

# 宏观报告

证券研究报告

2024年10月07日

## 超强非农或引发联储反向焦虑

近两周来美国经济数据大多表现强势，9月非农也延续了这一趋势。

其中，新增就业录得25.4万人，大幅高于预期的15万人。失业率在供给修复放缓的作用下连续两个月下行，从8月的4.22%进一步下行至4.05%，距离联储4.4%的预期年末水平渐行渐远。

薪资增速再次超预期增长，这也意味着美国实际薪资增速还在持续反弹；壮年就业率依然保持在80.9%的历史最高区间水平。

联储从8月初开始表达对失业率上行的担忧，但迄今为止担忧并未转化为现实，反而整体经济还在加速增长。

我们认为联储选择降息50bp不一定是政策错误，但需要思考的是联储过去两个月的操作达到了什么目的。

我们认为联储实质上锚定的是实际薪资增速增长和资本市场稳定，而这一轮放鸽（8月初与9月初）都分别对应了美股过去两个月的小周期低点。

从结果上看，联储维护了美股的稳定，我们认为这或是联储这一轮操作的根本诉求。

联储也就为此付出了更大的代价。从劳动力市场的角度看是失业率的下行风险，映射到需求端就是二次通胀风险。

风险提示：美国通胀反弹超预期，地缘扰动带来油价上涨过快，美国罢工事件持续长度超预期，美国劳动力供给修复超预期，美国降息速度超预期

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

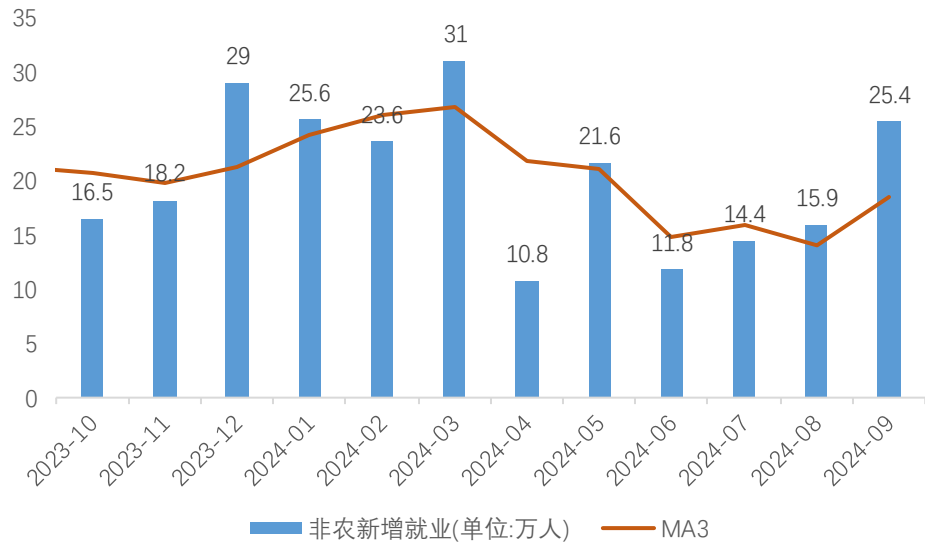
### 相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-石破茂成为日央行加息新变量》2024-10-03
- 《宏观报告：宏观-政策底—市场底—经济底？》2024-10-01
- 《宏观报告：重要的转折-9月政治局会议解读》2024-09-27

近两周来美国经济数据大多表现强势，9月非农也延续了这一趋势。

其中，新增就业录得 25.4 万人，大幅高于预期的 15 万人，且主要来自于私人部门就业的增长（22.3 万人）。这也与本周公布的大超预期的 ISM 非制造业 PMI 以及超预期反弹的职位空缺数相呼应，美国实体经济仍然在稳定的创造就业需求。

图 1：9月非农超预期高增，MA3 也接近回到 20 万/月水平



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

而联储最为“焦虑”的失业率在供给修复放缓的作用下连续两个月下行，从 8 月的 4.22% 进一步下行至 4.05%，距离联储 4.4% 的预期年末水平渐行渐远。

图 2：失业率连续第二个月下行，和联储的预期背道而驰

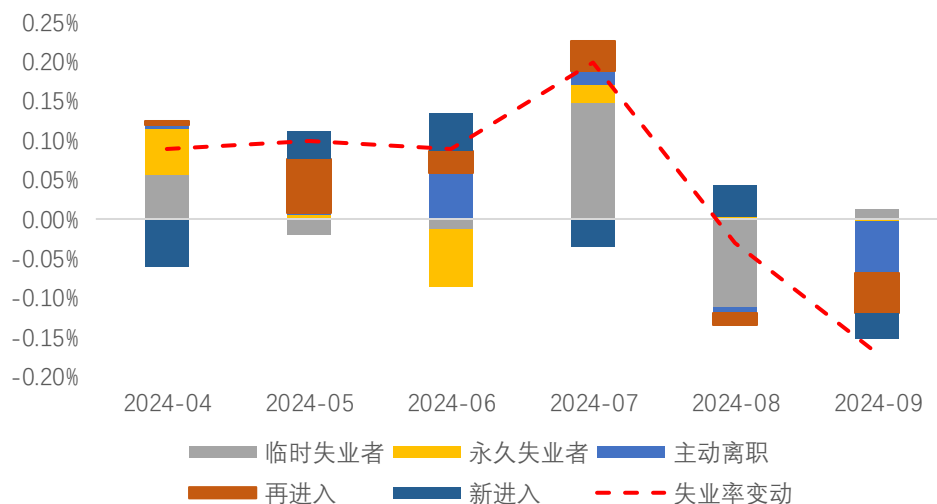


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

各主要失业原因类别基本都录得人数的减少，因此本月失业率下行可以看作是广谱变动，而非受到个别类目的影响。

我们再次重申美国可能正在经历非法移民对劳动供给修复的高点（2024 年 9 月 7 日，《衰退担忧，与一场宽松的不着陆》）；降息对需求的刺激叠加供给的放缓正进一步增加年末失业率低于预期的风险。

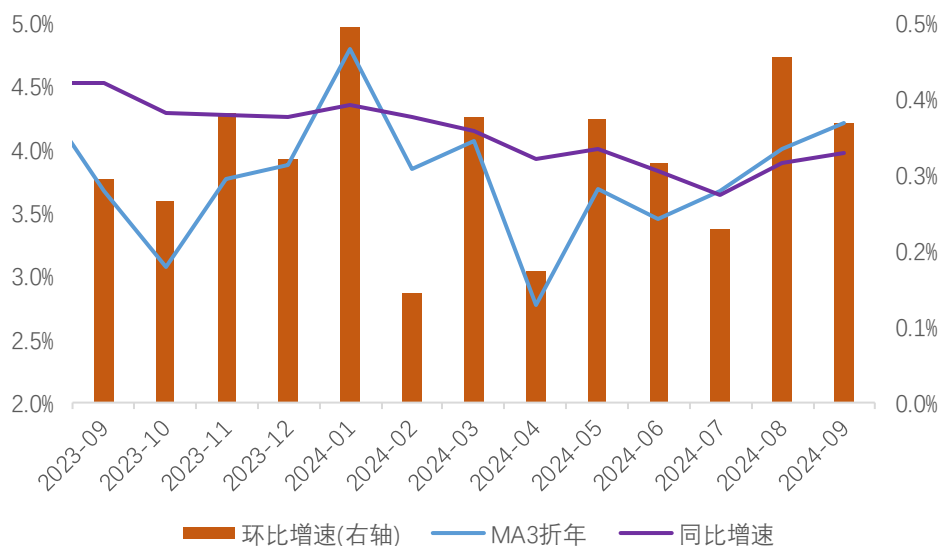
图 3：本月失业率大幅下行可以看作是广谱变动，而非个别因素影响



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

薪资增速再次超预期增长, 且目前值进一步上修, 这也意味着美国实际薪资增速还在持续反弹。具体来看, 时薪环比增速录得 0.37%, 同时前值上修至 0.46%, 推动 MA3 折年增速进一步上行至 4.21%, 这是 2024 年 1 月以来的最高水平。

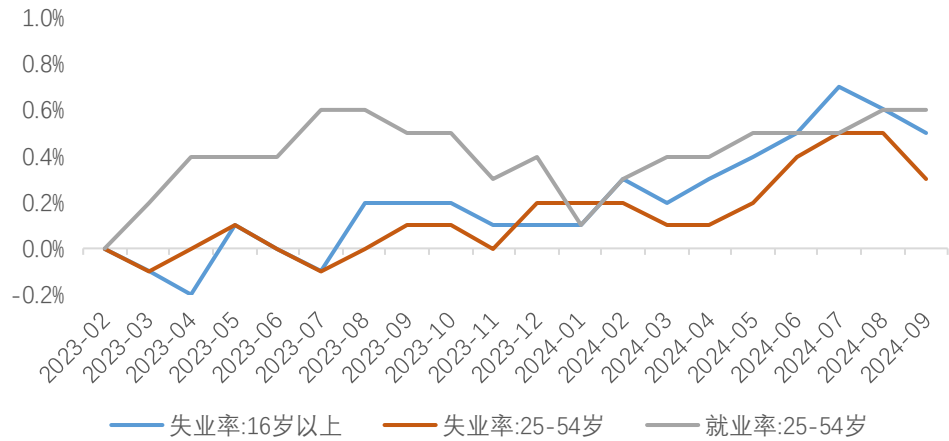
图 4: 薪资增速持续反弹, 带来居民购买力的修复



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

我们最为关心的 EPOP ( 壮年就业率 ) 依然保持在 80.9% 的历史最高区间水平, 叠加近两个月失业率的下行, 美国就业与失业的分叉有所修复, 开始往好的方向同向变动。

图 5: 壮年就业率依然稳健, 而失业率有所回调 (单位: 净百分比变动)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

联储从 8 月初开始表达对失业率上行的担忧。但迄今为止无论是 PMI 等软数据, 还是 JOLTS、大小非农等硬数据都反映出联储的担忧不仅未转化为现实, 反而整体经济还在加速增长。

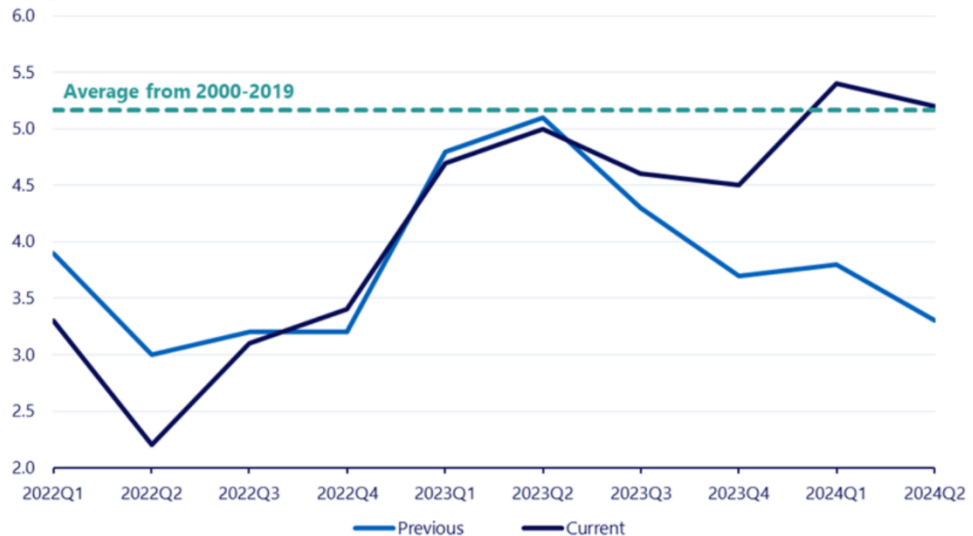
具体来看, 本周早些时间公布的 ISM 非制造业 PMI 录得 54.9 (预期 51.7), 创 2023 年 2 月以来新高; 8 月职位空缺数再次回到 800 万左右, 与 4 月水平无异。

上周公布的 GDI 二修更进一步证明了美国居民部门的韧性。GDI 从 1.3% 上修至 3.4%, 带动居民储蓄率从 3% 左右上修至近 5% 水平。

图 6: GDI 上修带动个人储蓄率上修, 证明了居民部门的消费韧性

Figure 4. Saving Rate

Percent



资料来源: 白宫官网, 天风证券研究所

这反驳了部分以低储蓄率来论证美国消费难以持续的观点, 却也进一步加强了我们认为美国降息将带来二次通胀的看法。在实际薪资增速本就持续正增长的情况下, 我们认为更高的储蓄率意味大件核心耐用品的需求可能会随着降息的延续而加速修复。

同时我们注意到近一年来, 美国罢工事件频发, 且都以大幅加薪的方式解决。例如, 去年一度闹得沸沸扬扬的 UAW 汽车工人罢工事件以时薪增加 25%-68% 不等, 以及增加更多补贴而结束; 近期美国港口工人罢工事件则以承诺未来 6 年内加薪 62% 而闪电收场。

此类罢工-追赶式加薪或成为未来一段时间常态, 前有汽车工人和港口工人的抗议, 后就可能发生在卡车司机、邮政员工当中, 美国这些蓝领行业的大幅加薪或不可避免。

如此幅度的薪资增长将进一步改善美国底层劳动力的收入水平, 考虑到他们的消费倾向

往往更高，我们认为这将带来通胀进一步反弹的风险。

在 9 月非农数据公布后，前美国财长萨默斯表示“事后看来，美联储 9 月份降息 50 个基点是一个错误”；但我们认为他眼里的政策错误可能恰恰是鲍威尔口中的正确。

联储选择降息 50bp 不一定是政策错误，需要思考的是联储过去两个月的操作达到了什么目的，再来权衡其中利弊。

联储名义上的双重目标是物价稳定和充分就业，但我们一直认为其实质上锚定的是实际薪资增速增长和资本市场稳定。而这一轮放鸽（8 月初开始释放鸽派信号，9 月初联储理事沃勒引导“前置性降息”的观点）都分别对应了美股过去两个月的小周期低点。

因此从结果上看，联储的行动维护了美股的稳定。对于前所未有的 2024 年总统竞选来说，超预期的降息叠加美股维持泡沫化上行也利好在任者的选情，我们认为这或是联储此番操作的根本诉求。

进一步的，尽管当前的数据意味着 11 月或可以暂停降息，但这就更难以自恰此前的 50bp 降息操作，为了维护连贯性，联储大概率会顺势而为。

在此前报告中（《再校准，再降息，再通胀》，2024 年 9 月 24 日），我们表示联储可能会顶着 Q3 GDP 环比折年 2.5% 以上的增速再次释放降息预期，用预期管理的方式支持经济和美国股市，然后在大选后部分兑现。

在过去两周数据持续超预期的背景下，联储仍然在引导连续降息预期，这是经济因素无法完全解释的，也印证了降息并不单纯基于经济考量的观点。

如果结合大选结果考量，特朗普上任后推行的经济政策或更加激进，将带来更大的通胀风险。因此在美国经济增长并未明显放缓的情况下，我们认为共和党当选可能不会选择降息，民主党当选可能会小幅降息。

自然，联储将付出更大的代价。从劳动力市场的角度看是失业率的下行风险，映射到需求端就是二次通胀风险。美国经济正朝着不着陆和再通胀的方向发展；繁荣的美股，以及不着陆的实体经济都是对民主党大选的有利因素。

从风险的角度看，我们认为美国面临的最大的风险是通胀的反弹幅度超预期。即使我们认为美国再通胀是基准情形，但如果美国降息速度超预期叠加地缘冲突下原油价格持续上行，我们或将看到内外共振的通胀加剧反弹（内部：核心服务，外部：能源价格），这会显著增加联储二次加息的可能。

同时，美国各类潜在的罢工事件是否都可以像码头工人罢工那样三天内闪电解决尚待观察；如果各类罢工事件（例如波音公司）持续时间变长，可能会对非农新增就业带来明显扰动。

再者，美国非法移民的流入虽在放缓，但是其转化为劳动力的增速可能存在非线性变动。短期内我们不能排除看到劳动力供给再度大幅修复的情况，这会对失业率带来负面影响。

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com