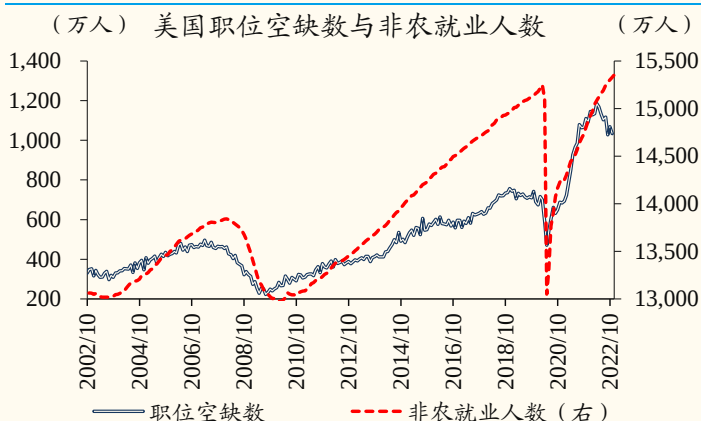


来源：Wind、国金证券研究所

3、就业后续演绎及影响？强就业难维持，紧缩交易收尾，关注点回归基本面

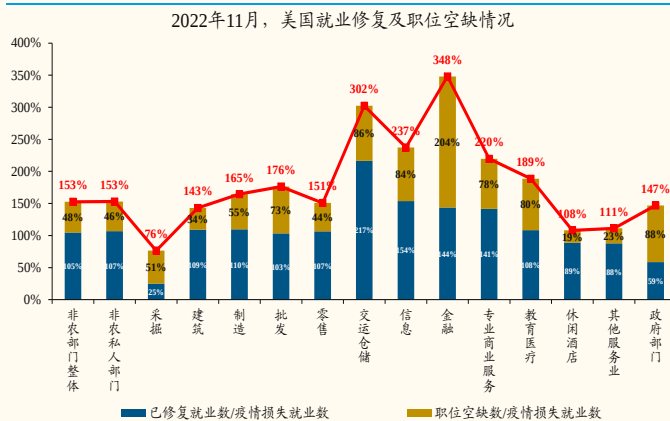
参考领先指标职位空缺数走势来看，就业阶段性走强难改回落趋势。考虑到就业需求快于供给变化，职位空缺数的走势一般弱领先于非农就业人数。本轮疫后职位空缺数不足 1 年就修复至疫前水平以上，就业修复相对滞后。职位空缺数自 3 月见顶以来，回落已有半年，叠加移民、新冠“后遗症”等供给约束性，就业人数后续的修复难度或将越来越大。整体来看，非农就业走势或延续降温趋势，薪资压力边际缓解、但韧性较强。

图表 14: 美国职位空缺数的走势领先于非农就业人数



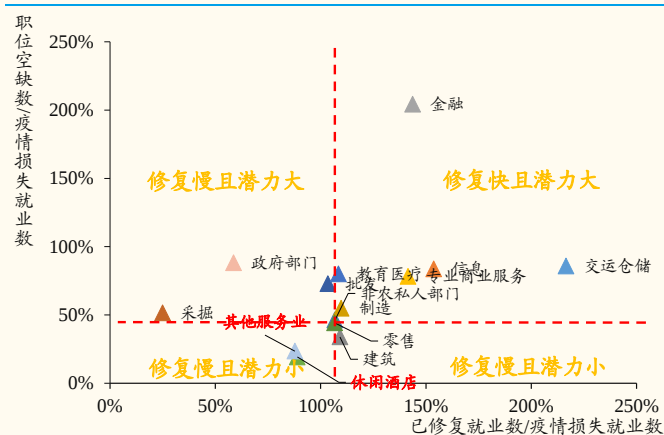
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 美国就业修复的潜力测算



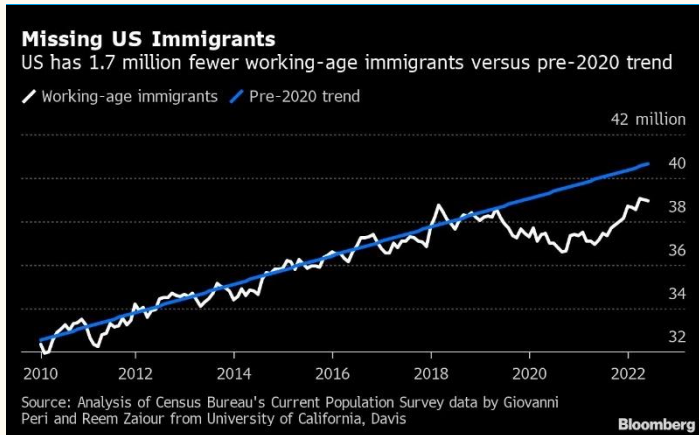
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 美国休闲酒店、其他服务业的修复潜力或有限



来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 移民缺失导致劳动力年龄人口减少约 170 万人



来源: Wind、国金证券研究所

观点重申: 短期紧缩交易收尾、盈利影响逐步显现, 中长期就业进入“新常态”、“滞胀”格局延续。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, 意味着美联储大幅上调利率预测的空间有限。短期来看, 紧缩交易下的估值压制或有所减弱, 但盈利端的影响逐步显现, 股市波动仍大, 贵金属配置价值凸显。中长期来看, 就业进入“新常态”, “滞胀”格局或仍持续存在 (详情参见《海外紧缩交易, 或已接近“尾声”? 》)。

图表 18: 美国“衰退”窗口或在冬春之交

图表 19: 美股 EPS 仍然有下修空间

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_49775

