

2023 年 12 月 09 日

就业市场韧性或将促使市场短期承压

——美国 11 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

● 新增非农就业有较多上行，失业率意外下降

1. 汽车行业罢工结束驱使新增非农就业数量涨幅较大

11 月新增非农就业 19.9 万人，较 10 月上升 4.9 万，且高于市场预期。趋势上看，9-11 月平均新增就业 20.4 万人，较 8-10 月有所反弹，显示当前美国就业市场冷却是一个波折的过程。结构上看，私人部门新增就业有较大升幅，其中制造业、信息业新增就业上升较多，或与美国汽车行业工人罢工结束有关。

2. 劳动参与率略上升，失业率意外下行

11 月美国劳动参与率录得 62.8%，失业率为 3.7%，分别较 10 月上升 0.1 个百分点、下降 0.2 个百分点。劳动参与率提升推动失业率下行，显示当前美国劳动力市场的参与积极性有所提升，但考虑到节假日等因素，其趋势还有待观察。

3. 薪资同比增速继续下降，但环比走强，后续下降斜率可能放缓

11 月美国非农就业时薪录得 34.1 美金，同比上升 4.0%，环比上升 0.4%，分别较 10 月份下降 0.1、上升 0.2 个百分点。从劳动参与率和失业率的变化来看，后续薪资增速大概率将继续承压，但由于失业率处于低位，下行的斜率可能会进一步放缓。10 月亚特兰大工资增长指数（3MA）录得 5.2%，较 9 月持平，薪资增速是后续需要继续关注的重点。

4. 劳动力需求出现较大幅度下降

从 10 月份的 LOJTS 数据来看，目前职位空缺数为 873.3 万人，较 10 月下降 61.7 万人，职位空缺率下降 0.4 个百分点至 5.3%，整体降幅较大。目前每个求职者对应约 1.4 个工作岗位。10 月美国总劳动力缺口较 9 月下降 76 万至 222.7 万，逼近 200 万关口，当前美国劳动力市场的供需紧张程度有较大幅度缓解。

● 就业数据短期或使市场承压，但对联储决策影响或较小

从 11 月的就业数据来看，不仅新增就业继续超过市场预期，且失业率继续下行，薪资增速下行斜率也在趋缓，均指向美国经济仍有韧性，在此情况下，市场对于美国经济衰退的定价行为或将逐渐消退，短期来看，就业数据或将会对市场带来一定的调整压力。但另一方面，我们从就业市场供需来看，劳动力市场冷却趋势并未完全逆转，美国劳动力市场将会波动式下降。往后看，11 月份通胀数据或将对市场走向进行进一步校准，若通胀超预期，则市场可能将会进一步调整。

对美联储而言，我们认为当前的就业数据对其在 12 月份的 FOMC 会议上的决策影响较小。一是当前数据虽然超预期，但是整体幅度并不大；二是前期市场交易行为对美国经济放缓以及美联储降息的定价较为积极，就业市场保持韧性，有助于缓和市场相关的预期，从而给予美联储更多的主动权；三是从 11 月份就业市场的数据来看，美国经济在 2024 年实现软着陆的可能性较大，这符合美联储当前的预期，因此在 12 月 FOMC 会议上，其内部的分歧意见或也将减少，从而降低决策难度。

我们认为，美联储大概率已经结束加息周期，12 月 FOMC 会议上将继续按兵不动，但降息时点目前尚存一定的不确定性。基准情形下，或将在 2024 年中进行首次降息，且降息幅度或不会很大。

● 风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

相关研究报告

《出口同比增速转正或将持续—11 月进出口数据点评》-2023.12.7

《地产链需求延续回落，消费需求边际回暖—宏观周报》-2023.12.3

《经济边际降温，关注年底会议定调—兼评 11 月 PMI 数据》-2023.12.1

目录

1、新增非农就业有较多上行，失业率意外下降.....	3
1.1、汽车行业罢工结束驱使新增非农就业数量涨幅较大.....	3
1.2、劳动参与率略上升，失业率意外下行.....	4
1.3、薪资同比增速继续下降，但环比走强，后续下降斜率可能放缓.....	4
1.4、劳动力需求出现较大幅下降.....	5
2、就业数据短期或使市场承压，但对联储决策影响或较小.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：美国新增非农就业经历了较大幅度上行.....	3
图 2：11 月失业率下降、劳动参与率上行.....	4
图 3：11 月 20-24 岁等区间人口劳动参与率上升.....	4
图 4：11 月时薪增速同比下降、环比上升.....	5
图 5：11 月教育和保健服务平均时薪同比增速较低.....	5
图 6：10 月职位空缺数与空缺率继续下降.....	5
图 7：10 月美国劳动力缺口继续下降.....	6
图 8：11 月美债收益率下行幅度较大.....	6
图 9：11 月美国就业扩散指数仍处在相对低位.....	7
表 1：11 月非农新增就业细项及变动.....	4

美国公布 11 月最新就业数据。其中新增非农就业 19.9 万，高于市场预期的 18.3 万；失业率为 3.7%，低于市场预期；平均时薪同比增长 4.0%，符合市场预期。

1、新增非农就业有较多上行，失业率意外下降

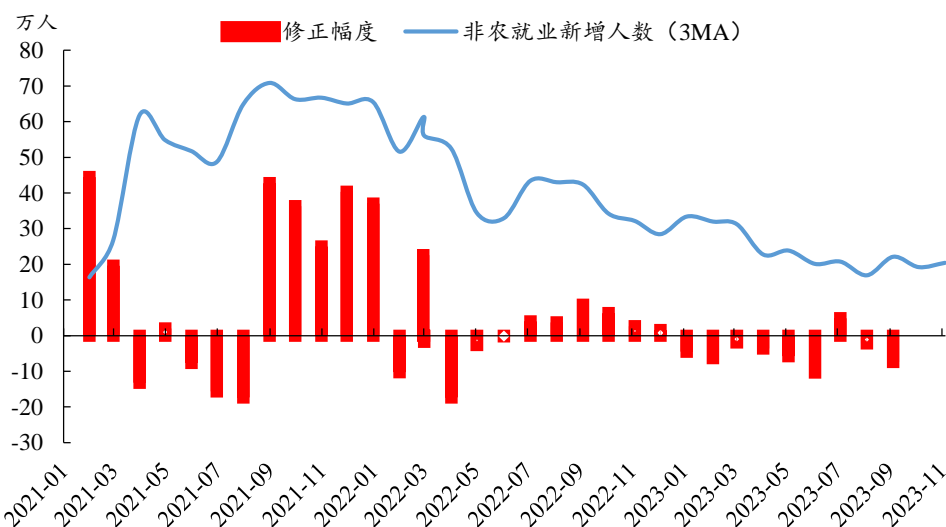
1.1、汽车行业罢工结束驱使新增非农就业数量涨幅较大

11 月新增非农就业 19.9 万人，较 10 月份上升 4.9 万，且高于市场预期。9 月份新增非农就业下修 7.4 万人至 26.2 万，下修幅度较大。但与以往不同，此次 10 月份非农数据修正后与初值相同，后续有可能面临进一步修正。9 月份数据进一步下修，后续 10-11 月份数据亦有下修压力。趋势上看，9-11 月份平均新增就业 20.4 万人，较 8-10 月份有所反弹，显示当前美国就业市场冷却是一个波折的过程。

结构上看，私人部门新增就业有较大升幅，其中制造业、信息业新增就业上升较多，或与美国汽车行业工人罢工结束，回到工作岗位有关。11 月私人部门就业新增 15 万，政府就业新增 4.9 万。分行业来看，教育和保健服务、休闲和酒店业、制造业新增就业有较多改善，分别新增 9.9 万、4.0 万、2.8 万，或反映出美国节假日来临，相关服务需求提升。此外，制造业 11 月新增就业较 10 月份改善较多，显示出美国汽车行业工人罢工结束，相关工人回到工作岗位。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，11 月美国新增非农数据的上行，基本符合我们 10 月报告中的判断，即考虑到汽车行业罢工的结束，新增非农就业或将迎来反弹，但随着休闲和酒店业新增就业的持续下行，或将带动整体的就业水平继续回落。

图1：美国新增非农就业经历了较大幅度上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

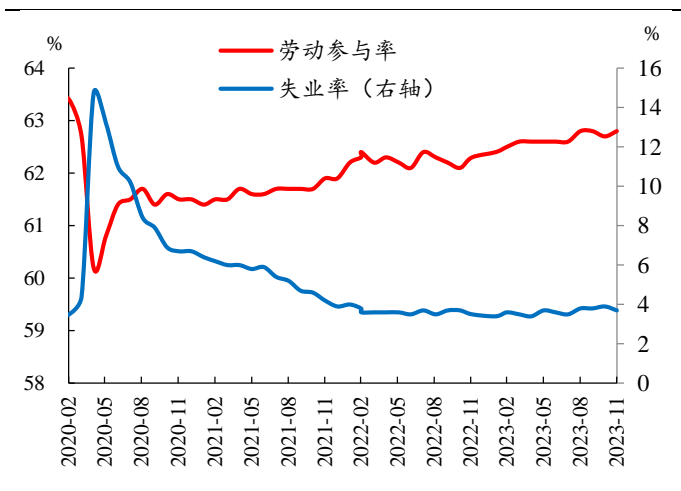
表1: 11月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比(%)	较10月变化	2023-11	2023-10	2023-09	9-11月平均
总体新增非农	100.0	49	199	150	262	204
私人部门	75.4	65	150	85	199	145
采矿业	-0.5	-1	-1	0	1	0
建筑业	1.0	-23	2	25	9	12
制造业	14.1	63	28	-35	11	1
批发业	4.2	-3	8	11	16	12
零售业	-19.3	-34	-38	-5	2	-14
运输仓储业	-2.5	7	-5	-12	12	-2
公用事业	0.1	-1	0	1	2	1
信息业	5.0	29	10	-19	-6	-5
金融活动	2.0	9	4	-5	0	0
专业和商业服务	-4.5	-11	-9	2	-17	-8
教育和保健服务	49.7	16	99	83	86	89
休闲和酒店业	20.1	-2	40	42	76	53
其他服务业	6.0	15	12	-3	8	6
政府就业	24.6	-16	49	65	63	59

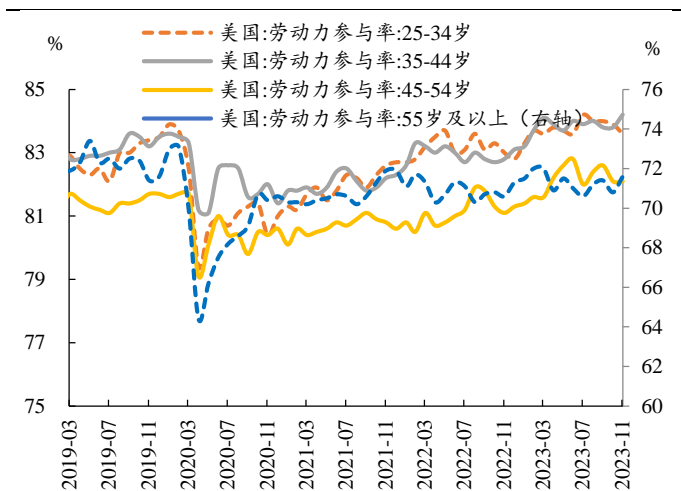
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、劳动参与率略上升，失业率意外下行

11月美国劳动参与率录得**62.8%**，失业率为**3.7%**，分别较10月份上升0.1个百分点、下降0.2个百分点。具体来看，11月份调查城市人口增加18万，劳动力人口增加53.2万。总就业人口提升74.7万，失业人口减少21.5万，推动失业率4个月来首次下行。从年龄段来看，20-24岁、35-44岁等区间人口劳动参与率均出现小幅上升，显示当前壮龄劳动力参与工作意愿有所提升。失业率方面，白人、西班牙裔失业率均有所下行，其中亚裔失业率有所上升。11月劳动参与率提升推动失业率下行，显示当前美国劳动力市场的参与积极性有所提升，但考虑到节假日等因素的扰动，其趋势还有待观察。

图2: 11月失业率下降、劳动参与率上行


数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 11月20-24岁等区间人口劳动参与率上升


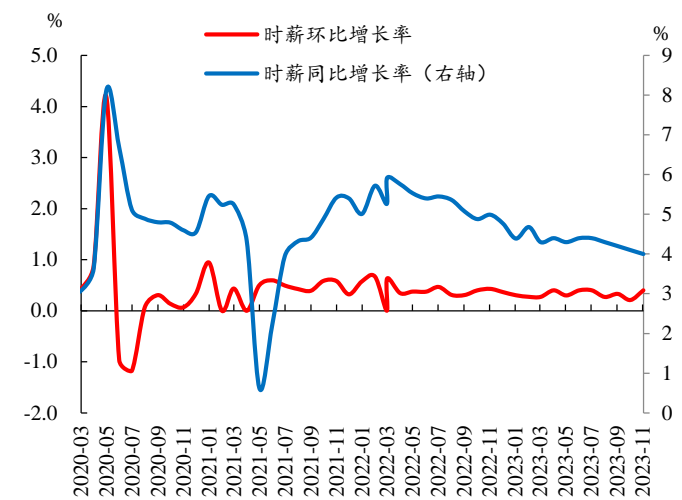
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、薪资同比增速继续下降，但环比走强，后续下降斜率可能放缓

11月美国非农就业时薪录得34.1美金，同比上升4.0%，环比上升0.4%，分别较10月份下降0.1、上升0.2个百分点。具体来看，11月采矿业、运输仓储、金融业薪资同比增长较多，制造业、批发业薪资环比增长较多。总的来看，11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。

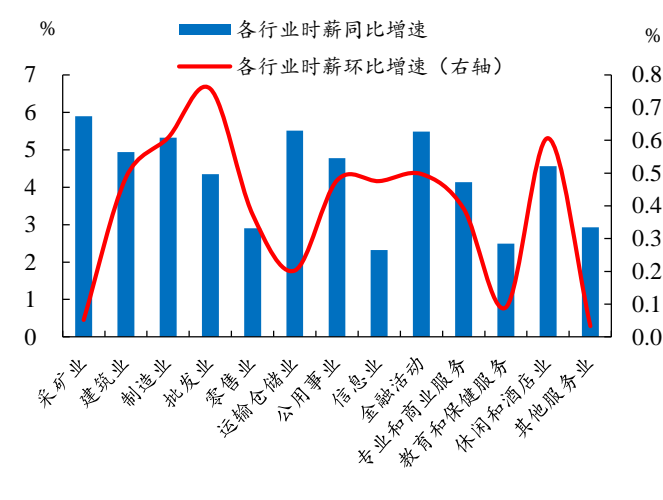
我们认为，从劳动参与率和失业率的变化来看，后续薪资增速大概率将继续承压，但由于失业率处于低位，下行的斜率可能将会进一步放缓。只有当劳动参与率与失业率均提升时，薪资或将迎来较大幅度的下行。当前来看，整体薪资更多的是呈现缓慢下行的姿态。10月亚特兰大工资增长指数（3MA）录得5.2%，较9月持平，薪资增速是后续需要继续关注的重点。

图4：11月时薪增速同比下降、环比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：11月教育和保健服务平均时薪同比增速较低

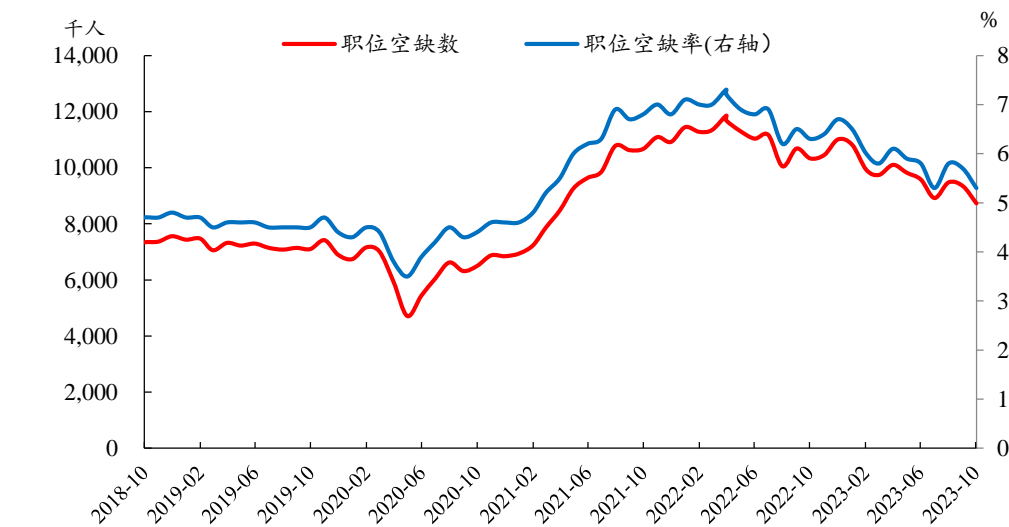


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、劳动力需求出现较大幅度下降

从10月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为873.3万人，较10月下降61.7万人，职位空缺率下降0.4个百分点至5.3%，整体降幅较大。目前每个求职者对应约1.4个工作岗位，当前美国劳动力市场的供需紧张程度有较大幅度缓解。同时，职工主动离职率录得2.3%，与10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6：10月职位空缺数与空缺率继续下降

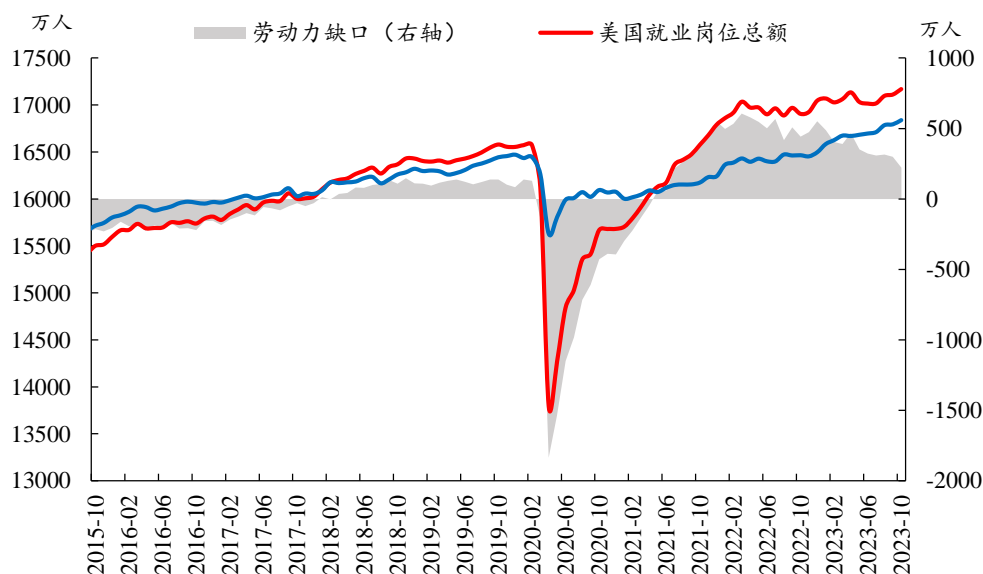


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，10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9月下降76万至222.7万，逼近200万关口，整体劳动力市场供需关系

较 2023 年初大幅缓解。不过考虑到 10 月份有罢工等因素影响，企业可能对相关岗位需求减少，后续还有待观察。总的来看，劳动力市场放缓仍是较为明显的趋势。

图7：10月美国劳动力缺口继续下降

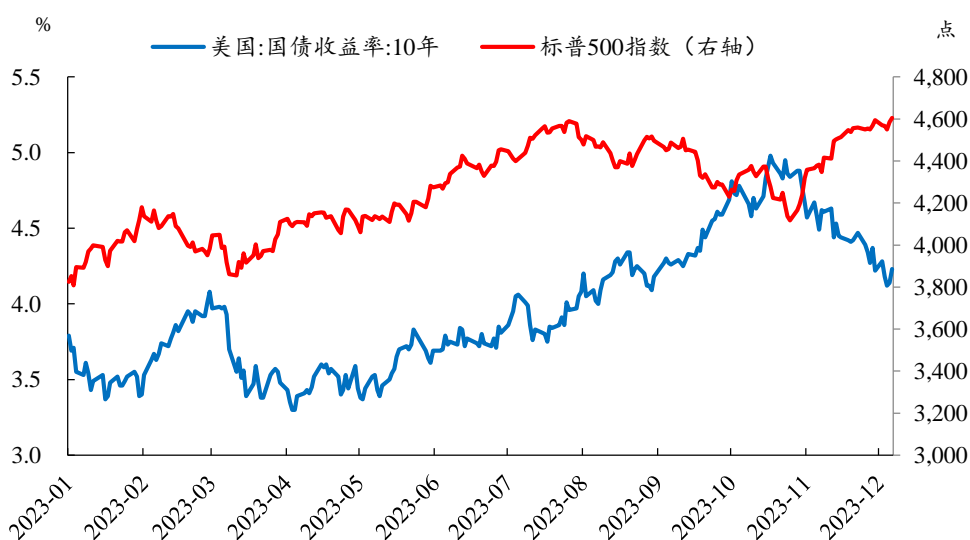


数据来源：Fred、开源证券研究所

2、 就业数据短期或使市场承压，但对联储决策影响或较小

如何看待 11 月份就业数据对市场和联储决策的影响？11 月以来，美国金融市场整体波动较大，其中 10 年期国债收益率下行超过 50bp，美股亦迎来一定幅度上浮，标普 500 指数上行超过 300 点。这一方面是由于前期美债收益率升幅过大，市场相关的做空交易逐渐消退，另一方面则是美国近期经济数据相对不佳，市场认为美联储降息或提前，这也是为何同期美股上升幅度相对较小。

图8：11月美债收益率下行幅度较大

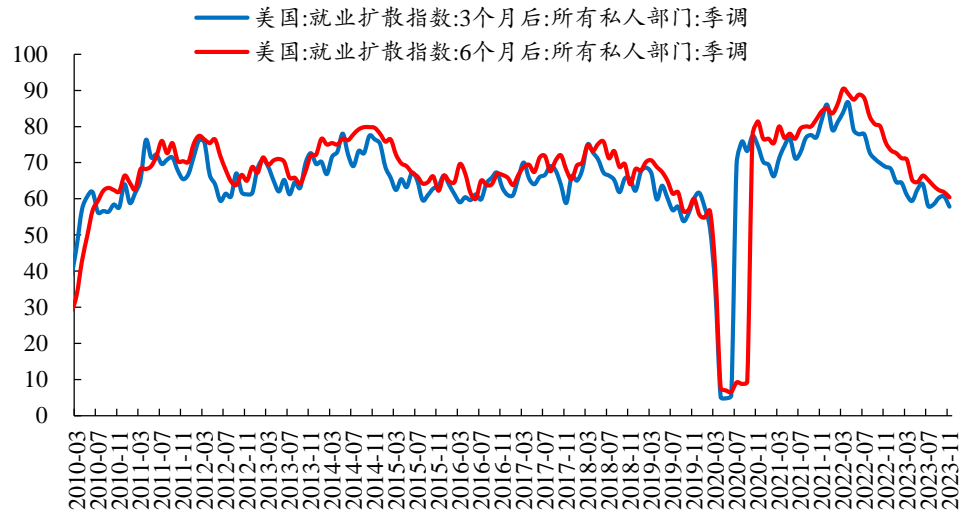


数据来源：Wind、开源证券研究所

但是从 11 月的就业数据来看，不仅新增就业继续超过市场预期，且失业率继续下行，薪资增速下行斜率也在趋缓，均指向美国经济仍有韧性，在此情况下，市

场对于美国经济衰退的定价行为或将逐渐消退，因此从短期的角度来看，**就业数据或将会对市场带来一定的调整压力**。但另一方面，我们从就业市场供需来看，劳动力市场冷却趋势并未完全逆转，一则美联储还将保持高利率环境，经济需求端将会继续承压；二则我们观察美国私人劳动力就业的扩散指数来看，整体扩散指数还较低，显示后续就业不太会出现较大规模的反弹，**因此我们维持美国劳动力市场将会波动式下降的判断**。往后看，**11月份通胀数据或将对市场走向进行进一步校准**，若通胀超预期，则市场可能将会进一步调整。

图9：11月美国就业扩散指数仍处在相对低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

对美联储而言，我们认为当前的就业数据对其在12月份的FOMC会议上的决策影响较小。**一是**当前数据虽然超预期，但是整体幅度并不大，且考虑到可能的下修压力，因此并不会触发就业市场大幅反弹的担忧；**二是**前期市场交易行为对美国**经济放缓以及美联储降息的定价较为积极**，风险资产录得一定涨幅，这促使美国金融条件放松，美联储的预期管理面临一定程度的挑战，而就业市场保持韧性，有助于缓和市场相关的预期，从而给予美联储更多的主动权；**三是**从11月份就业市场的数据来看，美国经济在2024年实现软着陆的可能性较大，这符合美联储当前的预期，因此在12月FOMC会议上，其内部的分歧意见或也将减少，从而降低决策难度。我们认为，**美联储大概率已经结束加息周期**，12月FOMC会议上将继续按兵不动，但降息时点目前尚存一定的不确定性。基准情形下，或将在2024年中进行首次降息，且降息幅度或将不会很大。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期。

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11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