

2023年11月04日

罢工拖累就业，是否足以改变美联储？

定期报告

华金宏观·双循环周报（第31期）

投资要点

- ◆ **10月美非农就业数据表现不佳，美元指数日内大跌超1%。**10月美国非农就业新增仅15万低于市场预期，劳动参与率小幅下降、失业率小幅上升，平均时薪同比增速有所回落，劳动力市场紧张程度有所缓和。各项就业数据的指向较为一致，如果劳动力市场紧张缓和的趋势延续，美联储后续的货币政策操作势必较前期表态更加偏鸽，10月就业数据公布之后，美元指数日内跳水1.1%至105.0。
- ◆ **但就业不佳主要受汽车工人罢工拖累，劳动力市场未来或将再度趋紧。**应当注意到，美国汽车工人大罢工导致当月制造业就业大幅减少，是10月就业下滑的最主要拖累因素，随着多家汽车公司与工人达成协议，美国劳动力市场可能很快再度趋于紧张。从行业结构来看，美国10月新增非农就业偏弱具有明显的暂时性特征，可持续性并不强。近期美国汽车工人联合会（UAW）为要求普遍涨薪而组织了旷日持久的大规模罢工，多家头部车企的员工参与到本次罢工活动中，直接造成美国10月耐用品制造业部门就业罕见大幅减少达3.6万人，构成当月就业数据总体偏弱的最主要原因。
- ◆ **汽车工人涨薪要求得到满足，美国薪资通胀螺旋可能进一步强化。**汽车工人罢工事件近日以涨薪要求得到满足而落下帷幕，这可能意味着未来数月美国居民薪资增速或将再度反弹，薪资增速维持高位导致的向核心通胀持续传导、并强化薪资通胀螺旋的现象在未来数月可能进一步强化而非持续降温。作为耐用品制造业生产的最大行业领域之一，汽车行业工人工资涨幅在美国各行业间具有重要的标杆意义，此次大罢工之后大幅涨薪协议的签订，可能直接反映在未来几个月美国平均时薪的增速之中，并可能进一步强化由于薪资增速近两年多以来持续高于正常增速而导致的向核心通胀持续传导的局面。
- ◆ **近日长期美债利率大幅下行，可能为美联储进一步收紧提供更大空间。**10月美国非农就业呈现冷淡格局，但并不改变经济整体供需偏热的基本格局，当前的核心不确定性仍然在于长期利率水平是否已经高到足以触发新一轮房地产市场风险或金融风险的程度。基于当前美国就业市场可能再度趋于紧张以及长端美债收益率正在缓慢下行的预期，我们仍然预计美联储会在12月FOMC会议上加息一次25BP，并不会早于2024年三季度开始降息。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周全球股市普遍上涨，美国股市领涨，A股传媒、电子、食品饮料领涨，房地产跌幅最深；长端美债收益率大幅回落，1Y中国国债收益率下行较多；美元指数小幅回落，人民币窄幅震荡；金价高位上行，WTI原油价格回落幅度较大。
- ◆ **本周重点报告：**1)《金融高质量发展的三大支柱——中央金融工作会议速评》2023.10.31；2)《矛盾的数据令美联储采取谨慎鹰派立场——美联储FOMC会议（2023.11）点评》2023.11.2。
- ◆ **风险提示：**美联储超预期加息风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.com

相关报告

- 矛盾的数据令美联储采取谨慎鹰派立场——
美联储FOMC会议（2023.11）点评
2023.11.2
- 金融高质量发展的三大支柱——中央金融工
作会议速评 2023.10.31
- 工业需求筑底震荡，PMI遭遇波折——PMI
点评（2023.10） 2023.10.31
- 工业经营利润稳步改善，美国经济增速再创
新高——华金宏观·双循环周报（第30期）
2023.10.28
- 扩于当下，利泽绵长——增发万亿国债点评
2023.10.25



内容目录

1. 10月美非农就业数据表现不佳，美元指数日内大跌超1%.....	3
2. 但就业不佳主要受汽车工人罢工拖累，劳动力市场未来或将再度趋紧.....	3
3. 汽车工人涨薪要求得到满足，美国薪资通胀螺旋可能进一步强化.....	4
4. 近日长期美债利率大幅下行，可能为美联储进一步收紧提供更大空间.....	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）.....	6

