

## 如何理解美国经济放缓但就业强劲？—美国 9 月非农数据点评

报告日期: 2022-10-08

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

联系人: 潘纬桢

执业证书号: S0010122040040

电话: 17521128958

邮箱: panwz@hazq.com

### 相关报告

1.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_破局之路,妙手何方?—2022 中期宏观展望》2022-06-14

2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_就业市场火热能缓解衰退担忧吗?—美国 6 月非农数据点评》2022-07-09

3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_75bp 加息还会再有吗?—美联储 7 月 FOMC 会议点评》2022-07-28

4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_美国“衰退”的程度有多深?—美国二季度 GDP 数据点评》2022-07-29

5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_为何美国就业市场屡超预期?—美国 7 月非农数据点评》2022-08-06

6.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_就业市场边际放缓,美联储会转向吗?—美国 8 月非农数据点评》2022-09-04

7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_通胀连续回落,但联储不会放缓加息—美国 8 月 CPI 数据点评》2022-09-14

8.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_3 次加息 75bp 后,美联储还会有多少超预期?—9 月 FOMC 会议点评》2022-09-14

### 主要观点:

- **事件:** 美国公布 9 月最新就业数据。其中新增非农就业 26.3 万,略超市场预期的 25.5 万;劳动参与率为 62.3%,失业率为 3.5%,低于市场预期;平均时薪同比增长 5.0%,略低于市场预期。

- **美国劳动力市场强劲依旧,薪资增速保持坚挺**

- 1. 9 月非农数据显示美国新增就业数量再度边际趋缓,但总体依旧强劲。**

9 月新增非农就业 26.3 万人,略高于市场预期的 25.5 万。8 月新增非农就业数量本月没有出现修正,7 月新增非农就业由 52.6 万人上修至 53.7 万人,两个月累计上修 1.1 万人,过去三个月平均就业人数为 37.16 万人。失业率为 3.5%,较上月下降 0.2 个百分点,再度降至历史低点。劳动参与率为 62.3%,较上月下降 0.1 个百分点。时薪同比上涨 5.0%,较上月下降 0.2 个百分点,低于市场预期的 5.1%;环比上涨 0.3%,符合市场预期。总的来看,当前美国新增非农就业数量虽然继续边际放缓,但今年以来平均每月新增就业超过 42 万,总体保持强劲,边际放缓的速度也较慢。新增就业数量虽然继续走低,但当前美国总体就业数量已经超过疫情前水平,各行业已经基本处于充分就业状态,因此新增就业的数量回落符合当前的经济情况。本月失业率再度下降,或是因为劳动参与率下降。薪资同比虽然低于市场预期,但绝对数仍高,薪资增长压力仍存。

- 2. 具体来看,9 月新增非农就业主要由专业和商业服务、教育和保健服务、休闲和酒店业等贡献,保持了今年以来的趋势,服务消费相关岗位需求持续增加。运输仓储、零售业和金融活动的新增就业数转负,说明部分部门可能已经开始提前应对经济放缓。薪资增长同比增速保持坚挺,“工资—通胀螺旋”压力仍存。**

1) 从细分行业来看,9 月新增非农就业的主要行业为:专业和商业服务新增就业 4.6 万,教育和保健服务新增就业 9.0 万,休闲和酒店业新增就业 8.3 万,三项合计新增 21.9 万,占全部新增非农的 83.2%。其它新增就业较多的则为制造业(新增 2.2 万)和建筑业(新增 1.9 万),零售、金融活动与运输仓储则出现了新增就业的减少。从行业分布来看,服务业占据了本次就业的绝大部分,且所占比重较前几个月进一步提高。具体来看:一是教育和保健服务继续保持较多新增就业,显示当前疫情传播仍在持续,居民相关需求仍然较为旺盛;二是休闲和酒店业新增就业同上月相比多增 5.2 万人,显示当前美国服务业的恢复韧性较强;三是运输仓储、零售业和金融活动的新增就业数转负,显示当前与经济前景密切相关的部分部门或已开始提前行动以应对经济放缓。往后看,后续非农就业数量预计仍会继续减少:一方面美国在经济在美联储较快加息之下,增速持续放缓。9 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 50.9%,连续 7 个月下降;另一方面,当前私人部门中休闲和酒店业仍有 110 万缺口,其他行业就业已经完全恢复至疫情前水平。在疫情仍未结束和服务业持续恢复的背景下,后续的新增就业预计还会以相关的服务业为主,但绝对数量将会持续回落。

2) 就业结构上，本月各族裔及群体失业率均有所下降，黑人、西班牙裔失业率下降较多。9月失业率录得3.5%，较上月下降0.2个百分点，低于市场预期，回归至历史低位，或是由于劳动参与率有一定幅度下降。具体来看：本月成年女性失业率为3.1%，较上月下降0.2个百分点；成年男性失业率下降0.2个百分点至3.3%，青少年失业率上升1.0个百分点至11.4%。本月白人、黑人、亚裔、西班牙裔失业率分别为3.1%、5.8%、2.5%、3.8%，分别较上月下降0.1、0.6、0.3、0.7个百分点。

3) 薪资增长同比增速保持坚挺，“工资—通胀螺旋”压力仍存。9月份平均时薪为32.46美金，同比增长5.0%，较上月下降0.2个百分点，略低于市场预期的5.1%；环比上涨0.3%，增速较上月持平；平均周工作时长为34.5小时，同上月持平。结构上来看，本月休闲和酒店业、信息业、公用事业、运输仓储业薪资同比增长较多，而这几个行业占本月就业比重相对较多，因此本月薪资环比增速保持坚挺。往后看，由于服务业当前仍有一定的职位空缺，其工资水平预计仍将保持较快涨幅，“工资—通胀螺旋”压力仍存。

#### ● 为何美国经济放缓但就业市场强劲？美联储11月份大概率加息75bp

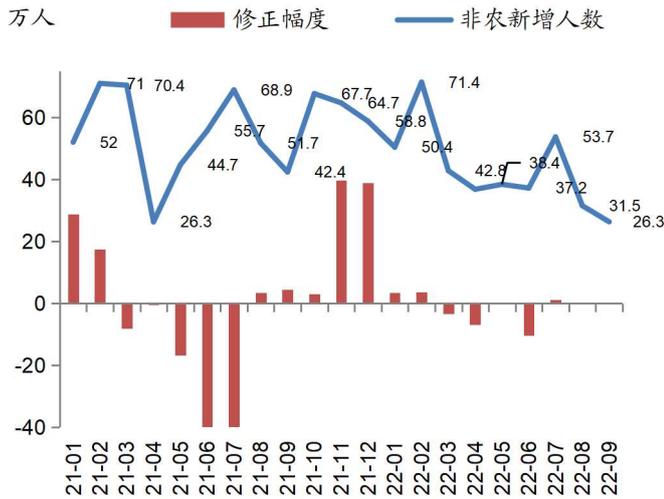
1. **美国经济今年以来逐步放缓，但尚未陷入衰退，就业作为滞后指标，因此表现出了较强的韧性。**9月份，美国ISM制造业PMI下跌1.9个百分点至50.9%，非制造业PMI下跌0.2个百分点至56.7%，显示当前美国经济正在持续放缓。从8月份LOJTS数据来看，目前职位空缺数为1005.3万，较上月大幅减少110万人，职位空缺率亦下降0.7个百分点至6.2%，目前每个求职者对应约1.7个工作岗位，劳动力的紧张程度似乎有一定幅度的改善。因此市场认为当前美国经济正在放缓，劳动紧张态势有边际的缓解。但是非农数据显示美国劳动力市场保持强劲，两者之间似乎出现了一定的矛盾，我们认为这显示当前美国经济的韧性较为充足，因此就业表现较好。一方面，我们看到当前新增就业数量正在逐步减少，这与经济逐步放缓是相符的；另一方面，当前疫情带来的医疗保健需求和服务消费恢复带来的休闲旅游就业岗位，会为新增就业提供较为坚实的基础。因此，美国的就业市场有可能会在后续短时间内保持较强的韧性，薪资增长速度也有望保持高位。

2. **美联储快速加息基础进一步筑牢，11月份FOMC会议大概率加息75bp。**从9月份非农就业数据来看，美国劳动力市场当前处于一个较为稳健的状态，劳动力供不应求的紧张态势也还未改变，强劲的劳动力市场对应的是核心服务通胀的坚挺，而这将会促使整体通胀水平保持高位徘徊。从美联储官员近期的表态来看，美联储对于当前的劳动力市场已经有一定的预期。虽然在11月份FOMC会议前还会有9月份通胀数据报告，但从当前美国经济基本面情况来看，核心通胀预计保持坚挺。而克利夫兰联储的CPI预测模型显示，9月份核心CPI可能上行至6.6%水平。在此情况下，美联储在11月份的FOMC会议上大概率加息75bp以抑制通胀。数据发布后，美股下跌较多，美债收益率上涨。

#### ● 风险提示

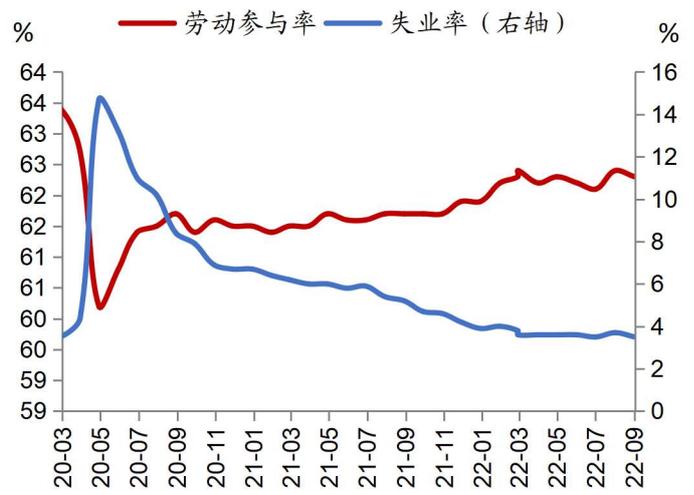
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 美国新增非农就业略超预期



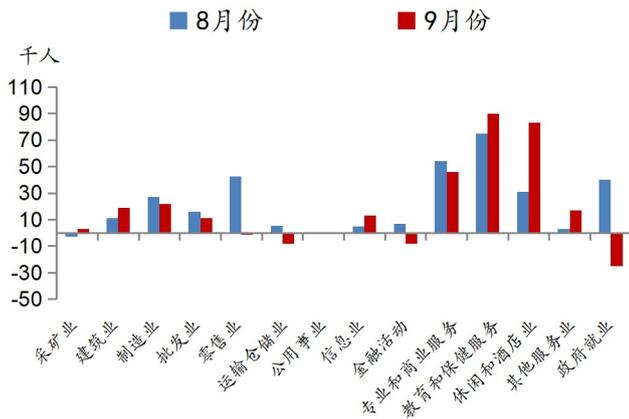
资料来源: BLS, Wind, 华安证券研究所

图表 2 美国失业率、劳动参与率下降



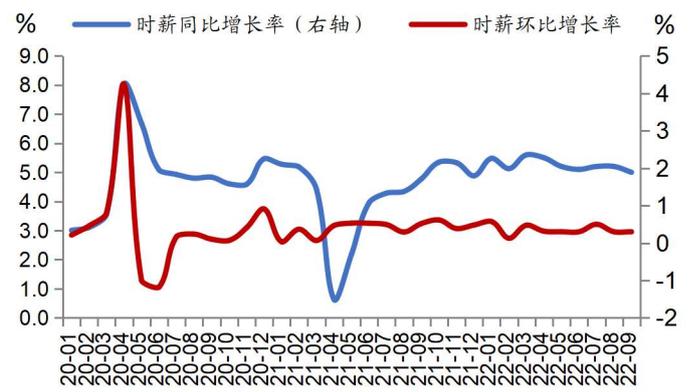
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 9月教育和保健服务新增就业较多



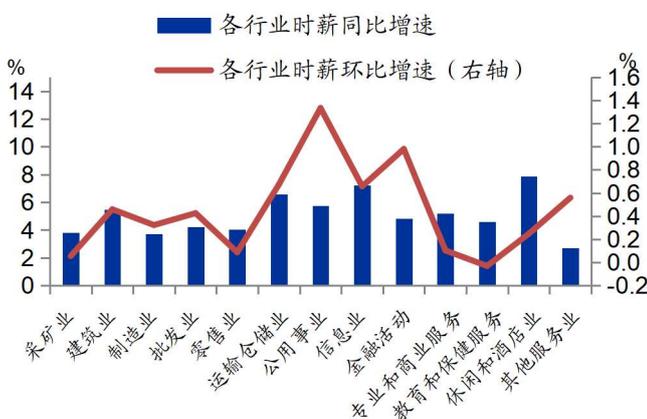
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 时薪同比增长速度较为坚挺



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 服务业薪资增长较多



资料来源: Wind, BLS, 华安证券研究所

图表 6 职位空缺数有所下降



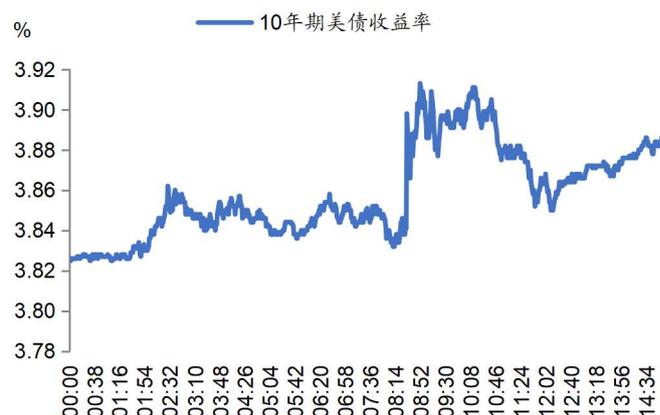
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 数据发布后美股收跌



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 数据发布后美债收益率上涨



资料来源: CME, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

**研究助理：**潘纬桢，华安证券宏观分析师助理，复旦大学经济学硕士，2022 年加入华安宏观团队，主要负责海外宏观与大类资产配置研究。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。