

2023年11月05日

非农就业降温或促使联储结束加息

——美国10月非农就业数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● 新增非农就业降幅较大，失业率继续上行

1. 新增非农就业数量降幅较大，前值经历较大幅下修

10月新增非农就业15万人，较9月份下降超过15万，且低于市场预期。8、9月份新增非农就业大幅下修了2-4万人。趋势上看，当前整体就业市场处在持续冷却的通道中。结构上看，私人部门新增就业均大幅下降，其中制造业、休闲和酒店业新增就业下降较多。总的看，10月美国新增非农数据的下行，显示汽车行业罢工影将持续显现，9月就业数据的反弹趋势或不可持续。此外，休闲和酒店业的新增就业下行，或是后续整体就业水平回落的重要驱动力。

2. 劳动参与率略下降，失业率上行

10月美国劳动参与率录得62.7%，失业率为3.9%，分别较9月份下降、上升0.1个百分点。年龄段来看，20-24岁、45-54岁人口劳动参与率均出现小幅下降，当前壮龄劳动力参与工作意愿有所降低。失业率方面，所有族裔失业率均有所上行。劳动参与率、失业率走势分化，或显示当前劳动力市场处于进一步放缓的拐点，即当前部分劳动力或因市场放缓，选择暂时退出劳动力市场。

3. 薪资增速继续下降，后续预计将延续下行

10月美国非农就业时薪同比上升4.1%，环比上升0.2%，均较9月份下降0.1个百分点。我们认为，从劳动参与率和失业率的变化来看，后续薪资增速有望进一步下降，特别是若出现劳动参与率和失业率均提升的组合，薪资或将迎来较大幅度的下行。当前来看，整体薪资更多的是呈现缓慢下行的姿态。9月亚特兰大工资增长指数（3MA）录得5.2%，较8月份有一定降幅，薪资增速是后续需要继续关注的重点。

4. 劳动力需求出现边际下降

从9月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为955.3万人，较9月下降5.7万人，职位空缺率下降0.1个百分点至5.7%，整体微降。目前每个求职者对应约1.5个工作岗位，职工主动离职率录得2.3%，与9月份相同，当前美国劳动力市场的供需紧张程度边际缓解。

● 就业市场降温有望促使联储结束加息

往后看，我们认为劳动力市场或将波动式下降，一则劳动参与率出现小幅下行，说明当前美国劳动力市场的供需平衡是一个缓慢曲折的过程；二则随着4季度美国逐渐进入各类假期，叠加罢工结束，或将对就业提供一定的支撑，新增就业继续快速下降的概率较低，更可能是波动式下降。

对美联储而言，当前劳动力市场的降温有望促使其结束加息，但降息时点仍需更多数据来进行判断。首先，劳动力市场降温意味着后续对通胀的支撑力度将减弱，从而降低美联储继续加息的动力；其次，近期各类风险资产具有一定程度涨幅，考虑到美国居民资产结构中金融资产占比较高，这或将对后续消费提供一定支撑。结合以上两点因素来看，美联储虽然欢迎看到劳动力市场持续放缓，但金融市场的反应也可能部分抵消其货币紧缩政策的努力。因此虽然不继续加息，其还需要更多的数据来对后续降息时点进行判断。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《降息时点或是未来最大的不确定性——11月FOMC会议点评》-2023.11.2
 《对10月多一份宽容，对11月多一份积极——宏观经济点评》-2023.10.31
 《积极财政发力，关注中央加杠杆——宏观周报》-2023.10.29

目 录

1、新增非农就业降幅较大，失业率继续上行.....	3
1.1、新增非农就业数量降幅较大，前值经历较大幅下修.....	3
1.2、劳动参与率略微下降，失业率上行.....	4
1.3、薪资增速继续下降，后续预计将会继续下降.....	4
1.4、劳动力需求出现边际下降.....	5
2、就业市场降温有望促使联储结束加息.....	6
3、风险提示.....	6

图表目录

图 1：美国新增非农就业经历了较大幅度下修.....	3
图 2：10 月失业率上升、劳动参与率下降.....	4
图 3：10 月 45-54 岁等区间人口劳动参与率下降.....	4
图 4：10 月时薪增速同比、环比均继续下降.....	5
图 5：10 月教育和保健服务平均时薪同比增速较低.....	5
图 6：9 月职位空缺数与空缺率有所下降.....	5
图 7：9 月美国劳动力缺口有所回升.....	6
表 1：10 月非农新增就业细项及变动.....	4

美国公布 10 月最新就业数据。其中新增非农就业 15 万，低于市场预期的 18 万；失业率为 3.9%，平均时薪同比增长 4.1%，略高于市场预期。

1、新增非农就业降幅较大，失业率继续上行

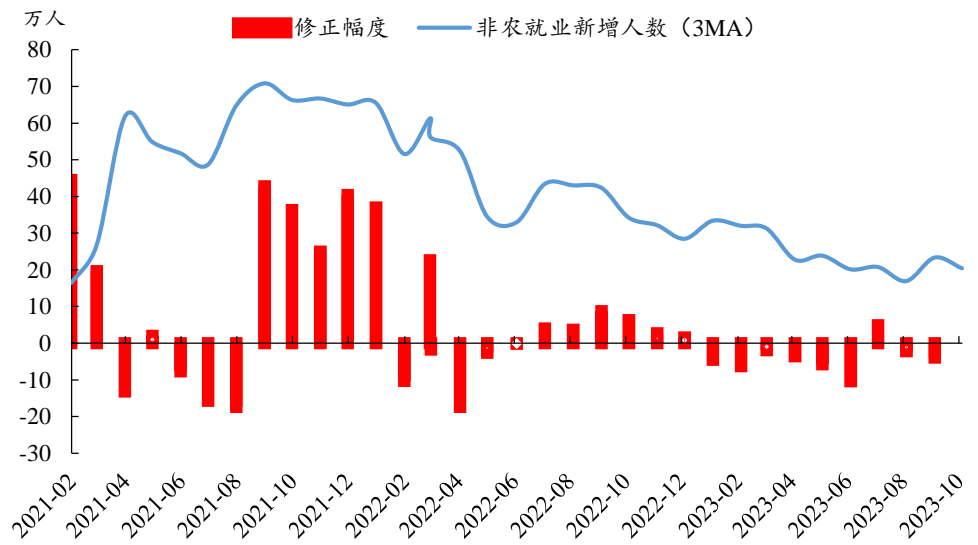
1.1、新增非农就业数量降幅较大，前值经历较大幅下修

10 月新增非农就业 15 万人，较 9 月份下降超过 15 万，且低于市场预期。8、9 月份新增非农就业分别下修 2.2、3.9 万人至 16.5、29.7 万人，下修幅度较大。值得一提的是，9 月非农数据发布时，曾经将 8 月非农数据上修，扭转了 2023 年以来非农数据下修的情况。而 10 月份数据重新下修，或显示之前对劳动力市场的预期有所高估。趋势上看，8-10 月份平均新增就业 20.4 万人，重新开始下行，显示当前整体就业市场处在持续冷却的通道中。

结构上看，私人部门新增就业有较大幅度下降，其中制造业、休闲和酒店业新增就业下降较多。10 月私人部门就业新增 9.9 万，政府就业新增 5.1 万。分行业来看，教育和保健服务新增就业有较多改善，新增 8.9 万，或反映出美国暑期结束后教育相关的岗位需求增加。此外，制造业、运输仓储、休闲和酒店业 10 月新增就业-3.5 万、-1.2 万、1.9 万，较 9 月有较大幅度降幅，或与美国汽车业罢工、假期结束有关。教育和保健服务目前仍是新增就业的最主要行业，反映出美国服务业仍是当前经济的主要支撑。

总的看，10 月美国新增非农数据的下行，符合我们 9 月报告中的判断，即考虑到汽车行业罢工的影响将持续体现，整体的就业数据反弹或将不可持续。此外，我们认为休闲和酒店业的新增就业下行，或是后续整体就业水平回落的重要驱动力。

图1：美国新增非农就业经历了较大幅度下修



数据来源：Wind、开源证券研究所

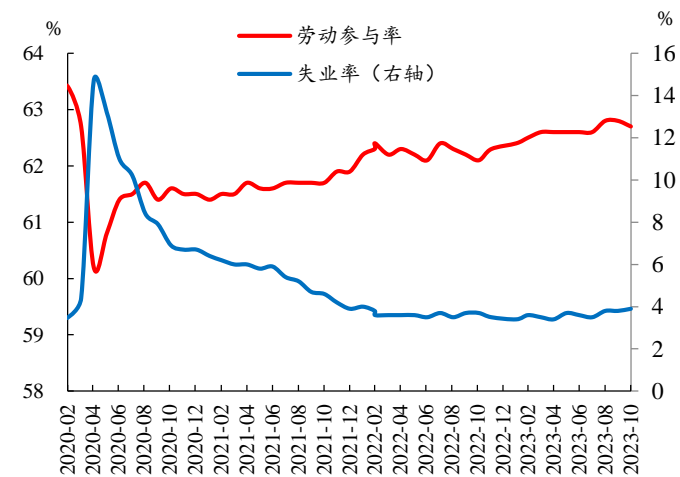
表1：10月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比(%)	较9月变化	2023-10	2023-09	2023-08	8-10月平均
总体新增非农	100.0	-147	150	297	165	204
私人部门	66.0	-147	99	246	114	153
采矿业	0.7	0	1	1	0	1
建筑业	15.3	10	23	13	30	22
制造业	-23.3	-49	-35	14	-2	-8
批发业	6.3	-7	9	16	3	9
零售业	0.5	-13	1	13	-6	3
运输仓储业	-8.1	-25	-12	13	-27	-9
公用事业	0.5	-1	1	2	2	2
信息业	-6.0	-5	-9	-4	-22	-12
金融活动	-1.3	-4	-2	2	1	0
专业和商业服务	10.0	-2	15	17	8	13
教育和保健服务	59.3	11	89	78	105	91
休闲和酒店业	12.7	-55	19	74	8	34
其他服务业	-0.7	-9	-1	8	14	7
政府就业	34.0	0	51	51	51	51

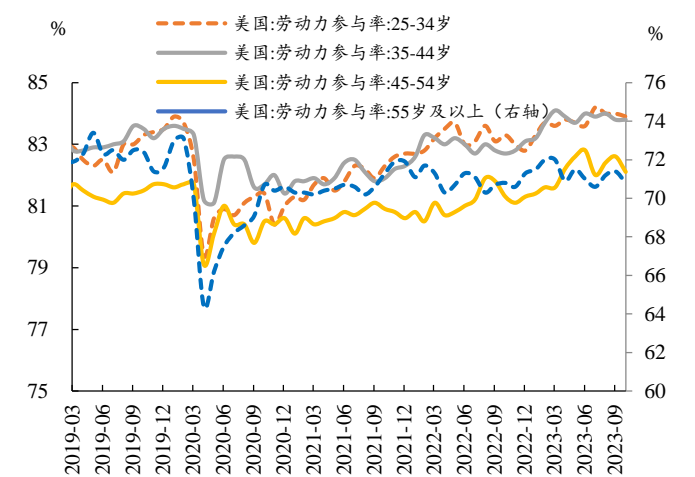
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率略下降，失业率上行

10月美国劳动参与率录得**62.7%**，失业率为**3.9%**，分别较9月份下降、上升0.1个百分点。具体来看，10月份调查城市人口增加21.4万，劳动力人口减少20.1万。总就业人口减少34.8万，失业人口增加14.6万。从年龄段来看，20-24岁、45-54岁等区间人口劳动参与率均出现小幅下降，显示当前壮龄劳动力参与工作意愿有所降低。失业率方面，所有族裔失业率均有所上行，其中亚裔失业率上行较多。劳动参与率、失业率走势出现分化，或显示当前劳动力市场处于进一步放缓的拐点，即当前部分劳动力或因市场放缓，选择暂时退出劳动力市场。

图2：10月失业率上升、劳动参与率下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

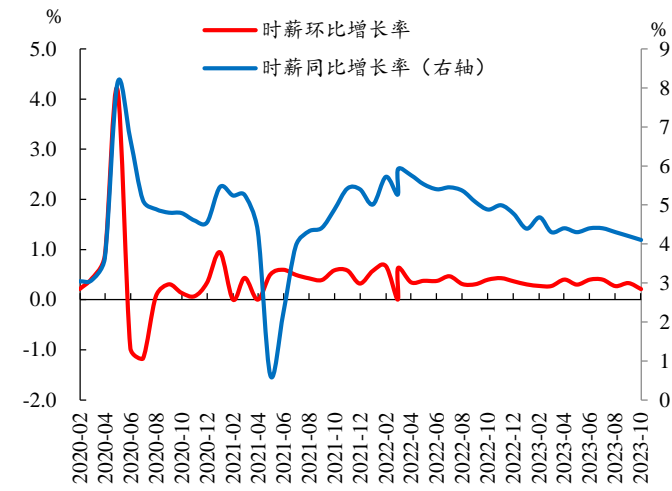
图3：10月45-54岁等区间人口劳动参与率下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

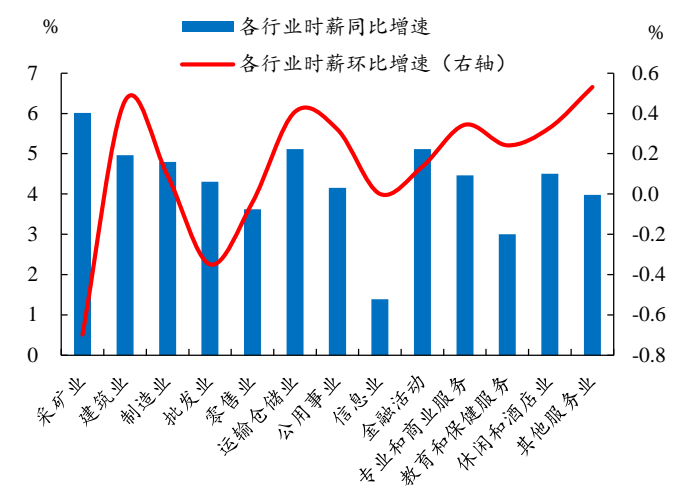
1.3、薪资增速继续下降，后续预计将会继续下降

10月美国非农就业时薪录得34美金，同比上升4.1%，环比上升0.2%，均较9月份下降0.1个百分点。平均周工作时长为34.3小时，较9月下降0.1个小时。具体来看，10月采矿业、运输仓储、金融业薪资同比增长较多，建筑业、其它服务业薪资环比增长较多。总的来看，10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的重要拖累项。

我们认为，从劳动参与率和失业率的变化来看，后续薪资增速有望进一步下降，特别是若出现劳动参与率和失业率均提升的组合，薪资或将迎来较大幅度的下行，**当前来看，整体薪资更多的是呈现缓慢下行的姿态。**9月亚特兰大工资增长指数(3MA)录得5.2%，较8月有一定降幅，薪资增速是后续需要继续关注的重点。

图4：10月时薪增速同比、环比均继续下降


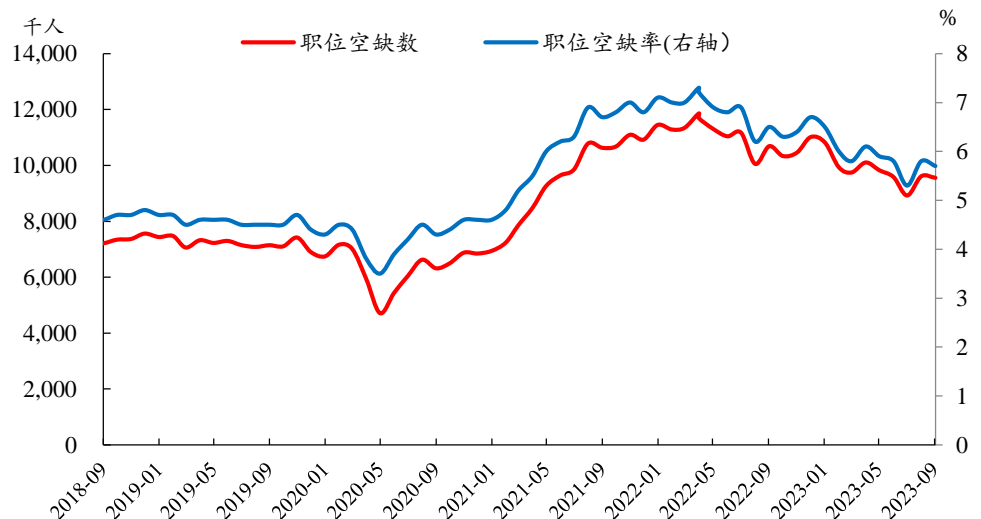
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：10月教育和保健服务平均时薪同比增速较低


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、劳动力需求出现边际下降

从9月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为955.3万人，较9月下降5.7万人，职位空缺率下降0.1个百分点至5.7%，整体微降。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缓解。**同时，职工主动离职率录得2.3%，与9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。

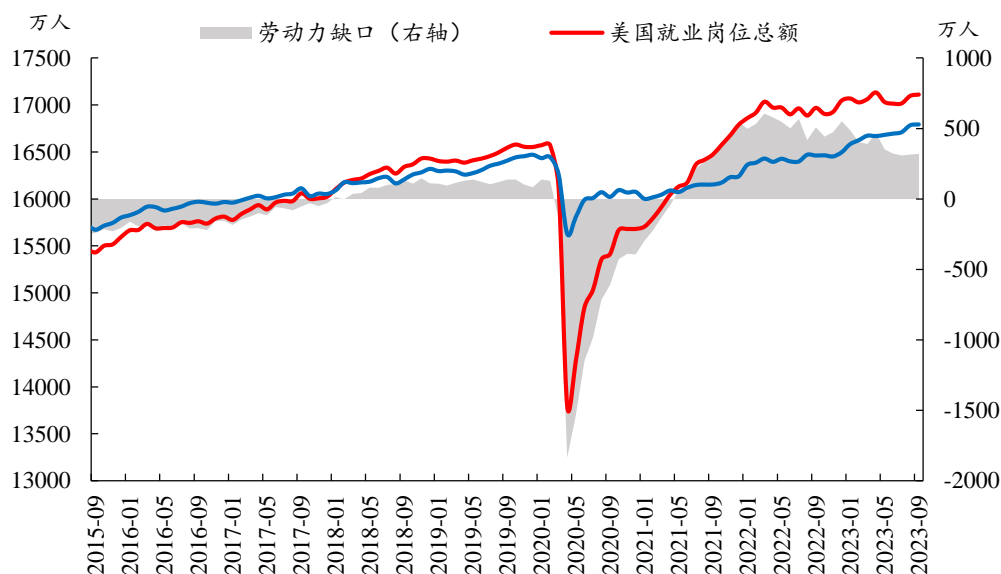
图6：9月职位空缺数与空缺率有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，9月美国总劳动力缺口(就业人数总额+岗位空缺-劳动力人口)较8月上升5.2万至319.4万，维持在300万以上，或与9月美国新增较多就业有关，美国劳动力市场供需关系边际趋紧。不过考虑到10月份新增就业较少，

后续该缺口有望在 10 月份迎来下行，总的来看，劳动力市场放缓仍是较为明显的趋势。

图7：9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、 就业市场降温有望促使联储结束加息

如何看待当前美国就业市场的较大降幅？9月美国新增非农数据上升较多，引发部分声音质疑其数据真实性。从10月数据来看，9月非农数据或因部分临时性因素所导致，当前美国劳动力市场或已经重新回到下行通道中。不过考虑到当前美国汽车行业罢工已经基本接近尾声，后续相关行业的就业可能会出现小幅回补¹。

往后看，我们认为劳动力市场或将波动式下降，一则劳动参与率10月出现小幅下行，说明当前美国劳动力市场的供需再平衡是一个缓慢曲折的过程；二则随着4季度美国逐渐进入各类假期，相关的服务以及商品消费可能上升，叠加罢工结束，将会对就业提供一定的支撑，新增就业继续快速下降的概率较低。不过考虑到加息对需求端压制的进一步提升，劳动力市场或将波动式下行。

对美联储而言，当前劳动力市场的降温有望促使其结束加息，但降息时点仍需更多数据来做出判断。首先，劳动力市场降温意味着后续对通胀的支撑力度将继续减弱，经济增长也将会受到影响，美联储继续加息的动力将会进一步减弱，大概率后续不会再加息；其次在11月FOMC会议上，美联储主席鲍威尔表态相对温和，市场反应积极，各类风险资产具有一定程度涨幅，考虑到美国居民的收入结构中金融资产占比较高，这或将对美国的消费提供一定的支撑。结合以上两点因素来看，美联储虽然欢迎看到劳动力市场持续放缓，但金融市场的反应也有可能部分抵消其货币紧缩政策的努力，因此虽然不继续加息，其还需要更多的数据来对后续降息时点进行判断。

3、 风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3700838?keyword=%E6%B1%BD%E8%BD%A6>

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10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