图表目录

图 1：美国就业数据表现.....	3
图 2：美国新增就业人数行业分布（千人）.....	4
图 3：美国劳动力缺口、平均时薪同比与 CPI 同比（%）.....	4
图 4：美债收益率（%）与美元指数.....	5
图 5：全球股市本周涨幅（%）：本周全球股市普遍上涨，美国股市领涨.....	6
图 6：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股传媒、电子、食品饮料领涨，房地产跌幅最深.....	6
图 7：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股普遍大幅上涨.....	6
图 8：美国国债收益率（%）变动幅度：长端美债收益率大幅回落.....	7
图 9：中国国债收益率（%）变动幅度：中短端国债收益率有所下行.....	7
图 10：1Y 中国国债收益率下行较多（%）.....	7
图 11：长端美债收益率大幅下行（%）.....	7
图 12：10Y 国开债与国债利差有所扩大（%）.....	8
图 13：1Y、3Y 信用利差小幅收窄（BP）.....	8
图 14：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）.....	8
图 15：主要央行政策利率（%）.....	8
图 16：全球汇率：美元指数小幅回落.....	8
图 17：人民币窄幅震荡.....	8
图 18：本周金价高位上行.....	9
图 19：WTI 原油价格本周回落幅度较大.....	9
图 20：10 月底煤价大幅回落.....	9
图 21：本周铜价小幅上行.....	9

1. 10月美非农就业数据表现不佳，美元指数日内大跌超1%

10月美国非农就业新增仅15万低于市场预期，劳动参与率小幅下降、失业率小幅上升，平均时薪同比增速有所回落，劳动力市场紧张程度有所缓和。据当地时间11月3日美国劳工统计局公布的数据，10月美国新增非农就业15.0万人，大幅低于市场预期的18万人。于此同时，劳动参与率小幅下降0.1个百分点至62.7%，是近12个月以来首次出现回落。与此同时，失业率小幅上行0.1个百分点至3.9%，创出2022年2月以来新高，平均时薪同比增速也下滑0.2个百分点至4.1%，而此前7个月平均时薪同比增速都粘滞于4.3%-4.4%的高位区间之内。10月各项就业数据的指向较为一致，如果劳动力市场紧张缓和的趋势延续，美联储后续的货币政策操作势必较前期表态更加偏鸽，10月就业数据公布之后，美元指数日内跳水1.1%至105.0。

图1：美国就业数据表现



资料来源：CEIC，华金证券研究所

2. 但就业不佳主要受汽车工人罢工拖累，劳动力市场未来或将再度趋紧

应当注意到，美国汽车工人大罢工导致当月制造业就业大幅减少，是10月就业下滑的最主要拖累因素，随着多家汽车公司与工人达成协议，美国劳动力市场可能很快再度趋于紧张。从行业结构来看，美国10月新增非农就业偏弱具有明显的暂时性特征，可持续性并不强。一方面，美国服务业就业新增情况持续稳健，显示居民消费意愿仍然稳定，教育医疗行业延续了数月来的强劲新增就业，10月新增就业8.9万人，较9月小幅多增；此外，受房地产市场近期表现较为稳定的拉动，建筑业也保持了良好的新增就业势头，当月新增就业2.3万人；休闲旅游、交运等行业就业则月度之间波动较大，在9月峰值之后10月的回落幅度在市场预期的合理范围内。另一方面，近期美国汽车工人联合会(UAW)为要求普遍涨薪而组织了旷日持久的大规模罢工，多家头部车企的员工参与到本次罢工活动中，直接造成美国10月耐用品制造业部门就业罕见大幅减少达3.6万人，构成当月就业数据总体偏弱的最主要原因。10月底，此前态度最为强硬的通用汽车公司与美国汽车工人工会达成初步协议，汽车工人罢工浪潮接近得到解决，这可能意味着未来数月美国劳动力市场供需关系可能很快再度趋于紧张。

图 2: 美国新增就业人数行业分布 (千人)

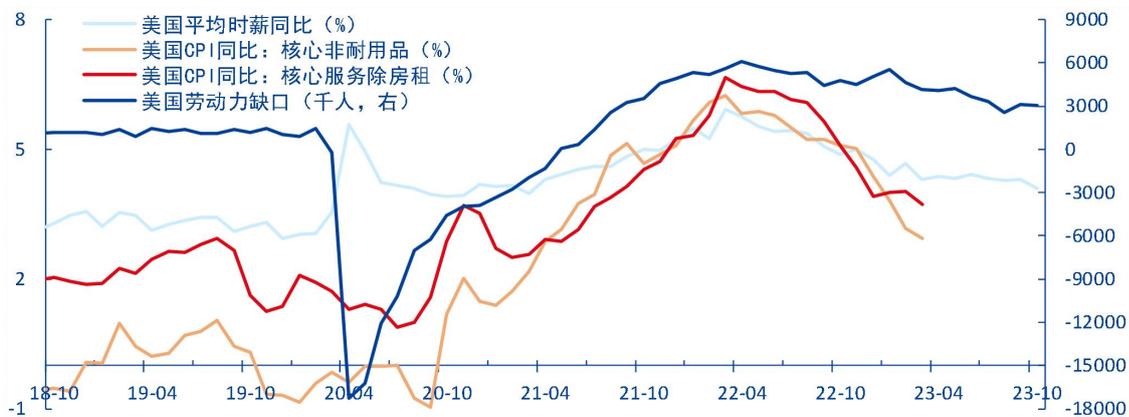


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

同时, 尽管 10 月数据公布的同时也回溯下修了 8-9 月新增就业数据, 但考虑到今年以来非农就业数据经常出现回溯调升或调减的情形, 数据波动加大, 并且在 9 月非农数据公布时, 也曾同时大幅上修了 7 月和 8 月的新增就业人数, 因此我们倾向于认为单月的数据回溯修正并不影响对美国劳动力市场的整体方向性判断。

3. 汽车工人涨薪要求得到满足, 美国薪资通胀螺旋可能进一步强化

图 3: 美国劳动力缺口、平均时薪同比与 CPI 同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

汽车工人罢工事件近日以涨薪要求得到满足而落下帷幕, 这可能意味着未来数月美国居民薪资增速或将再度反弹, 薪资增速维持高位导致的向核心通胀持续传导、并强化薪资通胀螺旋的现象在未来数月可能进一步强化而非持续降温。美国汽车业工人与企业达成协议, 最终以涨薪宣告为期六周的罢工事件基本完结, 据媒体报道, 当地时间 10 月 30 日, 美国汽车工人联合会官网发布消息称, 本次协议所带来的未来四年 (一个合同周期) 汽车工人收入增幅将超过过去 22 年的总和。作为耐用品制造业生产的最大行业领域之一, 汽车行业工人工资涨幅在美国各行业间具有重要的标杆意义, 此次大罢工之后大幅涨薪协议的签订, 可能直接反映在未来几个月美国平均时薪的增速之中, 并可能进一步强化由于薪资增速近两年多以来持续高于正常增速而导致的向核心通胀持续传导的局面。10 月美国劳动力缺口仅小幅收窄 9.1 万人至 304.7 万人, 不仅远超疫情前水平, 而且也明显高于 8 月的年内低点水平, 显示当前的劳动力市场供需不均衡的紧

张状态并未得到大幅改善。10月尽管美国平均时薪同比小幅下行0.2个百分点至4.1%，整体仍远高于疫情前水平，薪资的降温速度仍然是十分缓慢的。当前美国的薪资通胀螺旋在劳动力市场一侧即是源于美国居民要求过高的薪资而导致的劳动力供给不足，而汽车业工人要求涨薪无异于助长了劳动力市场的供需紧张格局，加之通胀黏性的强化，我们认为甚至会再度加剧薪资通胀螺旋的演绎。

4. 近日长期美债利率大幅下行，可能为美联储进一步收紧提供更大空间

10月美国非农就业暂现冷淡格局，但并不改变经济整体供需偏热的基本格局，当前的核心不确定性仍然在于长期利率水平是否已经高到足以触发新一轮房地产市场风险或金融风险的程度。非农就业的暂时性走弱并不具有持续性，根据我们上述分析，当前汽车行业工人的涨薪甚至有强化薪资通胀螺旋的风险，因此，单看劳动力市场，并不足以判断美联储在年底前是否将决议停止本轮加息进程。从前期鲍威尔的数次公开讲话，以及11月FOMC会议声明中可以明确得知，当前美国经济的核心风险点和美联储最主要的关注点在于长端美债收益率是否即将触碰到触发新一轮房地产或金融风险的程度，并在此基础上考虑劳动力市场和通胀下行的表现。而近期，美联储连续两次会议暂停加息、叠加10月非农就业数据走弱，已经令金融市场减弱了对于美联储采取更加强硬的鹰派立场的预期，11月3日，10Y美债利率单日大幅下行达10BP至4.57%，美元指数也跳水1.1%至105.0。而事实上，在通胀黏性仍高、劳动力市场可能重新趋紧的背景下，长端利率近日出现幅度明显的回落，令美国金融市场和房地产市场所面临的系统性风险有所缓释，而这一点可能恰恰为美联储在年底前基于通胀和就业的表现而再度加息打开了新的空间。基于当前美国就业市场可能再度趋于紧张以及长端美债收益率正在缓慢下行的预期，我们仍然预计美联储会在12月FOMC会议上加息一次25BP，并不会早于2024年三季度开始降息。

图4：美债收益率（%）与美元指数



资料来源：CEIC，华金证券研究所

本周重点报告：

《金融高质量发展的三大支柱——中央金融工作会议速评》2023.10.31

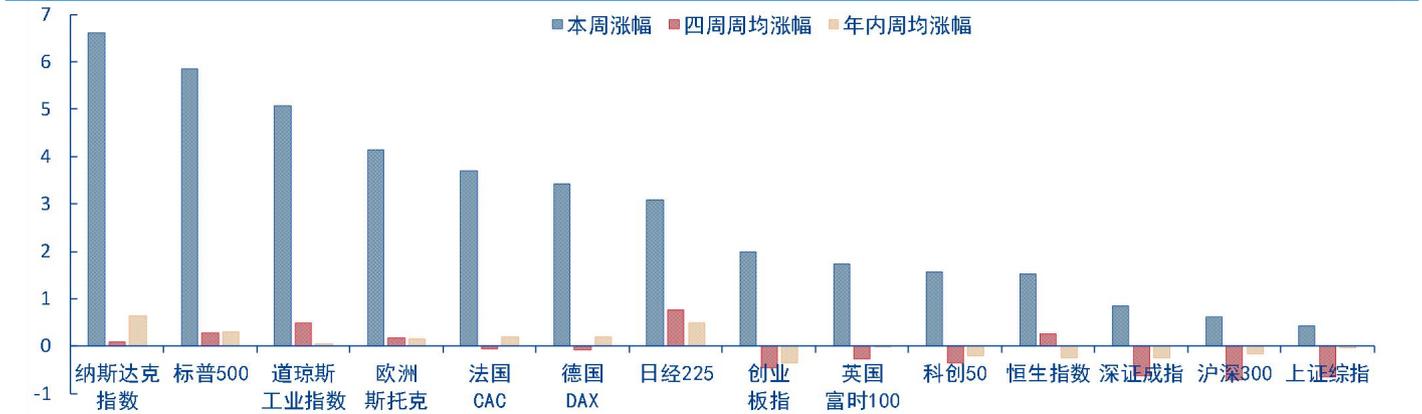
《工业需求筑底震荡，PMI 遭遇波折——PMI 点评（2023.10）》2023.10.31

《矛盾的数据令美联储采取谨慎鹰派立场——美联储FOMC会议(2023.11)点评》2023.11.2

风险提示：美联储超预期加息风险。

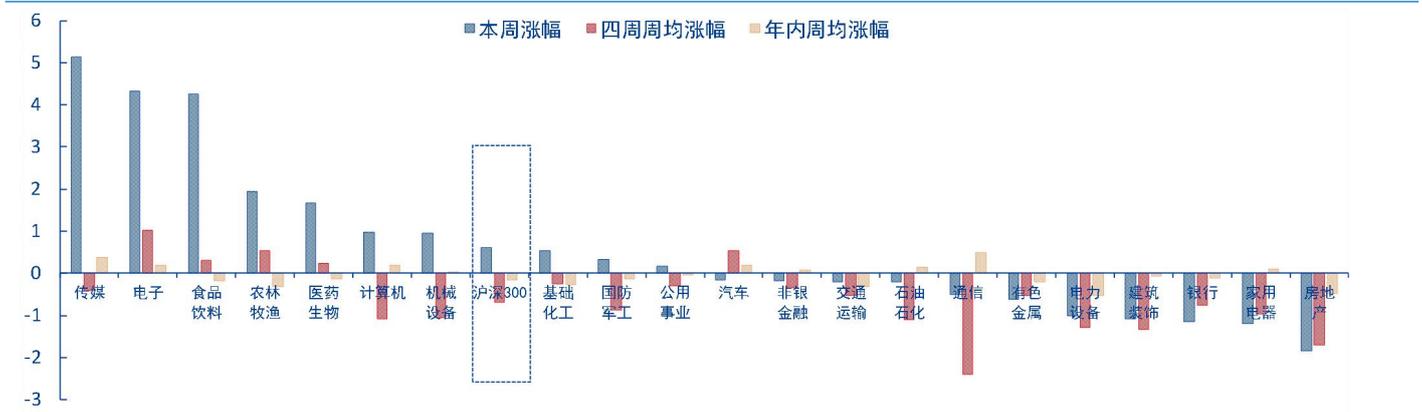
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 5: 全球股市本周涨幅 (%) : 本周全球股市普遍上涨, 美国股市领涨



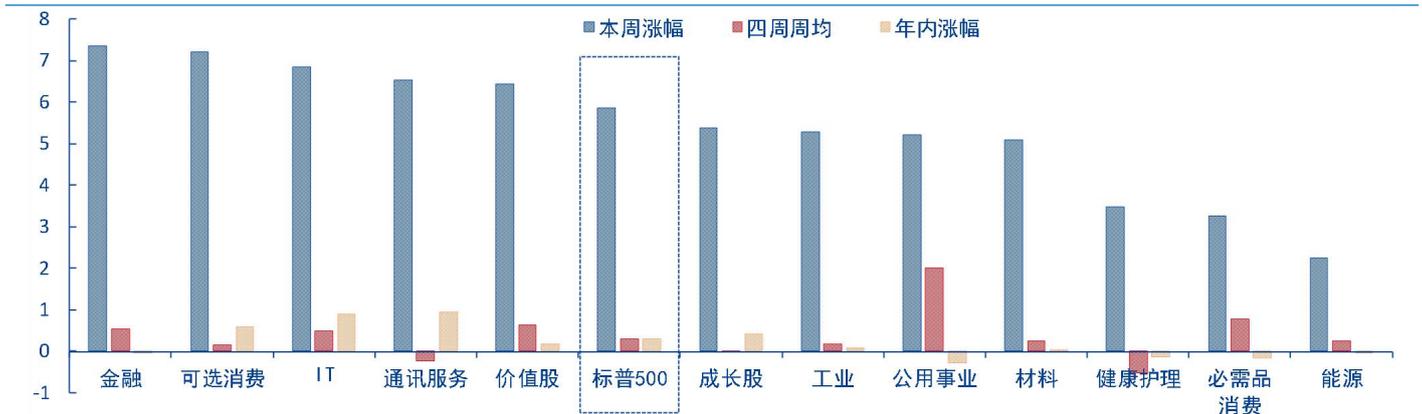
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 6: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股传媒、电子、食品饮料领涨, 房地产跌幅最深



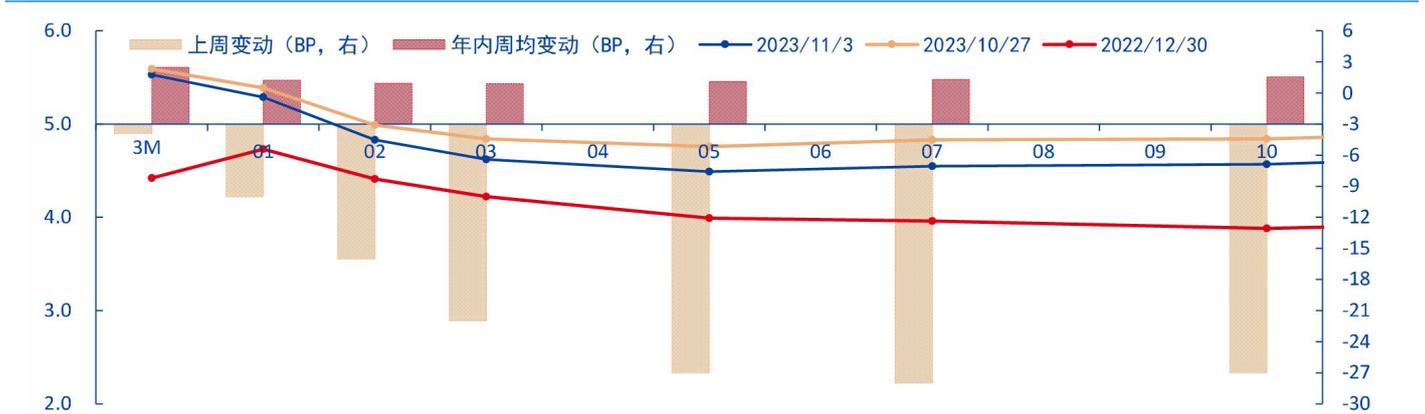
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股普遍大幅上涨



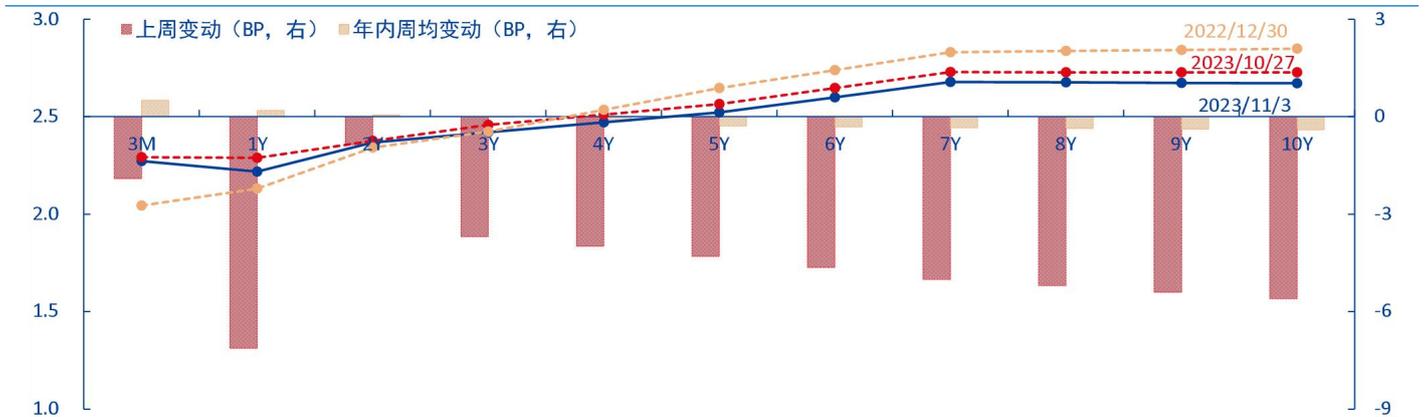
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8：美国国债收益率（%）变动幅度：长端美债收益率大幅回落



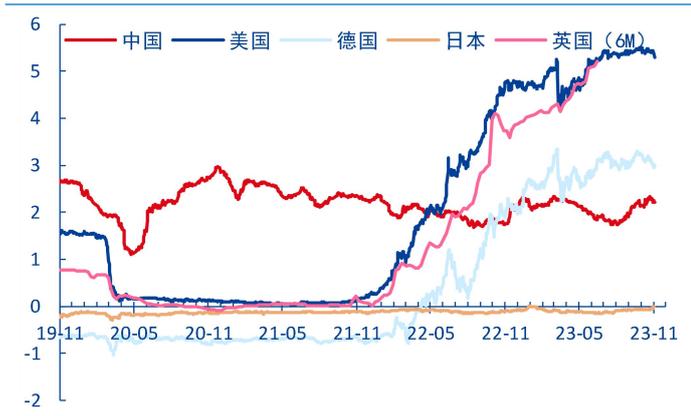
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 9：中国国债收益率（%）变动幅度：中短端国债收益率有所下行



