

## 海外宏观周报

## 美国 11 月就业市场修复

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号  
S1060523010001  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



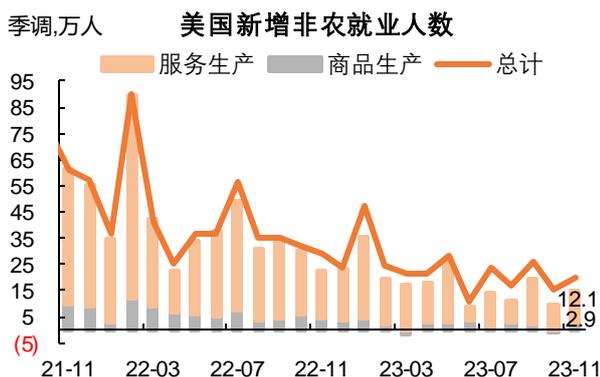
## 平安观点：

- **美国 11 月就业数据简评。**美国 11 月新增非农就业人数回升至 19.9 万人，制造业和教育保健业新增就业表现强劲。美国 11 月 U3 失业率超预期回落至 3.7%。美国 11 月劳动参与率为 62.8%，劳动力人口缓慢修复。结合 10 月职位空缺调查，美国就业市场供需缺口受罢工扰动大幅回落，但仍远高于疫情前水平。美国 11 月非农平均时薪环比增速（0.35%）超预期反弹，高于前 1-10 月的均值（0.32%）。非农数据回暖打击市场降息预期，“宽松交易”出现修正。据 CME 数据，截至 12 月 8 日，市场对于 2024 年 3 月美联储（至少）降息一次的概率下降至 45%，前一天为 58%。我们认为，10 月就业数据因罢工扰动而“失真”，因此 11 月就业市场的修复是“正常”现象；美国就业市场只是缓慢降温而非加速走软，不宜对美国前景过于悲观、对美联储降息时间和幅度过于乐观。未来一段时间，市场前期的“宽松交易”可能出现一定修正，即美债利率和美元指数有一定回升风险；另一方面，较好的经济数据或减弱衰退担忧，令美股相对受益。
- **海外经济政策：**1) 美国 11 月 ISM 服务业 PMI 反弹，连续 11 个月处于荣枯线以上。2) 美国 12 月密歇根大学消费者信心指数意外反弹，1 年期通胀预期大幅回落至 3.1%。3) 截至 12 月 9 日，亚特兰大联储最新预测，美国四季度 GDP 环比折年率为 1.2%，与 12 月 2 日的预测值持平。4) 欧元区三季度 GDP 同比增速终值下调至 0%；法国经济增速有所下调，同比增速大幅回落至 0.6%。5) 欧元区 11 月服务业 PMI 终值上修，但仍连续 4 个月处于荣枯线以下。6) 英国 11 月服务业 PMI 终值上修，3 个月后首次企稳于荣枯线以上。7) 日本三季度实际 GDP 环比折年率终值下修至 -2.9%，主因是私人消费、住宅投资和出口环比增速有所放缓。
- **全球大类资产：**1) 股市：美欧股市上涨，日本股市逆势暴跌。日本央行一、二把手放“鹰”，结束负利率政策预期升温，令日股承压。2) 债市：中期美债收益率反弹，长期美债利率回落。10 年美债收益率整周微涨 1BP 至 4.23%，其中 10 年 TIPS 利率（实际利率）整周上涨 2BP 至 2.02%，隐含通胀预期整周下跌 1BP 至 2.21%。3) 商品：油价持续下跌，贵金属和有色金属价格同步回落。原油方面，布伦特油价整周下跌 3.9%，至 75.8 美元/桶；WTI 原油价格整周下跌 3.8%，至 71.2 美元/桶。4) 外汇：美元指数整周上涨 0.78%，收至 104；多数非美元货币贬值，日元汇率逆市升值。欧元兑美元整周下跌 1.1%；英镑兑美元整周下跌 1.26%；日元兑美元整周上涨 1.27%。
- **风险提示：**美国金融风险超预期上升，美国经济超预期下行，美联储降息超预期提前等。

## 一、美国 11 月就业数据简评

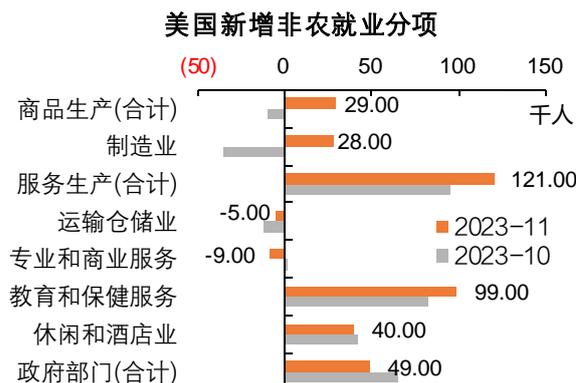
美国 11 月新增非农就业人数回升至 19.9 万人，制造业和教育保健业新增就业表现强劲。12 月 8 日，美国劳工统计局数据显示，美国 11 月新增非农就业人数为 19.9 万人，预期为 18 万人，前值为 15 万人。汽车业工人陆续回归工作岗位，带动商品生产部门新增就业反弹，其中制造业新增就业人数为 2.8 万人；服务生产部门新增就业回升，其中教育保健服务业持续表现强劲，新增就业人数为 9.9 万人，前值为 8.3 万人；政府部门新增就业为 4.9 万人。

图表1 美国 11 月新增非农就业回升至 19.9 万人



资料来源: Wind, 平安证券研究所

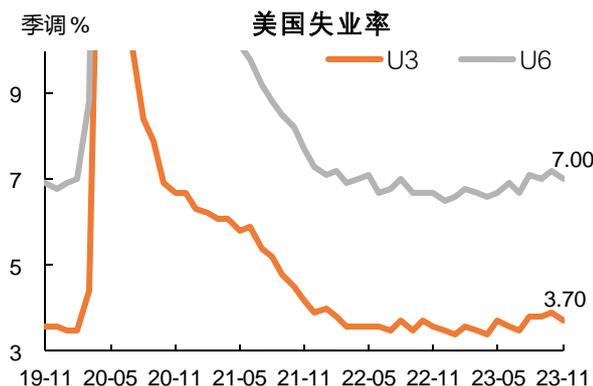
图表2 制造业和教育保健业新增就业表现强劲



资料来源: Wind, 平安证券研究所

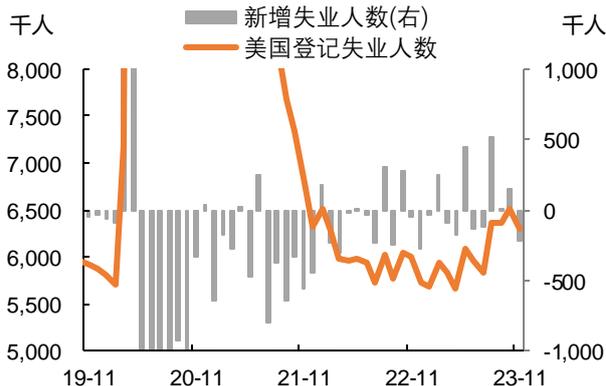
美国 11 月 U3 失业率超预期回落至 3.7%。12 月 8 日，美国劳工统计局数据显示，美国 11 月 U3 失业率为 3.7%，预期和前值为 3.9%，较 10 月有所回落，创今年 7 月以来新低；U6 失业率为 7%，前值为 7.2%。美国 11 月失业人数为 629 万人，较 10 月下降 21.5 万人，连续 3 个月首次转跌，令 11 月失业率回落。

图表3 美国 11 月 U3 失业率为 3.7%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

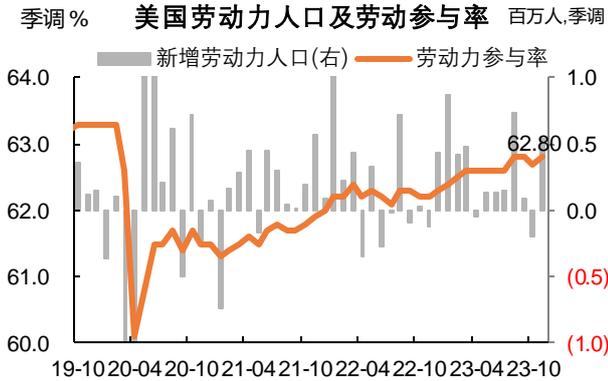
图表4 美国 11 月失业人数连续 3 个月后首次转跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

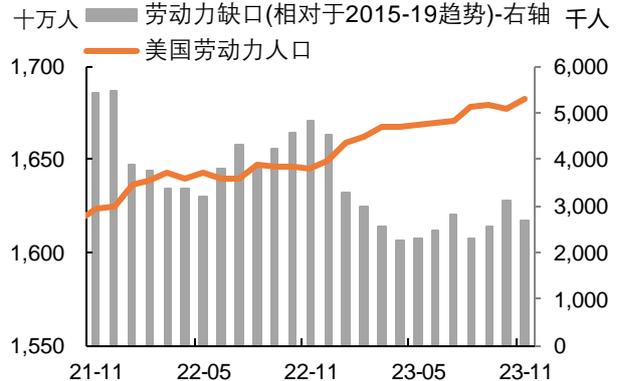
美国 11 月劳动参与率为 62.8%，劳动力人口缓慢修复。12 月 8 日，美国劳工统计局数据显示，美国 11 月劳动参与率为 62.8%，预期和前值为 62.7%，较 10 月小幅上升。值得注意的是，相较新冠疫情前趋势增长水平，11 月劳动力缺口有所修复。我们测算，以 2015-19 年劳动人口增速为基准，截至 11 月美国劳动力缺口回落至 270 万人，连续 2 个月首次环比转跌，反映劳动力人口缓慢修复。

图表5 美国 11 月劳动参与率为 62.8%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

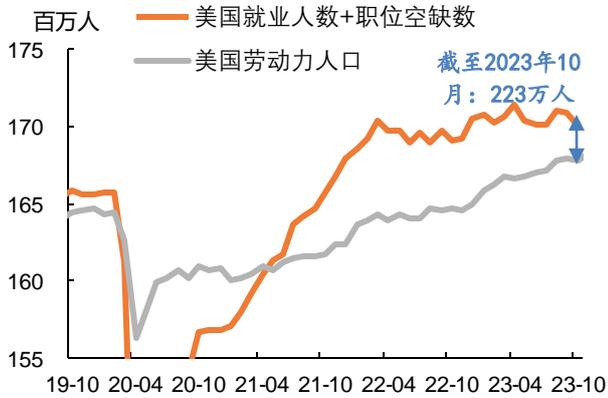
图表6 美国 11 月劳动力缺口连续 2 个月首次回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

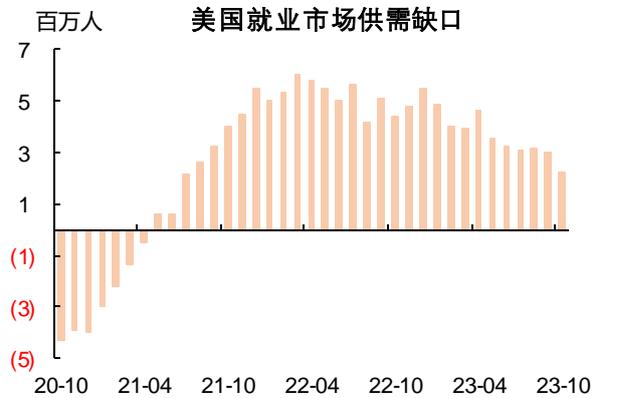
结合 10 月职位空缺调查, 美国就业市场供需缺口受罢工扰动大幅回落, 但仍远高于疫情前水平。12 月 5 日, 美国劳工统计局数据显示, 美国 10 月职位空缺数环比下跌 61.7 万人, 至 873.3 万人, 预期为 930 万人, 创 2021 年 3 月以来新低。我们测算, 以美国 16 岁以上就业人数与职位空缺数之和为就业“需求”, 以劳动力人口为就业“供给”, 则截至 10 月美国就业市场“供需缺口”为 223 万人, 较上月大幅回落, 创 2021 年 7 月以来新低, 反映 10 月汽车业工人罢工的短期扰动; 10 月“供需缺口”仍为 2019 年均值 (116 万人) 的 1.9 倍, 可见美国就业市场供不应求的格局尚未根本改变。

图表7 美国 10 月就业市场“供需缺口”为 223 万人



资料来源: Wind, 平安证券研究所

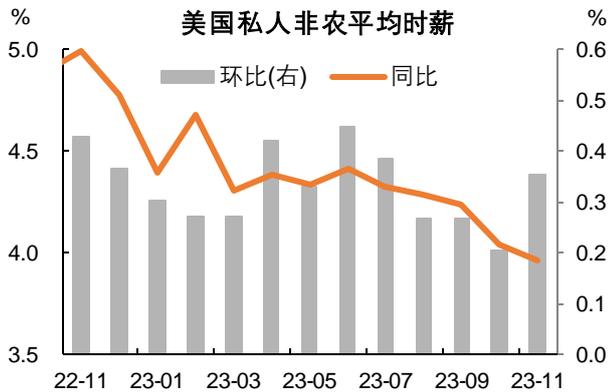
图表8 10 月就业市场“供需缺口”较上月大幅回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

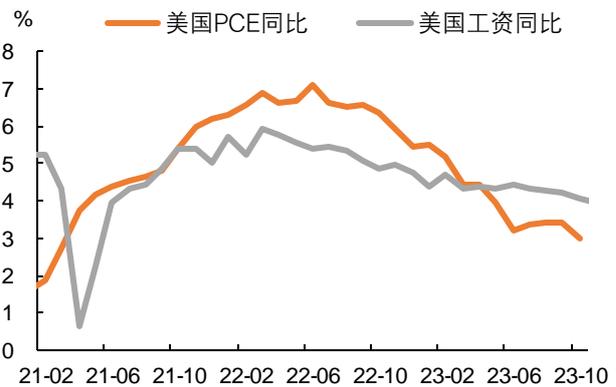
美国 11 月非农平均时薪环比增速超预期反弹, 薪资通胀压力仍存。12 月 5 日, 美国劳工统计局数据显示, 美国 11 月非农平均时薪环比增速为 0.35%, 预期为 0.3%, 前值 0.21%, 较 10 月有所反弹, 创今年 7 月以来新高; 时薪同比增速为 4%, 符合预期, 且持平于前值。从绝对水平来看, 11 月时薪环比增速略高于前 1-10 月的均值 (0.32%), 薪资增长存回升迹象。从相对水平来看, 截至 10 月, 时薪同比增速连续 6 个月高于 PCE 同比增速, 并且增速差值有所扩大, 薪资通胀压力仍存。

图表9 美国 11月非农平均时薪环比增速反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

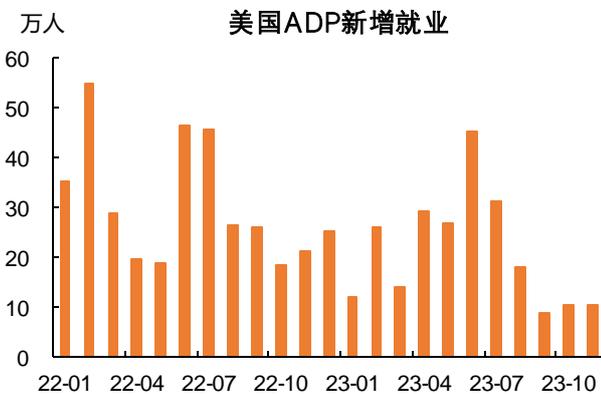
图表10 截至 10月时薪同比连续 6个月高于 PCE 同比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

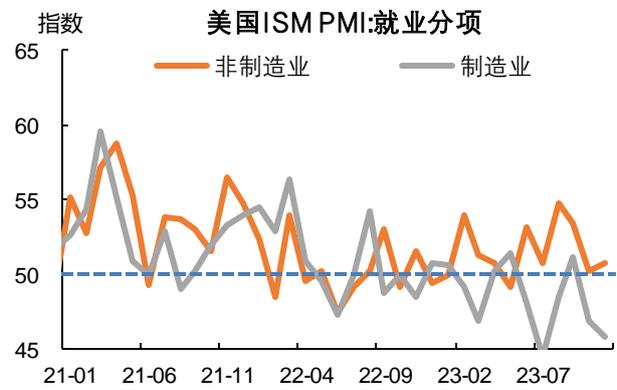
近期公布的其他就业数据显示, 11月“小非农”逊于预期, 制造业 PMI 就业分项持续沉底, 并且美国最新初请失业金人数连续第三周回升。12月6日, ADP 研究院公布数据显示, 美国 11月 ADP 私人部门新增就业人数为 10.3 万人, 预期为 13 万人, 前值由 11.3 万人下修至 10.6 万人, 其中教育医疗业就业人数持续增加。美国 11月制造业 PMI 就业分项为 45.8, 前值为 46.8, 连续 2个月处于荣枯线以下; 服务业 PMI 就业分项反弹至 50.7, 前值为 50.2, 连续 6个月处于荣枯线以上。此外, 截至 12月1日当周, 美国初请失业金人数为 22 万人, 预期为 22.2 万人, 前值为 21.9 万人, 连续第三周回升; 截至 11月24日当周, 美国续请失业金人数为 186.1 万人, 预期为 191 万人, 前值为 192.5 万人, 仍处于今年 4月以来的高位。

图表11 美国 11月“小非农”新增就业为 10.3 万人



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 美国 11月制造业 PMI 就业分项持续沉底



资料来源: Wind, 平安证券研究所

非农数据回暖打击市场降息预期, “宽松交易”出现修正。据 CME 数据, 截至 12月8日, 市场对于 2024 年 3月美联储 (至少) 降息一次的概率下降至 45%, 前一天为 58%。12月8日, 10 年美债收益率日内回升 9BP 至 4.23%, 美元指数回升 0.34% 至 104, 美股三大指数均收涨 0.36-0.45%。我们在报告《美国 10月就业受罢工扰动》中提示, 美国就业市场边际上仍保持缓慢降温趋势, 但就业供需格局的绝对水平仍然紧张, 排除罢工因素扰动后, 11 月就业增长可能会重回强劲。这引发一个讨论, 10月就业市场快速降温, 以及 11月就业市场回暖, 到底哪一个才是“扰动”数据, 哪一个更反映美国就业市场趋势? 我们认为, 10月就业数据因罢工扰动而“失真”, 因此 11月就业市场的修复是“正常”现象。继而, 美国就业市场只是缓慢降温而非加速走软, 不宜对美国前景过于悲观、对美联储降息时间和幅度过于乐观。未来一段时间, 市场前期的“宽松交易”可能出现一定修正, 即美债利率和美元指数有一定回升风险; 另一方面, 较好的经济数据或减弱衰

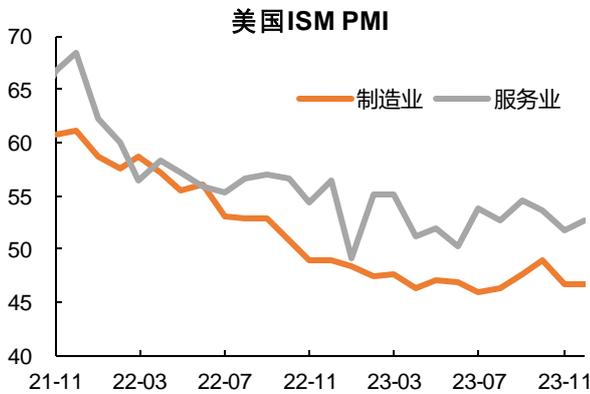
退担忧，令美股相对受益。

## 二、海外经济政策

### 2.1 美国：服务业 PMI，消费者信心反弹

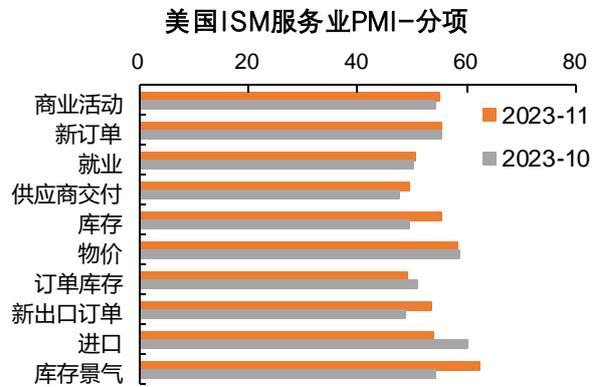
美国 11 月 ISM 服务业 PMI 反弹，连续 11 个月处于荣枯线以上。12 月 5 日，美国 11 月 ISM 服务业 PMI 为 52.7，预期为 52，前值为 51.8，连续 11 个月处于荣枯线以上。库存和库存景气分项大幅飙涨，其中库存分项上升至 55.4，前值为 49.5，表明库存持续挤压。新订单和新出口订单分项偏强，其中新出口订单大幅反弹至 53.6，前值为 48.8；但订单库存重新下滑至荣枯线以下。商业活动和就业分项均小幅回升，其中商业活动分项反弹至 55.1，前值为 54.1。

图表13 美国 11 月 ISM 服务业 PMI 连续 11 个月扩张



资料来源：同花顺, 平安证券研究所

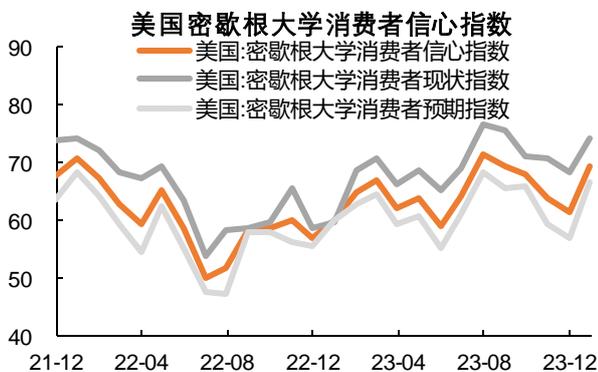
图表14 11 月服务业 PMI 库存分项大幅飙涨



资料来源：同花顺, 平安证券研究所

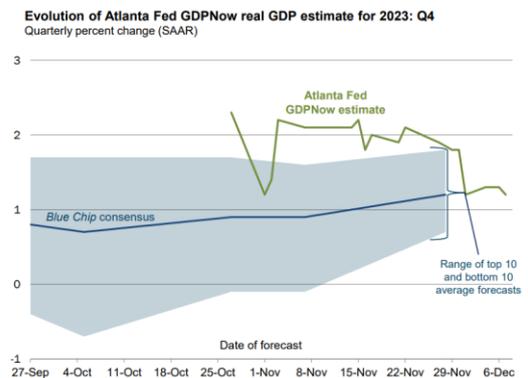
美国 12 月密歇根大学消费者信心指数意外反弹，1 年期通胀预期大幅回落至 3.1%。12 月 8 日，美国 12 月密歇根大学消费者信心指数为 69.4，预期为 62，前值为 61.3，4 个月首次反弹，创今年 7 月以来新高；1 年期通胀预期为 3.1%，预期为 4.3%，前值为 4.5%，创 2021 年 3 月以来新低；5 年期通胀为 2.8%，预期为 3.1%，前值为 3.2%。美国通胀持续改善，提振消费者信心。截至 12 月 9 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预测，美国四季度 GDP 环比折年率为 1.2%，与 12 月 2 日的预测持平。

图表15 美国 12 月消费者信心指数反弹



资料来源：同花顺, 平安证券研究所

图表16 预计美国四季度 GDP 环比折年率为 1.2%



资料来源：亚特兰大联储 (2023.12.9), 平安证券研究所

## 2.2 欧洲：GDP 增速下修，PMI 上修

欧元区三季度 GDP 同比增速终值下调至 0%；法国经济增速有所下调，同比增速大幅回落至 0.6%。12 月 7 日，欧盟统计局公布数据显示，欧元区三季度 GDP 同比增速下调至 0%，初值为 0.1%；三季度 GDP 环比增速为-0.1%，持平于初值。结构上，欧洲第一大经济体——德国三季度 GDP 同比增速为-0.4%，持平于初值，在一个季度后再次陷入衰退（一季度同比跌幅为 0.2%）；法国三季度 GDP 同比增速下修至 0.6%，初值为 0.7%，由第二季度的 1.2%大幅回落；意大利、西班牙和葡萄牙三季度 GDP 同比增速均较二季度有所回落。欧央行高利率政策的效果持续显现，令经济持续降温。

欧元区 11 月服务业 PMI 终值上修，但仍连续 4 个月处于荣枯线以下。12 月 5 日，标普全球公布数据显示，欧元区 11 月服务业 PMI 终值上修至 48.7，预期和初值为 48.2，但仍连续 4 个月处于荣枯线以下。结构上，德国和法国服务业 PMI 终值上修至 49.6，预期和初值为 48.7，但仍连续 2 个月处于荣枯线以下；法国服务业 PMI 小幅上修至 45.4，预期和初值为 45.3，但仍连续 6 个月处于荣枯线以下，可见法国服务业收缩情况更为严峻。

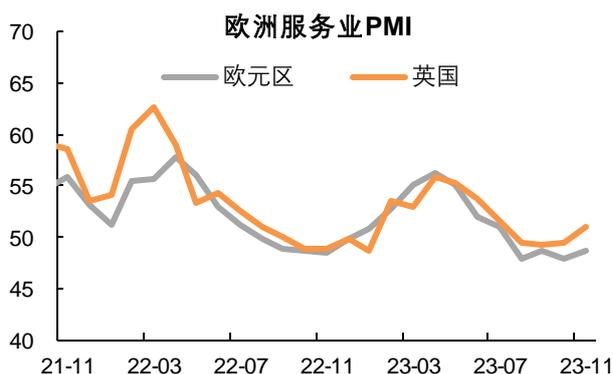
英国 11 月服务业 PMI 终值上修，3 个月后首次企稳于荣枯线以上。12 月 5 日，标普全球公布数据显示，英国 11 月服务业 PMI 终值上修至 50.9，预期和初值为 50.5，创今年 7 月以来新高。结构上，受对未来一年商业活动预期温和改善的影响，服务业招聘人数也恢复增长，就业分项企稳于荣枯线以上，高于 10 月的 49.2。

图表 17 欧元区三季度 GDP 同比增速终值为 0%



资料来源：同花顺，平安证券研究所

图表 18 英国服务业 PMI 表现优于欧元区

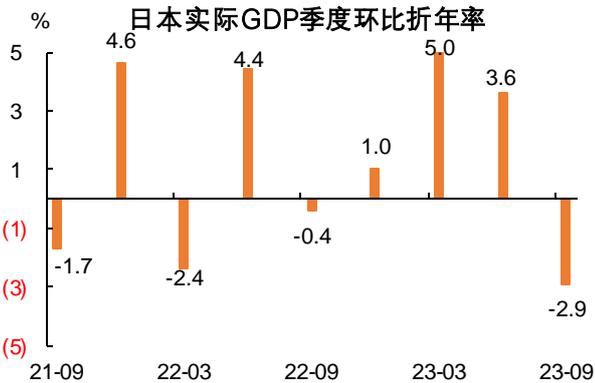


资料来源：同花顺，平安证券研究所

## 2.3 日本：三季度 GDP 增速下调

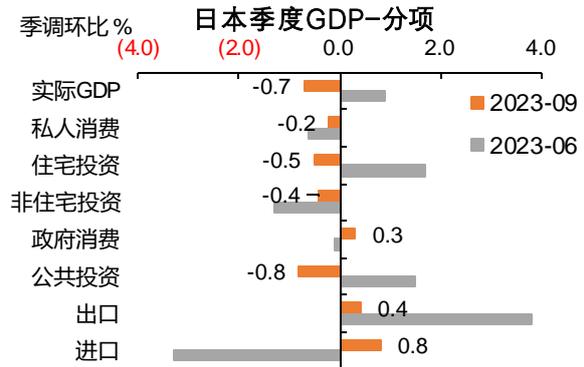
日本三季度实际 GDP 环比折年率终值下修至-2.9%，主因是私人消费、住宅投资和出口环比增速有所放缓。12 月 8 日，日本内阁府公布数据显示，日本三季度实际 GDP 环比折年率下修至-2.9%，预期为-2%，初值为-2.1%，创 2020 年 6 月以来最大跌幅，主因是私人消费、住宅投资和出口环比增速有所放缓。通胀上涨令消费者需求有所承压，私人消费环比增速下修至-0.2%，初值为 0%，连续两个季度收缩；住宅投资环比增速下修至-0.5%，初值为-0.1%；由于全球需求放缓、访日外国游客消费出现负增长，出口环比增速下调至 0.4%，初值为 0.5%。

图表19 日本三季度实际 GDP 环比折年率为-2.9%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表20 私人消费连续两个季度收缩



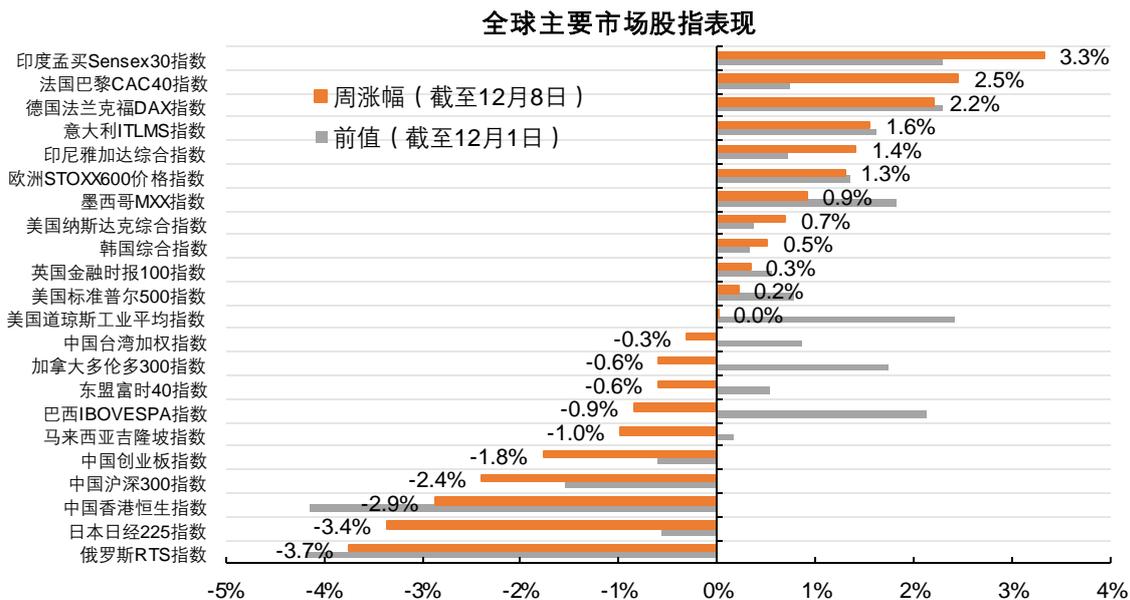
资料来源：同花顺,平安证券研究所

### 三、全球大类资产

#### 3.1 股市：日股暴跌

近一周（截至12月8日），美欧股市上涨，日本股市逆势暴跌。美股方面，纳斯达克综指和标普500指数整周上涨0.7%和0.2%，道琼斯工业指数整周企稳，其中标普500创2022年3月以来新高。宏观层面，最新非农数据和消费者信心数据显示，美国经济更有可能实现“软着陆”。微观层面，Alphabet和AMD激发了对人工智能的新一轮乐观情绪，AMD股价整周涨幅逾6%。欧洲股市方面，欧洲STOXX600指数、德国DAX指数、法国CAC指数和英国金融时报100指数整周上涨1.3%、2.2%、2.5%和0.3%。市场押注欧央行最早于三月开始降息，引领全球新一轮降息潮，对欧洲股市有所支持。亚洲股市方面，日本日经225整周骤降3.4%。日本央行一、二把手放“鹰”，结束负利率政策预期升温，令日股承压。

图表21 美欧股市上涨，日本股市逆势暴跌

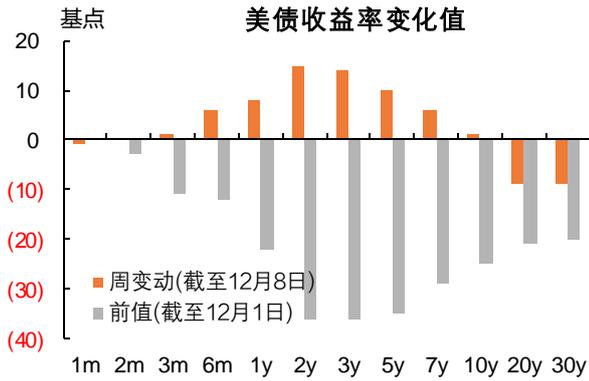


资料来源：Wind,平安证券研究所

### 3.2 债市：美债利率反弹

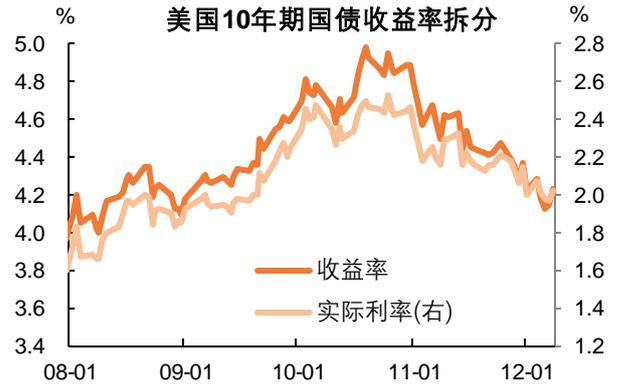
近一周（截至12月8日），中期美债收益率反弹，长期美债利率回落。10年美债收益率整周微涨1BP至4.23%，其中10年TIPS利率（实际利率）整周上涨2BP至2.02%，隐含通胀预期整周下跌1BP至2.21%。截至本周，10年与2年美债利率倒挂幅度扩大14BP至48BP。新公布的非农数据打击市场降息预期，令美债利率反弹。此外，日本央行放“鹰”，日债飙升推动全球债券利率飙升，美债利率受到支持。

图表22 中期美债收益率反弹



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表23 10年美债名义、实际利率同步上涨

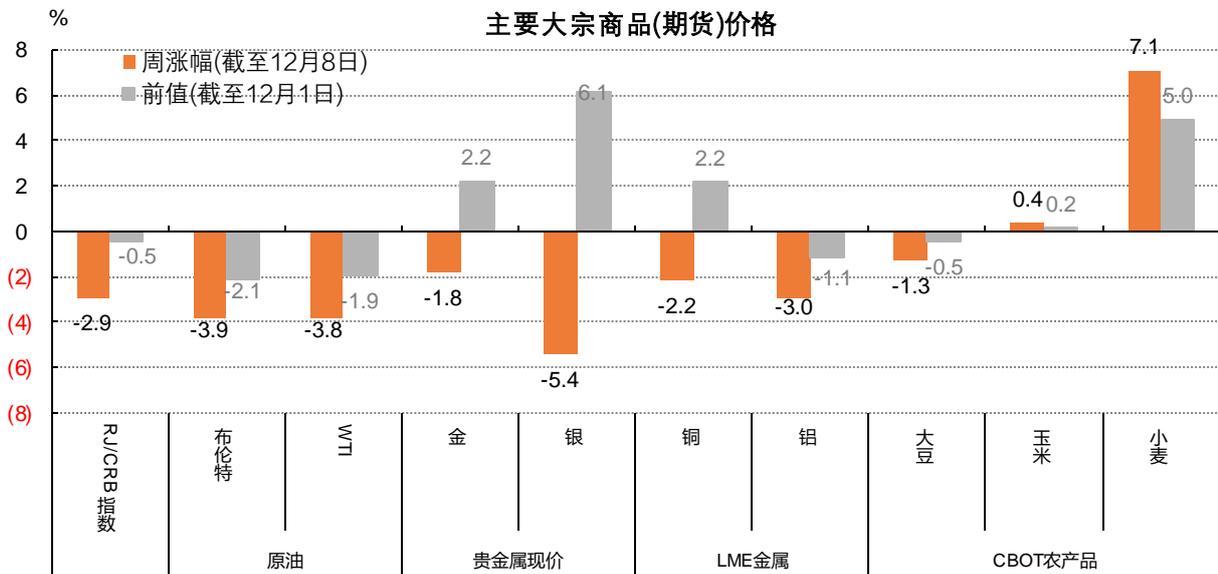


资料来源：Wind, 平安证券研究所

### 3.3 商品：油价持续下跌

近一周（截至12月8日），油价持续下跌，贵金属和有色金属价格同步回落。原油方面，布伦特油价整周下跌3.9%，至75.8美元/桶；WTI原油价格整周下跌3.8%，至71.2美元/桶。本周影响油价的因素主要有两方面：新公布的非农数据打击市场降息预期，带动油价回落；需求持续疲软，截至12月1日当周，美国EIA汽油库存超预期增加542.1万桶，预期102.7万桶，前值为176.4万桶，加剧市场对燃料需求的担忧。贵金属方面，金价整周下跌1.8%，至2008.1美元/盎司；银价整周下跌5.4%。金属方面，LME铜和铝价整周下跌2.2%和3%。农产品方面，CBOT大豆价格整周下跌1.3%，玉米和小麦价格整周上涨0.4%和7.1%。

图表24 油价持续下跌，贵金属和有色金属价格同步回落

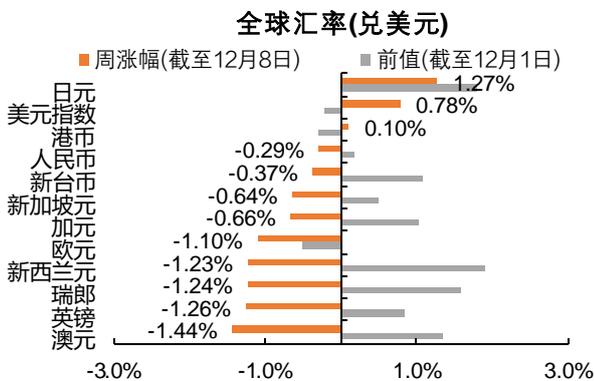


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 3.4 外汇：美日汇率升值

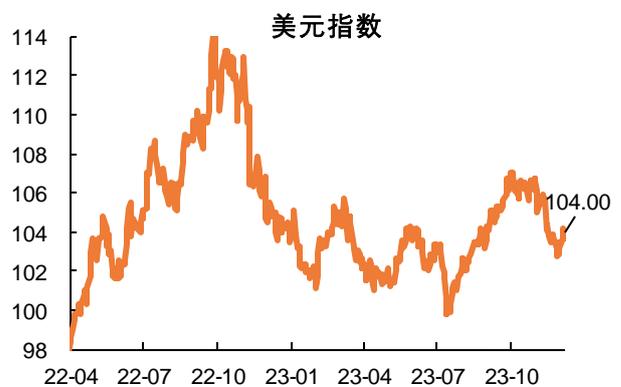
近一周(截至12月8日),美元指数整周上涨0.78%,收至104;多数非美元货币贬值,日元汇率逆市升值。美国方面,最新非农数据打击美联储降息预期,美债利率反弹,对美元指数形成支持。欧元区方面,欧元兑美元整周下跌1.1%。市场持续强化欧央行降息预期,令欧元汇率承压。英国方面,英镑兑美元整周下跌1.26%。日本方面,日元兑美元整周上涨1.27%。本周两个因素支撑日元汇率:12月6-7日,日本央行一、二把手同时放“鹰”,其中植田和男表示,从年底到明年在货币政策的处理问题上将变得更具有难度,如果加息的话有多种选项可以用于调整政策利率;日债标售需求持续疲软,日本30年期国债的投标率仅为2.62倍,为2015年以来新低,反映市场预期日本央行可能提前退出负利率。

图表25 美日汇率升值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表26 美元指数整周收至104



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**风险提示:** 美国金融风险超预期上升, 美国经济超预期下行, 美联储降息超预期提前等。

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层