



宏观研究报告

2023年11月4日

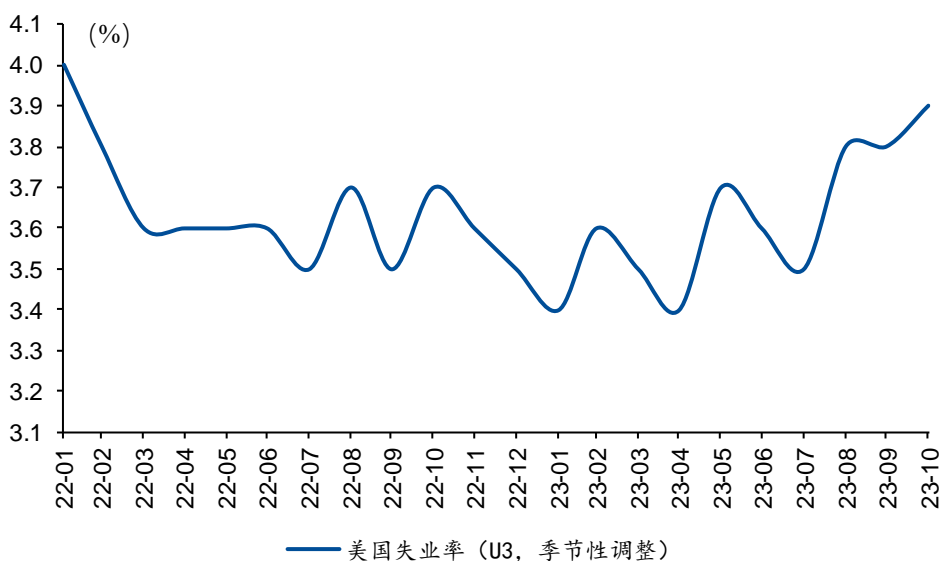
周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@qtias.com.hk