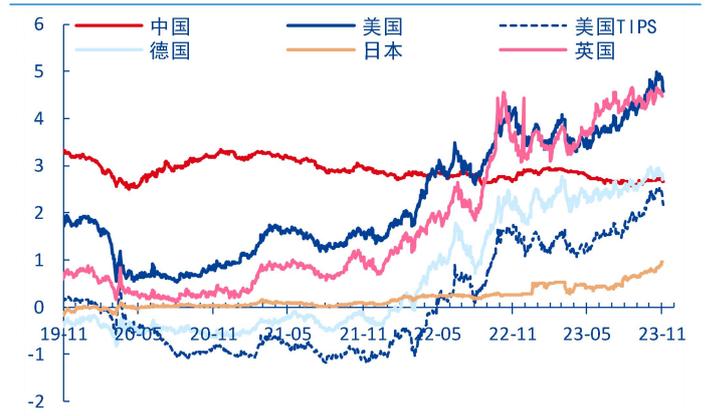
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 10：1Y 中国国债收益率下行较多（%）



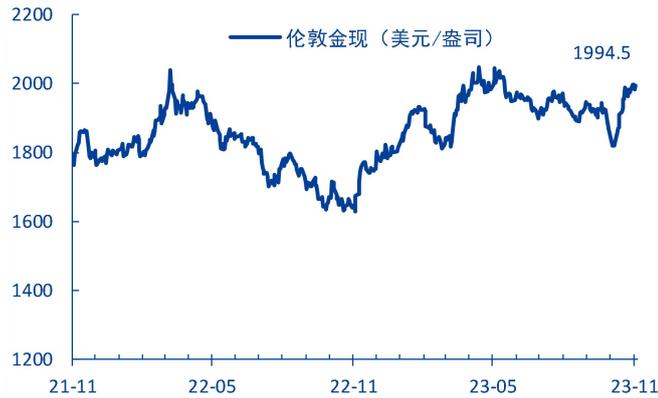
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 11：长端美债收益率大幅下行（%）



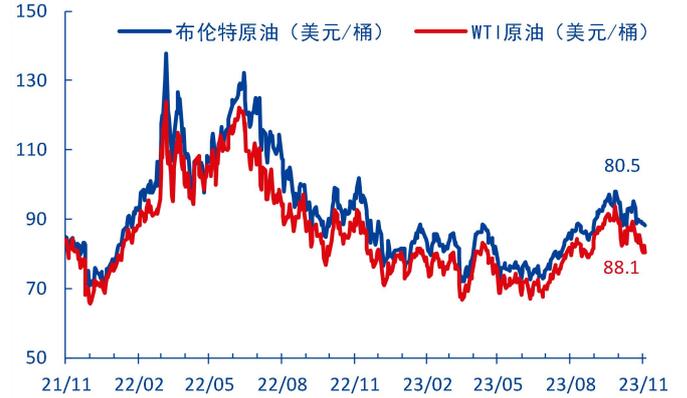
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 18: 本周金价高位上行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: WTI 原油价格本周回落幅度较大



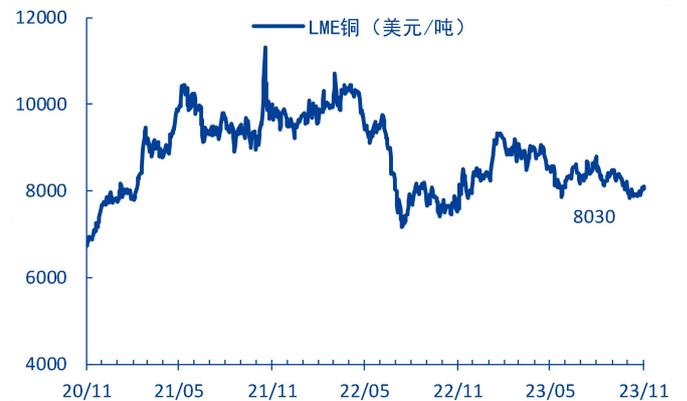
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 10 月底煤价大幅回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 本周铜价小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

泰泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn