



宏观点评

9月非农数据结构中的“虚胖”

2023年9月美国非农数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

张佳炜

资格编号: S0120523070005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

联系人

韦祎

资格编号: S0120123040019

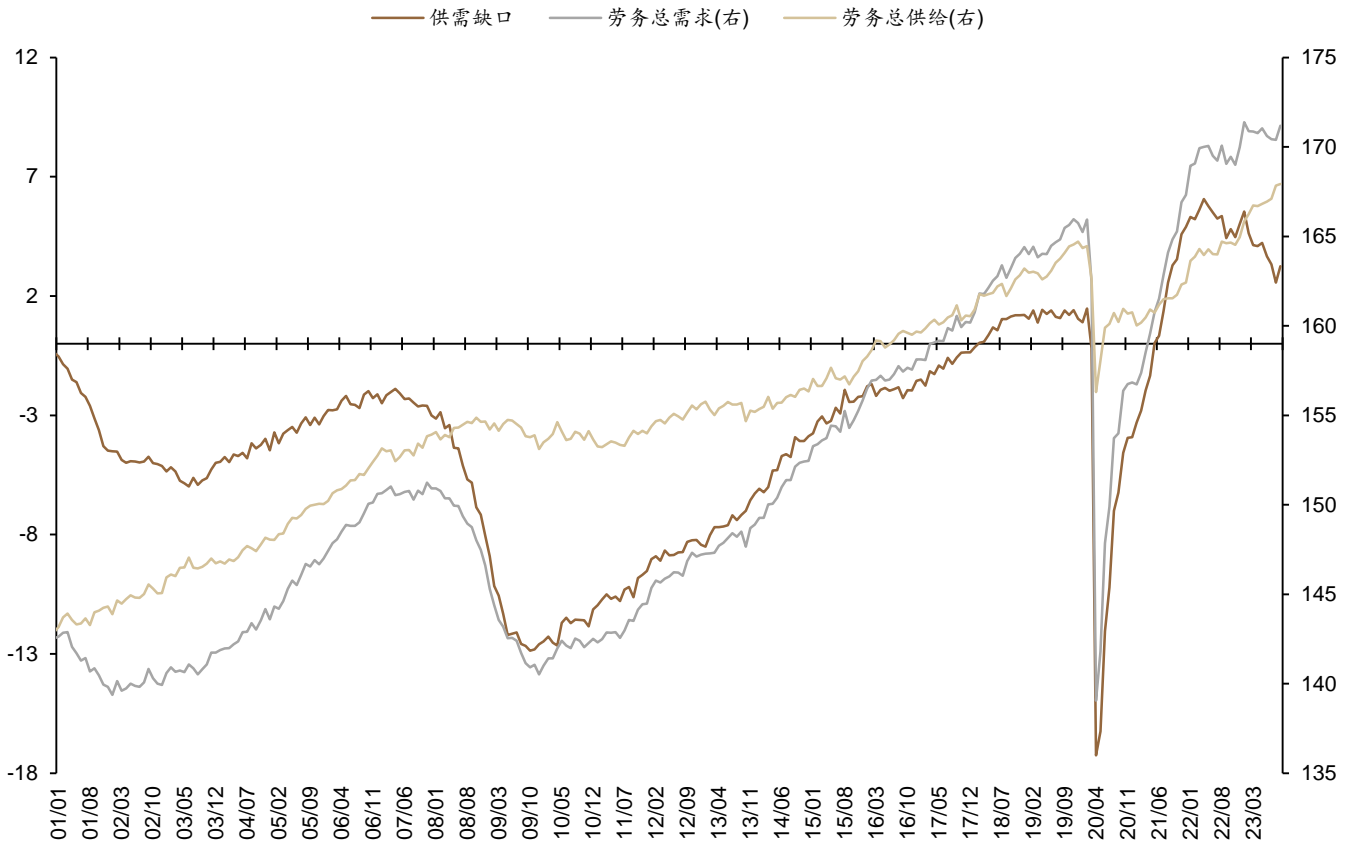
邮箱: weiyi@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

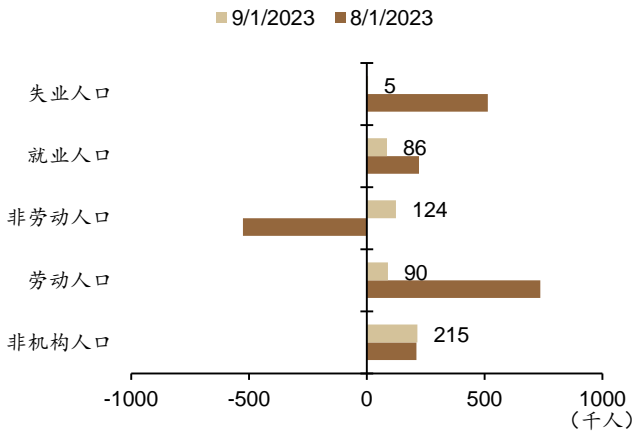
- **核心观点:** 9月美国就业超出预期6个标准差, 供需结构再度走阔至325万人, 但数据结构显示劳务需求或并非显示得那般强劲, 四季度劳务需求仍存在较大的不确定性。CPS与CES问卷的明显矛盾、非农与ADP私营就业的再度劈叉、兼职与自雇人员的“滥竽充数”、罢工情况并未完全计入等数据细节都在暗示9月非农强劲的需求或有“虚胖”。同时, 考虑到罢工可能的扩散、政府尚未根除的停摆风险, 市场并未充分计价美联储12月再加息、24H1不降息的预期。这也意味着, 在其他条件不变的情况下, 美债利率曲线或仍有较大上移风险。
- **供需结构:** 需求走强, 供给持平, 供需缺口再度扩大, 时薪增速持平。居民调查问卷CPS显示(图2), 9月新增非机构人口21.5万人, 其中约9万流向劳动力, 12.4万流向非劳动力, 故劳动参与率由62.81%略降至62.79%。新增9万的劳动力中, 有8.6万流向就业, 约0.5万流向失业, 故失业率持平3.79%(预期3.7%), 就业率由60.43%略降至60.42%。受职位空缺超预期反弹影响(961万, 预期881.5万), 最新美国劳务供需缺口由256.5万升至325.1万人(图1)。时薪环比+0.2%, 预期+0.3%, 持平前值; 同比+4.2%, 预期/前值+4.3%(表2)。生产与非管理岗时薪环比+0.21%, 持平前值(表3)。结构上, 受益于制造业回流的建筑与制造业时薪环比增速加快, 受学生贷款重启影响的服务业时薪环比连续4个月回落, 且录得2022年2月以来新低。
- **劳务需求:** 新增就业超出预期6个标准差, 但数据结构显示需求“虚胖”。企业调查问卷CES显示(表1), 9月新增非农就业+33.6万, 预期+18.7万, 7-8月数据合计上修11.9万。从结构看, 商贸运输(+4.5万)和休闲餐旅(+9.6万)涨幅明显, 其中休闲餐旅就业的走强具有明显的趋势性特征, 教育医保(+7万)虽有所走弱但仍是新增非农的主要贡献。另外, 制造业就业加速, 建筑业则出现边际走弱, 或意味着美国制造业回流已从阶段一(盖楼修厂, 体现为建筑开支增加)过渡至阶段二(招人投产)。分行业看(表1), 与疫情前水平比, 除占比仅0.4%的采矿业之外, 其余行业缺口基本已闭合。其中, 持续的就业增长、学生贷款到期等因素共同推动休闲餐旅业就业的增长, 最新缺口仅33万人, 缺口率快速收敛至-0.2%。整体看, **9月CES口径下的非农就业扭转前几个月的降温趋势且前值明显上修, 但拆解数据结构可发现强劲的劳务需求有所“虚胖”:** ①虽然CES口径下的就业数据强劲, 但CPS口径下的就业数据仅新增+8.6万, 适应CES口径的调整CPS新增-0.7万(图5); ②从工种来看, 就业结构不乏“滥竽充数”的嫌疑。9月新增全职就业-2.2万, 连续第三个月减少, 兼职就业+15.1万, 连续第三个月增加, 自雇人员新增+22.2万人, 为2021年8月以来新高; ③9月ADP新增私营就业+8.9万, 而CES新增私营就业+26.3万(图3); ④由于BLS仅统计罢工超过15天的就业变动情况, 9月数据并未完全计入近期汽车业、医疗业罢工的影响, 这也意味着9月的强就业或难以延续至10月, 劳务市场单月的强劲是否可持续仍然存疑。
- **风险提示:** 美联储过早开启降息周期引发通胀反弹甚至失控; 美联储紧缩周期维持时间过长, 引发金融系统流动性危机; 失业率超预期快速回升。

图 1：美国劳务市场总需求与总供给



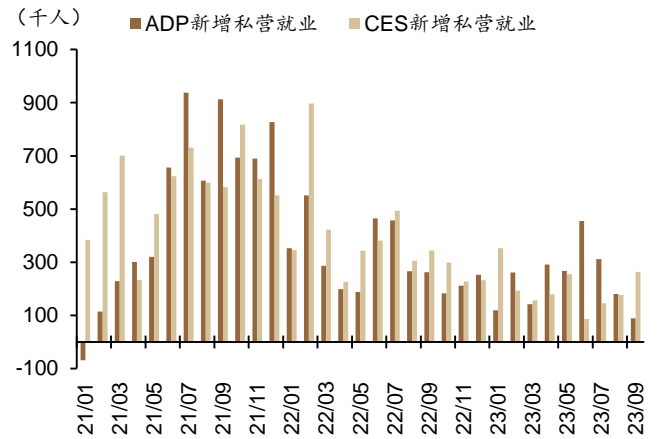
资料来源：美联储，德邦研究所；总需求=当月新增非农就业+前月职位空缺数；单位：百万人

图 2：美国劳务市场人口净月变动



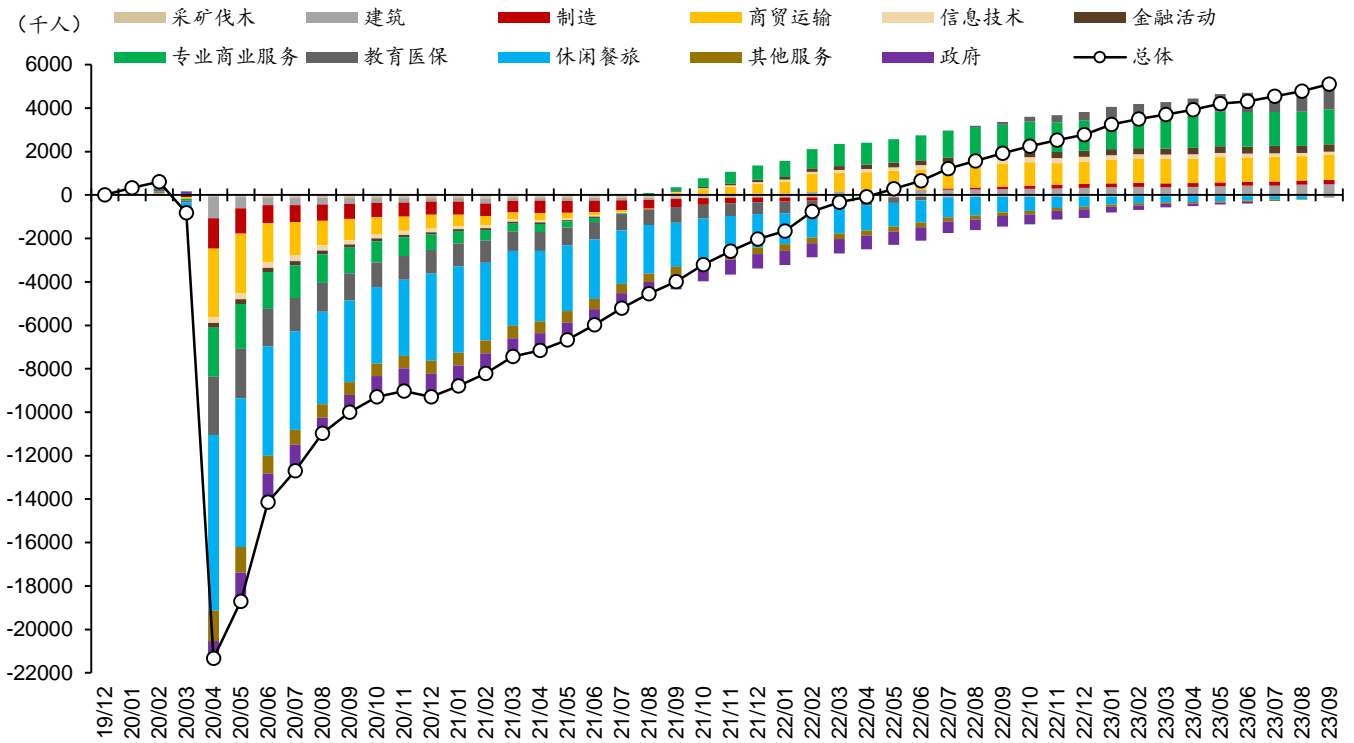
资料来源：美联储，德邦研究所

图 3：美国新增私营行业就业人数



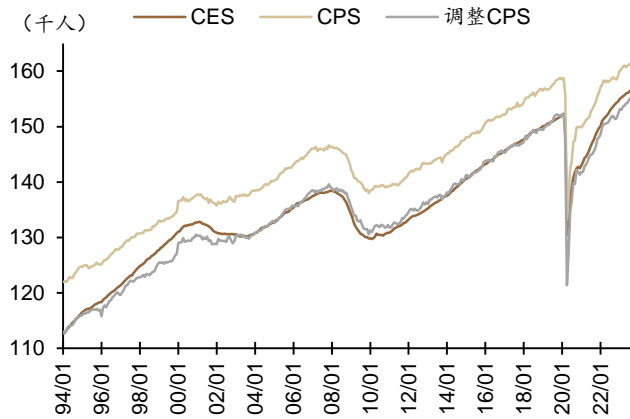
资料来源：美联储，德邦研究所

图 4：美国各行业非农就业总人数与 2019 年 12 月绝对水平比较



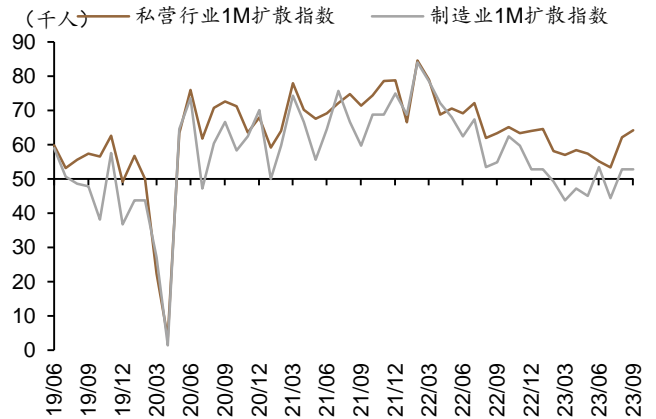
资料来源：美联储，德邦研究所

图 5：企业 (CPS)与居民调查(CES)与调整后居民调查就业总人数



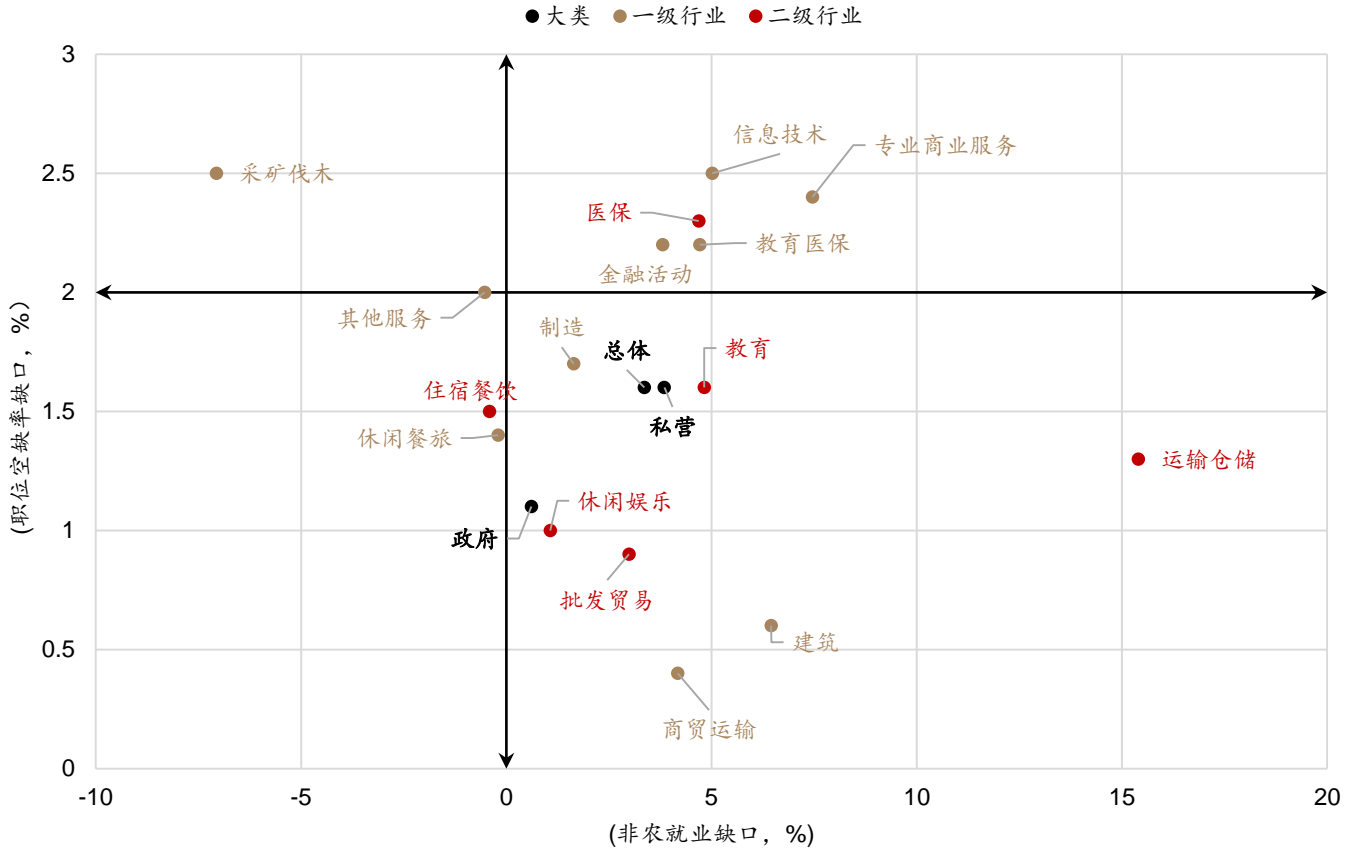
资料来源：美联储，德邦研究所

图 6：美国非农就业扩散指数



资料来源：彭博，德邦研究所

图 7：美国各行业最新当前需求与潜在需求缺口一览



资料来源：彭博，德邦研究所

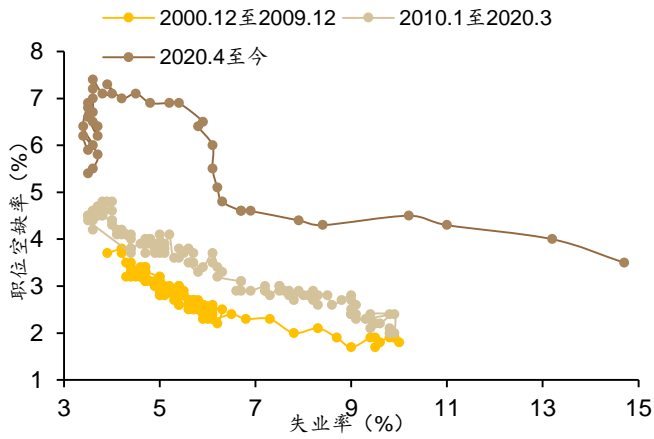
表 1：美国各行业就业净月变动&就业总人数与 2019 年 12 月水平相比净变化

	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10
非农就业净月变动	336	227	236	105	281	217	217	248	472	239	290	324
私营	263	177	145	86	255	179	157	193	353	232	228	299
商品	29	47	12	32	24	25	-19	18	41	36	41	57
采矿伐木	1	0	2	-1	3	5	2	1	4	4	8	3
建筑	11	36	12	29	25	11	-9	14	26	26	19	17
制造	17	11	-2	4	-4	9	-12	3	11	6	14	37
服务	234	130	133	54	231	154	176	175	312	196	187	242
商贸运输	45	-17	20	-48	48	-17	3	36	61	36	-84	31
信息技术	-5	-21	-19	-10	-4	3	3	-8	-23	-9	13	3
金融活动	3	2	15	2	13	27	-5	0	-1	4	11	18
专业商业服务	21	11	-29	-1	45	48	45	21	44	23	0	36
教育医保	70	97	104	79	88	77	70	64	111	71	95	85
休闲餐饮	96	44	38	26	28	11	46	57	99	58	123	61
其他服务	4	14	4	6	13	5	14	5	21	13	29	8
政府	73	50	91	19	26	38	60	55	119	7	62	25

缺口率	权重	与2019.12相比	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10
3.4%	100.0%	非农就业绝对变动	5,110	4,774	4,547	4,311	4,206	3,925	3,708	3,491	3,243	2,771	2,532	2,242
3.9%	85.4%	私营	4,971	4,708	4,531	4,386	4,300	4,045	3,866	3,709	3,516	3,163	2,931	2,703
3.1%	13.8%	商品	647	618	571	559	527	503	478	497	479	438	402	361
-7.1%	0.4%	采矿伐木	-49	-50	-50	-52	-51	-54	-59	-61	-62	-66	-70	-78
6.5%	5.1%	建筑	486	475	439	427	398	373	362	371	357	331	305	286
1.6%	8.3%	制造	210	193	182	184	180	184	175	187	184	173	167	153
4.0%	71.6%	服务	4,324	4,090	3,960	3,827	3,773	3,542	3,388	3,212	3,037	2,725	2,529	2,342
4.2%	18.4%	商贸运输	1,159	1,114	1,131	1,111	1,159	1,111	1,128	1,125	1,089	1,028	992	1,076
5.0%	1.9%	信息技术	145	150	171	190	200	204	201	198	206	229	238	225
3.8%	5.8%	金融活动	336	333	331	316	314	301	274	279	279	280	276	265
7.5%	14.7%	专业商业服务	1,597	1,576	1,565	1,594	1,595	1,550	1,502	1,457	1,436	1,392	1,369	1,369
4.7%	16.3%	教育医保	1,151	1,081	984	880	801	713	636	566	502	391	320	225
-0.2%	10.7%	休闲餐饮	-33	-129	-173	-211	-237	-265	-276	-322	-379	-478	-536	-659
-0.5%	3.8%	其他服务	-31	-35	-49	-53	-59	-72	-77	-91	-96	-117	-130	-159
0.6%	14.6%	政府	139	66	16	-75	-94	-120	-158	-218	-273	-392	-399	-461

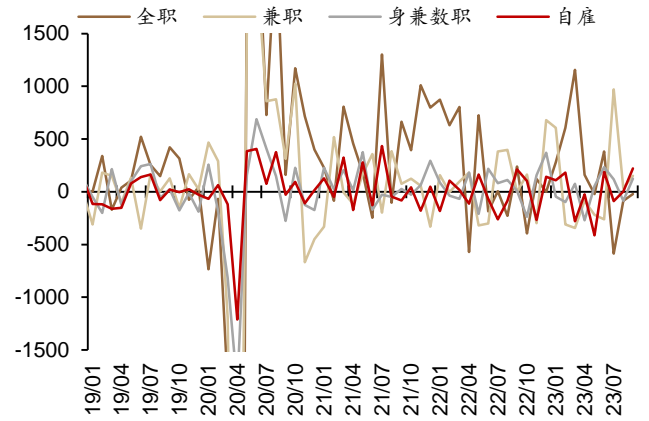
资料来源：美联储，德邦研究所；单位：千人

图 8：美国职位空缺率与失业率对比（Beveridge Curve）



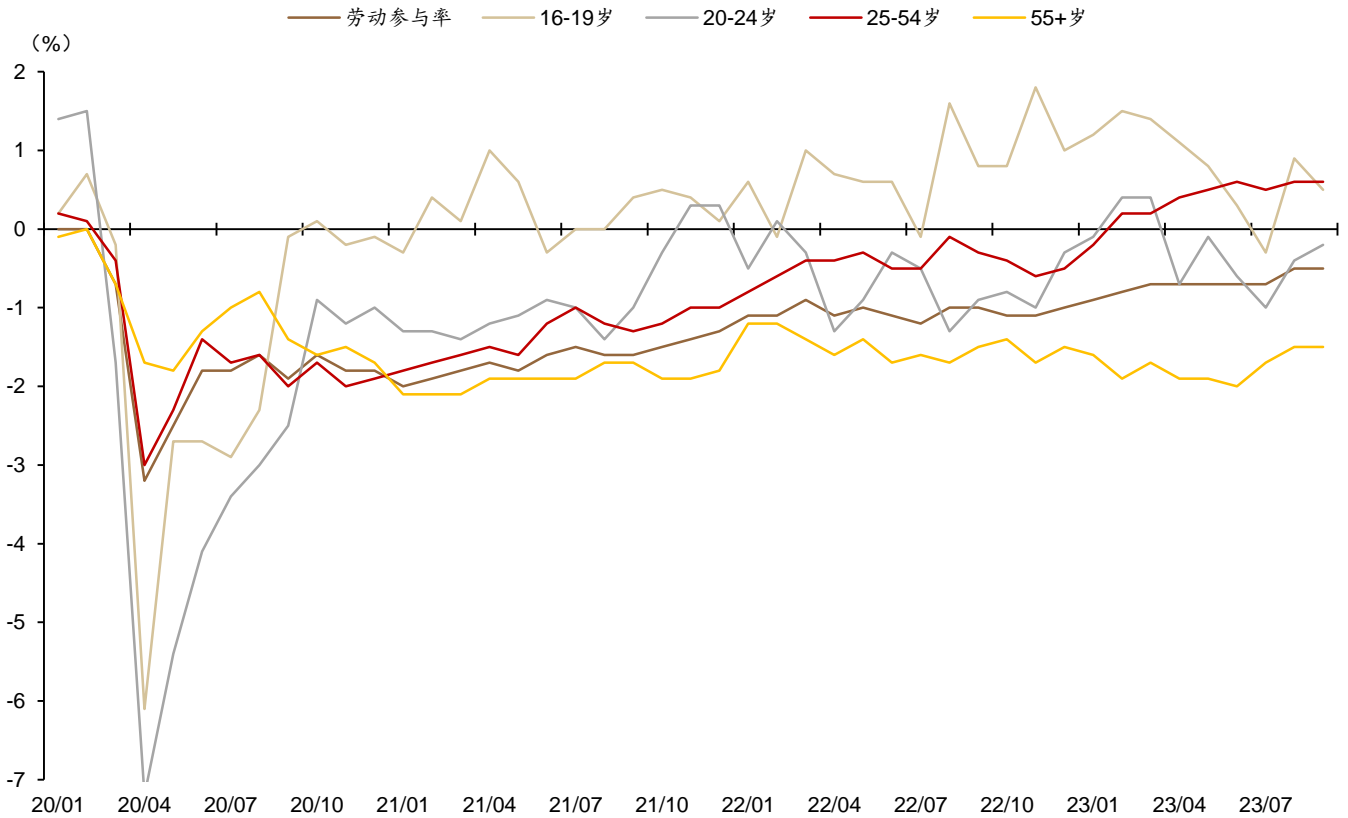
资料来源：美联储，德邦研究所

图 9：美国不同工种新增非农就业人数



资料来源：美联储，德邦研究所；单位为千人

图 10：各年龄段美国劳动参与率与 2019 年 12 月相比的变化情况



资料来源：美联储，德邦研究所

表 2：美国不同行业平均时薪同比及环比增速

时薪同比(%)	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10
私人	4.15	4.26	4.33	4.41	4.34	4.38	4.30	4.68	4.39	4.77	4.99	4.88
商品	5.32	5.37	5.35	5.06	4.70	4.59	4.65	4.58	4.33	4.51	4.66	4.48
采矿伐木	5.62	5.66	5.01	5.71	6.91	7.12	4.78	4.39	4.67	3.36	3.00	3.13
建筑	5.14	5.21	5.41	4.85	5.01	5.18	5.42	5.50	5.31	5.83	5.92	5.57
制造	5.23	5.22	5.19	5.02	4.24	3.92	4.05	3.94	3.56	3.72	3.90	3.78
服务	3.88	3.98	4.09	4.26	4.28	4.33	4.25	4.69	4.44	4.85	5.07	4.99
商贸运输	4.87	4.82	4.76	4.92	4.57	4.99	4.45	4.95	4.49	4.63	4.92	4.86
信息技术	0.86	1.82	3.42	3.58	4.56	4.25	5.67	5.18	5.78	5.92	6.22	6.55
金融活动	4.92	5.22	4.66	4.43	4.42	3.77	4.02	4.42	3.99	4.15	3.62	3.72
专业商业服务	4.28	4.21	4.53	4.51	4.30	4.23	4.44	4.80	4.64	4.94	5.21	5.01
教育医保	3.24	3.02	2.90	3.33	3.60	3.90	3.88	4.28	4.14	4.76	5.32	5.11
休闲餐旅	4.68	4.83	5.20	5.63	5.81	5.89	5.92	6.67	7.00	6.56	6.46	6.40
其他服务	3.30	3.84	3.36	3.84	4.54	4.30	3.35	4.27	3.73	3.45	4.14	3.77

时薪环比(%)	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10
私人	0.21	0.24	0.39	0.45	0.33	0.42	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43	0.40
商品	0.32	0.20	0.71	0.56	0.45	0.48	0.54	0.21	0.51	0.33	0.43	0.46
采矿伐木	0.21	0.26	0.50	-0.16	0.79	1.23	0.46	0.38	0.90	0.52	0.58	-0.19
建筑	0.33	0.19	0.85	0.25	0.42	0.33	0.42	0.42	0.25	0.48	0.51	0.57
制造	0.34	0.15	0.62	0.81	0.41	0.50	0.63	0.03	0.64	0.22	0.35	0.42
服务	0.18	0.24	0.33	0.39	0.33	0.39	0.24	0.27	0.24	0.37	0.43	0.40
商贸运输	0.41	0.34	0.17	0.49	0.10	0.59	0.17	0.81	0.53	0.21	0.46	0.47
信息技术	-0.15	0.27	0.10	-0.21	1.05	-0.89	0.31	0.34	0.02	0.59	-0.42	-0.15
金融活动	0.43	0.83	0.65	0.77	0.75	-0.07	0.38	0.09	0.21	0.69	0.17	-0.07
专业商业服务	0.27	-0.07	0.57	0.32	0.22	0.48	0.45	0.23	0.38	0.33	0.54	0.49
教育医保	0.15	0.24	0.30	0.34	0.18	0.31	0.06	-0.21	0.37	0.34	0.53	0.59
休闲餐旅	0.00	0.19	0.09	0.33	0.48	0.53	0.67	0.05	0.00	0.82	0.83	0.59
其他服务	0.20	0.64	0.20	0.30	0.41	0.85	-0.81	0.17	0.44	-0.14	0.82	0.17

资料来源：美联储，德邦研究所

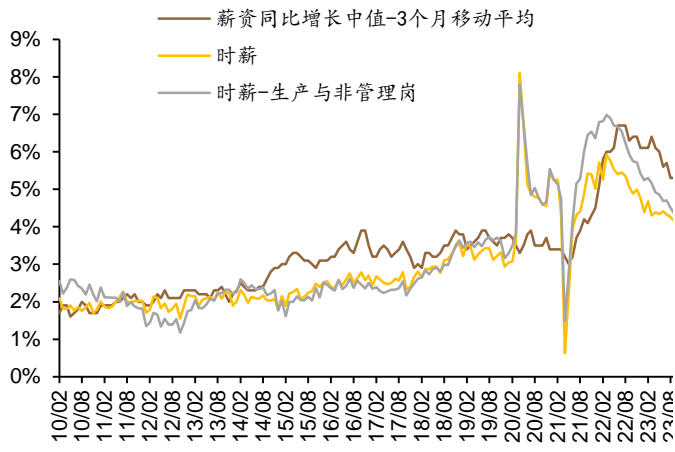
表 3：美国不同行业平均时薪同比及环比增速-生产与非管理岗

生产与非管理岗												
时薪同比(%)	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10
私人	4.34	4.50	4.70	4.69	4.86	4.91	5.16	5.30	5.25	5.42	5.72	5.75
商品	5.62	5.69	5.63	5.73	5.31	5.79	5.74	5.69	5.82	5.70	5.89	5.73
采矿伐木	4.74	3.25	4.50	5.73	6.26	6.11	4.21	5.04	4.96	4.57	5.15	5.54
建筑	5.50	5.71	5.75	5.52	5.66	6.60	6.53	6.26	6.36	6.34	6.38	6.37
制造	5.42	5.53	5.45	5.60	4.77	4.79	4.89	5.09	5.22	5.25	5.57	5.01
服务	4.11	4.26	4.46	4.52	4.76	4.74	4.99	5.25	5.11	5.36	5.70	5.77
商贸运输	4.57	5.01	5.07	5.27	5.29	5.52	5.59	5.83	5.43	5.28	5.93	6.50
信息技术	2.62	3.66	4.72	4.26	4.56	5.85	5.03	4.29	3.69	4.44	4.41	4.27
金融活动	5.01	4.71	4.37	4.52	4.67	4.44	5.78	5.93	5.65	6.16	5.92	6.08
专业商业服务	5.16	5.14	5.09	4.99	5.45	5.04	5.29	5.19	5.02	5.24	5.31	5.11
教育医保	3.28	3.04	3.60	3.66	4.07	4.01	4.31	4.75	5.01	5.14	5.83	5.79
休闲餐旅	4.65	4.83	5.31	5.21	5.06	4.92	5.54	6.27	7.83	6.98	7.11	7.38
其他服务	3.42	3.68	3.08	3.18	3.11	2.76	2.48	3.80	4.02	4.37	4.55	4.49

时薪环比(%)	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10
私人	0.21	0.21	0.42	0.35	0.38	0.32	0.39	0.42	0.28	0.43	0.46	0.39
商品	0.40	0.37	0.37	0.65	0.34	0.38	0.48	0.24	0.66	0.49	0.60	0.50
采矿伐木	1.32	-0.99	-0.38	0.58	0.70	1.28	0.15	0.39	0.12	0.45	0.97	0.06
建筑	0.38	0.56	0.53	0.21	0.21	0.33	0.54	0.51	0.66	0.67	0.36	0.43
制造	0.34	0.19	0.34	0.96	0.42	0.35	0.54	-0.04	0.58	0.27	0.87	0.48
服务	0.17	0.21	0.38	0.31	0.35	0.35	0.35	0.46	0.21	0.39	0.43	0.40
商贸运输	0.04	0.40	0.36	0.36	0.28	0.32	0.36	0.77	0.57	0.25	0.25	0.54
信息技术	0.03	0.33	0.33	-0.13	0.41	0.44	0.54	0.13	0.03	0.65	-0.05	-0.10
金融活动	0.53	0.32	0.41	0.48	0.69	0.12	0.36	0.85	0.06	0.49	0.31	0.28
专业商业服务	0.26	0.29	0.41	0.18	0.29	0.41	0.57	0.45	0.48	0.54	0.64	0.52
教育医保	0.40	-0.13	0.50	0.27	0.40	0.20	0.07	0.03	0.30	0.27	0.48	0.44
休闲餐旅	0.11	0.16	0.32	0.54	0.76	0.32	0.93	0.00	-0.44	0.82	0.33	0.72
其他服务	0.15	0.50	0.74	0.47	0.59	0.68	-0.94	0.32	0.12	0.16	0.48	0.12

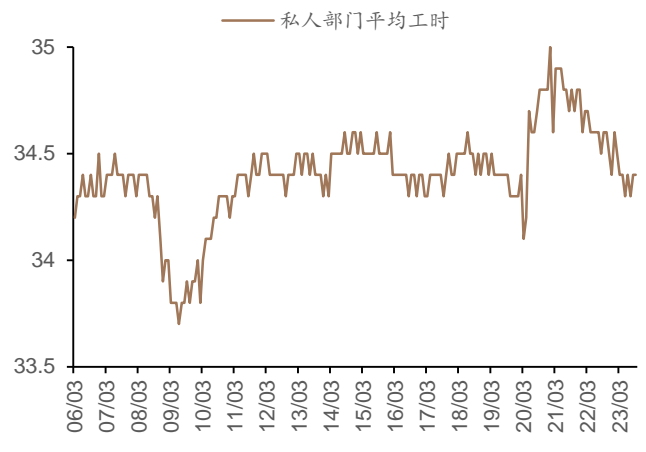
资料来源：美联储，德邦研究所

图 11：美国非农行业时薪同比增速



资料来源：美联储，德邦研究所

图 12：美国非农私营部门平均工时



资料来源：美联储，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

张佳炜，德邦证券海外宏观组组长。伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），六年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

韦祎，德邦证券宏观研究员。毕业于中国人民大学和香港中文大学，经济学博士，研究方向为开放宏观经济学。擅长海外经济、经济周期、货币政策与大类资产配置研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。