美国：降温的仅仅是就业市场么？

美国失业率重新逼近 4%

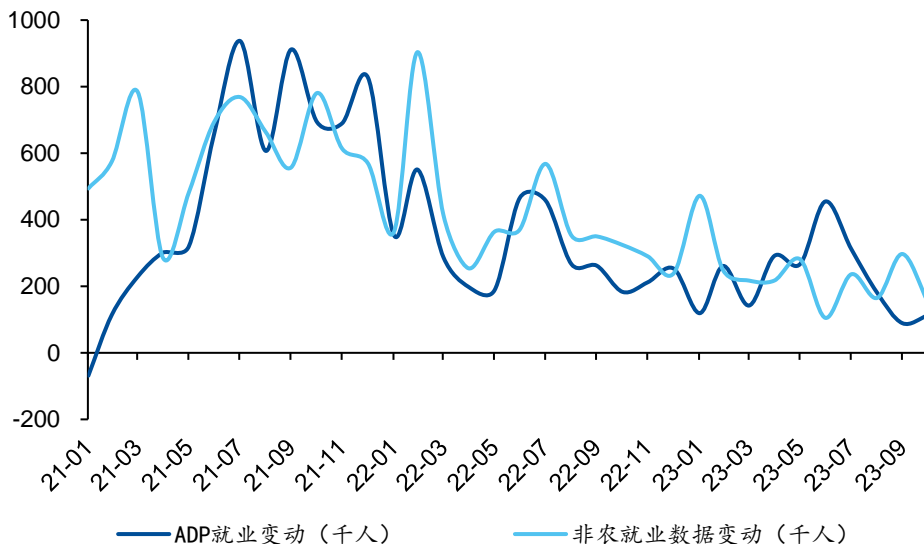


数据来源: Wind, 国泰君安国际

- 在9月的就业数据中，尽管ADP数据显著弱于市场预期，但由于非农就业数据大超预期，市场并未对ADP和非农数据的差距给予足够的关注，反而开始寻找就业韧性的更多依据。但伴随着10月ADP和非农就业数据同时显著低于市场预期，失业率开始显著上升，加之ISM制造业和服务业数据都显著放缓，美国经济的健康程度重新成为市场的焦点。
- 历史经验表明，中长期看，ADP就业总人数低于非农私人部门就业人数，趋势较为一致。由于两个读数都能捕捉就业市场状况的趋势，因而ADP新增就业与私人部门非农新增就业的中长期趋势整体一致，反映私人部门劳动力市场情况，互为印证。
- 对于市场而言，本来考虑的问题是美联储是否会在12月份加息，而在连续的数据低于预期后，加息周期大概率已经结束。市场关注的焦点开始转向美联储何时开始降息。
- 明年是否减息，相信美联储仍然会根据数据来做出决定。但短期的几个因素可能会影响经济动能，首先是劳动力市场的显著降温，尽管很多行业仍然有涨薪的压力，但劳动力市场的整体降温是不争的事实，在这种情形下，涨薪压力大概率会带来雇佣行为的谨慎；第二是财政端的限制，出于遏制国债收益率的压力，美国财政部给出的再融资计划，意味着未来两个季度的财政支出也会相对受限；第三则是来自高利率的压制，尽管房地产市场表现较好，但从工商业贷款来看，其整体表现也受到高利率的压制不断降温，其同比增速也在近期降至负数区间。
- 这些指标也开始意味着市场需要关心美国经济可能的降温，尽管“软着陆”开始成为主流预期，但浅度的衰退似乎并没有完全被证伪。

在连续的就业报告弱于市场预期之后，美国的劳动力市场韧性是否能持续，成为了市场关心的下一个焦点问题。在 9 月的就业数据中，尽管 ADP 数据显著弱于市场预期，但由于非农就业数据大超预期，市场并未对 ADP 和非农数据的差距给予足够的关注，反而开始寻找就业韧性的更多依据。但伴随着 10 月 ADP 和非农就业数据同时显著低于市场预期，失业率开始显著上升，加之 ISM 制造业和服务业数据都显著放缓，美国经济的健康程度重新成为市场的焦点。

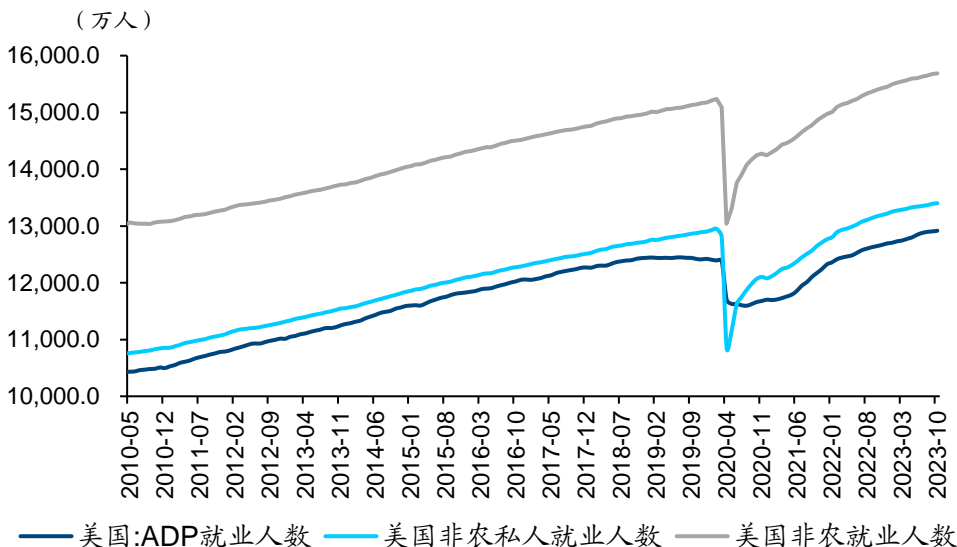
图 1: 美国10月非农新增就业与ADP新增就业明显走低



数据来源: Wind, 国泰君安国际

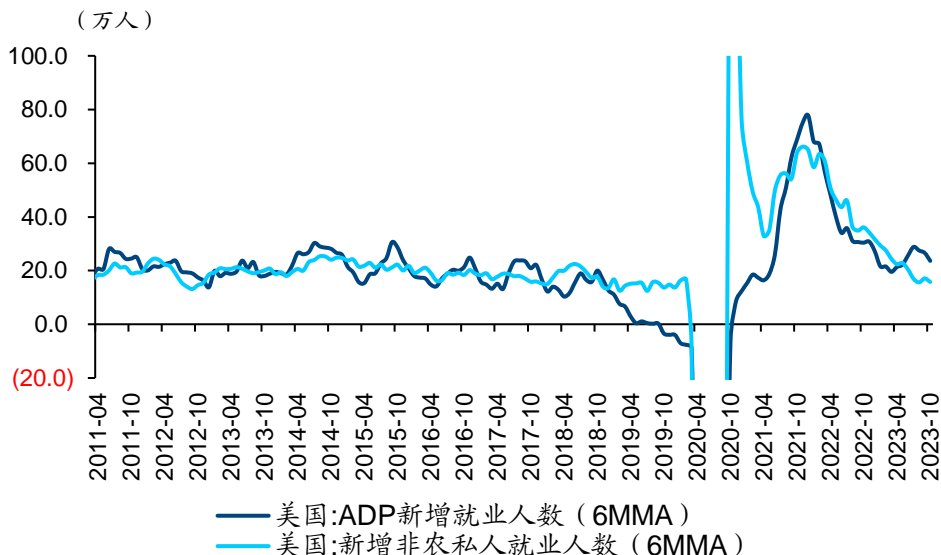
历史经验表明，中长期看，ADP 就业总人数低于非农私人部门就业人数，趋势较为一致。由于 ADP 就业样本范围相对较小，ADP 总就业人数总体低于非农私人部门就业人数。但由于两个读数都能捕捉就业市场状况的趋势，因而 ADP 新增就业与私人部门非农新增就业的中长期趋势整体一致，反映私人部门劳动力市场情况，互为印证。

图 2: 整体看，非农私人部门就业人数明显高于ADP就业人数



数据来源: Wind, 国泰君安国际

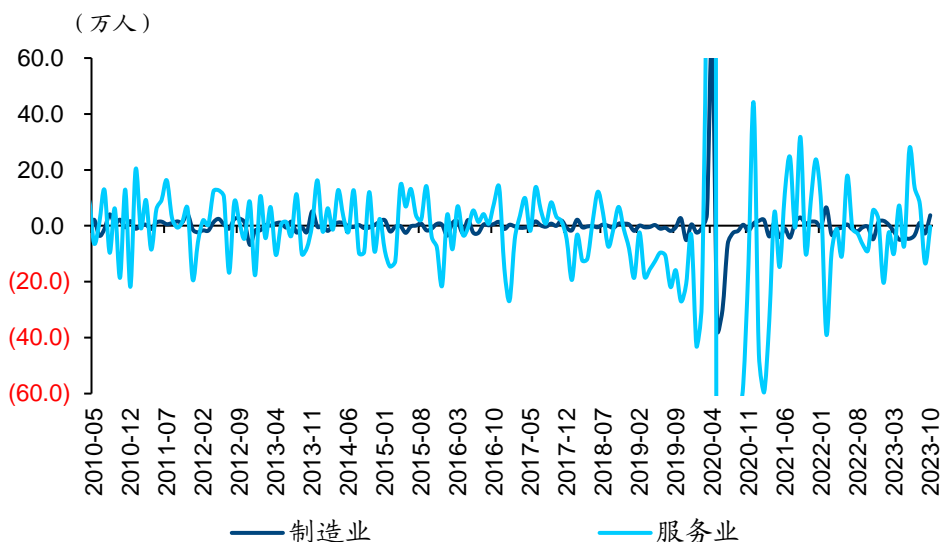
图 3: 总体看, ADP 就业与非农就业趋势较为一致



数据来源: Wind, 国泰君安国际

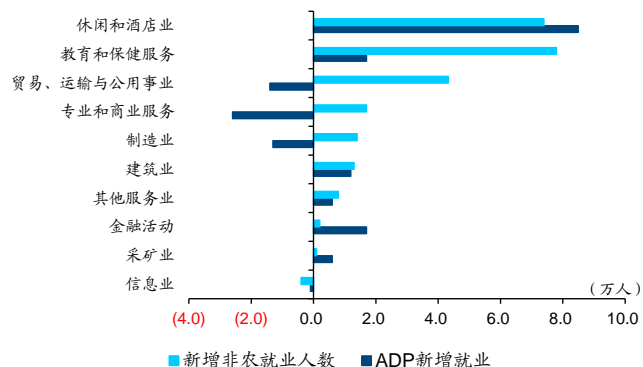
结合 2010 年以来的指标走势, 服务业的非农与 ADP 新增就业的偏离程度要明显高于制造业。这可能是因为, 服务业非农就业规模较制造业更高, 且非农就业纳入兼职以及个体工商户数据, 造成服务业非农与 ADP 新增就业的偏离程度更高。ADP 公司是薪资外包公司, 其客户薪资支付的数据更偏向全职性, 而非农就业调查样本的目的是为了最大限度提高非农就业的可靠性, 因而其数据不仅涵盖全职工人, 还纳入兼职以及个体工商户。不难发现, 9 月 ADP 就业与非农就业的背离也主要源于服务业, 包括教育与健康服务业、贸易运输与公用事业以及专业和商业服务。但这样的“背离”在 10 月有所弥合, 主因是 10 月非农就业中制造业以及贸易、运输与公用事业出现大幅回落。究其原因, 一是非农就业中制造业新增就业大幅下降或与持续超 1 个月的 UAW 罢工有关, 汽车行业近 4.5 万工人的罢工直接影响就业读数; 二是 10 月 ISM 制造业与服务业 PMI 明显回落指向暑期消费高峰结束后美国需求回落, 制造业以及服务业就业需求均下降。

图 4: 服务业的非农与 ADP 新增就业的偏离程度 (非农-ADP) 更大



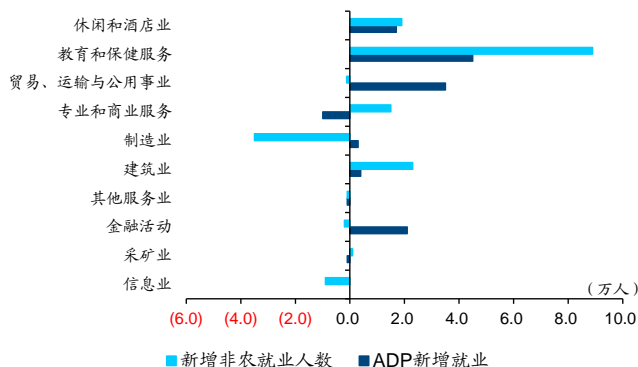
数据来源: Wind, 国泰君安国际

图 5: 9月美国非农与ADP新增就业的分化主要源于教育与保健服务行业



数据来源: Wind, 国泰君安国际

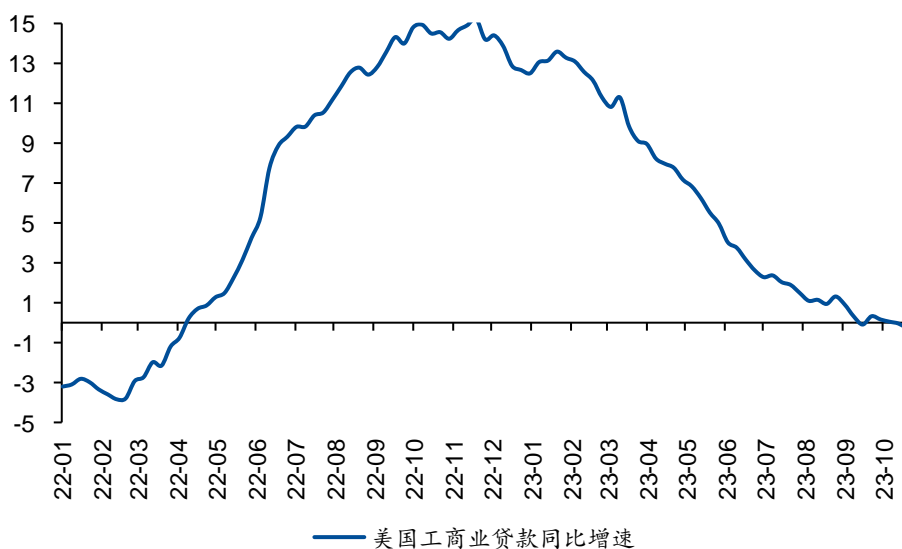
图 6: 10月美国非农与ADP新增就业分化有所弥合, 主因非农制造业以及贸易、运输与公用事业大幅回落



数据来源: Wind, 国泰君安国际

对于市场而言, 本来考虑的问题是美联储是否会在 12 月份加息, 而在连续的数据低于预期后, 加息周期大概率已经结束。市场关注的焦点开始转向美联储何时开始降息, 市场甚至开始预期美联储会在明年减息 100 个基点。明年是否减息, 相信美联储仍然会根据数据来做出决定。但短期的几个因素可能会影响经济动能, 首先是劳动力市场的显著降温, 尽管很多行业仍然有涨薪的压力, 但劳动力市场的整体降温是不争的事实, 在这种情形下, 涨薪压力大概率会带来雇佣行为的谨慎; 第二是财政端的限制, 出于遏制国债收益率的压力, 美国财政部给出的再融资计划, 意味着未来两个季度的财政支出也会相对受限; 第三则是来自高利率的压制, 尽管房地产市场表现较好, 但从工商业贷款来看, 其整体表现也受到高利率的压制不断降温, 其同比增速也在近期降至负数区间。这些指标也开始意味着市场需要关心美国经济可能的降温, 尽管“软着陆”开始成为主流预期, 但浅度的衰退似乎并没有完全被证伪。

图 7: 美国工商业贷款增速显著放缓



数据来源: Wind, 国泰君安国际

附录：两份就业报告的样本区别

首先，我们需要理解 ADP 和非农就业数据的特点。ADP 就业与非农就业数据的短期背离时有发生，数据来源、样本范围、统计口径以及调查方法等方面不同是主因。ADP 就业是非官方的美国就业市场跟踪数据，由 ADP 公司研究所与斯坦福数字经济实验室合作完成¹。2022 年 9 月以前，ADP 就业数据编制的目的是跟踪和预测美国劳工部（BLS）公布的非农就业数据，因而 ADP 就业常被称为“小非农”。但自 2022 年 10 月起，ADP 就业数据的测算方法发生重大调整，ADP 就业不再以预测非农就业为目标，更独立地测度美国私人部门就业市场状况，可以作为非农数据的补充²。基于新测算方法回溯的历史数据显示，ADP 就业与非农就业数据的背离时有发生，这主要是因为数据来源、样本范围、统计口径以及调查方法等方面不同。具体来看，一是样本范围上，ADP 就业涵盖 2,500 万工人群体，而非农就业样本量更大，包含 12.2 万家企业和政府机构；二是统计口径方面，ADP 就业仅针对私人部门，而非农就业不仅包含私人部门，还纳入政府部门就业，其中联邦政府、州和地方政府雇员约占总就业人数的 15%；三是调查方法方面，非农就业的调查期为当月 12 号付薪期内的员工数量，而 ADP 就业基于 ADP 客户薪资支付数据，调查期更宽泛。此外，两者具有不同的季节性调整方式，这也造成数据的背离。

表1：非农就业与ADP就业数据的区别

	非农就业	ADP就业
数据来源	劳工部（BLS）企业调查数据（BES）	使用ADP服务的客户薪资支付数据
样本范围	12.2万家企业和政府机构，约占非农总岗位的1/3，样本量更大	2500万工人
统计口径	涵盖私人部分以及政府部门，其中联邦、州和地方政府雇员约占美国总就业人数的15%	仅包含私人部门
调查方法	当月 12 号付薪期内工资单上的员工数量	基于ADP客户的薪资支付数据，各付薪周期内取得薪资的员工以及未取得薪资但在支付名单中的员工数量

数据来源：BLS, ADP Research Institute, 国泰君安国际

...感谢陈秋羽博士对本文作出的杰出贡献

¹ 资料来源：<https://adpemploymentreport.com/>

² 资料来源：<https://www.adpri.org/mainstreet-macro-the-private-data-revolution/>

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk