

10月美国非农点评：就业放缓不仅限于罢工影响



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

核心观点：

美国10月非农新增15万人，低于预期（18万）。数据公布同时下修8、9月非农数据，共计下修10.1万人。10月失业率小幅回升至3.9%，劳动力参与率（62.7%）边际微降。美国10月企业调查数据虽然明显放缓，但这暂未改变家庭调查中失业率偏低、劳动力供需偏紧的格局。供给端，9月劳动力参与率（62.8%）；需求端，9月职位空缺率保持在5.7%。两端叠加，美国9月就业缺口又扩大至319.4万人（前值314.2万）。若10月职位空缺率同前，则10月就业缺口还将扩大。

非农走弱不仅限于近期受罢工影响的美国汽车、医疗和娱乐业。受美国汽车工人罢工影响，10月商品业新增非农就业转负，当月减少1.1万人。其中制造业减少3.5万人，为最大拖累项。建筑业则回温，当月新增2.3万人。服务业就业边际回落，10月仅新增11万人（前值21.8万）。除教育和医疗外（新增8.9万），服务业就业均有不同程度回落。其中运输仓储、信息、金融活动业新增就业为负，休闲酒店业等其他服务业新增就业边际回落。

美国10月非农平均时薪同比4.1%，比前值4.3%有所回落。按行业划分，商品业时薪增速较快，其中采矿伐木业6.02%、建筑业4.96%、制造业4.79%。服务行业中金融同比增速5.11%、休闲酒店业4.5%、专业和商业服务4.47%，其余行业增速不及整体平均增速。美国薪资压力边际放缓，利于缓解核心服务通胀压力，但总体水平仍高，需进一步观察。

市场认为年内大概率不加息，美联储货币政策或暂停。10月非农新增不及预期，劳动力市场走弱对市场释放出“难再加息”的信号。数据公布后，市场对12月加息预期回落至9.7%，认为12月大概率保持现状。美联储11月议息会议强调后续政策决定需要“等待并继续观察”，当前远未到考虑降息的时候。美联储不愿松口或意在收紧预期，以防市场提前行动使货币政策“功亏一篑”。

风险提示：美国通胀粘性超预期，美联储货币政策紧缩超预期。

相关报告

10月PMI数据解读：长假因素、需求前置，PMI回落

2023.11.02

9月财政数据解读：基建支出边际改善，财政积极发力

2023.10.30

9月经济数据解读：固定资产稳健增长，增量政策蓄力待发

2023.10.26

目 录

1. 美国新增就业放缓，薪资增速回落.....	4
2. 美国就业缺口暂时扩大.....	7
3. 市场影响：年内加息必要性回落.....	8
4. 风险提示.....	9

图目录

图 1	美国本轮罢工涉及行业及对应非农就业分项示意图（10月新增就业人数）	4
图 2	美国近月新增非农就业分布，按行业（千人）	5
图 3	美国 10 月失业率回升至 3.9%，略超预期（%）	5
图 4	美国 9 月劳动供给回落、需求增加，美国就业缺口有所扩大	5
图 5	美国 10 月劳动力参与率小幅回落至 62.7%（%）	6
图 6	美国 9 月职位空缺率回升至 5.7%（%）	6
图 7	美国 10 月非农平均时薪同比增速 4.1%，持续放缓（%）	6
图 8	美国非农各行业平均时薪同比增速（%）	7
图 9	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平（%）	7
图 10	美国各年龄段劳动力分布（%）	7
图 11	美国企业职位空缺数，按企业大小（3MA，千个）	8
图 12	美国企业职位空缺数同比，按企业大小（3MA，%）	8
图 13	微型企业职位空缺数与非住房核心服务同比有较强相关性（%，千人）	8
图 14	非农公布后 12 月不加息预期占 90.3，市场认为年内大概率不再加息（%）	9

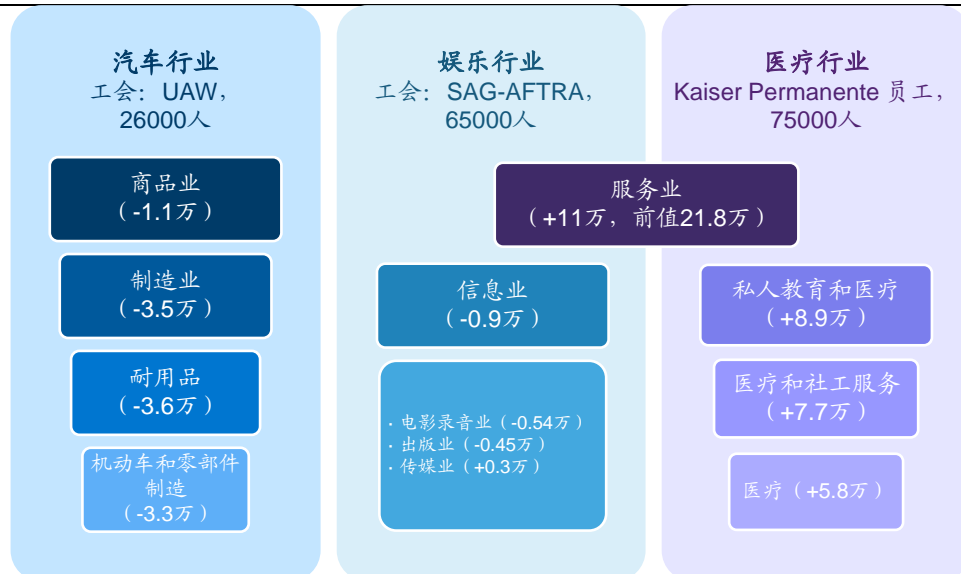
1. 美国新增就业放缓，薪资增速回落

美国 10 月非农新增 15 万人不及预期（18 万人），就业市场边际放缓。建筑（+2.3 万）和教育医疗业（+8.9 万）为主要拉动项。同时，劳工部合计下修 10.1 万 8-9 月新增就业。在劳动力参与率（62.7%）小幅回落的情况下，失业率再次上涨至 3.9%，就业市场有所放松。美国就业市场放缓对市场释放积极信号，12 月加息预期回落至 9.7%。

汽车行业和娱乐业罢工向下拖累新增就业。本次美国“罢工潮”主要涉及汽车、医疗和娱乐三个行业，其中汽车行业就业数据受罢工影响最为显著。①汽车工人罢工对应 10 月新增非农就业数据中机动车和零部件制造业（-3.3 万），为制造业（-3.5 万）和商品业（-1.1 万）就业的主要拖累项。本次罢工也涉及服务业中的信息业（娱乐业）和医疗业，10 月服务业新增大幅回落（+11 万，前值 21.8 万）。②娱乐业罢工涉及细分行业较广泛，包括非农数据中信息业（-0.9 万）分项下的电影录音业（-0.54 万）、出版业（-0.45 万）和传媒业（+0.3 万）等，对 10 月新增就业有所拖累但相对幅度较小。

相比汽车和娱乐业罢工，③医疗行业罢工对新增就业影响较小。不同于持续数月的汽车和娱乐业罢工，医疗行业罢工持续时间较短、目标相对集中：尽管有 7.5 万人参与了罢工，但罢工仅持续了 3 天，且只针对 KP 一家机构。加之疫情后美国医疗需求一直较为旺盛，医疗方面新增就业一直保持较高水平。10 月医疗服务新增就业边际回升（+5.8 万），为服务业就业读数上升的主要拉动项。

图1 美国本轮罢工涉及行业及对应非农就业分项示意图（10月新增就业人数）



资料来源：BLS，联储证券研究院

10 月美国就业走弱是全行业且超预期的，弱就业不仅限于罢工影响的行业。除教育和医疗外（新增 8.9 万），服务业就业均有不同程度回落。其中运输仓储（-1.2 万人）、金融业（-0.2 万）新增就业为负，休闲酒店业新增 1.9 万人，前值 7.4 万人，为服务业就业减少的主要拖累项。服务业其他分项中批发（+0.9 万）、零售（+0.1 万）、公用事业（+0.1 万）、专业和商业服务（+1.5 万）等分项新增就业亦边际回落。

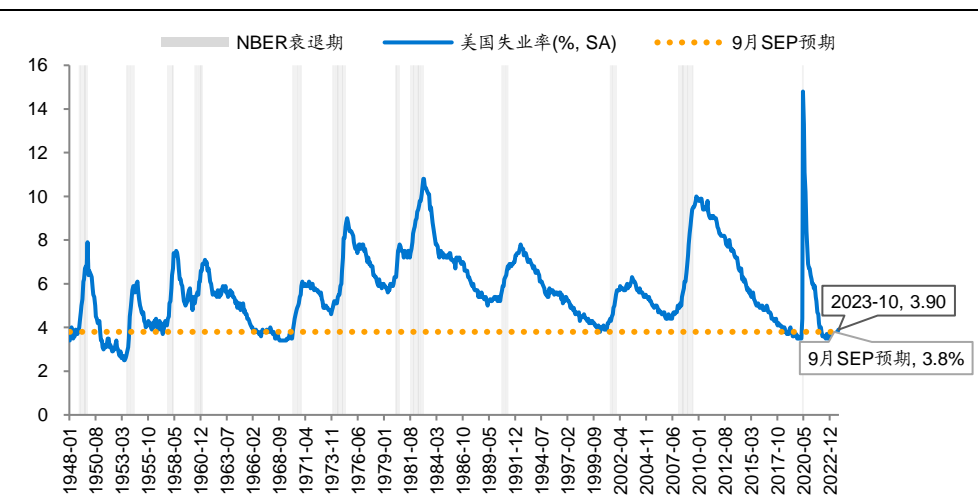
薪资方面，美国 10 月非农平均时薪同比增速放缓至 4.1%，前值 4.3%。美国行业罢工暂未影响薪资读数回落，10 月名义工资增速继续放缓，平均时薪 \$34，环比增加 0.2%，合上升 \$0.07 美元。按行业划分，商品业除建筑业（6.02%）外，时薪增速较上月均有所回落，但整体同比仍有 5.02%。服务业整体薪资增速持续放缓至 3.86%。其中，信息行业同比 1.38%，休闲酒店业时薪 10 月同比 4.50%，回落趋势稳定。总体来看，我们对未来美国薪资压力持续放缓具有信心，这将减轻核心服务通胀压力。

图2 美国近月新增非农就业分布，按行业（千人）

项目	趋势	当月增加（千人）								
		2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	
总量	非农总量	217	217	281	105	236	165	297	150	
私人	商品	-19	25	24	32	12	28	28	-11	
	采矿业	2	5	3	-1	2	0	1	1	
	建筑业	-9	11	25	29	12	30	13	23	
	制造业	-12	9	-4	4	-2	-2	14	-35	
	服务	176	154	231	54	133	86	218	110	
	批发	4	-2	8	-7	15	3	16	9	
	零售	-19	-2	21	-23	13	-6	13	1	
	运输和仓储	16	-15	19	-19	-7	-27	13	-12	
	公用事业	2	2	1	1	-2	2	2	1	
	信息	3	3	-4	-10	-19	-22	-4	-9	
	金融活动	-5	27	13	2	15	1	2	-2	
	专业和商务服务	45	48	45	-1	-29	8	17	15	
	私立教育和医疗保健	70	77	88	79	104	105	78	89	
	休闲和接待	46	11	28	26	38	8	74	19	
	其他服务	14	5	13	6	4	14	8	-1	
政府	政府	60	38	26	19	91	51	51	51	

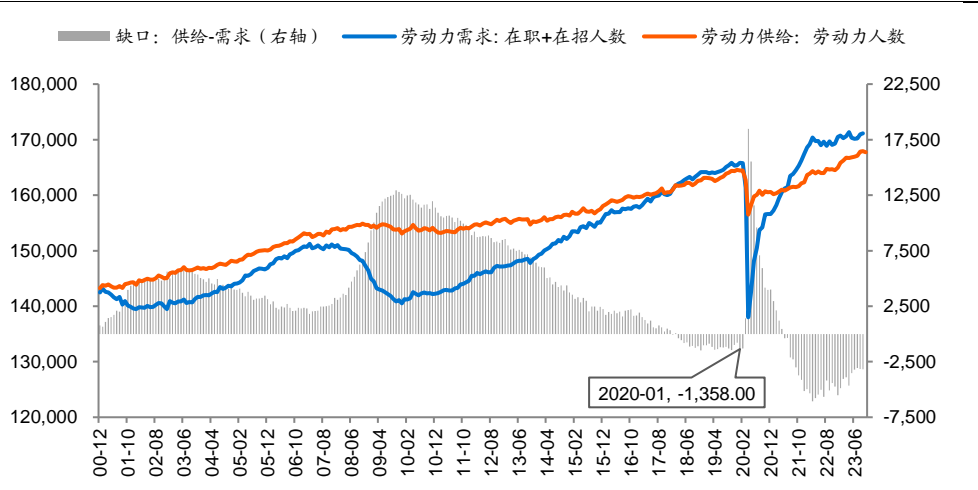
资料来源：BLS，联储证券研究院

图3 美国 10 月失业率回升至 3.9%，略超预期（%）



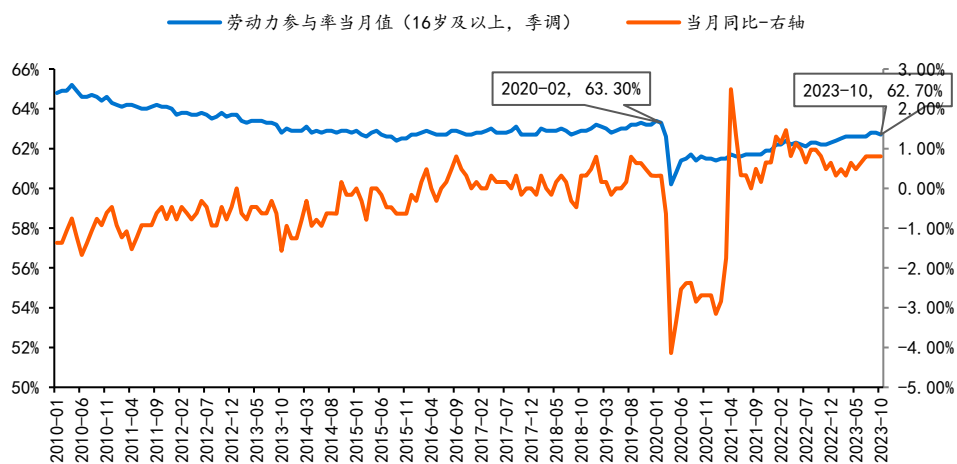
资料来源：BLS，联储证券研究院

图4 美国 9 月劳动供给回落、需求增加，美国就业缺口有所扩大



资料来源：BLS，联储证券研究院

图5 美国 10 月劳动力参与率小幅回落至 62.7% (%)



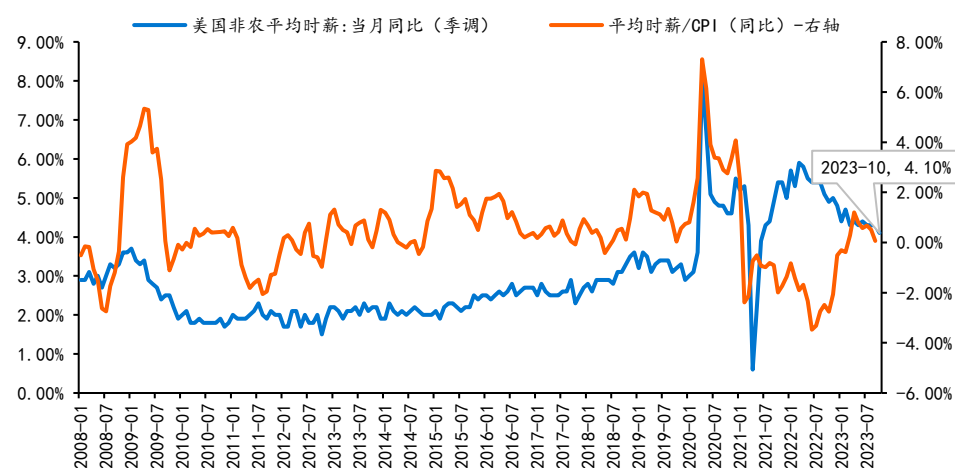
资料来源：BLS，联储证券研究院

图6 美国 9 月职位空缺率回升至 5.7% (%)



资料来源：BLS，联储证券研究院

图7 美国 10 月非农平均时薪同比增速 4.1%，持续放缓 (%)



资料来源：BLS，联储证券研究院

图8 美国非农各行业平均时薪同比增速 (%)

部门	平均时薪同比增速 (%，SA)									
	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10
非农平均	4.39%	4.68%	4.30%	4.38%	4.34%	4.41%	4.36%	4.29%	4.15%	4.10%
商品生产	4.33%	4.58%	4.65%	4.59%	4.70%	5.09%	5.32%	5.15%	5.32%	5.02%
采矿和伐木业	4.67%	4.39%	4.78%	7.12%	6.91%	5.62%	4.79%	4.50%	5.62%	6.02%
建筑业	5.31%	5.50%	5.42%	5.18%	5.01%	4.87%	5.43%	5.16%	5.14%	4.96%
制造业	3.56%	3.94%	4.05%	3.92%	4.24%	5.05%	5.13%	4.99%	5.23%	4.79%
服务提供	4.44%	4.69%	4.25%	4.33%	4.28%	4.26%	4.12%	4.07%	3.88%	3.86%
贸易、运输和能源	4.49%	4.95%	4.45%	4.99%	4.57%	4.85%	4.69%	4.89%	4.87%	4.35%
零售	4.26%	4.85%	3.98%	4.66%	4.43%	4.28%	4.04%	4.16%	4.24%	3.62%
批发	5.07%	4.93%	4.75%	5.11%	5.27%	5.20%	4.69%	5.14%	5.67%	4.30%
信息	5.78%	5.18%	5.67%	4.25%	4.56%	3.60%	3.76%	1.82%	0.86%	1.38%
金融活动	3.99%	4.42%	4.02%	3.77%	4.42%	4.41%	4.39%	5.55%	4.92%	5.11%
专业和商业服务	4.64%	4.80%	4.44%	4.23%	4.30%	4.63%	4.58%	4.16%	4.28%	4.47%
教育和健康服务	4.14%	4.28%	3.88%	3.90%	3.60%	3.33%	2.87%	3.08%	3.24%	3.00%
休闲接待	7.00%	6.67%	5.92%	5.89%	5.81%	5.78%	5.60%	4.98%	4.68%	4.50%
其他服务	3.73%	4.27%	3.35%	4.30%	4.54%	3.70%	2.88%	3.63%	3.30%	3.98%

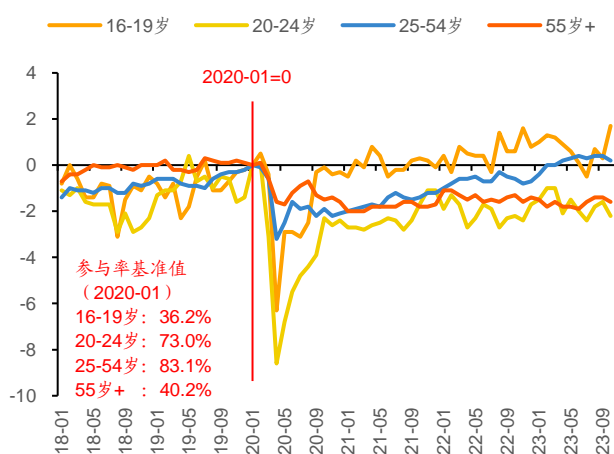
资料来源：BLS，联储证券研究院
*颜色以当月非农平均时薪为基准（白色）

2. 美国就业缺口暂时扩大

供给端，10月整体劳动力参与率比上月小幅回落（62.7%，前值62.8%）。10月青少年劳动力参与率随着9月企业招聘需求同步回升。黄金年龄人群参与率83.3%，前值83.5%，或受罢工潮影响回落。20-24岁人群及退休年龄段人群劳动力参与率10月回落，仍在低位波动。整体来看，10月劳动力参与率的小幅回落对就业市场影响有限。参与率低位和失业率高位反映就业市场松弛取得了可观的进展。随着学生贷款重启和个人储蓄的消耗，美国居民对家庭财务压力的感受可能增强，或进一步鼓励各年龄段人群回归就业市场。

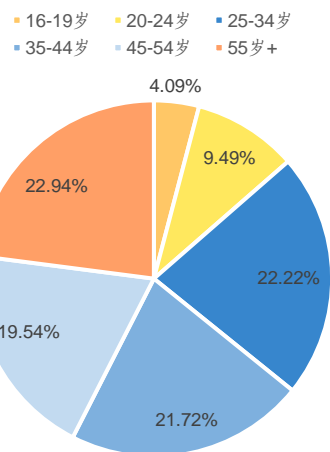
9月美国各类企业招聘需求回升，扩大9月就业缺口。9月美国1-9人微型企业职位空缺数大幅回升至198万个，为历史最高点。其余小、中、大型企业职位空缺数均有回升。美联储关注的非住房核心服务PCE月与微型企业职位空缺数有强对应关系（2018至今， $r = 0.96$ ），PCE领先空缺数3个月。微型企业招聘需求可能与服务业小雇主营商环境预期有关；PCE近期回落或指向小微企业暂时性扩招。除此之外，领先指标Indeed job posting index数据显示，未来职位空缺或有所回落，当前需求端对就业市场的压力只是暂时的。

图9 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



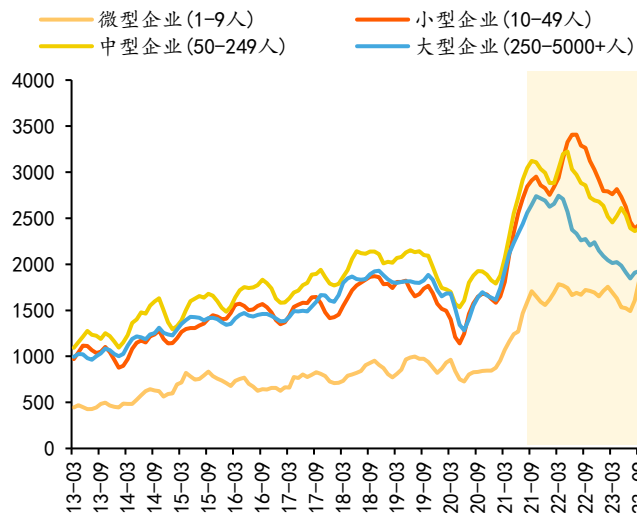
资料来源：FRED，联储证券研究院

图10 美国各年龄段劳动力分布 (%)



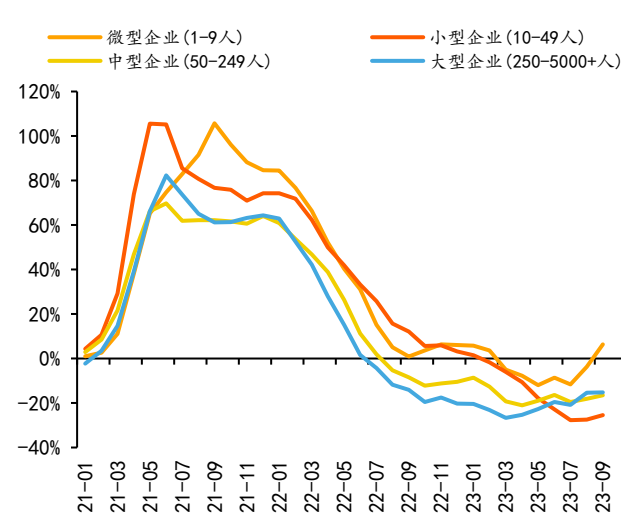
资料来源：BLS，联储证券研究院

图11 美国企业职位空缺数，按企业大小（3MA，千个）



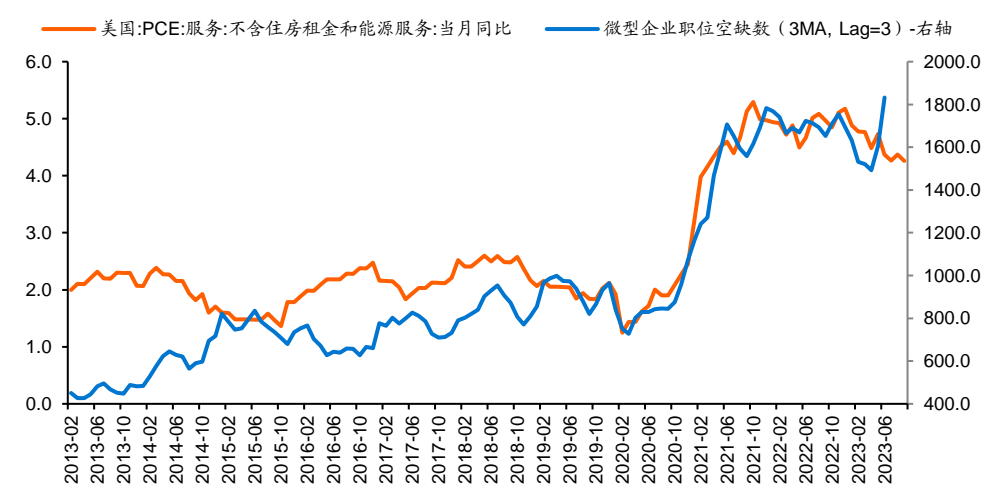
资料来源：BLS，联储证券研究院

图12 美国企业职位空缺数同比，按企业大小（3MA，%）



资料来源：BLS，联储证券研究院

图13 微型企业职位空缺数与非住房核心服务同比有较强相关性（%，千人）



资料来源：BLS，美联储，联储证券研究院

3. 市场影响：年内加息必要性回落

10月非农新增不及预期释放积极信号，市场对12月不加息保持乐观。近月美国非农数据明显放缓，加之多次下修前月数据，市场对此反应较为乐观。11月3日非农公布后，加息路径预测12月加息概率回落至9.7%，美联储大概率在年内维持当前525-550 bps的利率不变。

年内加息必要性回落，美联储持谨慎态度或意在收紧预期。近期美国金融条件进一步收紧，长端利率追高，降低了进一步加息的必要性。美联储11月议息会议纪要强调后续政策决定需要“等待并继续观察”，且当前经济情况仍然强劲，远未到考虑降息的时候。近月非农和通胀读数不够成12月再次加息的条件，但美联储不愿松口或意在收紧预期，以防市场提前行动使货币政策“功亏一篑”。

图14 非农公布后 12月不加息预期占 90.3，市场认为年内大概率不再加息（%）

截至 11. 6	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
575-600	0.00%	0.00%	0.70%	0.50%	0.20%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
550-575	0.00%	9.70%	15.60%	11.50%	5.60%	2.30%	0.80%	0.30%	0.10%	0.00%
525-550	100.00%	90.30%	83.70%	65.30%	36.50%	17.30%	6.90%	2.80%	1.40%	0.60%
500-525	0.00%	0.00%	0.00%	22.60%	45.50%	39.90%	24.30%	12.60%	7.10%	3.40%
475-500	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.10%	32.90%	37.70%	28.70%	19.70%	11.70%
450-475	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.50%	25.10%	33.60%	30.80%	23.70%
425-450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.20%	18.50%	27.00%	29.40%
400-425	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.50%	11.90%	21.50%
375-400	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.00%	8.30%
350-375	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.30%

资料来源：CME，联储证券研究院

4. 风险提示

美国通胀粘性超预期，美联储货币政策紧缩超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000