

2023年10月10日

宏观研究团队

美国就业市场回暖可持续性尚待观察——美国9月非农就业数据点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

● 新增非农就业大超预期，但失业率未有变化

1. 新增非农就业数量大超预期，且前值经历较大幅上修

9月新增非农就业33.6万人，较8月份提升超过10万，且大超市场预期。7、8月份新增非农就业亦经历较大幅度上修。结构上看，私人部门、政府部门新增就业均有较大幅度提升，其中休闲和酒店业就业改善较多。总的看，9月新增非农数据一方面印证了美国经济的韧性，与同期发布的制造业PMI数据等可相互验证；但另一方面，由于9月数据尚未包含美国罢工运动的影响，且8月份数据上修有很大一部分由政府就业导致，其趋势是否能够持续，还有待观察。

2. 劳动参与率与失业率未变，与新增非农数据有一定分歧

9月美国劳动参与率录得62.8%，失业率为3.8%，均与8月份持平，与新增非农数据有一定分歧。从年龄段来看，20-24岁、45-54岁区间人口劳动参与率仍在继续小幅上升。劳动参与率、失业率等数据与新增非农数据发生较大程度偏离，或与其分属不同调查口径有关，历史上来看，由于调查样本与统计方法均有不同，短期发生偏离较为常见。

3. 薪资增速继续下降，后续预计难有上行空间

9月美国非农就业时薪同比上升4.2%，较8月份下降0.1个百分点，环比同8月份持平。我们认为，劳动参与率和失业率在9月份并未发生变化，虽然新增就业有所变化，但休闲和酒店业等主要贡献项薪资环比增速较低，显示当前薪资难有继续上行的动力。一则劳动力供给还在继续微幅改善；二则当前大部分行业劳动力供需缺口不断弥合。但我们或需要密切观察后续薪资放缓的速度。

4. 劳动力需求出现一定幅度回升

从8月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为961万人，较8月上升69万人，职位空缺率上升0.5个百分点至5.8%，每个求职者对应约1.5个工作岗位，当前美国劳动力市场的供需紧张程度边际提升。但职工主动离职率录得2.3%，与8月份相同。

● 就业市场回暖可持续性或仍需观察

总的来看，我们认为9月份的就业回暖是否可持续尚需观察，一方面当前新增就业行业集中度较为明显，随着相关行业劳动力供需缺口逐渐缩小，可持续性或存在不足；另一方面，从劳动力供给的角度来看，9月劳动参与率并未下降，显示当前劳动力就业意愿仍强，或将驱使整体劳动力市场变的更加均衡。

对美联储而言，当前劳动力市场的短暂回暖，或会增加其11月份加息的概率。不过由于劳动参与率处于疫情来相对高位，9月份薪资增速仍在继续下行，这意味着对于通胀的整体支撑力度或不会有较大提升，因此美联储11月份的决策尚需要9月份通胀数据的支撑。但更重要的是，有韧性的就业及经济也将迫使美联储在更长时间里维持一个较高利率水平，这也将是后续各大类资产价格变化的重要驱动力量。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《美债利率大幅上行，国内旅游人均支出显著改善——中秋国庆海内外要闻—宏观深度报告》-2023.10.8

《“金九”乍现，料非重演三月——兼评9月PMI数据—宏观经济点评》-2023.9.30

《美国政府关门危机：源起、进展及可能影响—宏观经济点评》-2023.9.28

目录

1、新增非农就业大超预期，但失业率未有变化.....	3
1.1、新增非农就业数量大超预期，且前值经历较大幅上修.....	3
1.2、劳动参与率与失业率未变，与新增非农数据有一定分歧.....	4
1.3、薪资增速继续下降，后续预计难有上行空间.....	4
1.4、劳动力需求出现一定幅度回升.....	5
2、就业市场回暖可持续性或仍需观察.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：美国 7、8 月份新增非农就业经历了较大幅度上修.....	3
图 2：9 月失业率、劳动参与率均未变.....	4
图 3：9 月 20-24 岁、45-54 岁人口劳动参与率继续上升.....	4
图 4：9 月时薪增速同比略有下降.....	5
图 5：9 月酒店休闲业平均时薪环比增速较低.....	5
图 6：8 月职位空缺数与空缺率有所回升.....	6
图 7：8 月美国劳动力缺口有所回升.....	6
表 1：9 月非农新增就业细项及变动.....	4

