

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。

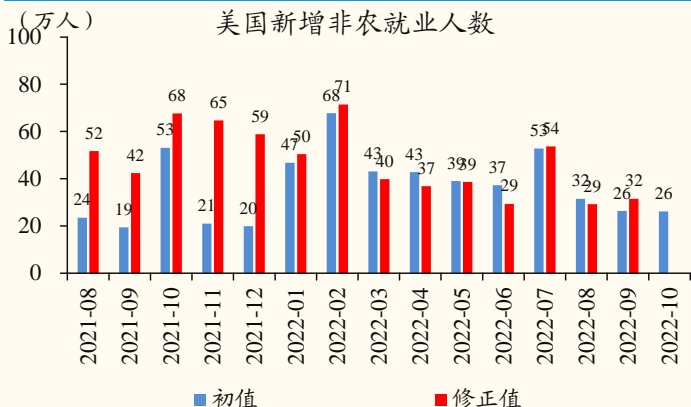
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

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

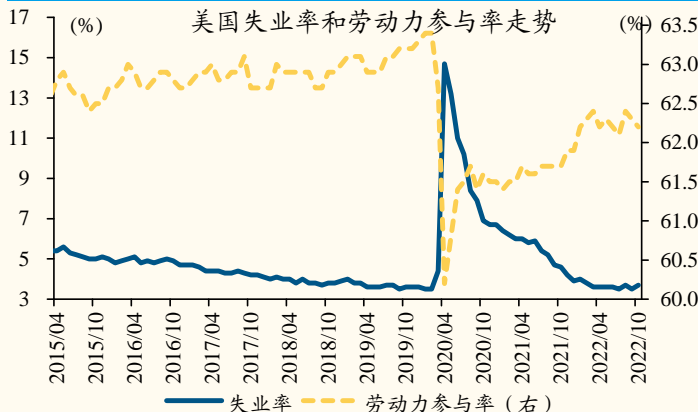
美国 10 月非农就业超预期背后，美股、美债等却纷纷反弹。数据显示，10 月非农就业新增 26.1 万人，高于预期的 20 万人。10 月失业率为 3.7%，略高于预期的 3.6%；劳动参与率为 62.2%，低于预期的 62.4%。10 月时薪环比 0.4%、同比 4.7%，均较前值有所回落。根据过往经验来看，10 月非农数据依然偏强，理论上会提振紧缩预期、引发“股债双杀”，但这次美股、美债等却纷纷反弹。

图表 1：10 月，美国非农新增就业下滑至 26.1 万人



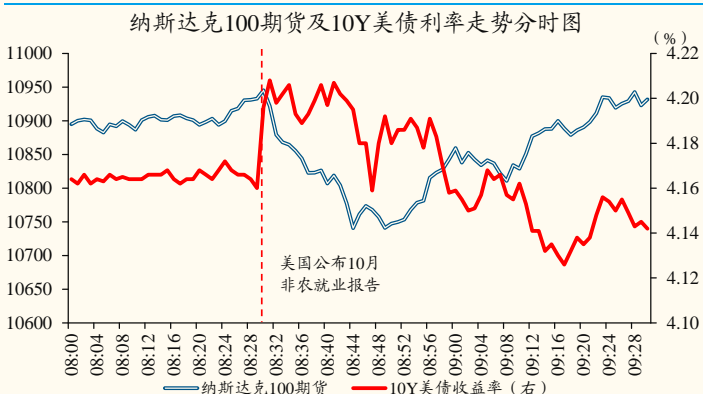
来源：BLS、国金证券研究所

图表 2：10 月，美国劳动力参与率下降，失业率上升



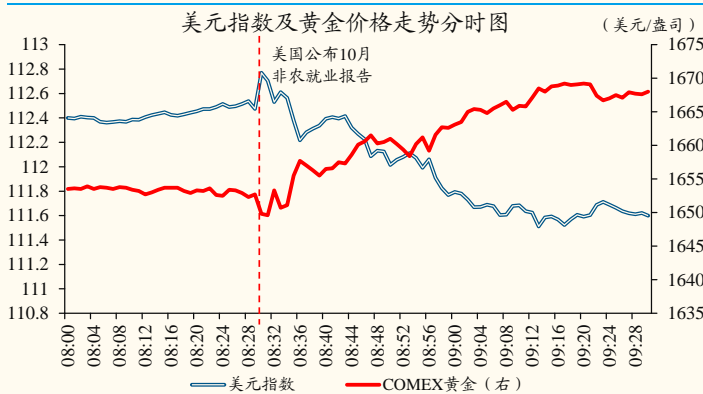
来源：BLS、国金证券研究所

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

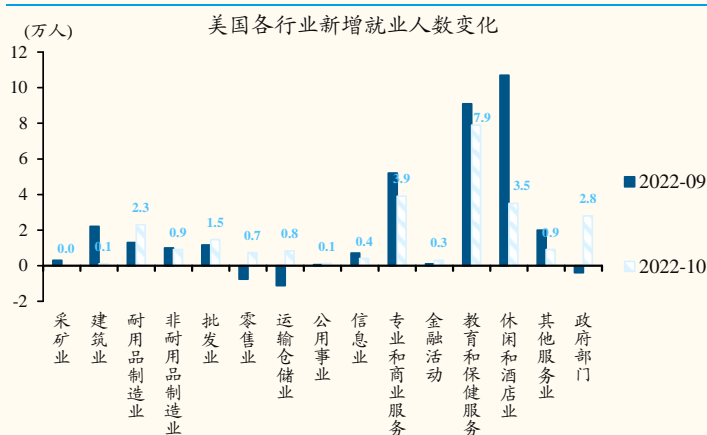
图表 4：美元指数及黄金价格走势



来源：Wind、国金证券研究所

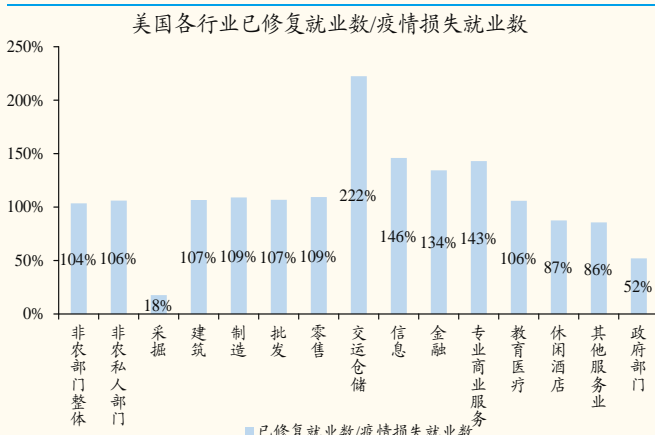
分结构来看，“挑大梁”的服务业新增就业大幅下滑，制造业、政府新增就业反弹。数据显示，制造业、政府新增就业人数分别从 2.3 万人、-0.4 万人增加至 3.2 万人、2.8 万人，服务业新增就业人数却从 27.1 万人大幅下滑至 20 万人。进一步来看，“挑大梁”的休闲酒店业、教育保健业、专业服务业新增就业人数，分别从 10.7 万人、9.1 万人、5.2 万人回落至 3.5 万人、7.9 万人、3.9 万人。

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

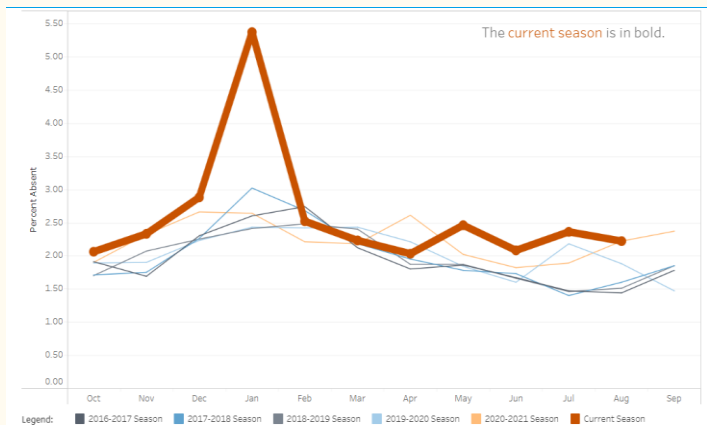
图表 6: 美国服务业就业修复仍然滞后



来源: BLS、国金证券研究所

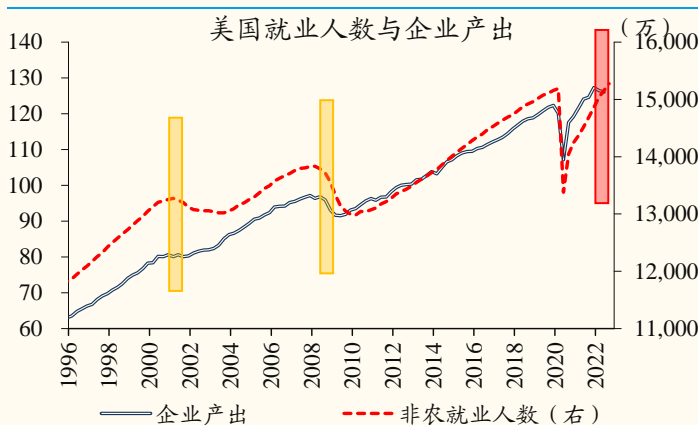
美国就业人数虽然“真的强”，但实际的“产出”却没那么强。疫情之后，美国就业人口的缺勤率（缺勤天数占一段时期内可工作天数的比重）出现明显提升。往年美国缺勤率的正常水平略低于 2%，流感高峰期阶段性抬升至 2.5-3%；疫后，美国缺勤率直接突破 2.5%，新冠高峰期甚至突破 5%。缺勤率提升导致的直接结果，表现为就业人数“的确确实”增加，但实际的“产出”却已见顶回落。

图表 7: 疫情后缺勤率大幅抬升



来源: CDC

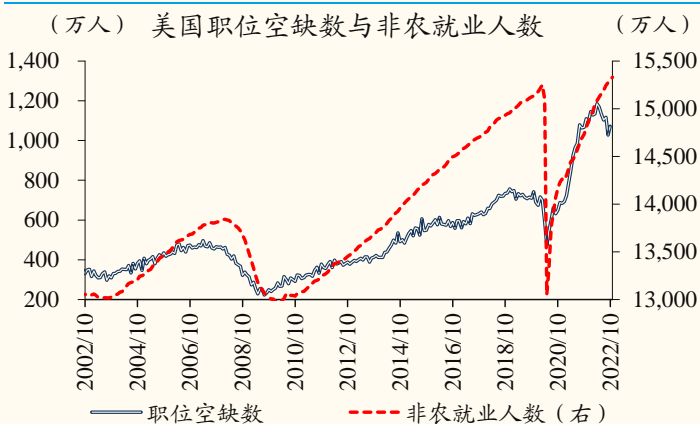
图表 8: 美国实际的“产出”却没那么强



来源: Wind、国金证券研究所

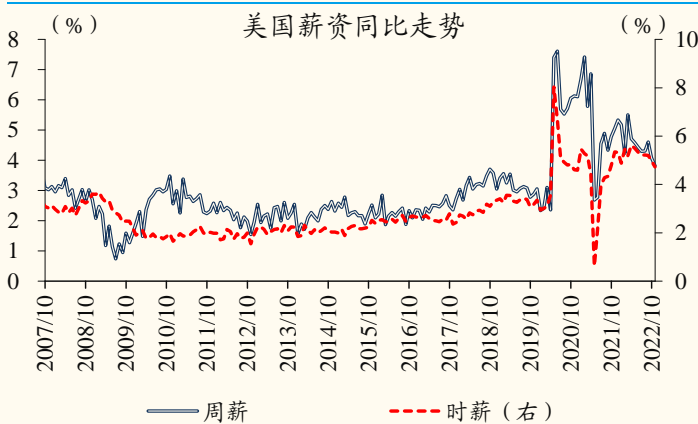
领先指标职位空缺数已见顶回落，就业“降温”乃大势所趋。考虑到就业需求快于供给变化，职位空缺数的走势一般弱领先于非农就业人数。本轮疫后招工需求的释放极为快速，职位空缺数不足 1 年就修复至疫前水平以上，就业人数修复相对滞后。但职位空缺数自 3 月见顶以来，回落已有半年，意味着就业人数也逐步接近“见顶”。那么新增就业仍将延续下滑趋势，对应薪资压力也将边际缓解。

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

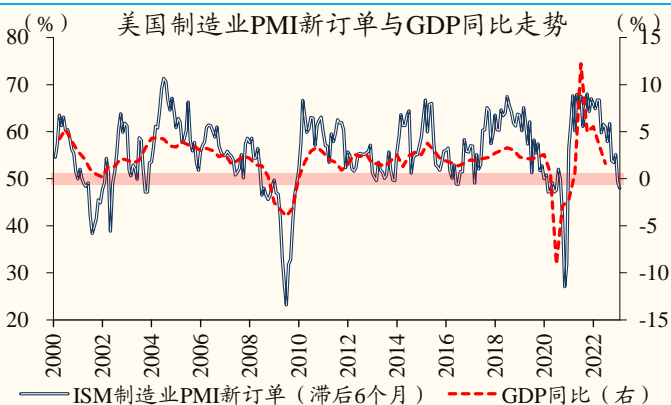


来源: Wind、国金证券研究所

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

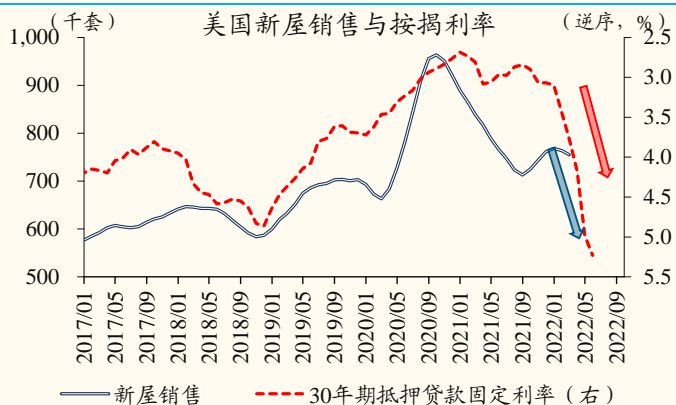
作为美国经济“遮羞布”的就业市场走弱，意味着美联储紧缩的“底气”越发不足。高利率环境，仍将持续压制房地产市场及相关消费，疫情“长尾”效应对就业市场等的制约也在逐步显现，叠加去库周期的开始等，共同加速经济动能下滑。以史为鉴，PMI 新订单指数自年中持续跌破 50% 的荣枯线，指向“衰退”窗口或在冬春之交。伴随着经济动能加速坠落，美联储紧缩的“底气”也将越发不足（详情参见《美国经济：衰退前的“回光返照”》）。

图表 11: 美国“衰退”窗口或在冬春之交



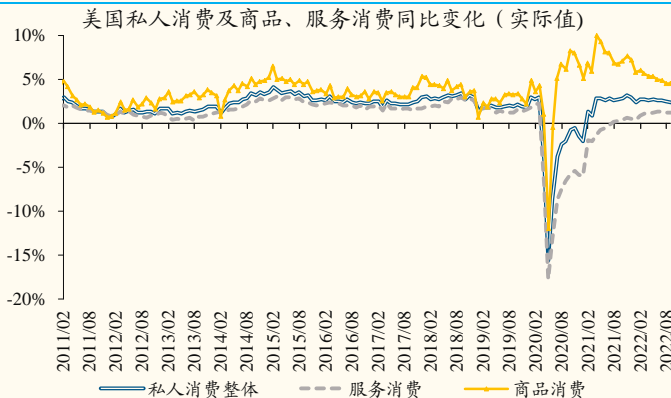
来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 高利率仍将持续压制房地产市场



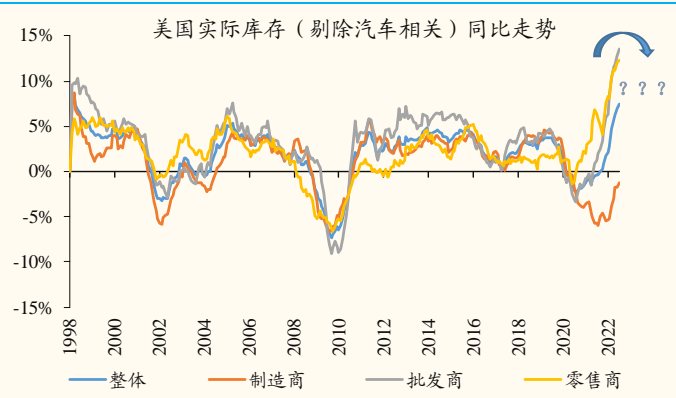
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 美国商品消费需求降温已有段时间



来源: Wind、国金证券研究所

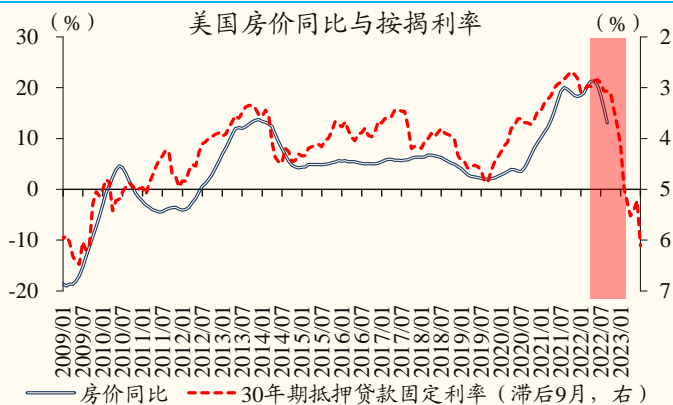
图表 14: 美国库存周期，拐点或现



来源: Wind、国金证券研究所

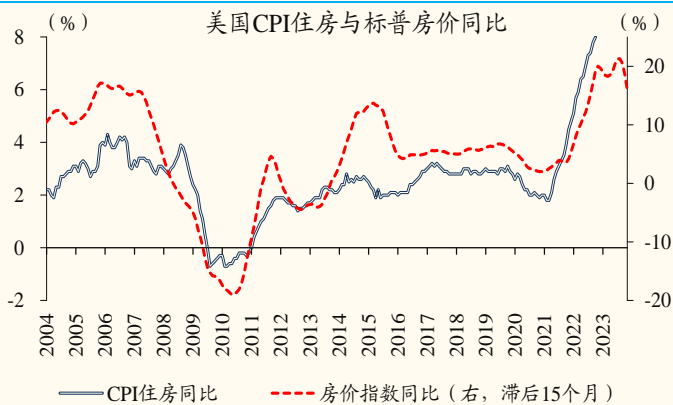
观点重申：高强度加息或步入尾声，政策态度的边际缓和将成为下一阶段的焦点。作为影响核心通胀的关键变量，房价、薪资增速的顶点均已出现，意味着美联储大幅上修终点利率的概率不大。再考虑到固定利率主导下，货币“紧缩”效应存在滞后性、有可能在 2023 年及以后集中加速显现，也将反过来影响加息步伐。目前布拉德等部分官员已释放鸽派的信号，认为 2023 年初可能将结束“前置加息”、并观察紧缩政策对经济及通胀的滞后影响，后续态度的变化值得重点关注（详情参见《繁荣的顶点？货币“紧缩”效应显现》）。

图表 15: 房价增速的顶点已出现



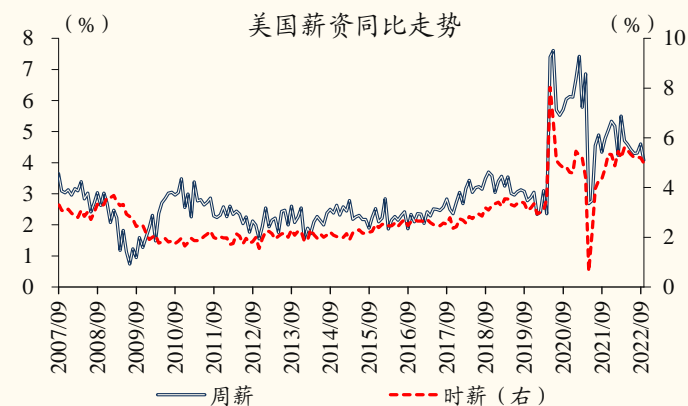
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: CPI 住房或也接近拐点



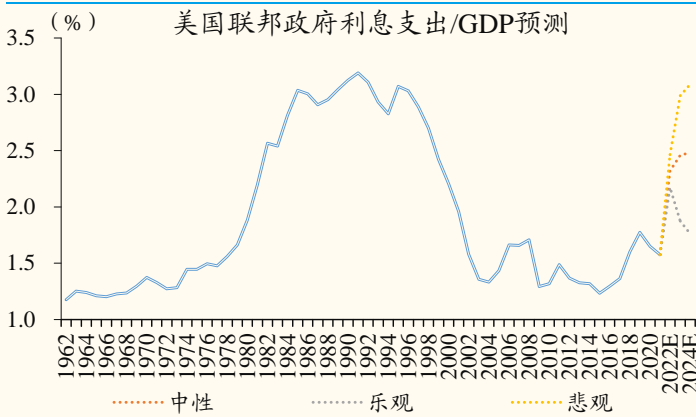
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 薪资增速的顶点已出现



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 美国付息压力测算



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、美国新冠疫情出现超预期反弹。疫苗保护效力衰减的背景下，美国新冠疫情可能出现超预期反弹。
- 2、劳动力就业意愿持续低迷不振。劳动力需求依然旺盛的背景下，就业意愿低迷不振，导致薪资通胀的持续性超出预期。

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402