

繁荣的尾声

——美国非农就业 2023 年 10 月数据点评

10 月美国新增非农就业人数 15.0 万（市场预期 18.0 万），失业率 3.9%（市场预期 3.8%），劳动参与率 62.7%（市场预期 62.8%），平均时薪同比增速 4.1%（市场预期 4.0%），环比增速 0.2%（市场预期 0.3%）。

10 月就业数据的超预期走弱意味着年中以来美国一轮经济脉冲的终结，但繁荣的尾声并不等价于衰退的开启，未来美国经济、就业转弱的过程或仍将“一波三折”。一方面，货币紧缩的滞后效应仍将进一步发酵，财政扩张的支撑效应则将进一步减弱，这决定了下行是一种趋势；另一方面，健康的居民部门资产负债表、历史低位的房地产库存、仍然不及疫前水平的劳动参与率和再度转松的金融条件又构成了边际支撑。

一、新增就业：再度转冷

受金融条件大幅收紧影响，9-10 月美国经济动能显著走弱，新增就业人数亦从 29.7 万大幅收缩至 15.0 万，低于市场预期。9 月以来美国金融条件加速收紧，9 月 1 日-10 月 19 日十年期美债收益率从 4.18% 飙升至 4.98%，快速收紧的金融条件带来了经济动能的非线性走弱，10 月美国制造业 PMI 回落至 46.7，服务业 PMI 则跌至 51.8，全面低于预期。

服务业新增就业从 26.9 万大幅收缩至 16.1 万，反映了居民部门消费活动的收缩。尽管三季度美国消费超预期扩张，但其动能来源是储蓄率下降而非收入增长，这决定了本轮扩张是不可持续的。与此同时，疫后首个暑期的服务消费脉冲也在边际退潮，叠加金融条件的快速收紧，服务消费快速收缩，并传导至就业市场。8 个服务业部门中的 6 个新增

就业显著收缩，其中休闲酒店新增就业从 7.4 万大幅下跌至 1.9 万，贡献了 10 月服务业新增就业环比跌幅的 51%。

制造业新增就业从 2.8 万跌至 -1.1 万，转负，主要来自于全美汽车工人联合会 (UAW) 罢工事件的影响。据统计约 5 万人参加了本次罢工，商品制造新增就业从 1.4 万收缩至 -3.5 万，贡献了 10 月制造业新增就业环比跌幅的 126%。值得注意的是，建筑业就业逆势走强，新增就业从 1.3 万人提升至 2.3 万人，与三季度住宅投资转跌为涨相吻合。

二、失业率 & 劳动参与率：雇佣需求快速收缩

10 月失业率上行至 3.9%，超出市场预期，上行趋势进一步确认。创 2022 年 2 月以来新高，较 2023 年 4 月低点累计上行 0.5pct。10 月劳动参与率小幅回落至 62.7%，低于市场预期，劳动力供给扩张或已遇到瓶颈。从结构看，25-54 岁劳动参与率小幅回落，但仍显著高于疫前水平，55 岁以上劳动参与率则已稳定低于疫前水平。劳动参与率下行但失业率上行，反映 10 月雇佣需求已在快速收缩。

三、薪资增速：稳中有跌

10 月平均时薪同比增速 4.1% 高于预期，环比增速 0.2% 低于预期，二者的背离来自于 8-9 月环比增速的上修。结构上看，制造业和服务业环比增速全面走弱：制造业方面，采掘业薪资环比转跌与油价走势相吻合，商品制造薪资环比涨幅收窄来自于制造业内生动能的收缩，建筑业薪资环比涨幅走阔则反映了住宅投资的逆势扩张；服务业方面，商贸和金融是环比增速下行的核心贡献项，分别反映了服务消费收缩和金融条件收紧。

四、影响及前瞻：加息周期或已终结

10 月非农就业数据基本宣告了年中以来一轮经济脉冲的终结，加息周期大概率也将随之终结。一是服务业就业的快速收缩印证了居民消费动能的转弱，二是失业率上行趋势得到了进一步确认，三是“工资-价格”螺旋的进一步证伪。

需要强调的是，繁荣的终结不等于衰退的开启，就业转冷的过程或仍将“一波三折”。其一，制造业就业的收缩来自于 UAW 罢工事件的阶段性影响，而该事件已经结束；其二，随着鸽派预期的升温，金融条件出现了再度转松的迹象；其三，UAW 罢工事件以大幅涨薪告终，薪资增速仍有一定支撑。

数据出炉后，鸽派预期主导了市场走势。美元隔夜利率曲线 (OIS) 显示美联储进一步加息的概率从 20% 跌至 7.6%，2024 年全年降息幅度从 78bp 升至 98bp。美股三大指数全面收涨。标普 500 指数收涨 0.94%，纳斯达克指数收涨 1.38%，道琼斯指数收涨 0.66%。美国国债收益率全面下行。2 年期下行 15.1bp，5 年期下行 13.0bp，10 年期下行 8.7bp，30 年期下行 3.4bp。美元大幅下挫。美元指数从 106.12 跌至 105.07，美元兑换离岸人民币从 7.32 跌至 7.29。

(作者：谭卓 刘一多 王天程 陈诚)

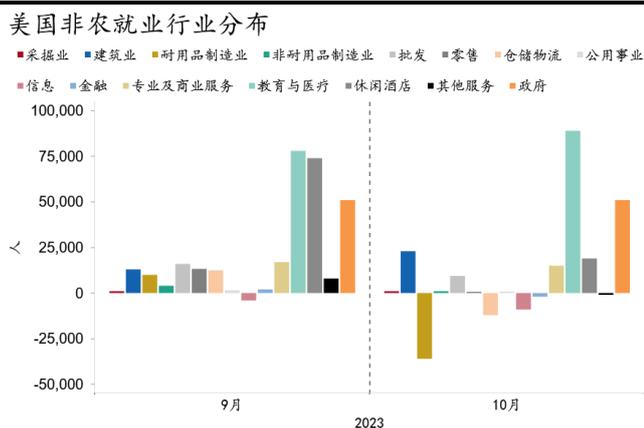
附录

图 1: UAW 罢工事件驱动制造业新增就业转负

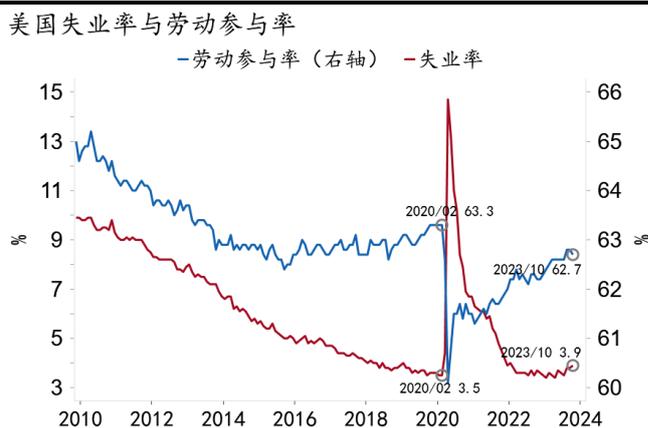

资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 美国年中以来的一轮经济扩张或已结束


资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 休闲酒店新增就业断崖式下跌


资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 失业率确认上行趋势


资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 25-54 岁劳动参与率小幅回落


资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 薪资增速继续回落


资料来源: Macrobond、招商银行研究院