

“火热” 非农的市场余波

2024年10月05日

**分析师：陶川**

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **9月美国新增非农就业大超预期，11月降息节奏放缓至25bp的概率迅速上升。**9月新增非农就业25.4万人，大幅高于预期值15万人，7月和8月数据合计上修7.2万人。数据公布后，11月降息25bp的概率从69%上升至95%，降息50bp的概率降至5%以内。

分行业看，9月教育和医疗、休闲和酒店业分别新增就业8.1万人、7.8万人，共占9月新增就业总人数的63%；在8月表现较差的零售业和制造业，9月明显好转。反映了开学季、暑期服务消费旺季、以及开启降息周期对就业的提振作用。

➤ **失业率意外下降、“萨姆规则”衰退警报解除。**按保留两位小数计算，9月失业率从前值4.22%降至4.05%，“萨姆规则”衰退指标录得0.48%，落回到0.5%以内的“安全”区间。

按失业率推动因素拆分，分母端：劳动力参与率继续持平前值，最近一年基本维持稳定。分子端：9月份主动辞职者、重返劳动力市场者、新进入者、永久性失业者对失业率均为负贡献，仅暂时性失业者对失业率为小幅正贡献。

➤ **目前美国处在“低雇佣、低裁员”的状态。**8月JOLTS调查数据显示，裁员率、主动离职率、雇佣率三者同时下降，且均低于2019年的平均水平。这反映当前美国的雇主们虽在缩招、但好在仍没有裁员。

9月非农薪资同比增速升至4.0%，高于市场预期的3.8%，13个细分行业中，大部分行业薪资增速降温，仅建筑业、制造业、专业和商业服务、休闲和酒店业薪资增速上升。当前“低雇佣、低裁员”的状态下，薪资增速尚不会成为再通胀的隐患。

➤ **11月降息25bp的市场预期大幅提升。一方面，鲍威尔表示经济尚“稳固”，本期非农数据恰好印证。**随着降息开启，企业招聘意愿有望回稳，美国失业率飙升的风险较小。服务业PMI和消费数据仍有韧性。制造业PMI虽然持续低迷，但部分原因是对未来政策的不确定性。预计大选结束后，伴随利率下降，制造业有望企稳回升。

9月30日美联储主席鲍威尔表示，经济仍处于“**稳固状态**”(solid shape)，美联储“**不急于迅速降息**”(not in a hurry)。这一说法与9月份FOMC点阵图一致，即11月和12月将放慢步伐、各降25个基点。

相关研究

- 1.美国大选深度分析：哈里斯的“理想”与“现实”-2024/10/03
- 2.2024年9月PMI数据点评：超季节性回升的三条线索-2024/09/30
- 3.2024年8月工业企业利润点评：基数效应为利润增速“蒙上面纱”-2024/09/27
- 4.2024年9月政治局会议点评：不寻常信号-2024/09/26
- 5.国新办发布会解读：重磅政策的未完待续-2024/09/24

另一方面，10月非农就业数据或有“瑕疵”，因此即便10月就业转差，美联储可能仍选择谨慎行事、降息25bp。

近期港口罢工预计不会影响10月非农数据。10月1日美国港口发生大规模罢工，10月3日达成协议暂停罢工。2024年10月美国劳工局的家庭就业调查（CPS调查，发布失业率数据）的参考周为10月6日~12日；企业调查（CES调查，发布新增非农就业人数）的参考期为包含10月12日的工资期。因此，罢工基本没有影响到劳工局10月份的就业调查期。

飓风“海伦妮”可能让10月就业数据转差。飓风“海伦妮”9月26日登陆美国至今尚未结束。最近一期的首次申请失业金人数超预期上升至22.5万人，或也是受此影响。飓风有可能令10月非农“爆冷”，重现7月非农因“贝里尔”飓风而“爆冷”的情景。

➤ **非农对资产价格影响减小，软着陆形成共识或仅差一步。**

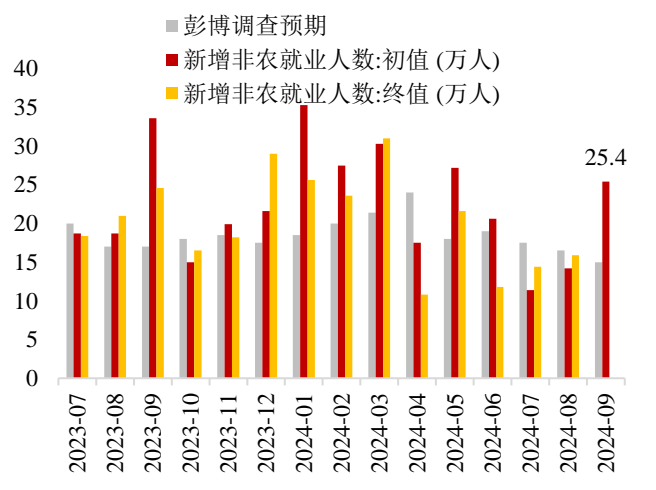
历史经验来看，降息周期开启后，就业数据仍成为焦点，但会随着降息周期深入，各类资产对就业数据的敏感度会有所下降。同时，在这一过程中，市场的降息预期也将逐步修正：**一般来说，降息周期开始后约3个月，市场对“软着陆”还是“衰退”有了定论。**

当前软着陆预期逐步形成共识，可能只差一份就业报告。根据9月FOMC议息会议的信息显示，7月非农实际上达到美联储降息的“门槛”，但8月和9月非农就业数据均稳健，非农数据对资产价格的影响也逐步减小，若10月就业数据再度好于市场预期，市场对软着陆的“共识”或将形成。

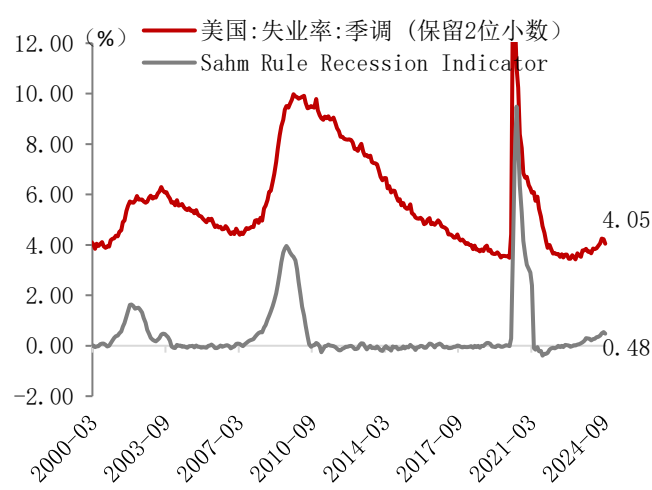
➤ **若市场预期向“软着陆”共识修正，仍存在较大调整空间**

市场当前预期的本轮降息周期的幅度将在200BP以上，实际上这比以往软着陆的降息周期的幅度要激进：1995年、1998年、2019年这三轮软着陆的降息周期，最终降息幅度只有75BP。考虑当前市场预期处于“既不是软着陆预期、又不是衰退预期”的状态，**如果后续经济确实软着陆，当前市场大幅高估未来降息的幅度，那么美债利率有重新上行的压力，而美股则会有比较好的表现。**

风险提示：海外货币政策超预期、地缘因素超预期。

图1：9月美国非农新增就业人数大超预期


资料来源：彭博，民生证券研究院

图2：美国失业率和“萨姆规则”衰退指标


资料来源：Wind，民生证券研究院

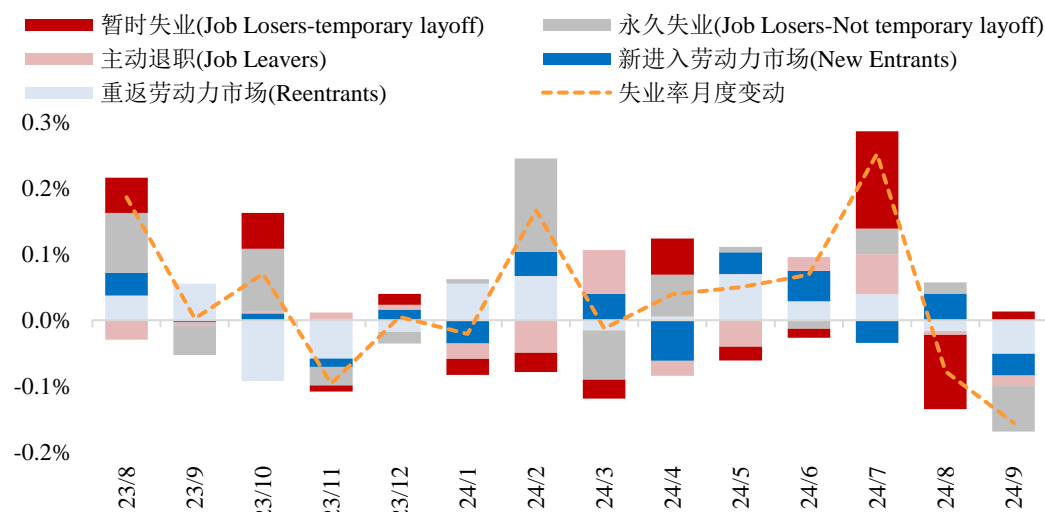
(“萨姆规则”衰退指标=失业率3个月移动均值减去其近12个月最低点)

图3：美国当月新增非农就业人数:分行业 (万人)

季调, 万人	2024/9	2024/8	2024/7	2024/6	2024/5	2024/4	2024/3
美国新增非农就业	25.4	15.9	14.4	11.8	21.6	10.8	31.0
私人部门	22.3	11.4	9.9	9.7	20.6	10.8	23.2
商品生产	2.1	0.5	2.1	0.2	1.2	-0.3	3.3
采矿业	0.3	0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.5	0.2
建筑业	2.5	3.1	1.4	1.8	1.3	-0.5	3.7
制造业	-0.7	-2.7	0.6	-1.6	0.3	0.7	-0.6
耐用品制造	-0.3	-3.0	0.5	-1.7	-0.1	0.3	-0.1
非耐用品制造	-0.4	0.3	0.1	0.1	0.4	0.4	-0.5
服务生产	20.2	10.9	7.8	9.5	19.4	11.1	19.9
批发业	0.2	0.0	0.5	0.6	-0.2	0.7	1.0
零售业	1.6	-0.9	-0.4	-2.0	0.8	1.4	1.9
运输仓储业	-0.9	0.3	-0.2	1.1	2.6	2.1	0.5
公用事业	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1
信息业	0.4	-0.7	-1.6	0.0	-0.1	-0.3	0.2
金融活动	0.5	1.0	-0.4	1.3	1.2	-0.3	0.4
专业和商务服务	1.7	-0.4	-0.4	-1.1	5.5	-1.7	1.7
教育和保健服务	8.1	6.0	6.7	8.2	6.9	9.8	7.6
医疗保健和社会救助	7.2	5.4	6.4	6.9	7.3	9.8	8.0
休闲和酒店业	7.8	5.3	3.8	0.4	1.8	-0.9	5.4
其他服务业	0.4	0.2	-0.3	0.8	0.7	0.4	1.2
政府部门	3.1	4.5	4.5	2.1	1.0	0.0	7.8
联邦政府	0.2	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	1.2
州政府	1.3	1.1	2.3	0.7	-1.9	0.4	1.0
地方政府	1.6	3.3	2.2	1.2	2.8	-0.4	5.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：美国失业率月度变动：推动因素拆分



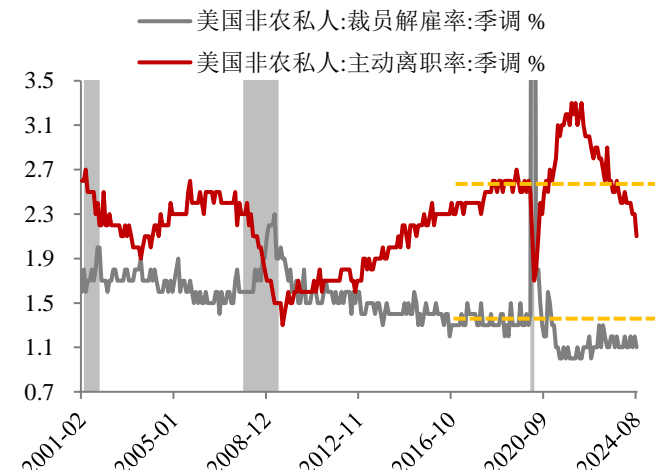
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：美国企业招聘放缓



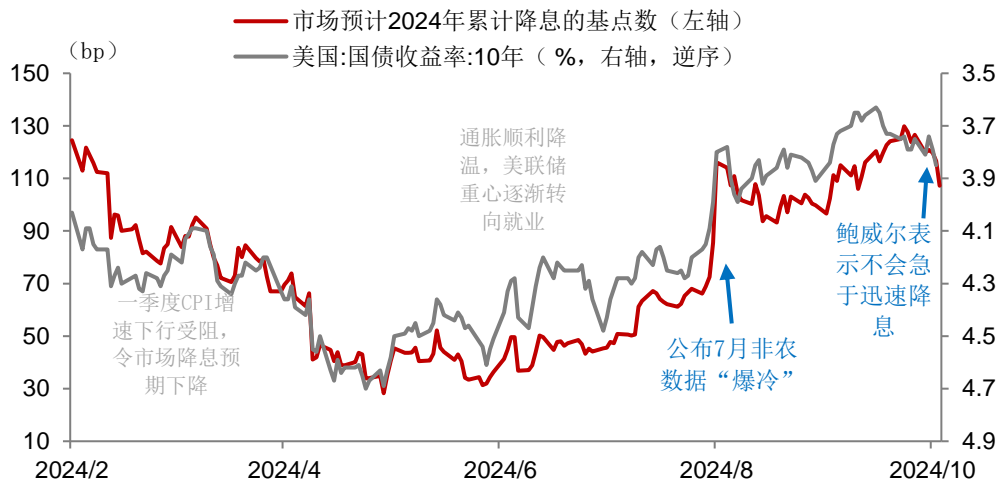
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：美国主动离职率下降，裁员率仍在低位



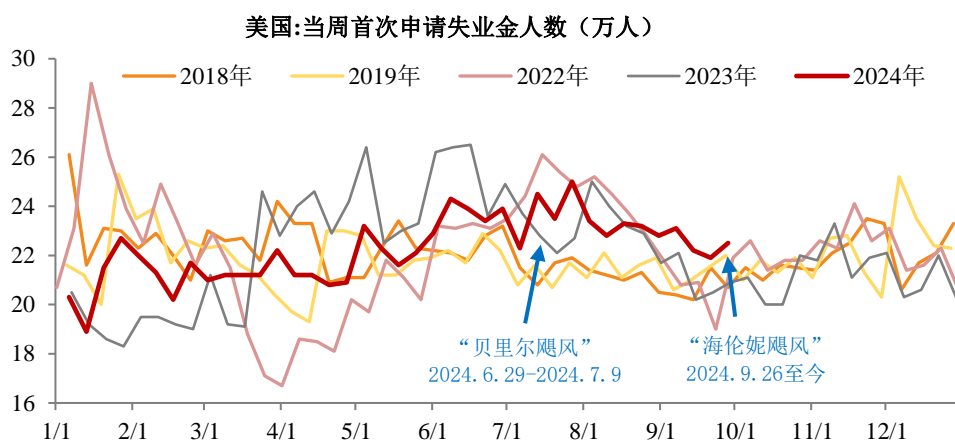
资料来源：Wind，民生证券研究院（阴影部分为 NBER 衰退期）

图7：市场对年内累计降息基点数的预期变化



资料来源：彭博，Wind，民生证券研究院

图8：美国当周首次申请失业金人数



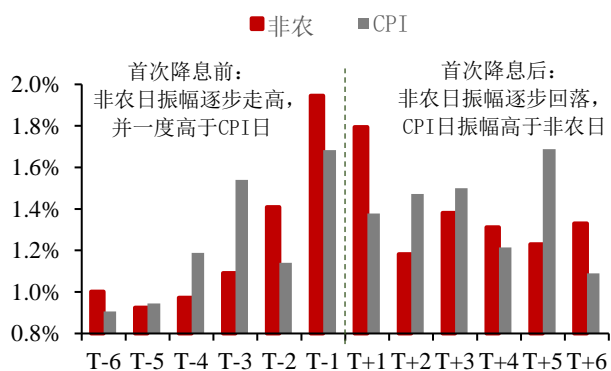
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9: 11月FOMC会议前的重要经济数据和事件



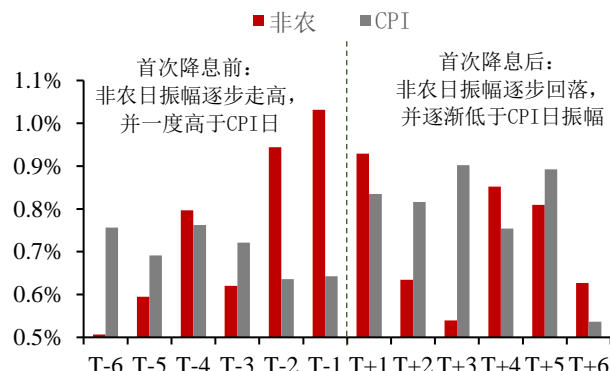
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 首次降息后, 标普500在非农日的振幅将走低



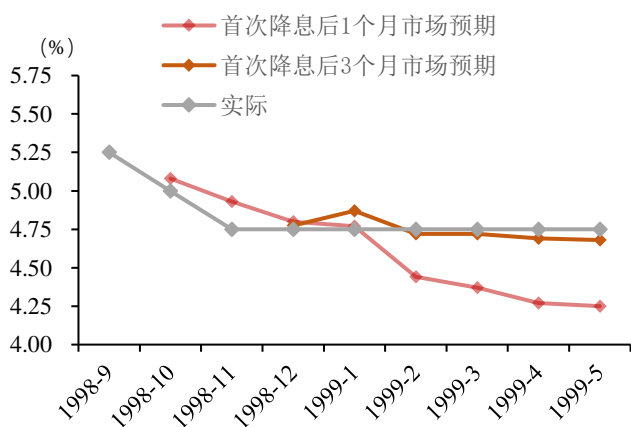
资料来源: wind, 民生证券研究院; (注: T指首次降息当月, T+1首次降息后1个月, 并依次类推; 统计区间为1989年以来的降息周期)

图11: 首次降息后, 美元指数在非农日的振幅将走低



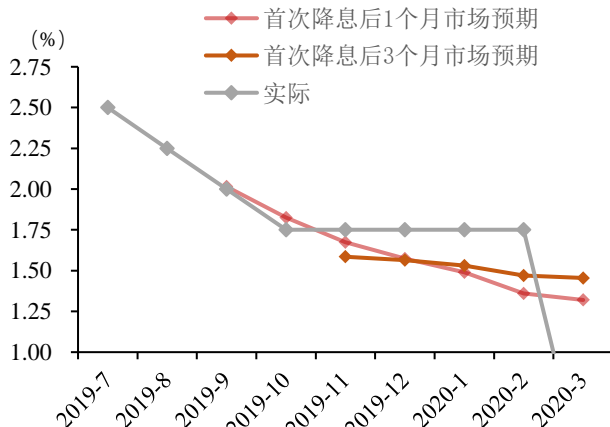
资料来源: wind, 民生证券研究院; (注: T指首次降息当月, T+1首次降息后1个月, 并依次类推; 统计区间为1995年以来的降息周期)

图12: 1998年首次降息后3个月, 市场预期的降息幅度相比于首次降息后1个月大幅收窄



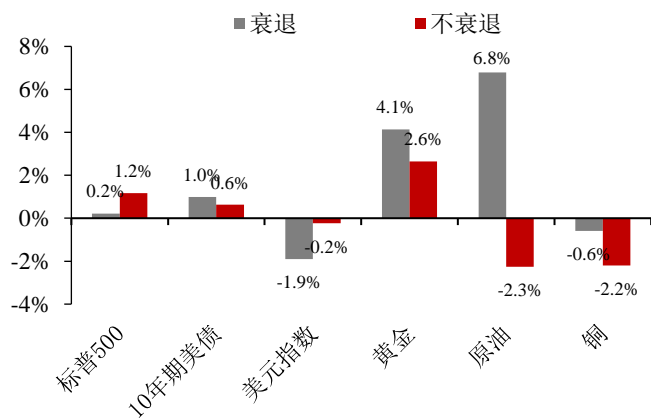
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 2019年首次降息后3个月, 市场预期的降息幅度相比于首次降息后1个月大幅收窄



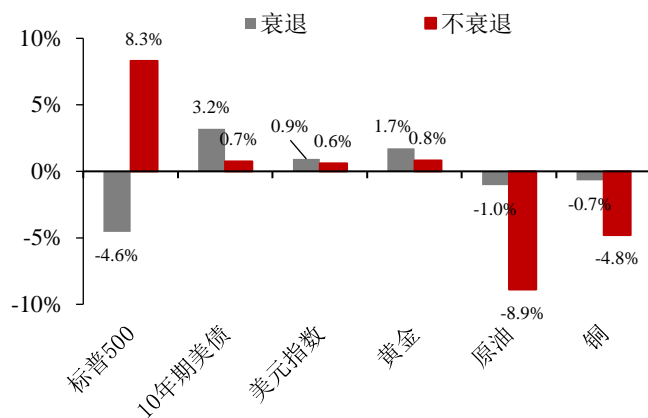
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 首次降息后 1 个月各类资产表现



资料来源: wind, 民生证券研究院 (数据统计区间为 1989 年以来的降息周期)

图15: 首次降息后 3 个月各类资产表现



资料来源: wind, 民生证券研究院 (数据统计区间为 1989 年以来的降息周期)

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026