

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月以来合计减少近50万。同时，“过度就业”者（从事多种职业者）数量5月以来净增近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%，流感高峰期阶段性抬升至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。

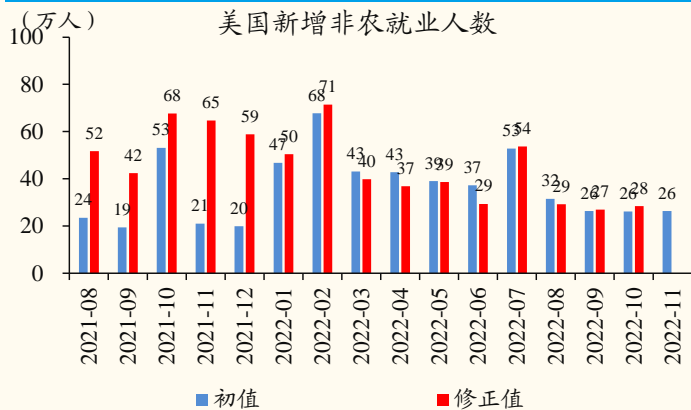
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

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

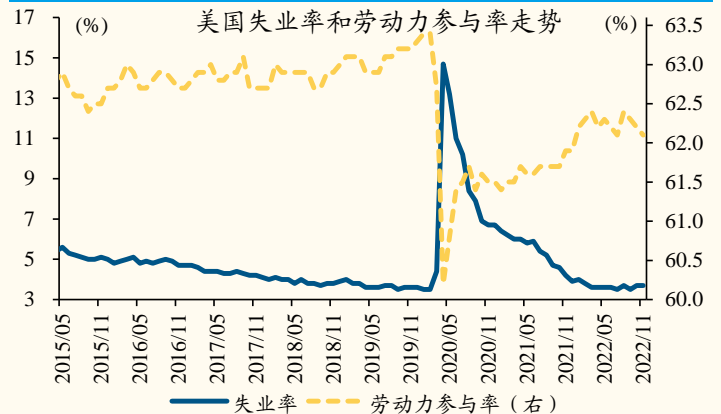
美国 11 月非农就业超预期，引发美股、美债“双杀”。数据显示，11 月非农就业新增 26.3 万人，高于预期的 20 万人；9 月、10 月数据合计下修 2.3 万人。11 月失业率为 3.7%，持平预期；劳动参与率为 62.1%，低于预期的 62.3%。11 月时薪环比上涨 0.6%、同比上涨 5.1%，均大幅高于预期。非农数据强劲的背后，加息预期变化不大，但降息预期却出现明显降温，表现为 2023 年底联邦基金利率预期从 4.3% 附近上破 4.5%，导致美股、美债等纷纷下跌。

图表 1：11 月，美国非农新增就业 26.3 万人



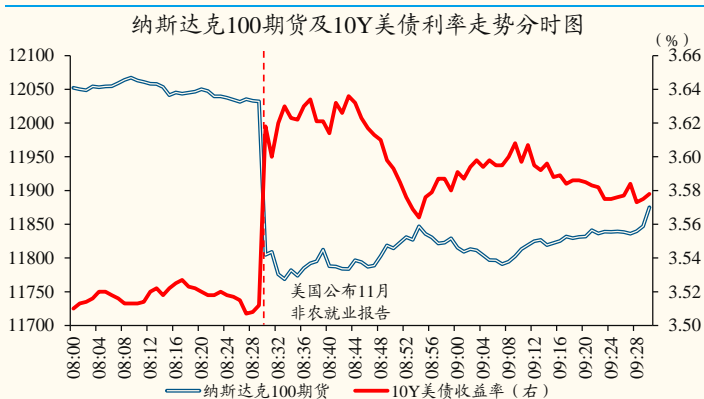
来源：BLS、国金证券研究所

图表 2：11 月，美国劳动力参与率下降，失业率持平



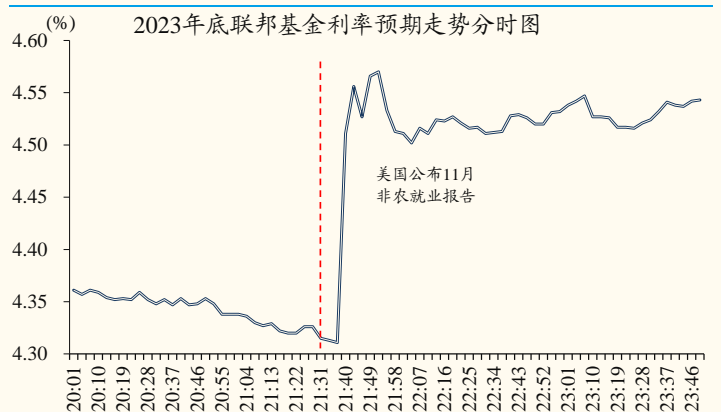
来源：BLS、国金证券研究所

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

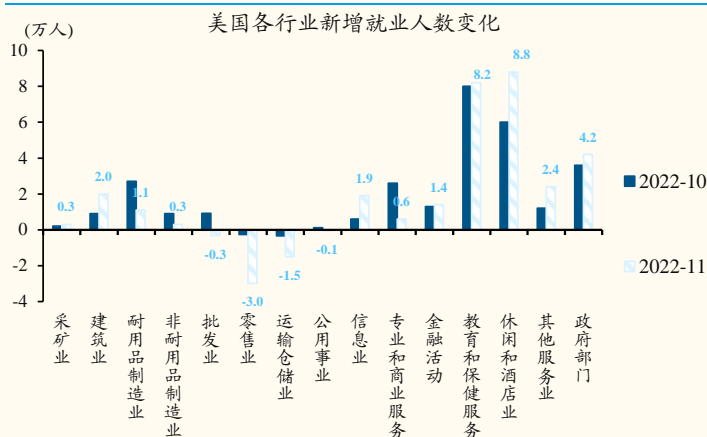
图表 4：2023 年底联邦基金利率预期走势分时图



来源：Wind、国金证券研究所

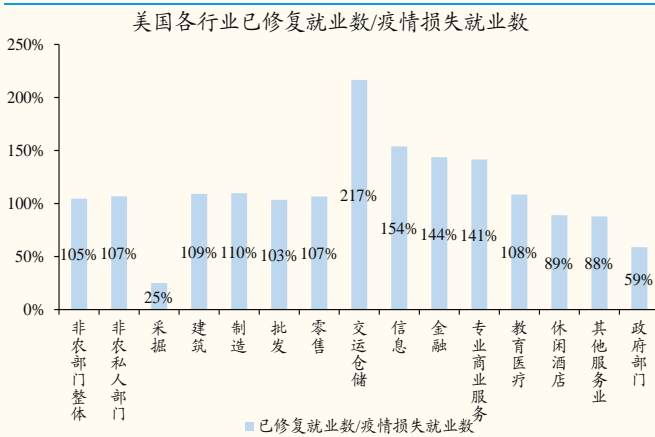
分结构来看，休闲酒店等部分服务业新增就业出现反弹。数据显示，制造业、服务业新增就业分别由 3.6 万人、20.1 万人下滑至 1.4 万人、18.4 万人，前者走势与制造业 PMI 连续回落释放的信号较为吻合，后者主要与前期铁路“罢工潮”下零售业、运输仓储业就业人数降幅扩大等有关。不过，“挑大梁”的休闲酒店业、教育保健业新增就业人数分别从 8 万人、6 万人反弹至 8.2 万人、8.8 万人。

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

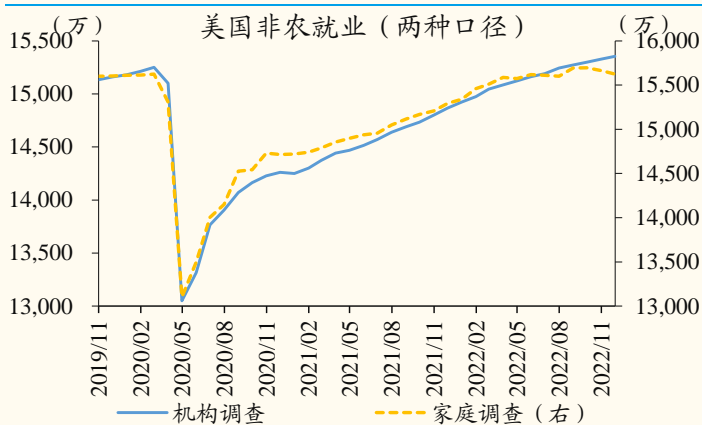
“魔鬼细节”之一：受统计口径差异、“过度就业”等因素，两种口径的就业数据“打架”。与机构调查不同，家庭调查的 11 月非农就业净减少 40 万人，两种非农就业总数之差也从 5 月的 450 万左右（正常水平）缩减至 268 万。一方面，自雇人士、家庭劳务者人数 5 月来合计减少近 50 万。同时，“过度就业者（从事多种职业者）数量 5 月来净增近 50 万，导致机构调查重复统计、造成数据差异（详情参见《回不去的从前：美国就业“新常态”》）。

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、家务劳动者等）	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”

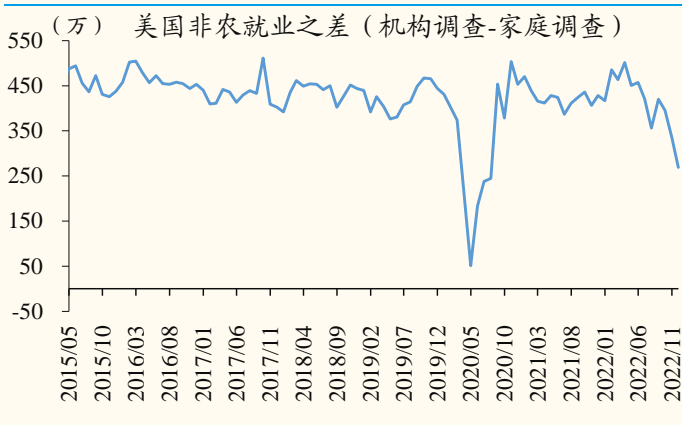
来源: BLS、国金证券研究所

图表 8: 美国非农就业（两种口径）走势



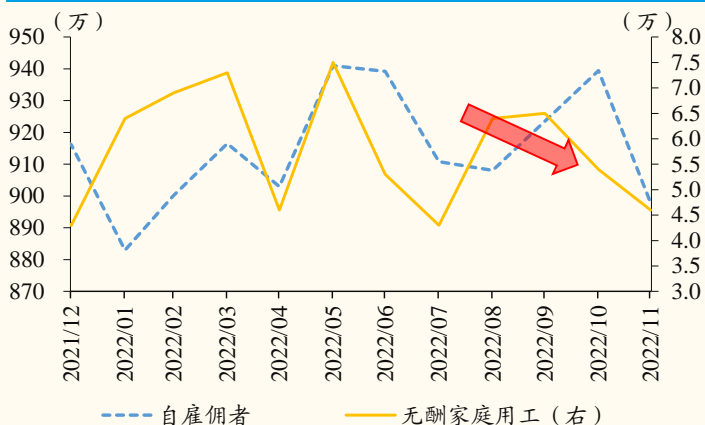
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 5 月以来，两种口径差异越来越大



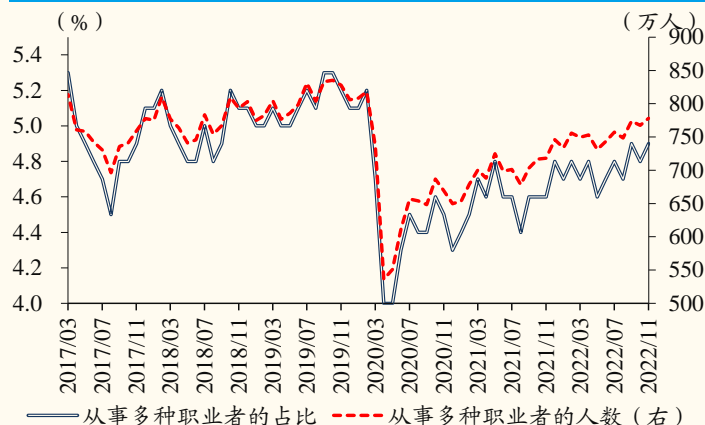
来源: Wind、国金证券研究所

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

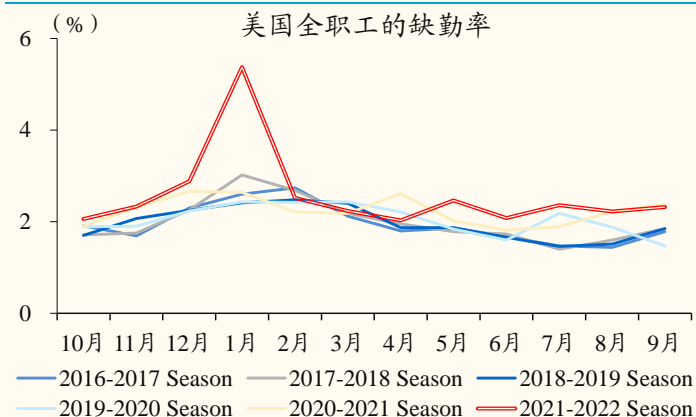
图表 11: “过度就业”问题需要重视



来源: Wind、国金证券研究所

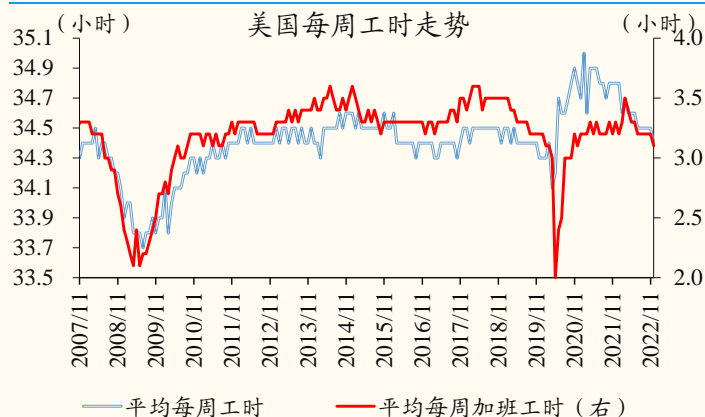
“魔鬼细节”之二: 或与病毒感染下缺勤率抬升有关, 在岗劳动力的“工作强度”明显降低。防控放松之后, 美国就业人口的缺勤率(缺勤天数占一段时期内可工作天数的比重)出现明显提升。往年美国缺勤率的正常水平略低于 2%, 流感高峰季阶段性抬升至 2.5% 左右; 防控放松以来, 美国缺勤率中枢直接突破 2.5%, 新冠高峰期甚至突破 5%。缺勤率的提升, 导致平均工时、加班工时快速回落, 拖累人均产出效率下滑、总产出见顶回落。

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

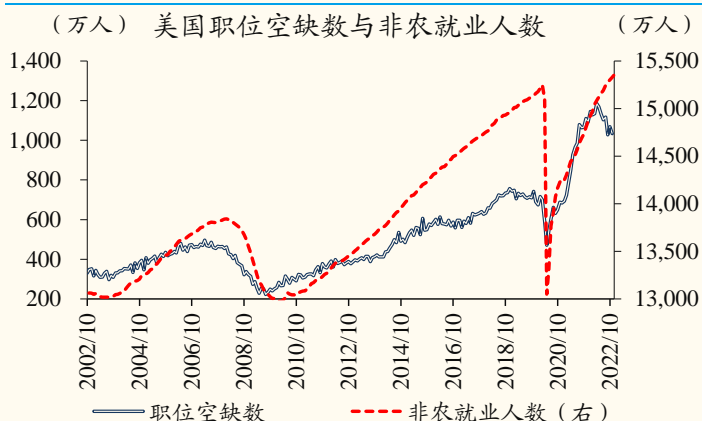


来源: Wind、国金证券研究所

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

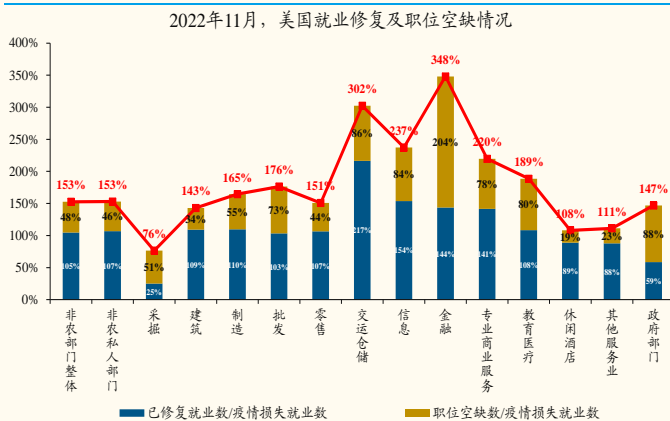
参考领先指标职位空缺数走势来看, 就业阶段性走强难改回落趋势。考虑到就业需求快于供给变化, 职位空缺数的走势一般弱领先于非农就业人数。本轮疫后职位空缺数不足 1 年就修复至疫前水平以上, 就业修复相对滞后。职位空缺数自 3 月见顶以来, 回落已有半年, 叠加移民、新冠“后遗症”等供给约束性, 就业人数后续的修复难度或将越来越大。整体来看, 非农就业走势或延续降温趋势, 薪资压力边际缓解、但韧性较强。

图表 14: 美国职位空缺数的走势领先于非农就业人数



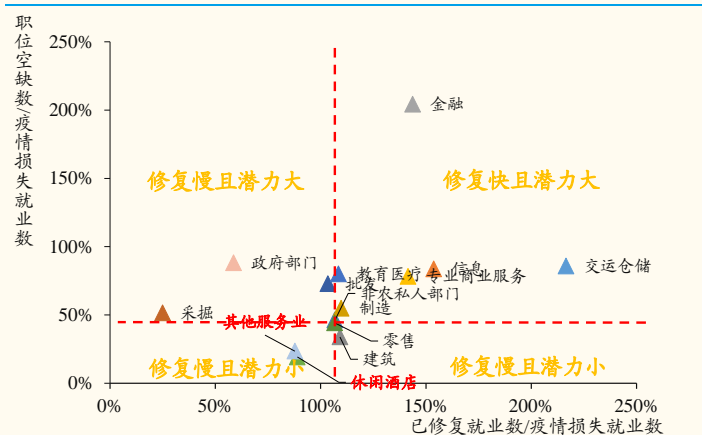
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 美国就业修复的潜力测算



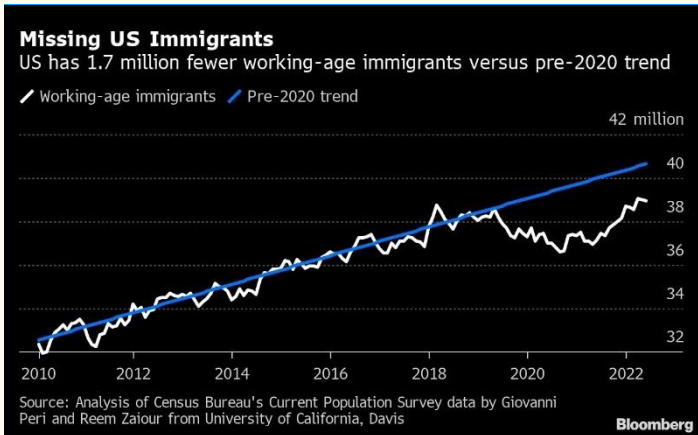
来源: Wind、国金证券研究所

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

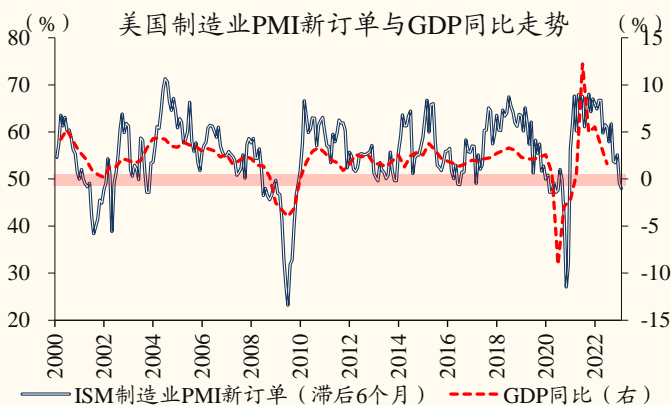
图表 17: 移民缺失导致劳动力年龄人口减少约 170 万人



来源: Wind、国金证券研究所

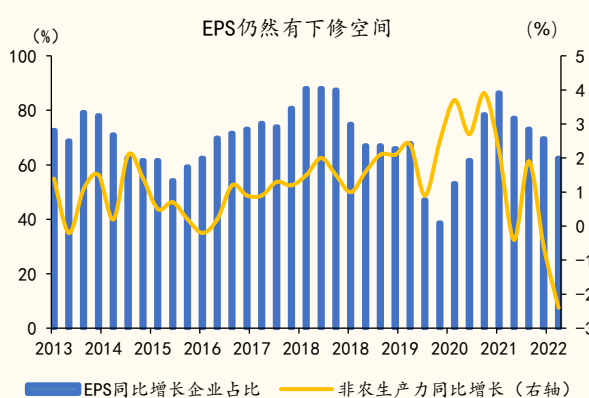
观点重申: 短期紧缩交易收尾、盈利影响逐步显现, 中长期就业进入“新常态”、“滞胀”格局延续。作为影响核心通胀的关键变量, 房价、薪资增速的顶点均已出现, 意味着美联储大幅上调利率预测的空间有限。短期来看, 紧缩交易下的估值压制或有所减弱, 但盈利端的影响逐步显现, 股市波动仍大、贵金属配置价值凸显。中长期来看, 就业进入“新常态”, “滞胀”格局或仍持续存在 (详情参见《海外紧缩交易, 或已接近“尾声”? 》)。

图表 18: 美国“衰退”窗口或在冬春之交



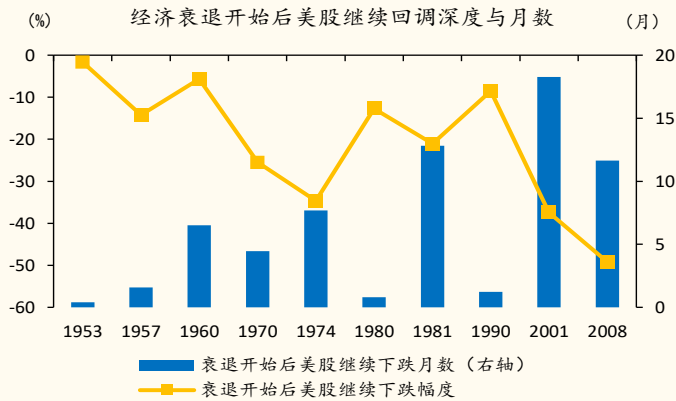
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 美股 EPS 仍然有下修空间



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 20: 经济衰退开始后美股继续回调深度与月数



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 21: 衰退中, 股市通常经历杀估值、盈利两阶段



来源: Bloomberg、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。

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。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