



宏观点评

失业率接近触发衰退判断阈值

2023年10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

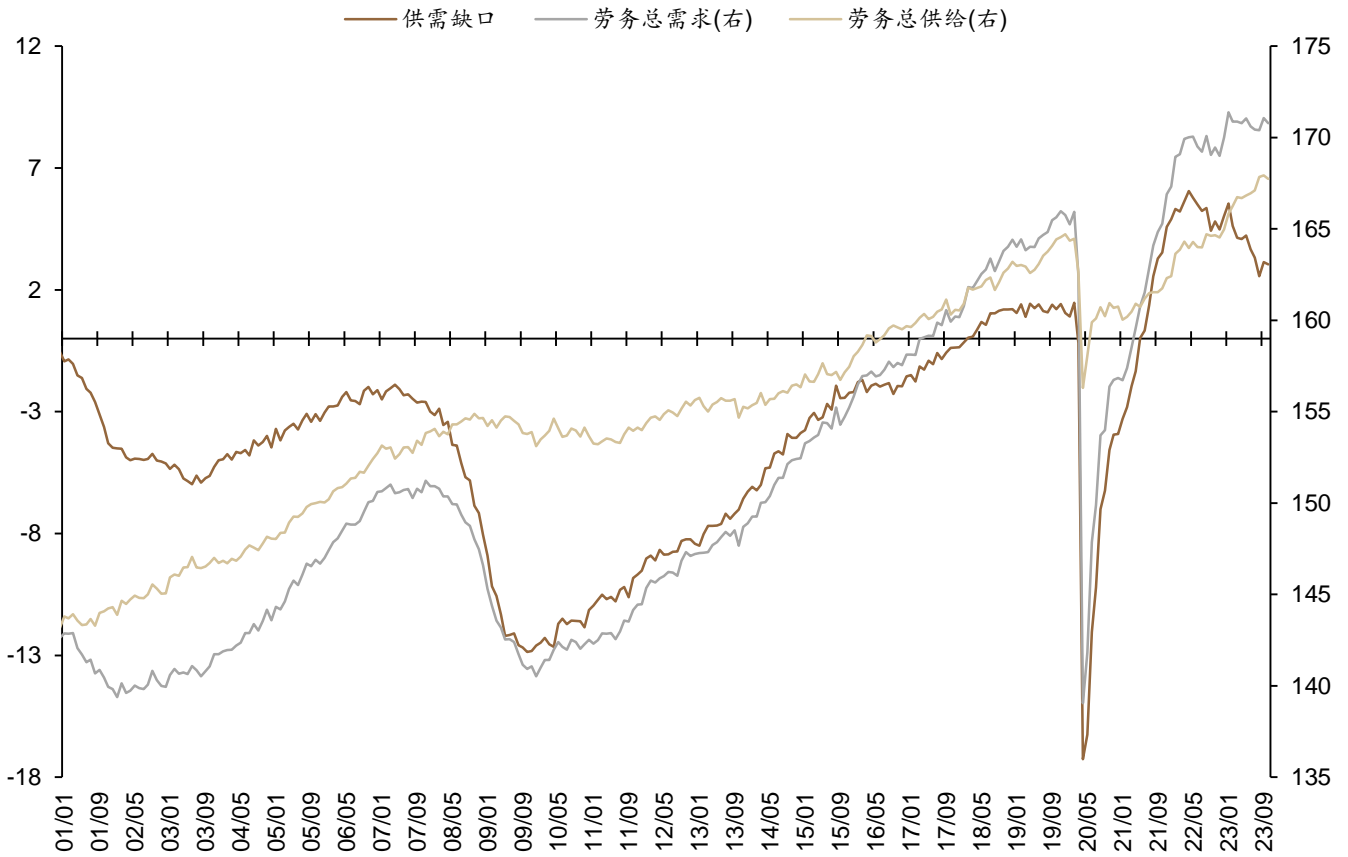
邮箱: weiyi@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

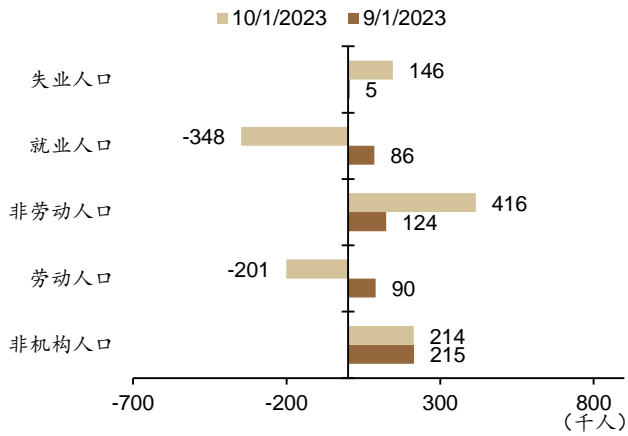
- 核心观点:** 10月非农数据如期降温但尚未引致衰退预期,为美联储继续暂停加息提供进一步数据支撑,“经济走弱→紧缩放缓”交易加码,美元流动性压力迎来喘息期。10月非农就业因纳入汽车业等罢工影响如期降温,考虑到新增非农就业绝对水平仍较为可观(近3个月均新增就业超过20万),未来三个季度美国经济大概率延续暂时软着陆走势。向前看,美国通胀的上行风险在于四季度的超级核心通胀或仍存的黏性对通胀下行进一步的阻挠,与近期美股回升、美债利率大幅回落再度带来的“金融条件转松→实体需求改善→通胀再抬升”反馈;下行风险则在于失业率存在进一步抬升进而触发 *Sahm's Rule* (当近三个月均失业率比过去12个月的最低值高出0.5%时,判断经济陷入衰退)中的“技术性衰退”交易,即当失业率触及4.0%,*Sahm's Rule*会确认判断美国经济进入衰退,尽管这和去年连续两个季度GDP负增长一样属于教科书式的而非真实的衰退,但仍然会一时强化市场的衰退交易。
- 供需结构:** 供需双弱,缺口小幅收敛,时薪受信息技术拖累环比走弱,失业率反弹。居民调查问卷CPS显示(图2),10月新增非机构人口21.4万,新增劳动力-20.1万人,新增的人口与减少的劳动力均流向非劳动力,导致10月新增非劳动力41.6万人,劳动参与率由62.8%下行至62.7%。10月就业人口减少34.8万,20.1万来自劳动力的减少,14.6万来自新增失业者,导致失业率由3.8%上升至3.9%,就业率由60.4%下降至60.2%。**10月劳动参与率的修复边际放缓**,从结构看,16-19岁劳动参与率从36.5%飙升至37.9%,或与助学贷款重启有关,而主力就业群体25-54岁与55+群体劳动参与率均回落,劳务供给修复势颓。季调口径下,美国当前劳务供给缺口(与疫情前趋势线比)尚余216万。从供需缺口看,尽管9月职位空缺数仍小幅超预期,但就业人数的减少使得劳务需求相比供给更弱,供需缺口由前值313.8万小幅收敛至304.7万。供需均衡下,时薪环比+0.2%,预期+0.3%,前值由+0.2%上修至+0.3%,时薪同比+4.1%,预期+4.0%,前值由+4.2%升至+4.3%。时薪环比不及预期,且服务业时薪环比自4月以来首度降至+0.3%以下。但同时,需注意到生产与非管理岗时薪环比+0.34%,较前值+0.31%继续反弹,且从结构看,时薪环比很大程度受到信息技术-1.23%(前值+0.2%)的断崖式下跌拖累,除此之外的服务行业时薪环比大多有不同程度的走阔。
- 劳务需求:** 汽车业罢工拖累制造业就业,服务业就业显著降温。企业调查问卷CES显示(表1),10月新增非农就业15万人,8、9月新增非农分别下修至16.5万、29.7万,其中8月是仅次于6月10.5万的低位。从结构看,商品生产行业就业减少1.1万,其中机动车&零件业因罢工新增制造业工人-3.32万。服务业行业出现不同程度降温,教育医保(+8.9万,前值+7.8万)仍是新增就业的主力,商贸运输(-0.1万,前值+4.3万)与休闲餐旅(+1.9万,前值+7.4万)是最大的两个弱项。截至最新,除采矿伐木、休闲餐旅外,美国非农各行业缺口(与2019.12相比)已出现不同程度的“充分修复”,总体缺口率为3.4%。
- 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



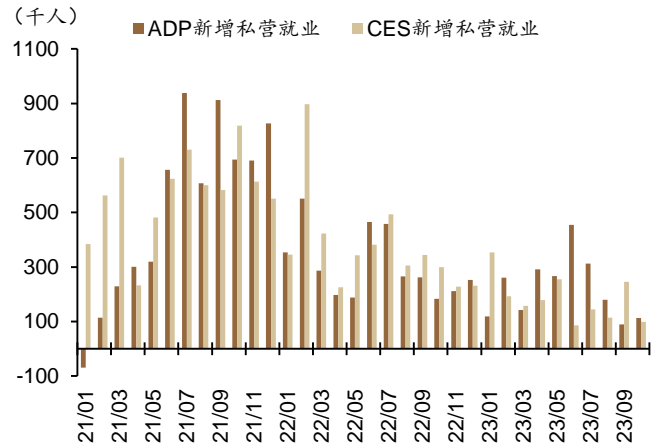
资料来源：美联储，德邦研究所；总需求=当月新增非农就业+前月职位空缺数；单位：百万人

图 2：美国劳务市场人口净月变动



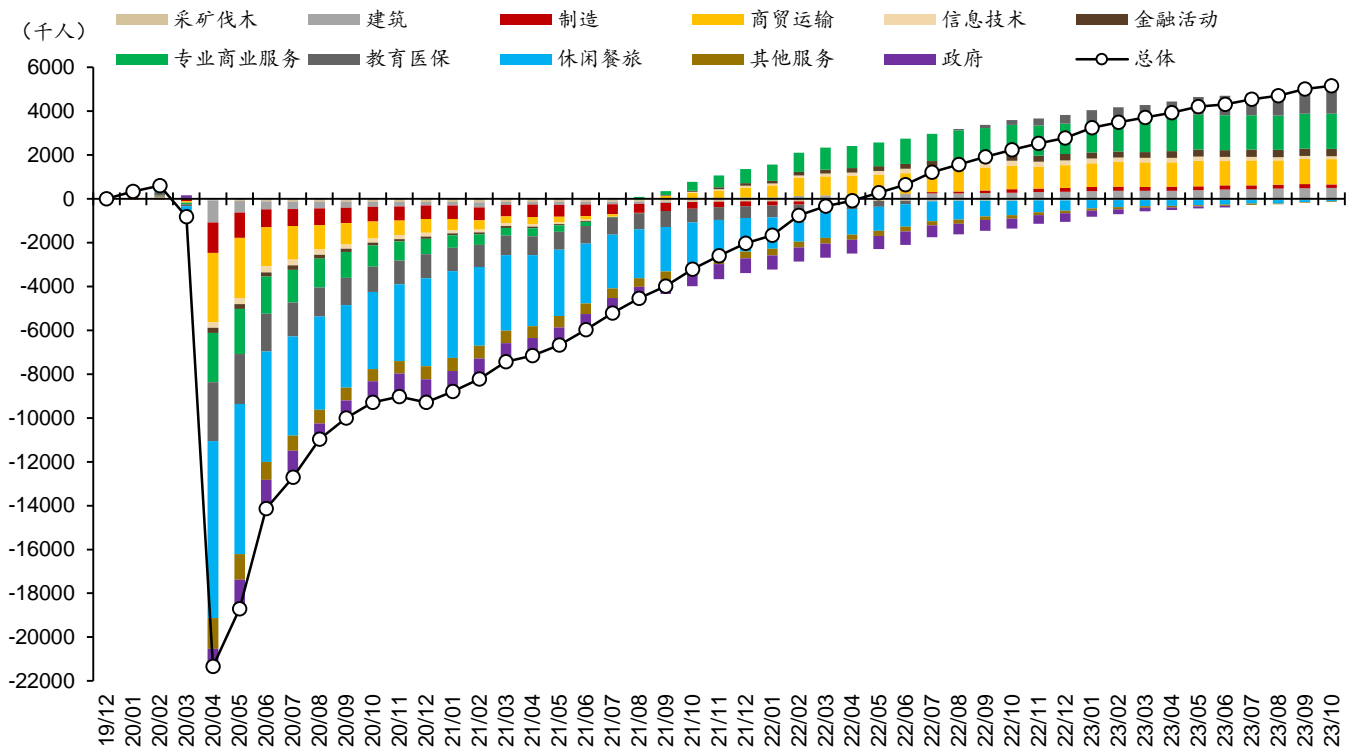
资料来源：美联储，德邦研究所

图 3：美国新增私营行业就业人数



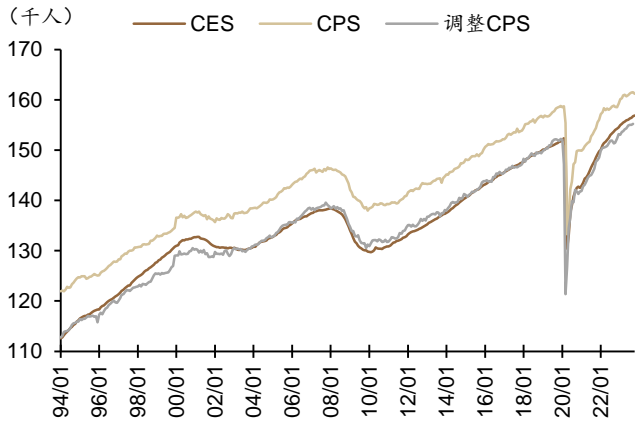
资料来源：美联储，德邦研究所

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



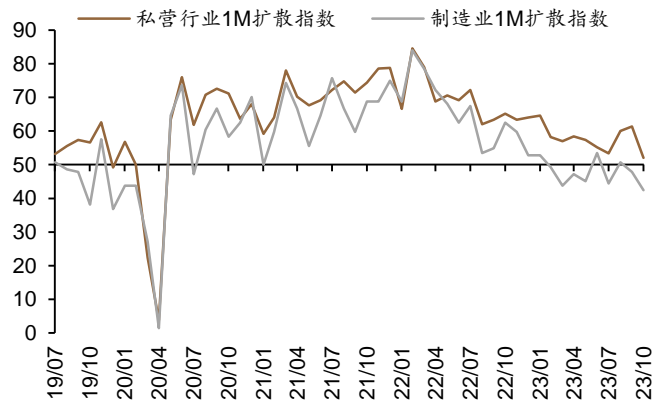
资料来源：美联储，德邦研究所

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

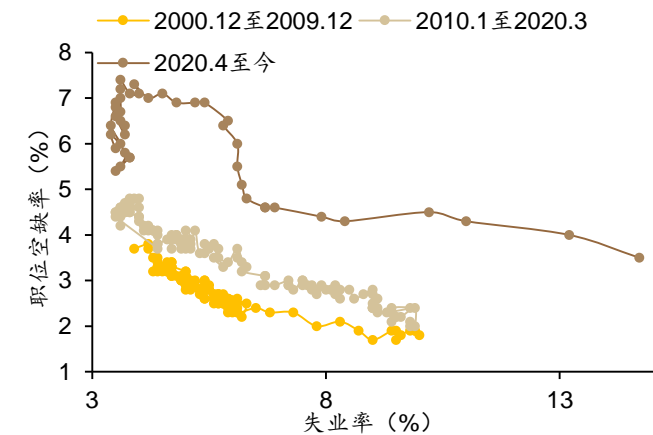
表 1: 美国各行业就业净月变动&就业总人数与 2019 年 12 月水平相比净变化

	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11
非农就业净月变动	150	297	165	236	105	281	217	217	248	472	239	290
私营	99	246	114	145	86	255	179	157	193	353	232	228
商品	-11	28	28	12	32	24	25	-19	18	41	36	41
采矿伐木	1	1	0	2	-1	3	5	2	1	4	4	8
建筑	23	13	30	12	29	25	11	-9	14	26	26	19
制造	-35	14	-2	-2	4	-4	9	-12	3	11	6	14
服务	110	218	86	133	54	231	154	176	175	312	196	187
商贸运输	-1	43	-28	20	-48	48	-17	3	36	61	36	-84
信息技术	-9	-4	-22	-19	-10	-4	3	3	-8	-23	-9	13
金融活动	-2	2	1	15	2	13	27	-5	0	-1	4	11
专业商业服务	15	17	8	-29	-1	45	48	45	21	44	23	0
教育医保	89	78	105	104	79	88	77	70	64	111	71	95
休闲餐饮	19	74	8	38	26	28	11	46	57	99	58	123
其他服务	-1	8	14	4	6	13	5	14	5	21	13	29
政府	51	51	51	91	19	26	38	60	55	119	7	62

缺口率	权重	与2019.12相比	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11
3.4%	100.0%	非农就业绝对变动	5,159	5,009	4,712	4,547	4,311	4,206	3,925	3,708	3,491	3,243	2,771	2,532
3.9%	85.4%	私营	4,990	4,891	4,645	4,531	4,386	4,300	4,045	3,866	3,709	3,516	3,163	2,931
2.9%	13.8%	商品	616	627	599	571	559	527	503	478	497	479	438	402
-6.9%	0.4%	采矿伐木	-48	-49	-50	-50	-52	-51	-54	-59	-61	-62	-66	-70
6.7%	5.1%	建筑	505	482	469	439	427	398	373	362	371	357	331	305
1.2%	8.3%	制造	159	194	180	182	184	180	184	175	187	184	173	167
4.0%	71.6%	服务	4,374	4,264	4,046	3,960	3,827	3,773	3,542	3,388	3,212	3,037	2,725	2,529
4.1%	18.4%	商贸运输	1,145	1,146	1,103	1,131	1,111	1,159	1,111	1,128	1,125	1,089	1,028	992
4.7%	1.9%	信息技术	136	145	149	171	190	200	204	201	198	206	229	238
3.8%	5.8%	金融活动	332	334	332	331	316	314	301	274	279	279	280	276
7.5%	14.7%	专业商业服务	1,605	1,590	1,573	1,565	1,594	1,595	1,550	1,502	1,457	1,436	1,392	1,369
5.1%	16.4%	教育医保	1,256	1,167	1,089	984	880	801	713	636	566	502	391	320
-0.4%	10.7%	休闲餐饮	-72	-91	-165	-173	-211	-237	-265	-276	-322	-379	-478	-536
-0.5%	3.8%	其他服务	-28	-27	-35	-49	-53	-59	-72	-77	-91	-96	-117	-130
0.7%	14.6%	政府	169	118	67	16	-75	-94	-120	-158	-218	-273	-392	-399

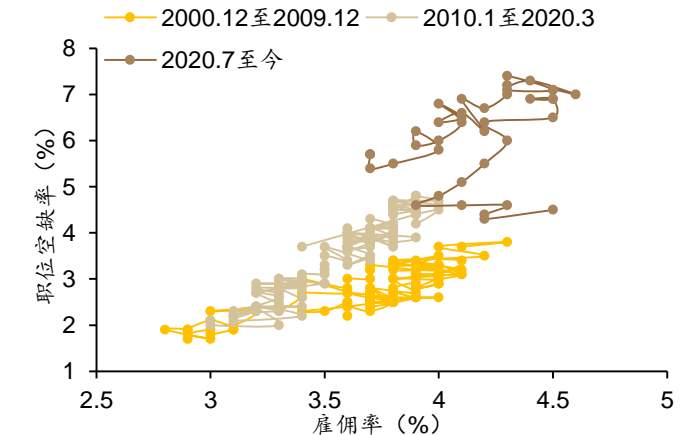
资料来源：美联储，德邦研究所；单位：千人

图 8: 美国职位空缺率与失业率对比 (Beveridge Curve)



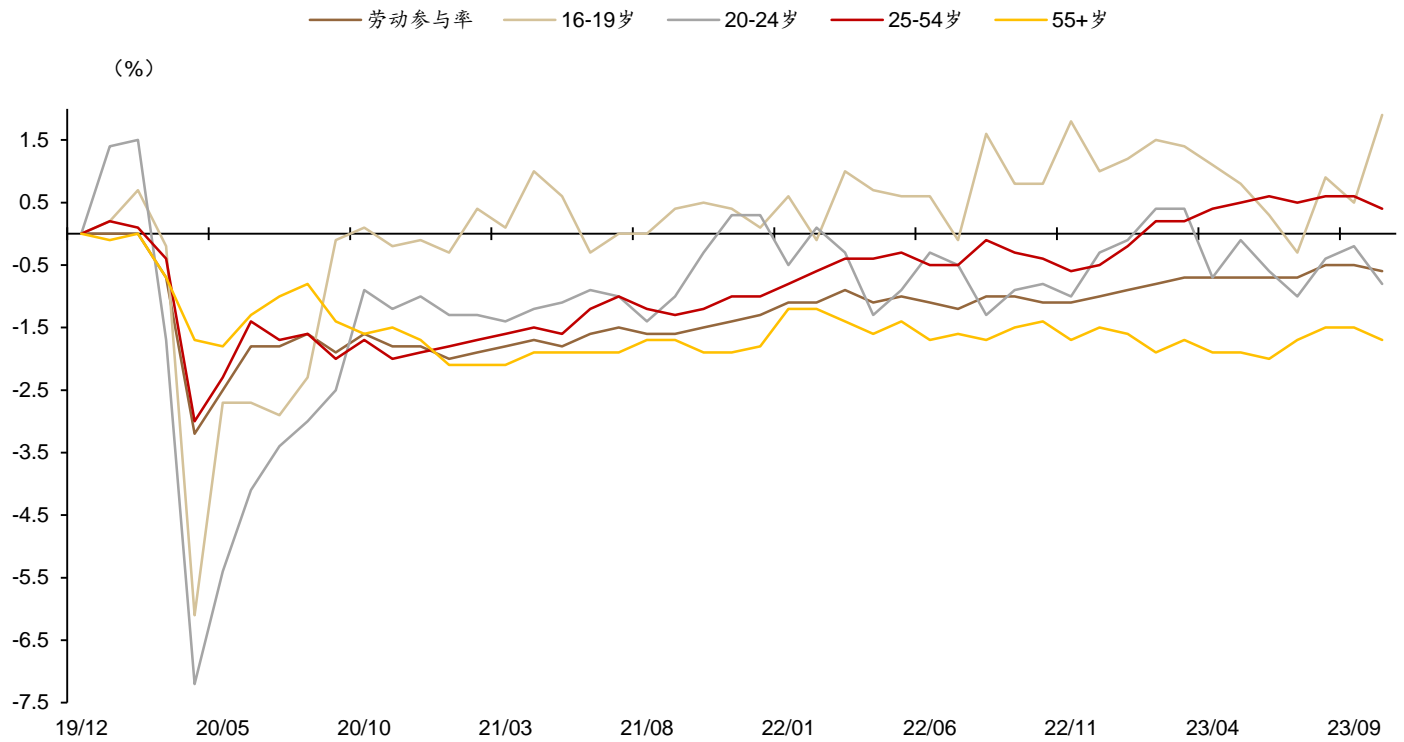
资料来源：美联储，德邦研究所

图 9: 美国职位空缺率与雇佣率对比



资料来源：美联储，德邦研究所

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 (%)	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11
私人	4.10	4.30	4.29	4.33	4.41	4.34	4.38	4.30	4.68	4.39	4.77	4.99
商品	5.02	5.26	5.28	5.35	5.06	4.70	4.59	4.65	4.58	4.33	4.51	4.66
采矿伐木	6.02	6.55	5.49	5.01	5.71	6.91	7.12	4.78	4.39	4.67	3.36	3.00
建筑	4.96	5.08	5.27	5.41	4.85	5.01	5.18	5.42	5.50	5.31	5.83	5.92
制造	4.79	5.13	5.05	5.19	5.02	4.24	3.92	4.05	3.94	3.56	3.72	3.90
服务	3.86	4.06	4.04	4.09	4.26	4.28	4.33	4.25	4.69	4.44	4.85	5.07
商贸运输	4.35	4.84	4.78	4.76	4.92	4.57	4.99	4.45	4.95	4.49	4.63	4.92
信息技术	1.38	1.24	1.92	3.42	3.58	4.56	4.25	5.67	5.18	5.78	5.92	6.22
金融活动	5.11	4.89	5.19	4.66	4.43	4.42	3.77	4.02	4.42	3.99	4.15	3.62
专业商业服务	4.47	4.62	4.37	4.53	4.51	4.30	4.23	4.44	4.80	4.64	4.94	5.21
教育医保	3.00	3.36	3.05	2.90	3.33	3.60	3.90	3.88	4.28	4.14	4.76	5.32
休闲餐旅	4.50	4.77	4.88	5.20	5.63	5.81	5.89	5.92	6.67	7.00	6.56	6.46
其他服务	3.98	3.61	4.05	3.36	3.84	4.54	4.30	3.35	4.27	3.73	3.45	4.14
时薪环比 (%)	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11
私人	0.21	0.33	0.27	0.39	0.45	0.33	0.42	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43
商品	0.23	0.35	0.12	0.71	0.56	0.45	0.48	0.54	0.21	0.51	0.33	0.43
采矿伐木	-0.70	1.26	0.10	0.50	-0.16	0.79	1.23	0.46	0.38	0.90	0.52	0.58
建筑	0.46	0.22	0.25	0.85	0.25	0.42	0.33	0.42	0.42	0.25	0.48	0.51
制造	0.09	0.40	0.00	0.62	0.81	0.41	0.50	0.63	0.03	0.64	0.22	0.35
服务	0.21	0.30	0.30	0.33	0.39	0.33	0.39	0.24	0.27	0.24	0.37	0.43
商贸运输	0.00	0.41	0.31	0.17	0.49	0.10	0.59	0.17	0.81	0.53	0.21	0.46
信息技术	0.00	0.12	0.37	0.10	-0.21	1.05	-0.89	0.31	0.34	0.02	0.59	-0.42
金融活动	0.14	0.43	0.80	0.65	0.77	0.75	-0.07	0.38	0.09	0.21	0.69	0.17
专业商业服务	0.34	0.44	0.07	0.57	0.32	0.22	0.48	0.45	0.23	0.38	0.33	0.54
教育医保	0.24	0.24	0.27	0.30	0.34	0.18	0.31	0.06	-0.21	0.37	0.34	0.53
休闲餐旅	0.33	0.05	0.24	0.09	0.33	0.48	0.53	0.67	0.05	0.00	0.82	0.83
其他服务	0.53	0.30	0.84	0.20	0.30	0.41	0.85	-0.81	0.17	0.44	-0.14	0.82

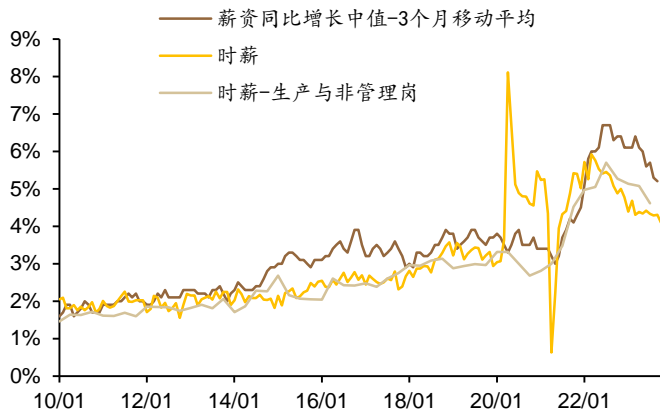
资料来源: 美联储, 德邦研究所

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 (%)	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11
私人	4.40	4.45	4.50	4.70	4.69	4.86	4.91	5.16	5.30	5.25	5.42	5.72
商品	5.42	5.66	5.69	5.63	5.73	5.31	5.79	5.74	5.69	5.82	5.70	5.89
采矿伐木	5.40	6.59	3.19	4.50	5.73	6.26	6.11	4.21	5.04	4.96	4.57	5.15
建筑	5.35	5.41	5.84	5.75	5.52	5.66	6.60	6.53	6.26	6.36	6.34	6.38
制造	5.12	5.42	5.37	5.45	5.60	4.77	4.79	4.89	5.09	5.22	5.25	5.57
服务	4.16	4.18	4.26	4.46	4.52	4.76	4.74	4.99	5.25	5.11	5.36	5.70
商贸运输	4.38	4.70	4.96	5.07	5.27	5.29	5.52	5.59	5.83	5.43	5.28	5.93
信息技术	1.63	2.80	3.66	4.72	4.26	4.56	5.85	5.03	4.29	3.69	4.44	4.41
金融活动	5.82	5.34	4.90	4.37	4.52	4.67	4.44	5.78	5.93	5.65	6.16	5.92
专业商业服务	4.92	5.10	5.11	5.09	4.99	5.45	5.04	5.29	5.19	5.02	5.24	5.31
教育医保	3.36	3.45	3.01	3.60	3.66	4.07	4.01	4.31	4.75	5.01	5.14	5.83
休闲餐旅	4.51	4.65	4.78	5.31	5.21	5.06	4.92	5.54	6.27	7.83	6.98	7.11
其他服务	3.78	3.39	3.64	3.08	3.18	3.11	2.76	2.48	3.80	4.02	4.37	4.55
时薪环比 (%)	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11
私人	0.34	0.31	0.21	0.42	0.35	0.38	0.32	0.39	0.42	0.28	0.43	0.46
商品	0.27	0.44	0.37	0.37	0.65	0.34	0.38	0.48	0.24	0.66	0.49	0.60
采矿伐木	-1.05	3.18	-1.05	-0.38	0.58	0.70	1.28	0.15	0.39	0.12	0.45	0.97
建筑	0.38	0.17	0.67	0.53	0.21	0.21	0.33	0.54	0.51	0.66	0.67	0.36
制造	0.19	0.49	0.04	0.34	0.96	0.42	0.35	0.54	-0.04	0.58	0.27	0.87
服务	0.38	0.24	0.21	0.38	0.31	0.35	0.35	0.35	0.46	0.21	0.39	0.43
商贸运输	0.24	0.20	0.36	0.36	0.36	0.28	0.32	0.36	0.77	0.57	0.25	0.25
信息技术	-1.23	0.20	0.33	0.33	-0.13	0.41	0.44	0.54	0.13	0.03	0.65	-0.05
金融活动	0.73	0.68	0.50	0.41	0.48	0.69	0.12	0.36	0.85	0.06	0.49	0.31
专业商业服务	0.35	0.23	0.26	0.41	0.18	0.29	0.41	0.57	0.45	0.48	0.54	0.64
教育医保	0.36	0.60	-0.17	0.50	0.27	0.40	0.20	0.07	0.03	0.30	0.27	0.48
休闲餐旅	0.58	0.16	0.11	0.32	0.54	0.76	0.32	0.93	0.00	-0.44	0.82	0.33
其他服务	0.50	0.15	0.47	0.74	0.47	0.59	0.68	-0.94	0.32	0.12	0.16	0.48

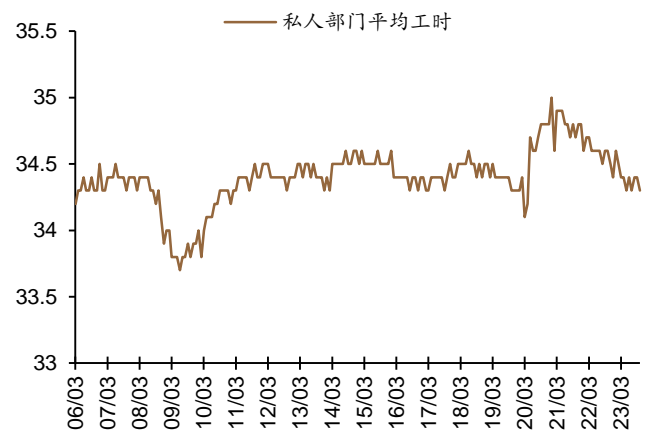
资料来源: 美联储, 德邦研究所

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。