美国公布 9 月最新就业数据。其中新增非农就业 33.6 万，高于市场预期的 17 万；失业率为 3.8%，亦高于市场预期；平均时薪同比增长 4.2%，低于市场预期。

1、新增非农就业大超预期，但失业率未有变化

1.1、新增非农就业数量大超预期，且前值经历较大幅上修

9 月新增非农就业 33.6 万人，较 8 月份提升超过 10 万，且大超市场预期。7、8 月份新增非农就业分别上修 4.9、4 万人至 23.6、22.7 万人，上修幅度较大。事实上，2023 年以来的新增非农均经历了不同幅度的下修。而 9 月份对 7、8 月份非农数据经历了一定程度的上修，或显示前期的下修存在一定程度的过低估计，后续是否会持续上修还存在不确定性。趋势上看，7-9 月份平均新增就业 26.6 万，较 6-8 月份有较大程度上行，一定程度上扭转了年初以来劳动力市场的降温趋势。

结构上看，私人部门、政府部门新增就业均有较大幅度提升，其中休闲和酒店业就业改善较多。9 月私人部门就业新增 26.3 万，政府就业新增 7.3 万。分行业来看，休闲和酒店业、零售业、制造业新增就业有较多改善，分别新增 9.6 万、2 万、1.7，或反映出美国线下办公回归带动相关需求增加以及制造业的回流。此外，建筑业、9 月新增就业 1.1 万，较 8 月有较大幅度降幅，或与美国地产边际降温有关。教育和保健服务、酒店与休闲业目前仍是新增就业的最主要行业，反映出美国服务业仍在继续修复。

总的看，9 月美国新增非农数据的逆势上扬，一方面印证了美国经济的韧性，与同期发布的制造业 PMI 数据等可相互验证；但另一方面，由于 9 月数据尚未包含美国罢工运动的影响，且 8 月份数据上修有很大一部分由政府就业导致，其趋势是否能够持续，还有待观察。

图1：美国 7、8 月份新增非农就业经历了较大幅度上修



数据来源：Wind、开源证券研究所

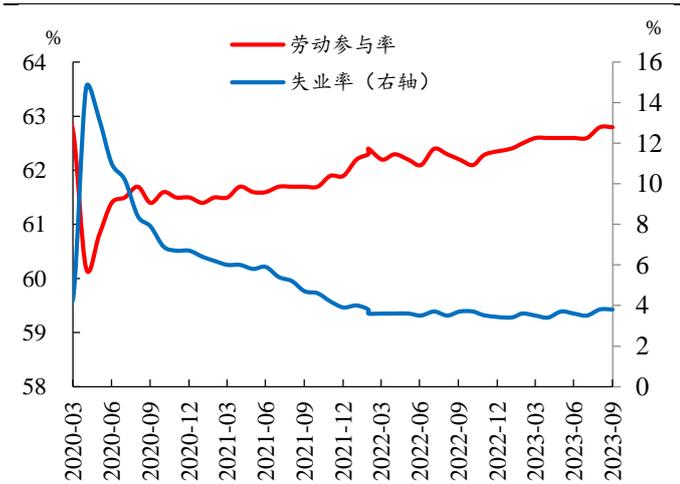
表1：9月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比 (%)	较8月变化	2023-09	2023-08	2023-07	7-9月平均
总体新增非农	100.0	109	336	227	236	266
私人部门	78.3	86	263	177	145	195
采矿业	0.3	1	1	0	2	1
建筑业	3.3	-25	11	36	12	20
制造业	5.1	6	17	11	-2	9
批发业	3.5	12	12	0	15	9
零售业	5.9	19	20	0	13	11
运输仓储业	2.6	28	9	-19	-7	-6
公用事业	1.4	2	5	2	-2	2
信息业	-1.5	16	-5	-21	-19	-15
金融活动	0.9	1	3	2	15	7
专业和商业服务	6.3	10	21	11	-29	1
教育和保健服务	20.8	-27	70	97	104	90
休闲和酒店业	28.6	52	96	44	38	59
其他服务业	1.2	-10	4	14	4	7
政府就业	21.7	23	73	50	91	71

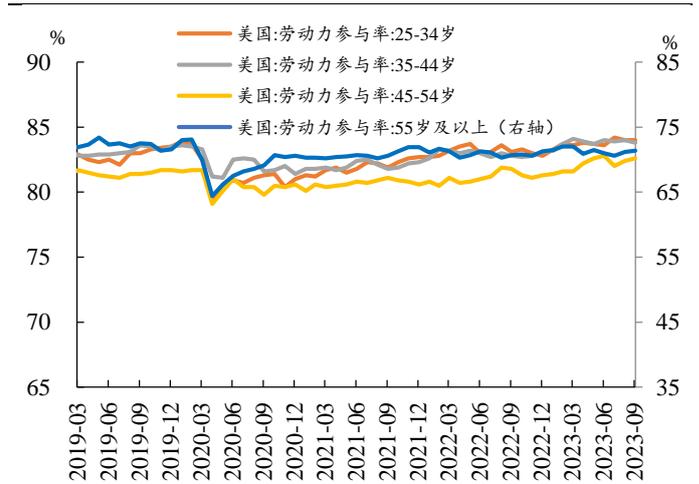
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率与失业率未变，与新增非农数据有一定分歧

9月美国**劳动参与率**录得**62.8%**，**失业率**为**3.8%**，均与8月份持平，显示当前劳动力市场似乎并未改善，与新增非农数据有一定分歧。具体来看，9月份调查城市人口增加21.5万，劳动力人口增加9万。总就业人口增加8.6万，失业人口增加0.5万。从年龄段来看，20-24岁、45-54岁区间人口劳动参与率仍在继续小幅上升，显示当前状龄劳动力参与工作意愿并未降低。失业率方面，除黑人族裔失业率有所上升外，亚裔、西班牙裔均有一定程度的边际改善。劳动参与率、失业率等数据与新增非农数据发生较大程度偏离，或与其分属不同调查口径有关，历史上来看，由于调查样本与统计方法均有不同，发生偏离较为常见。

图2：9月失业率、劳动参与率均未变


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：9月20-24岁、45-54岁人口劳动参与率继续上升


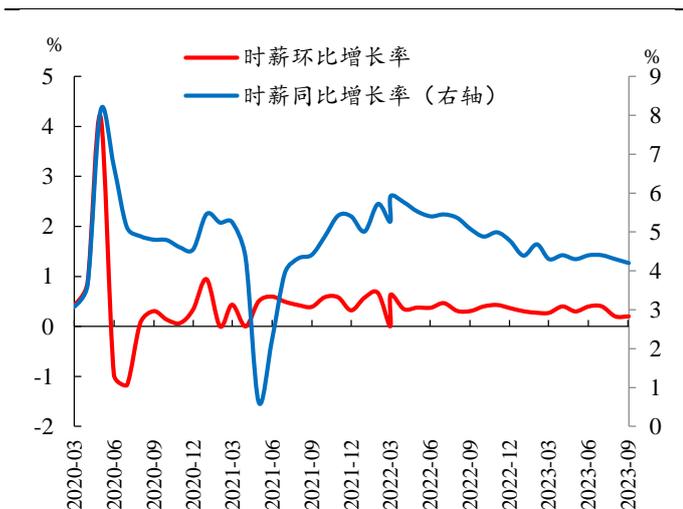
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、薪资增速继续下降，后续预计难有上行空间

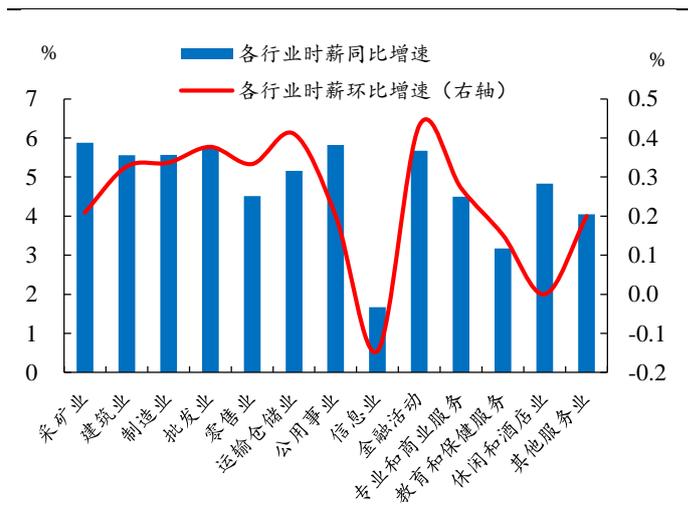
9月美国非农就业时薪录得33.88美金，同比上升4.2%，较8月份下降0.1个百分点，环比上升0.2%，同8月份持平。平均周工作时长为34.4小时，亦较8月

持平。具体来看，9月采矿业、批发业、公用事业薪资同比增长较多，金融业、运输仓储业薪资环比增长较多。总的来看，9月份教育和保健服务同比增速较低，或是整体薪资同比增速下行的重要拖累项。

我们认为，劳动参与率和失业率在9月份并未发生变化，虽然新增就业有所变化，但休闲和酒店业等主要贡献项薪资环比增速较低，或显示当前薪资难有继续上行的动力。一则劳动力供给还在继续微幅改善；二则当前大部分行业劳动力供需缺口不断弥合。8月亚特兰大工资增长指数（3MA）录得5.3，较7月份有一定降幅，显示当前薪资下行趋势仍在。但我们或需要密切观察后续薪资放缓的速度。

图4：9月时薪增速同比略有下降


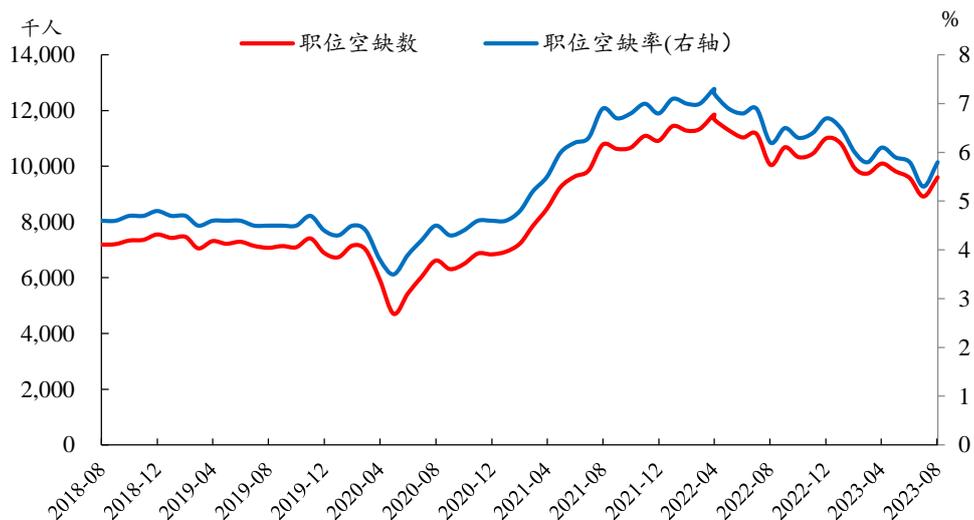
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：9月酒店休闲业平均时薪环比增速较低


数据来源：Wind、开源证券研究所

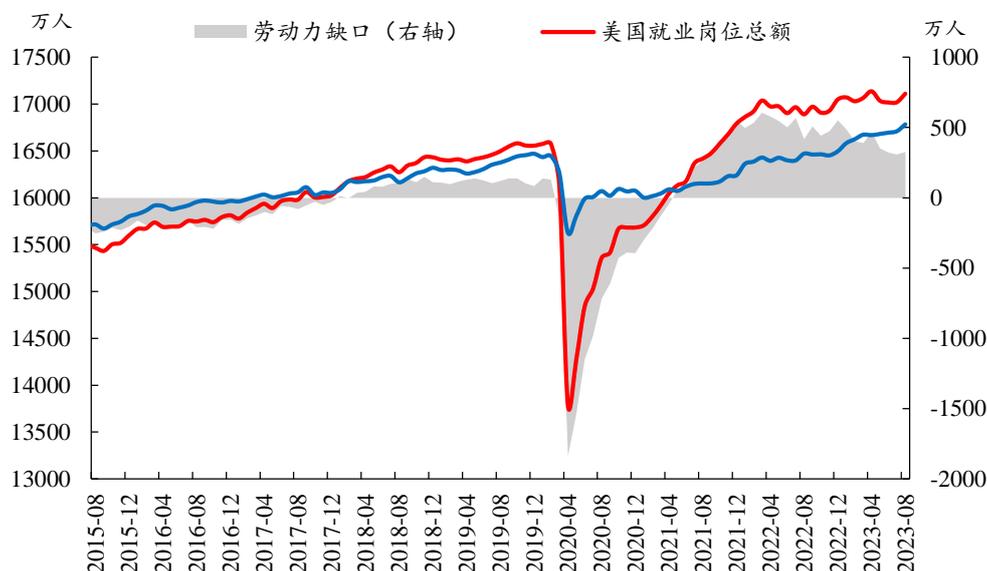
1.4、劳动力需求出现一定幅度回升

从8月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为961万人，较8月上升69万人，职位空缺率上升0.5个百分点至5.8%，整体有一定程度回升。目前每个求职者对应约1.5个工作岗位，当前美国劳动力市场的供需紧张程度边际提升。同时，职工主动离职率录得2.3%，与8月份相同，或表明当前企业与员工的招人/换工作的意愿并未有提升。

图6：8月职位空缺数与空缺率有所回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，8月美国总劳动力缺口（就业岗位总额—劳动力人口）较7月上升17.6万至325.5万，再度回到300万以上，美国劳动力市场供需关系边际趋紧。我们曾指出，若更多的劳动力回到市场，带动薪资继续下降，叠加岗位需求继续减少，失业率和新增就业数量走势有望统一，当前来看，劳动力市场的均衡仍存在一定程度的反复，但在高利率环境下，劳动力市场供需趋缓或仍是大方向。

图7：8月美国劳动力缺口有所回升


数据来源：Fred、开源证券研究所

2、就业市场回暖可持续性或仍需观察

如何看待当前美国就业市场的回暖？我们认为无需对非农数据的可信度进行质疑，疫情期间由于数据收集的不及时，整体数据往往需要进行较大修正，特别是家庭调查（CPS）与机构调查（CES）由于样本大小、统计方式等不同，相关数据出现背离并不罕见¹。此外，事实上美国就业一直处于韧性下滑的姿态，整体并未快速

¹ 详见美国劳工部（BLS）的说明：https://www.bls.gov/web/empsit/ces_cps_trends.htm

下行，单月的数据出现反复或主要有以下几个原因：

一则当前美国制造业的持续回流，在增强美国经济韧性的同时，使得相关部门的就业保持在一定程度的规模，叠加服务业就业黏性较强，因此成为美国整体就业偏强的基础；

二则对 9 月数据进行观察可以发现，休闲与酒店业、政府就业是最主要的两大项，其中休闲和酒店业或与暑期结束、美国企业推进线下办公带动相关休闲服务业恢复有关，考虑到新增非农就业统计包含兼职与全职在内，结合总就业人口仅增加 8.6 万，可能有部分就业是兼职形式。而政府就业增加则或与暑期结束，相关教育岗位增加有关；

往后看，9 月份全美汽车联合会（UAW）持续进行罢工，目前虽然决定不将相关的罢工进行扩大化²，但在 10 月份的就业数据中或将体现，届时新增就业数据或将出现一定幅度的下行。

总的来看，我们认为 9 月份的就业回暖是否可持续尚需观察，一方面当前新增就业行业集中度较为明显，随着相关行业劳动力供需缺口逐渐缩小，可持续性或存在不足；另一方面，从劳动力供给的角度来看，9 月劳动参与率并未下降，显示当前劳动力就业意愿仍强，或将驱使整体劳动力市场变的更加均衡。

对美联储而言，当前劳动力市场的短暂回暖，或会增加其 11 月份加息的概率。不过由于劳动参与率处于疫情来相对高位，9 月份薪资增速仍在继续下行，这意味着对于通胀的整体支撑力度或将不会有较大提升，因此美联储 11 月份的决策尚需要 9 月份通胀数据的支撑。但更重要的是，有韧性的就业及经济也将迫使美联储在更长时间里维持一个较高利率水平，这也将是后续各大类资产价格变化的重要驱动力。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

² <https://wallstreetcn.com/articles/3699077?keyword=%E7%BD%A2%E5%B7%A5>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年9月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn