



研究所

分析师:黄子崧
SAC 登记编号:S1340523090002
Email:huangziyin@cnpsec.com
研究助理:李起
SAC 登记编号:S1340124030007
Email:liqi@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《中央政治局会议精神学习》 -
2024.09.27

宏观观点

非农数据超预期支持美联储放慢降息步伐至 25bp

● 核心观点

本周五美国公布非农就业数据，9月失业率和新增非农就业人数全面好于预期。失业率下降至 4.1%，低于预期和前值的 4.2%。非农就业人数新增 25.4 万人，大幅高于 8 月的 14.2 万人，前两个月的数据也被上修，8 月和 7 月合计上修 7.2 万人。

非农数据与近期的 PMI、GDP 等数据相互印证，证实了美国经济仍有韧性。美国二季度实际 GDP 同比增速从 2.8% 上修至 3%，超出市场预期。

9 月美国薪资增速小幅超预期，同比增长 4%，高于预期的 3.8% 和前值 3.9%。职位空缺率与失业率之比有所反弹，表明美国劳动力市场正在走向均衡而非崩溃。

本次非农报告中为数不多的负面信号主要来自平均工时，9 月美国平均每周工时进一步下降到 34.2 小时，表明劳动力需求可能并未出现大幅增长，新增就业主要由供给侧而非需求侧驱动。结合劳动者结构我们发现，美国本土出生的工作者在疫情后几乎停止了增长，移民成为推动劳动力供给增长的主要力量。

分行业来看，9 月的就业结构也较为健康，就业增长来源广泛，食品服务和饮酒场所、医疗保健、政府、社会救助和建筑业的就业都继续呈上升趋势。

数据公布后，美国国债收益率走高，美元升值，股市上涨，市场再次燃起对美国经济能够软着陆的信心。同时，国债利率期货市场下调了对美联储 2024 年降息幅度的预期。

本周，美联储主席鲍威尔在美国全国商业经济协会年会上表示，美联储将在未来的货币政策会议上继续降息，但美国经济仍然稳健，因此并不急于降息，将随着时间的推移下调利率。结合本次非农数据来看，我们认为，当前美国就业情况更支持下一次会议上降息 25bp 而非 50bp。

此外，在 11 月会议召开之前，还有一份非农就业数据将于 11 月 1 日公布，这份报告也将会是美联储决策的重要参考。10 月 1 日开始的美国码头工人罢工在本周四晚暂停，随着谈判恢复，现有合同已延长至 1 月 15 日，码头工人已重返工作岗位。由于罢工在非农数据调查周之前结束，预计此次罢工对就业数据的影响有限。预计 10 月就业数据将继续呈现劳动力市场逐步回归均衡的趋势。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

目录

1 非农数据超预期重燃美国经济软着陆预期	4
2 风险提示.....	7

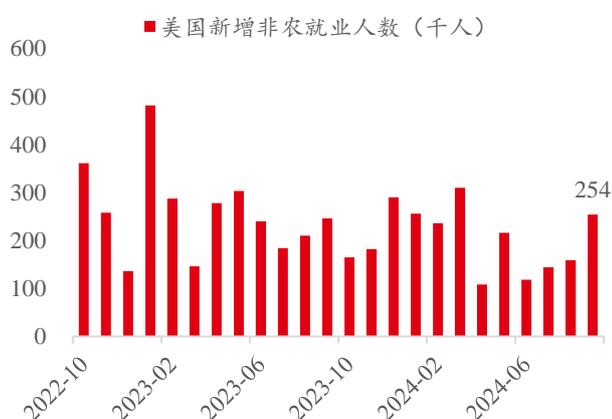
图表目录

图表 1: 美国新增非农就业人数.....	4
图表 2: 美国失业率.....	4
图表 3: 9 月美国服务业 PMI 创去年 2 月以来最高.....	4
图表 4: 美国 2024Q2 实际 GDP 上修至 3%	4
图表 5: 9 月薪资增速小幅超预期	5
图表 6: 职位空缺率与失业率之比.....	5
图表 7: 9 月美国平均每周工时仍趋于下降.....	5
图表 8: 美国劳动力供给增长主要来自移民.....	5
图表 9: 美国各行业新增就业人数 (千人)	6
图表 10: 市场定价年内还有两次幅度为 25bp 的降息	7

1 非农数据超预期重燃美国经济软着陆预期

本周五美国公布非农就业数据，9月失业率意外下降至4.1%，低于预期和前值的4.2%。非农就业人数新增25.4万人，大幅高于8月的14.2万人，也高于前12个月平均的20.3万人。前两个月的数据也被上修，8月数据从14.2万人上修至15.9万人，7月上修5.5万人至14.4万人，8月和7月合计上修7.2万人。

图表1：美国新增非农就业人数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国失业率

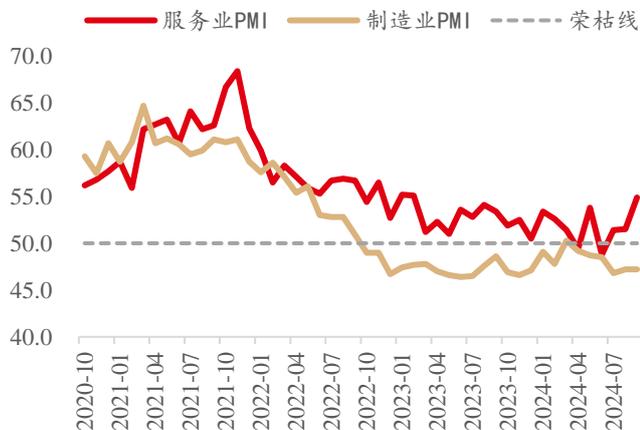


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

非农数据与近期的 PMI、GDP 等数据相互印证，证实了美国经济仍有韧性。

美国二季度实际 GDP 同比增速从 2.8% 上修至 3%，超出市场预期。

图表3：9月美国服务业 PMI 创去年2月以来最高



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

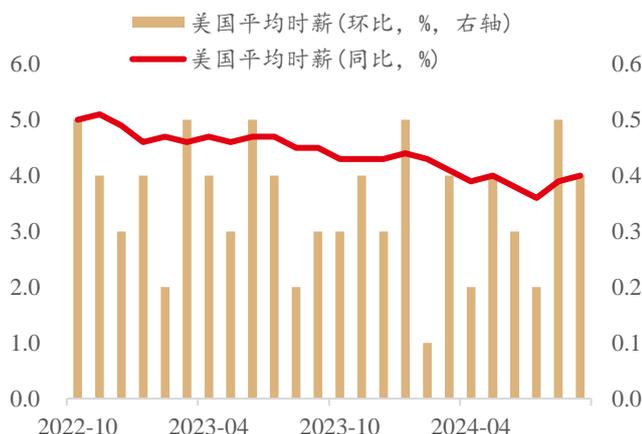
图表4：美国 2024Q2 实际 GDP 上修至 3%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

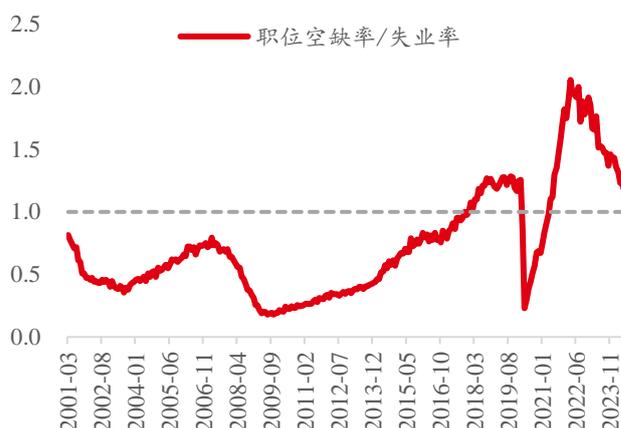
此外，9月美国薪资增速小幅超预期，同比增长4%，高于预期的3.8%和前置值3.9%。职位空缺率与失业率之比有所反弹，表明美国劳动力市场正在走向均衡而非崩溃。

图表5：9月薪资增速小幅超预期



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：职位空缺率与失业率之比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

本次非农报告中为数不多的负面信号主要来自平均工时，9月美国平均每周工时进一步下降到34.2小时，表明劳动力需求可能并未出现大幅增长，新增就业主要由供给侧而非需求侧驱动。结合劳动者结构我们发现，美国本土出生的工作者在疫情后几乎停止了增长，移民成为推动劳动力供给增长的主要力量。

图表7：9月美国平均每周工时仍趋于下降



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

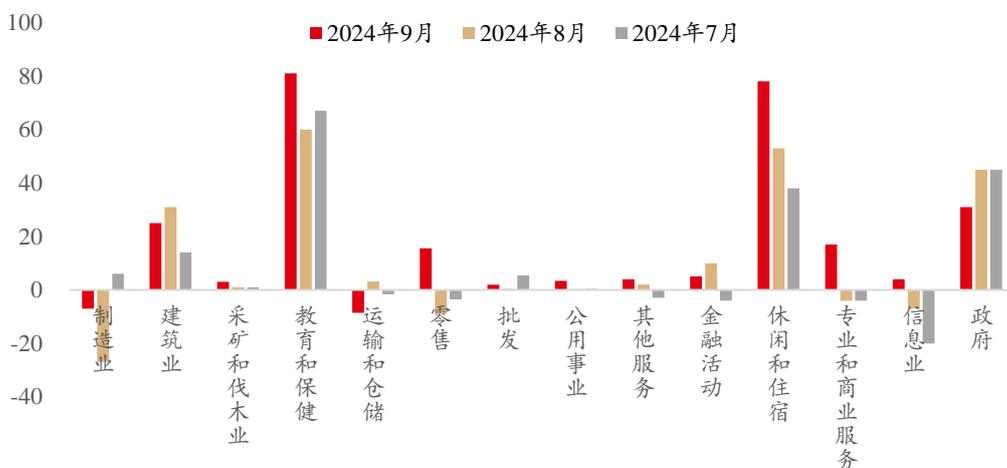
图表8：美国劳动力供给增长主要来自移民



资料来源：FRED，中邮证券研究所

分行业来看，9月的就业结构也较为健康，就业增长来源广泛，食品服务和饮酒场所、医疗保健、政府、社会救助和建筑业的就业都继续呈上升趋势。9月份，食品服务和饮酒场所的就业人数增加了6.9万人，远高于前12个月平均每月增加的1.4万人。医疗保健行业新增就业岗位4.5万个，低于过去12个月平均的5.7万个。政府就业岗位新增3.1万个，低于过去12个月平均的4.5万个。建筑业就业人数增加2.5万人，高于前12个月平均的1.9万人。

图表9：美国各行业新增就业人数（千人）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

数据公布后，美国国债收益率走高，美元升值，股市上涨，市场再次燃起对美国经济能够软着陆的信心。同时，国债利率期货市场下调了对美联储2024年降息幅度的预期。

本周，美联储主席鲍威尔在美国全国商业经济协会年会上表示，美联储将在未来的货币政策会议上继续降息，但美国经济仍然稳健，因此并不急于降息，将随着时间的推移下调利率。结合本次非农数据来看，我们认为，当前美国就业情况更支持下一次会议上降息25bp而非50bp。

此外，在11月会议召开之前，还有一份非农就业数据将于11月1日公布，这份报告也将会是美联储决策的重要参考。10月1日开始的美国码头工人罢工在本周四晚暂停，随着谈判恢复，现有合同已延长至1月15日，码头工人已重返工作岗位。由于罢工在非农数据调查周之前结束，预计此次罢工对就业数据的影响有限。预计10月就业数据将继续呈现劳动力市场逐步回归均衡的趋势。

图表10：市场定价年内还有两次幅度为 25bp 的降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.4%	2.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.7%	80.2%	2.1%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.8%	69.8%	15.1%	0.3%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.8%	58.8%	26.0%	3.3%	0.1%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	38.5%	40.2%	13.1%	1.5%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	25.2%	39.5%	24.4%	6.3%	0.6%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	1.3%	10.9%	29.9%	34.5%	18.5%	4.5%	0.4%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.4%	4.6%	17.5%	31.5%	29.0%	13.6%	3.1%	0.3%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.1%	1.4%	7.6%	20.8%	30.9%	25.4%	11.1%	2.4%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：Fed Watch，中邮证券研究所

2 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；美联储降息幅度和速度超预期；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048