

宏观经济 | 宏观点评

失业率回落，美联储降息或不会太快 ——美国9月非农就业数据点评



| 报告要点

美国失业率从 8 月的 4.22%，回落到 9 月的 4.05%，美联储 9 月公布的经济预期概要里预期 2024 年底失业率为 4.4%。9 月新增非农就业再次加速，新增就业 25.4 万人，大超预期，前值上修到 15.9 万人，其中私人部门 9 月的新增就业 22.23 万人。8 月职位空缺失业比为 1.13，低于疫情前，职位空缺 8 月较 7 月回升，回到 800 万之上。就业数据公布后，美联储降息预期明显下降。我们认为今年继续降息仍是大概率，但在就业市场数据好于预期的情况，美联储降息节奏可能不会太快。

| 分析师及联系人



王博群

SAC: S0590524010002 SAC: S0590523030001



方诗超

宏观点评

失业率回落，美联储降息或不会太快 ——美国9月非农就业数据点评

相关报告

- 1、《工业产出或温和回升——对9月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2024.10.01
- 2、《逆周期调节有望继续加力——2024年9月政治局会议点评》2024.09.27



扫码查看更多

➤ 失业率回落到4.1%，就业市场呈现韧性

失业率9月回落到4.1%，劳动参与率不变，整体就业市场呈现韧性。失业率从8月的4.22%，回落到9月的4.05%。美联储9月公布的经济预期概要里预期2024年底失业率为4.4%，美联储9月份降息50个基点用行动表明了支持就业市场的态度。港口工人罢工并没有体现在这个月的数据中。由于港口工人罢工时间较短，或不会对下个月就业数据造成很大负向影响，而且这个影响在再下月或会消失。

➤ 9月新增非农再加速，前值上修

9月新增非农就业再次加速，新增就业25.4万人，大超预期，前值上修到15.9万人。其中私人部门9月的新增就业22.23万人。7月第二次修正相对于初值上修了3万人，而7月的新增就业第一次修正下修2.5万人。2024年8月的新增就业第一次修正相对于初值上修了1.7万人，是2024年3月以来的首次上修。非季调的非农环比9月增长了46万人，对比疫情前几年的情况来看，考虑到季节因素也偏强。分行业看，9月仅有2个行业就业减少。

➤ 工资通胀的环比回落，但同比上升

9月时薪的环比回落，而同比小幅上行，但是仍略低于4%。时薪的数据显示工资通胀值得关注，环比回落算是好消息，但是仍略高，同比回升可能意味着劳动力市场并不是单边快速下行，但同比仍保持4%以下，使得暂时也无需太担忧工资通胀妨碍实现美联储的通胀目标。分行业看，9个行业时薪增速跑赢通胀，持平上月，没有跑赢通胀的只剩4个行业。9月每周工作时间为34.2小时，较上月下降0.1小时。

➤ 失业率未来或继续温和上行

疫情移动了贝弗里奇曲线，在疫情后的贝弗里奇曲线上，就业市场走弱主要表现为职位空缺率的下降，而不是失业率的上升。贝弗里奇曲线向右上移动可以用匹配效率下降来解释。但是最近3个月的数据上职位空缺率和失业率似乎已经回到了疫情前的那条贝弗里奇曲线上。在旧的贝弗里奇曲线上，随着职位空缺率的进一步下行，我们或会看到更明显的失业率上行。8月职位空缺失业比为1.13，低于疫情前，职位空缺8月较7月回升，回到800万之上。

➤ 美联储11月和12月分别降息25基点仍是最可能的情形

9月非农数据公布前市场虽然认为11月降息25个基点的概率更大，但是也有约3成的可能降息50个基点。非农数据公布后，降息50个基点的概率跌到了不足1%。我们认为今年继续降息仍是大概率，但在就业市场数据好于预期的情况下，美联储降息节奏可能不会太快。

风险提示：美国经济降温超预期，地缘政治风险超预期

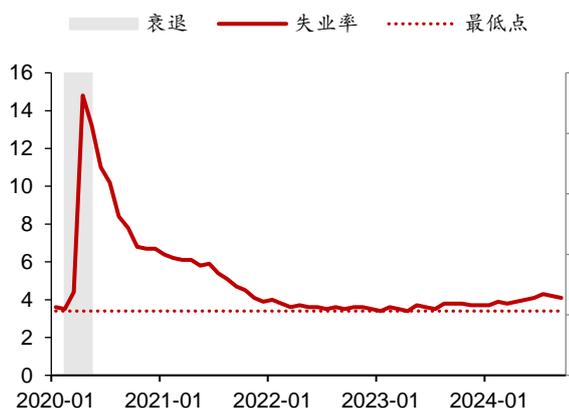
1. 失业率回到 4.1%，劳动参与率持平

失业率 9 月回落到 4.1%，劳动参与率不变，整体就业市场呈现韧性。美联储 9 月降息 50 基点支持就业市场，在就业市场有韧性的情况下，降息节奏或不会太快。

1.1 失业率回到 4.1%

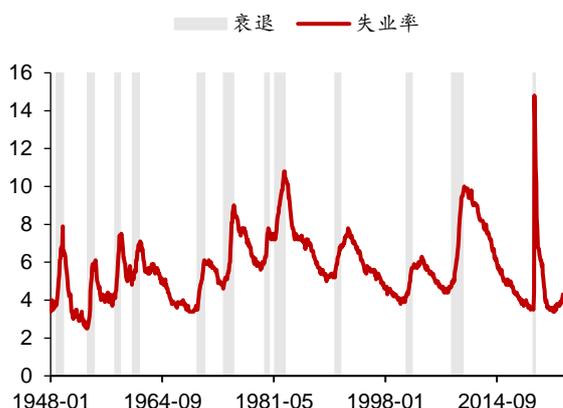
美国 9 月失业率为 4.1%，略低于预期，预期 4.2%，较上月回落 0.1pct，更精确计算，失业率是从 8 月的 4.22%，回落到 9 月的 4.05%。失业率在 2020 年 4 月上升到 14.8% 的最高点，然后一路回落，最低点为 3.4%。相对于最低点，9 月失业率上升了 0.7pct。

图表1：近 3 年美国失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：美国历史失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.1.1 美联储开始支持劳动力市场

美联储 9 月公布的经济预期概要里预期 2024 年底失业率为 4.4%，2023 年全年实际的平均失业率为 3.6%。美联储主席在 Jackson Hole 的会议上强调，“我们（美联储）不寻求也不欢迎劳动力市场状况进一步降温”¹。9 月份美联储降息 50 个基点进一步用行动表明了支持就业市场的态度。

图表3：9 月 FOMC 经济预期概要(SEP)中位数

变量	2024	2025	2026	2027	长期
实际GDP	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%
6月会议	2.1%	2.0%	2.0%		1.8%
失业率	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
6月会议	4.0%	4.2%	4.1%		4.2%
PCE通胀	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
6月会议	2.6%	2.3%	2.0%		2.0%
核心PCE通胀	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	
6月会议	2.8%	2.3%	2.0%		
政策利率	4.4%	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%
6月会议	5.1%	4.1%	3.1%		2.8%
注：数字颜色含义		变差		变好	不变

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

1.1.2 港口工人暂停罢工

根据新华社的报道²，美国的港口工人 10 月 3 日暂停了罢工，劳资双方就工资问题达成初步协议，罢工仅持续了 3 天。而且由于 9 月就业数据的统计时间为 9 月上半月，并未统计到罢工的影响。如果参考今年早些时候汽车工会罢工的影响，仅造成了一个短期的波动。由于港口工人罢工时间较短，或不会造成长期影响。

1.2 劳动参与率不变

劳动参与率不变，16-19 岁人群的劳动参与率上升 1.5pct；20-24 岁人群的劳动参与率上升 0.1pct，25-54 岁人群的劳动参与率下降 0.1pct；55 岁以上人群的劳动

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20240823a.htm>

² <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1811966838061109418&wfr=spider&for=pc>

参与率不变。

1.2.1 劳动参与率

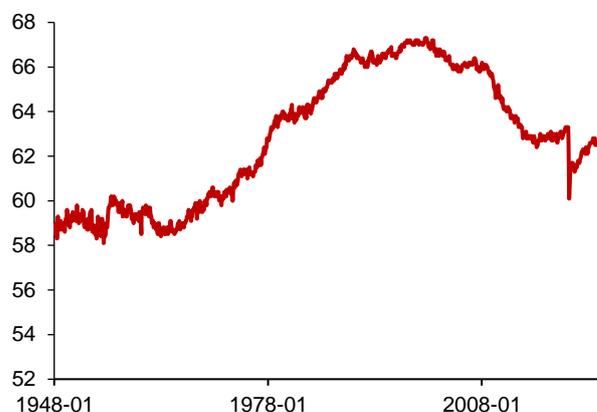
9月劳动力参与率不变，为62.7%，距离疫情前的高点63.3%，差距0.6pct。

图表4：疫情以来美国劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：历史美国劳动参与率(%)

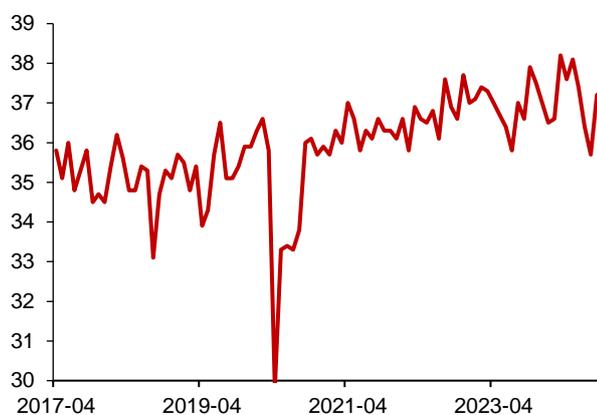


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2.2 劳动参与率结构

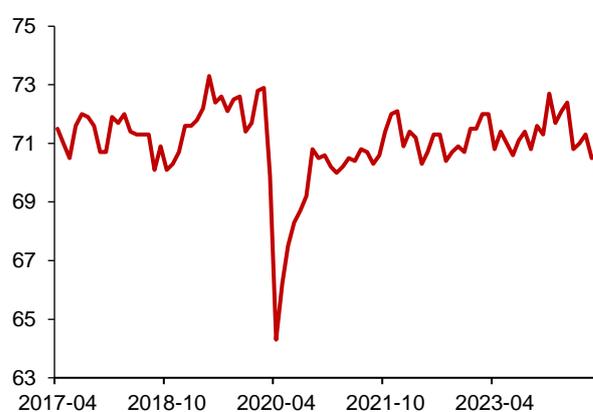
从劳动参与率年龄结构的分解来看，呈现有升有降的波动走势。9月份1个年龄组的劳动参与率较上月下降，2个年龄组的劳动参与率较上月上升。16-19岁人群的劳动参与率上升1.5pct；20-24岁人群的劳动参与率上升0.1pct，25-54岁人群的劳动参与率下降0.1pct；55岁以上人群的劳动参与率不变。

图表6: 16-19岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 20-24岁人群的劳动参与率(%)



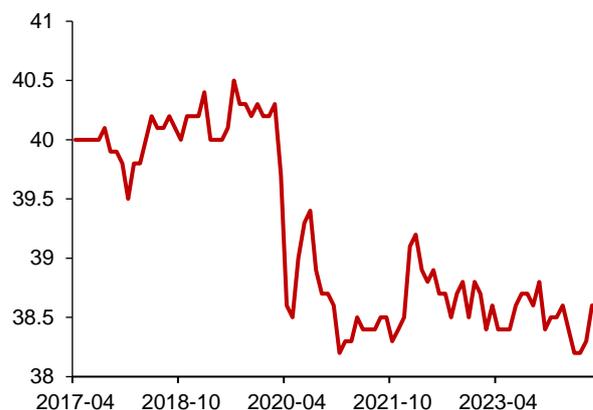
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表8: 25-54岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表9: 55岁以上人群的劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 非农就业增长再加速，前值上修

9月新增非农就业再次加速，新增就业25.4万人，大超预期，预期15万人，前值上修到15.9万人。

非季调的非农环比9月增长了46万人，对比疫情前几年的情况来看，考虑到季节因素也偏强。

疫情前同比的就业增长在 200 万到 250 万人之间，目前来看，同比新增就业衡量的劳动力市场热度已经比较接近疫情前的水平。

分行业看，多数行业就业增长，9 月仅 2 个行业就业减少。

2.1 非农就业增长再加速

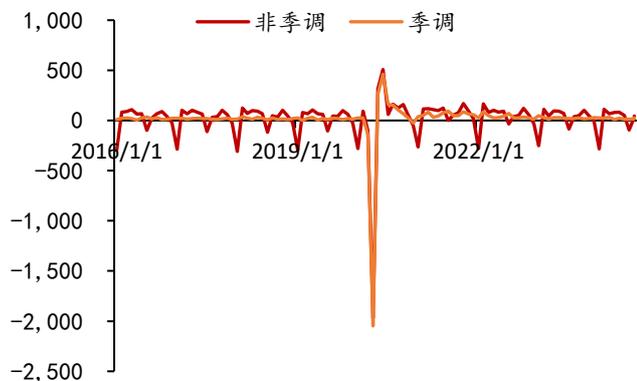
9 月新增非农就业再次加速，新增就业 25.4 万人，大超市场预期，预期 15 万人，前值上修到 15.9 万人。

2.1.1 新增非农就业总量

雇主调查的美国 9 月非农新增就业 25.4 万人，高于预期的 15 万人，上月初值 14.2 万人，上月修正后为 15.9 万人，上修了 1.7 万人。

非季调的非农环比 9 月增长了 46 万人，对比疫情前几年的情况来看，9 月非季调的数据高于 2016-2019 年的平均水平，2016-2019 年 9 月平均增长 44.4 万人。除了 2016 年 9 月新增非农高于本月，2017-2019 年的新增非农都比本月低。9 月的非农新增数据考虑到季节因素也偏强。

图表10: 环比新增非农就业(万人)



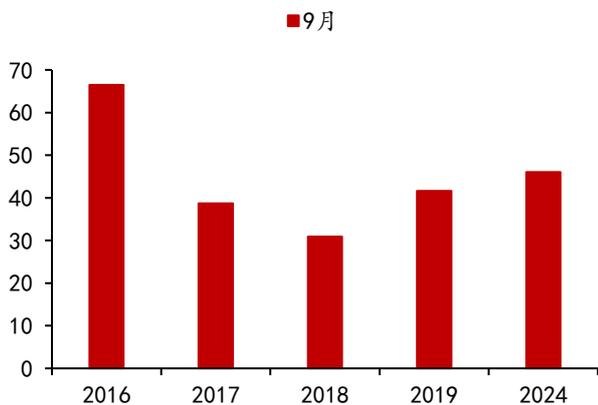
资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表11: 疫情后环比新增非农就业(万人)



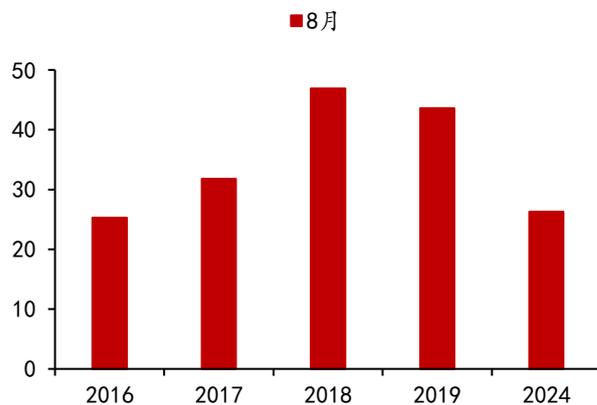
资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表12: 2016-2019年9月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 2016-2019年8月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.1.2 新增非农就业数据修正

2024 年新增非农数据的修正上半年呈现初值数据可能高估就业市场热度的大趋势, 多数月份二次修正相对于初值都是下修, 除了3月上修了0.7万人。

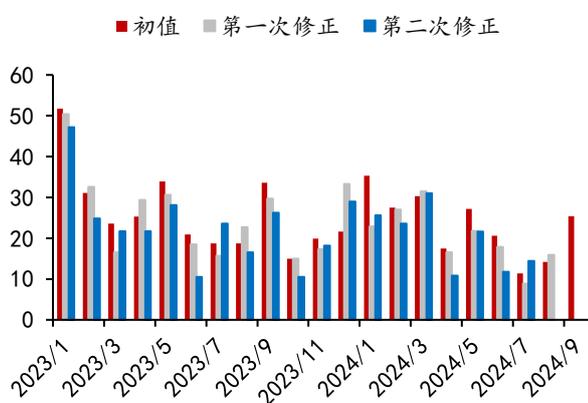
但 2024 年7月和8月的修正数据似乎预示了一些变化。7月第二次修正相对于初值上修了3万人, 而7月的新增就业第一次修正下修2.5万人。2024年8月的新增就业第一次修正相对于初值上修了1.7万人, 是2024年3月以来的首次上修。

2024 前 7 个月合计下修了 31 万人。

2023 年新增非农第二次修正相对于初值的变化向下修正的居多，2023 年全年累计向下修正了 36 万人。其中 6 月份的修正幅度最大，初值是 20.9 万人，而第二次修正后变成了 10.5 万人，向下修正了 10.4 万人。

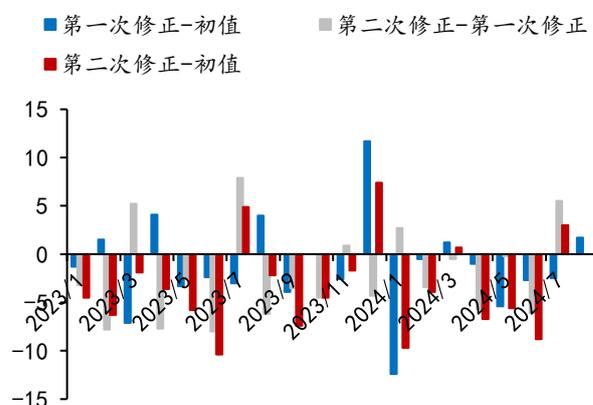
2023 至今总计下修了 67 万人。

图表14：新增非农就业(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

图表15：新增非农就业修正变化(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

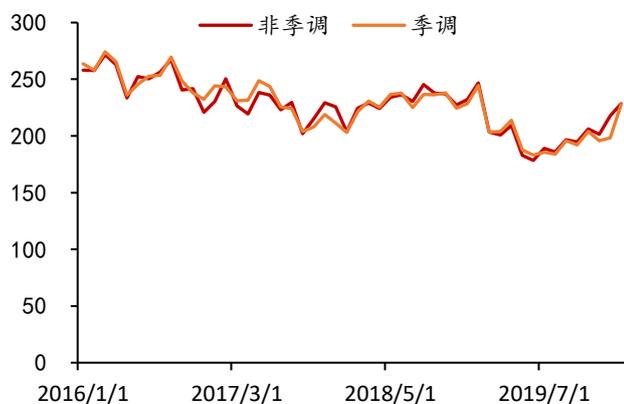
2.1.3 新增非农就业同比

从同比增长的数据看，9 月非季调的非农同比增长 233.2 万人，月均 19.4 万人，上月为 236.2 万人；季调同比增长 243.8 万人，月均 20.3 万，上月 243 万人³。

疫情前同比的就业增长在 200 万到 250 万人之间，目前来看，同比新增就业衡量的劳动力市场热度已经比较接近疫情前的水平。

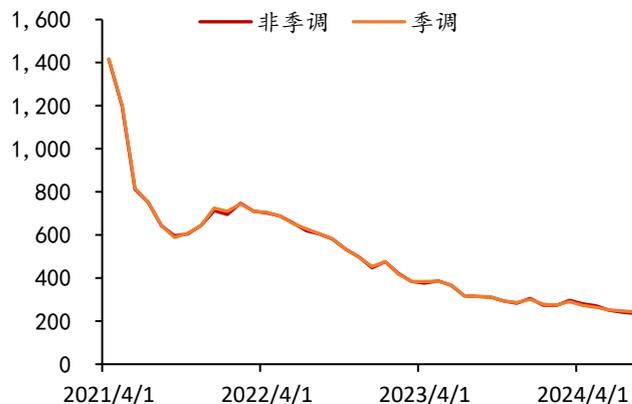
³ 同比的增长不会被季节调整影响，另外同比数据相当于考虑了 12 个月的变化，也更不易受一两个月数据波动的影响。

图表16: 疫情前同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表17: 疫情后同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

2.2 仅 2 个行业就业减少

分行业看, 多数行业就业增长, 9 月仅有 2 个行业就业减少, 8 月共有 4 个行业就业减少。

2.2.1 新增非农分行业

从新增非农就业的行业结构看, 9 月共有 2 个行业就业减少, 8 月共有 4 个行业就业减少, 7 月就业减少的行业有 6 个。制造业减少 0.7 万人, 运输仓储业减少 0.86 万人, 其他行业就业都实现增长。

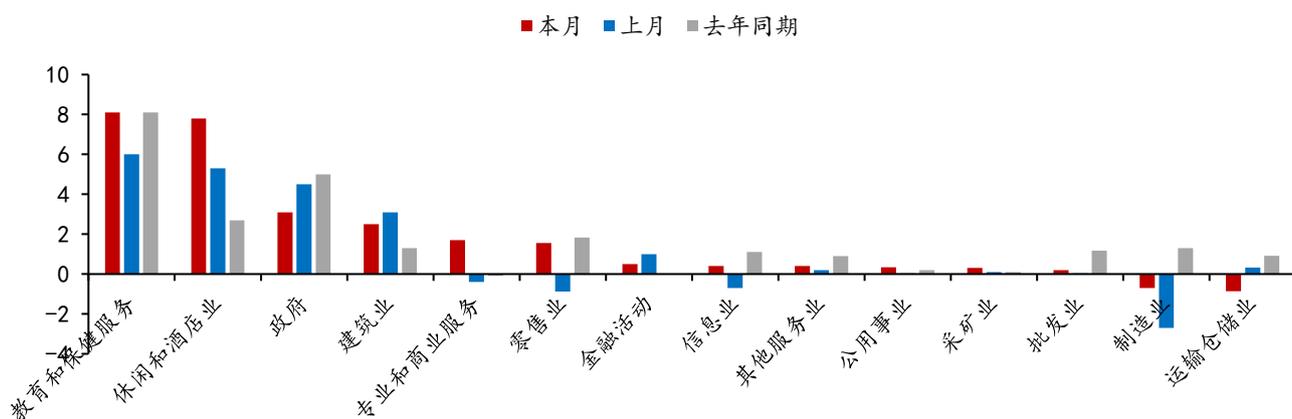
在就业增长的私人部门行业中, 增幅前三的私人行业为教育和保健服务、休闲和酒店业和建筑业, 最大增幅前三个行业加起来的新增就业占到 9 月全部新增就业的 73%, 8 月初值占全部新增就业的 90%, 修正后数据为 91%, 集中度本月较上月下降。

具体数字上来看, 教育和保健服务新增 8.1 万人, 其次是休闲酒店业增加 7.8 万人, 建筑业新增 2.5 万人。

其他行业中, 专业和商业服务业增加 1.7 万人, 零售业增加 1.56 万人, 金融活

动业增加 0.5 万人，信息业增加 0.4 万人，其他服务业增加 0.4 万人，公共事业减少 0.34 万人，采矿业增加 0.3 万人，批发业增加 0.19 万人。另外政府新增 3.1 万人。如果去除政府的话，私人部门的新增就业 9 月为 22.23 万人。

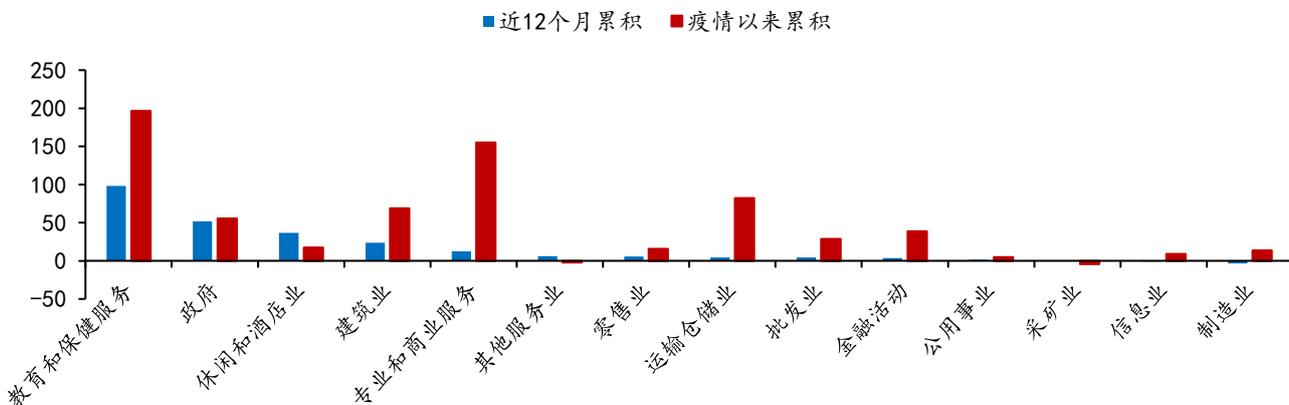
图表18：9月新增非农就业分行业(单位:万人)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2.2 新增非农分行业累积增长

从分行业累积的就业增长来看，私人部门中近 12 个月新增就业最大增幅来自教育和保健服务，近 12 个月新增就业 98.4 万人，休闲和酒店业近 12 个月新增就业 36.7 万人，仅次于教育和保健服务，除了制造业、信息业和采矿业外所有行业都为正增长。

图表19：9月分行业累积新增非农就业（单位：万人）


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 时薪环比回落，同比上行

9月时薪的环比回落，而同比小幅上行，但是仍略低于4%。时薪的数据显示工资通胀还值得关注，环比回落算是好消息，但是仍略高，同比回升可能意味着劳动力市场并不是单边快速下行，但同比仍保持4%以下，使得暂时也无需太担忧工资通胀妨碍实现美联储的通胀目标。

分行业看共9个行业时薪跑赢通胀，持平上月，没有跑赢通胀的只剩4个行业。

3.1 时薪环比回落同比上升，工时微降

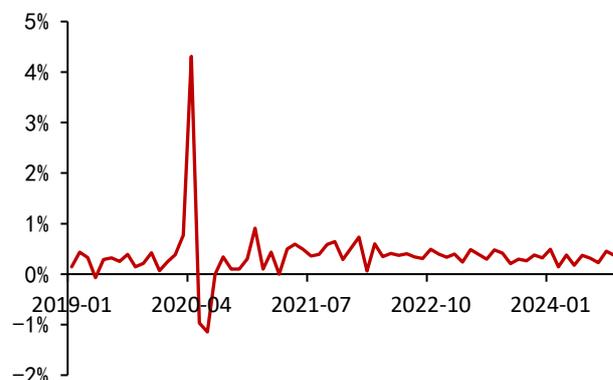
9月份平均时薪同比增长3.97%，较上月3.89%略微上行，略高于预期3.8%；环比增长0.37%，预期0.3%，较上月0.46%有所回落。9月时薪的环比回落，而同比小幅上行，但是仍略低于4%。时薪的数据显示工资通胀还值得关注，环比回落算是好消息，但是仍略高，同比回升可能意味着劳动力市场并不是单边快速下行，但同比仍保持4%以下，使得暂时也无需太担忧工资通胀妨碍实现美联储的通胀目标。9月每周工作时间为34.2小时，较上月下降0.1小时。

图表20: 非农全部员工时薪同比(%)



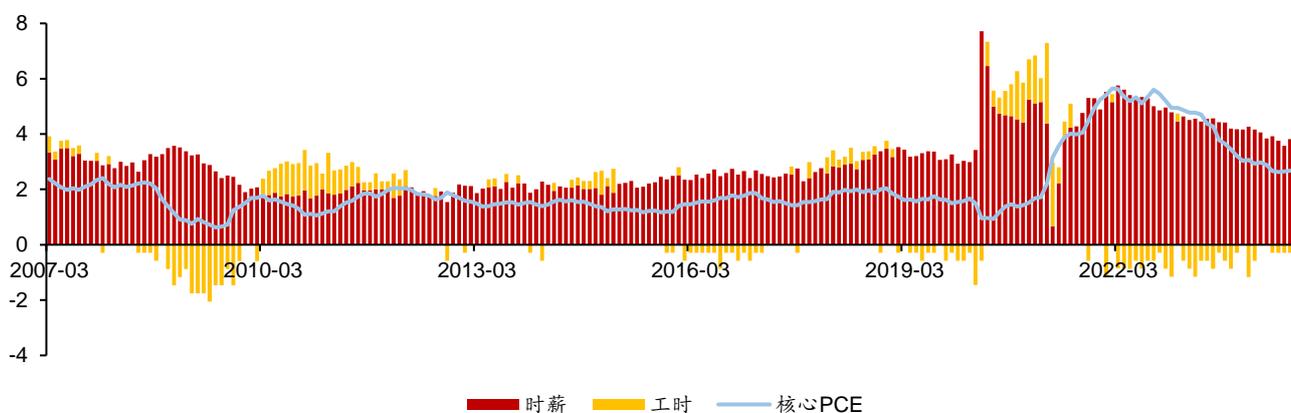
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 非农全部员工时薪环比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22: 工资通胀拆解, 工资=时薪*工时 (对数化结果, %)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

3.2 分行业时薪: 9 个行业跑赢通胀

从分行业的时薪增长来看, 休闲酒店业的增幅仍最大, 较疫情前累计增长了 31.7%。但是由于休闲酒店业的时薪绝对值较低, 休闲酒店业的就业增长将拉低平均时薪。

CPI 和核心 CPI 相比疫情前上涨 21.2%和 19.6%, 如果以 CPI 增幅来作为标准,

时薪增长跑赢通胀的有 9 个行业，它们分别是休闲和酒店业、金融活动业、运输仓储业、专业和商业服务业、其他服务业、教育和医疗服务业、建筑业、零售业以及制造业。13 个私人行业中超过半数的行业时薪增长跑赢了通胀，没有跑赢通胀的只剩 4 个行业。

图表23：时薪分行业(美元)

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的增幅
休闲和酒店	22.25	22.2	21.33	0.2%	4.3%	5.35	31.7%
金融活动业	45.94	45.83	44.1	0.2%	4.2%	9.05	24.5%
专业和商业服务	42.83	42.5	40.79	0.8%	5.0%	8.42	24.5%
其他服务业	31.76	31.69	30.67	0.2%	3.6%	6.09	23.7%
教育和医疗服务	34.51	34.39	33.48	0.3%	3.1%	6.51	23.3%
运输仓储业	30.86	30.8	29.64	0.2%	4.1%	5.81	23.2%
建筑业	38.53	38.37	36.84	0.4%	4.6%	7.15	22.8%
制造业	34.42	34.26	32.77	0.5%	5.0%	6.13	21.7%
零售业	24.56	24.56	24.1	0.0%	1.9%	4.35	21.5%
公用事业	51.38	51.52	50.07	-0.3%	2.6%	8.7	20.4%
批发业	37.83	37.78	37.14	0.1%	1.9%	5.91	18.5%
信息业	50.17	50.37	48.44	-0.4%	3.6%	7.16	16.6%
采矿业	40.05	39.77	38.71	0.7%	3.5%	5.53	16.0%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 职位空缺数重回 800 万以上

职位空缺数回到 800 万以上，职位空缺失业比也略微回升，职位空缺失业比回到 1.13，略低于疫情前。未来随着职位空缺的进一步下行，在新的贝弗里奇曲线上失业率或进一步温和上行。

4.1 职位空缺略微回升

JOLTS 报告显示的劳动力市场大趋势仍是继续走弱，但是 8 月数据有小波动。职位空缺数重新回到略高于 800 万，8 月较 7 月上升 32.9 万。

图表24：职位空缺数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度 8 月也略微回升，每一个失业的人平均面对 1.13 个潜在的就业机会，7 月为 1.08。2022 年初时的峰值超过 2.0，目前较高位明显回落。8 月虽然略微回升，但仍低于疫情前的水平，2020 年疫情开始前略高于 1.2。

职位空缺率的数据也维持低位，8 月的职位空缺率为 4.8%，上月 4.6%，较 2022 年 3 月的峰值 7.4% 回落了 2.6pct。

图表25：职位空缺率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

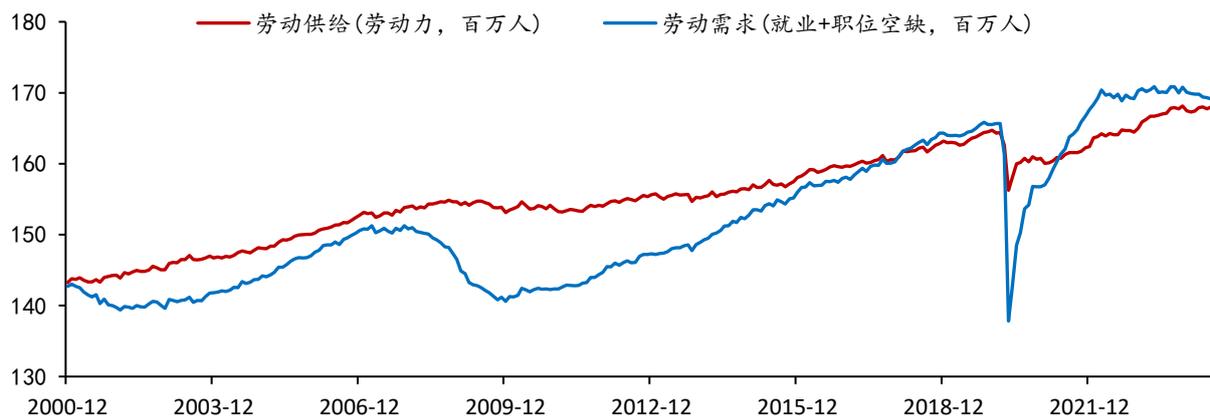
图表26：空缺失业比



资料来源：Wind，国联证券研究所

劳动力市场的供需很接近平衡的水平。

图表27：劳动力供给和劳动力需求（百万人）



资料来源：Fred，国联证券研究所整理

美联储加息以来就业市场的走弱主要体现在职位空缺率的下降，但随着美国经济逐渐恢复到传统的贝弗里奇曲线上，失业率或更明显地上行，从5月开始的失业率走势似乎总体上印证了这个趋势。

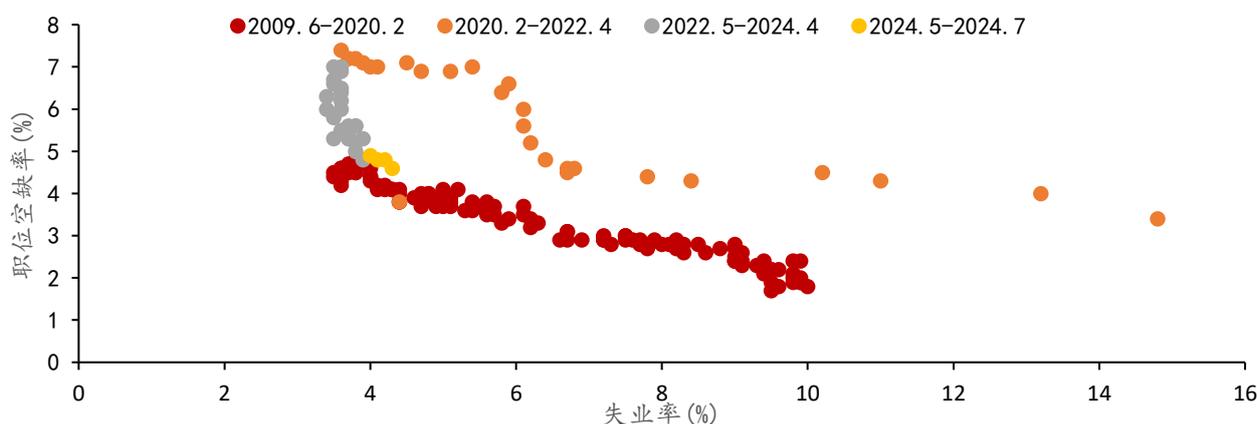
疫情的冲击或显著移动了美国经济的贝弗里奇曲线。横坐标为失业率，纵坐标为职位空缺率可以呈现出美国就业市场的贝弗里奇曲线。我们可以将下图中的贝弗里奇曲线划分为3个明显不同的阶段：

- ✓ 2009年到疫情之前，贝弗里奇曲线是一条向右下方倾斜的曲线，斜率较为平缓；
- ✓ 疫情中间，贝弗里奇曲线发生了移动，失业率和职位空缺率的关系显著偏离了疫情前的贝弗里奇曲线。具体来说，在疫情的一开始失业率显著上升，然后职位空缺率也显著上升；
- ✓ 第三段，从2022年5月左右开始，出现了一条向右下方倾斜的曲线，斜率较为陡峭的新的贝弗里奇曲线。

图中灰色散点往下运动几乎触底，灰色散点接下来变成了黄色散点的运动，沿着

更加平缓的贝弗里奇曲线运动。

图表28：贝弗里奇曲线(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

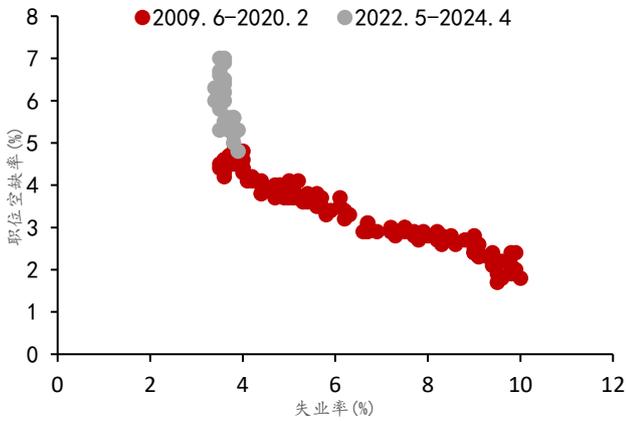
在 2022 年 5 月到 2024 年 4 月这一段贝弗里奇曲线上，职位空缺率显著下降的同时，失业率并没有明显的上升，但是最近的数据上职位空缺率和失业率似乎已经恢复到了疫情前的那条贝弗里奇曲线上。

里士满联储的一份研究给了疫情中贝弗里奇曲线为何移动的解释⁴。搜索匹配模型可以为这个问题提供答案。曲线在经济周期中的位置由维持特定失业率所需的职位发布数量决定。如果工人与企业之间的匹配过程变得效率更低，那么特定失业率意味着更高的职位空缺率。也就是说，雇主需要发布更多的职位空缺才能填补一定数量的职位。在模型中，贝弗里奇曲线向内移动可以用匹配效率下降来解释。

随着疫情影响的逐步结束，我们可能已经恢复到传统的贝弗里奇曲线。如果按照旧的贝弗里奇曲线向未来演化，那么随着职位空缺率的进一步下行，我们或会看到更明显的失业率上行。

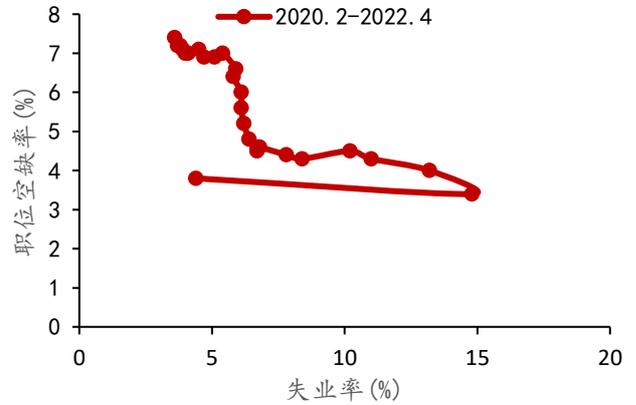
⁴ https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2021/eb_21-36

图表29: 疫情前后的贝弗里奇曲线(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

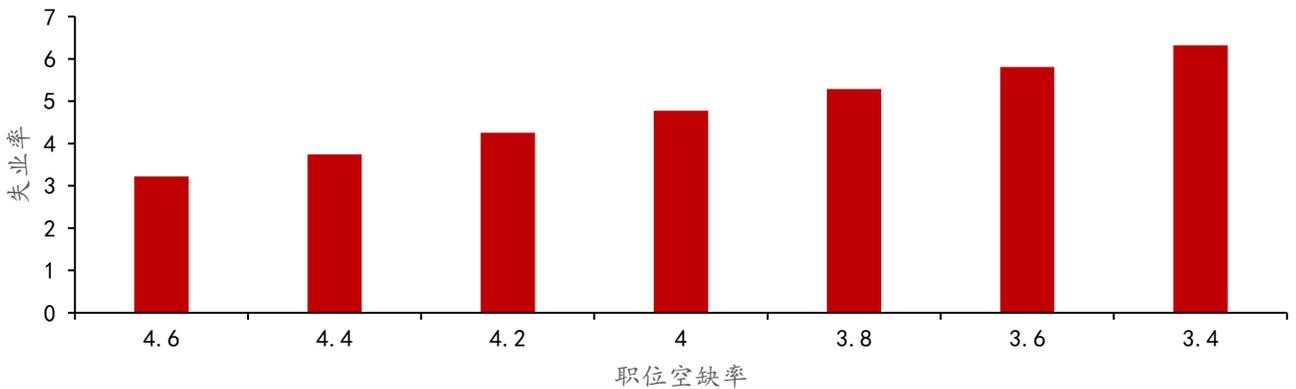
图表30: 疫情中的贝弗里奇曲线(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

在更平缓的贝弗里奇曲线上, 当职位空缺率回落到 4.2% 的时候, 失业率就会上升到 4.3%, 职位空缺率回落到 4% 的时候, 失业率就会上升到 4.8%。

图表31: 疫情前贝弗里奇曲线上不同职位空缺率下的失业率(%)



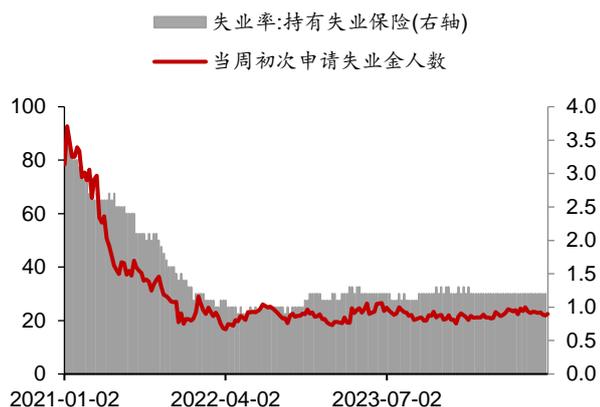
资料来源: Wind, 国联证券研究所

4.2 初次申请失业金仍在 23 万人以下

周度数据中, 持有失业保险的失业率 9 月 21 日为 1.2%, 2024 年以来整体一直

维持这个水平，较 2020 年以来最低点上升了 0.3pct。持续领取失业金人数 9 月 21 日的那周为 182.6 万，较 2022 年中达到的最低值已经上升了约 52 万人。

图表32：当周初次申请失业金人数（万人，右轴%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表33：持续领取失业金人数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所

当周初次申请失业金的人数 9 月 28 日那周为 22.5 万人，仍然在 23 万人以下。从月度的均值来看，9 月均值 22.43 万人，较 8 月回落。

图表34：月均值：当周初次申请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

5. 美联储今年或继续小幅降息

我们认为今年继续降息仍是大概率，但在就业市场数据好于预期的情况，美联储降息节奏可能不会太快。9月非农数据公布前市场虽然认为11月降息25个基点的概率更大，但是也有约3成的可能降息50个基点。非农数据公布后，降息50个基点的概率跌到了不足1%。

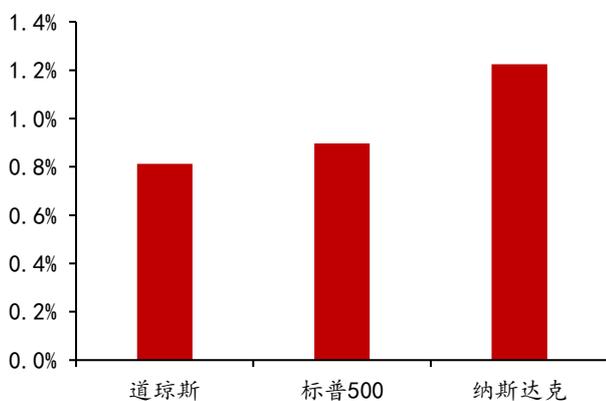
5.1 国债利率上行，股市上涨

在非农数据公布后，市场的反应上，债券收益率上行，股市上涨。

数据公布后国债利率普遍上行，收盘时，3个月的国债收益率上涨了5个基点，2年期国债收益率上涨了23个基点，10年期国债收益率上涨了13个基点。

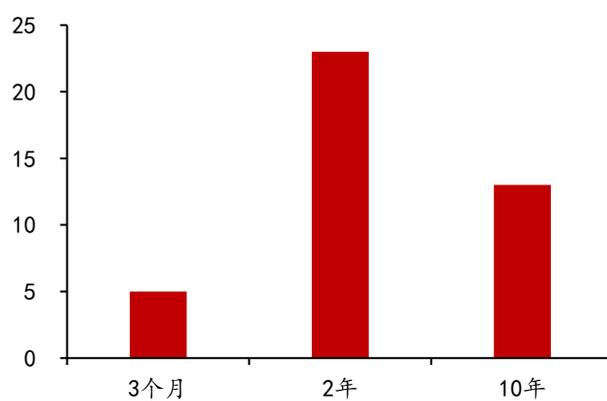
当地时间周五交易日非农公布后，美国三大股指收盘上涨，其中纳斯达克收盘上涨1.22%，标普500上涨0.90%，道琼斯指数上涨0.81%。失业率回落，新增非农再加速，前值上修，市场对经济可能软着陆的乐观预期增强或是股市上行的主要因素。美联储降息预期下降虽然在分母端构成不利因素，但是并没有让当日的股市下行。

图表35：美国股市收盘的反应(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表36：美国国债利率收盘变化(基点)



资料来源：Wind，国联证券研究所

从股市不同行业的涨跌来看，房地产下跌最多，反映了分母端降息预期的下行；非必须消费是涨幅第二高的行业，反映了对经济未来的乐观预期。

图表37：2024年10月4日标普500不同行业表现日变化

行业	价格	变化(%)	变化	高点	低点
房地产	273.08	-0.65%	-1.78	273.45	270.56
公用设施	413.02	-0.16%	-0.67	415.44	408.93
医疗保健	1769.04	0.08%	1.41	1772.39	1759.78
必需消费	873.05	0.23%	1.96	873.63	867.5
材料	599.27	0.41%	2.47	601.66	595.59
工业	1146.23	0.63%	7.14	1148.03	1135.55
信息技术	4380.84	0.99%	42.99	4391.11	4331.34
能源	717.97	1.06%	7.56	719.86	709.98
通信服务	319	1.20%	3.78	319.24	315.02
非必需消费	1589.98	1.62%	25.34	1592.93	1571.43
金融	759.6	1.64%	12.24	759.85	751.19

资料来源：TradingView，国联证券研究所

其他资产在数据公布后，美元指数在数据公布之后走高；现货黄金在数据公布后迅速走低，之后又反弹，收盘稍低于数据公布前。

5.2 美联储 11 月降息 25 个基点是最可能的情形

9月非农数据公布前市场虽然认为11月降息25个基点的概率更大，但是也有约3成的可能降息50个基点。非农数据公布后，降息50个基点的概率跌到了不足1%。我们认为今年继续降息仍是大概率，但基于就业市场数据好于预期的情况，美联储降息节奏可能不会太快，11月降50个基点可能性较小。

数据公布前，到2024年底期货市场预期政策利率低于4.25%-4.5%的概率大于50%，也就是说市场预期到年底总共还有75个基点的降息。2024年还剩下11月和12月两次会议，市场还预期或有一次50个基点的降息。非农数据公布之后，这个概率下

降到略高于 20%，市场或不再预期今年还有 50 基点降息的可能。

图表38：9月非农数据公布前美联储未来降息概率(%)

日期	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
11/7/2024							0.00%	0.00%	0.00%	34.10%	65.90%
12/18/2024		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.90%	44.30%	44.80%	0.00%
1/29/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.50%	15.40%	44.40%	38.80%	0.00%	0.00%
3/19/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.60%	15.70%	44.30%	38.40%	0.00%	0.00%	0.00%
5/7/2025	0.00%	0.00%	0.00%	1.10%	11.40%	35.60%	40.20%	11.70%	0.00%	0.00%	0.00%
6/18/2025	0.00%	0.00%	0.70%	7.40%	26.20%	38.40%	22.70%	4.50%	0.00%	0.00%	0.00%
7/30/2025	0.00%	0.20%	3.10%	14.00%	30.50%	32.90%	16.30%	2.90%	0.00%	0.00%	0.00%
9/17/2025	0.10%	1.20%	6.60%	19.40%	31.30%	27.50%	12.00%	2.00%	0.00%	0.00%	0.00%
10/29/2025	0.30%	2.40%	9.50%	22.10%	30.40%	24.00%	9.70%	1.50%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：CME，国联证券研究所

图表39：9月非农数据公布后美联储未来降息概率(%)

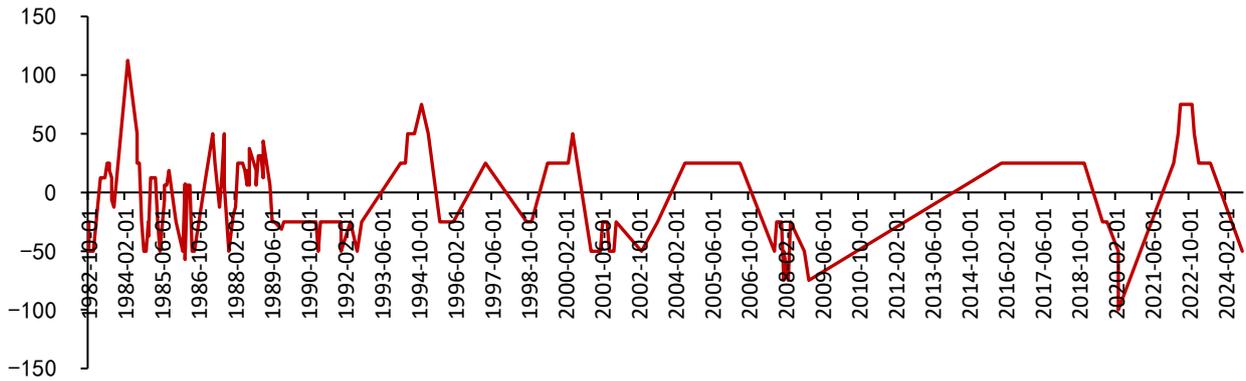
日期	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
11/7/2024						0.00%	0.00%	0.00%	0.80%	99.20%
12/18/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	21.40%	78.50%	0.00%
1/29/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	19.20%	72.60%	8.00%	0.00%
3/19/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	16.20%	64.10%	18.30%	1.30%	0.00%
5/7/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	9.30%	43.70%	37.80%	8.50%	0.50%	0.00%
6/18/2025	0.00%	0.00%	0.00%	5.80%	30.40%	40.10%	19.80%	3.60%	0.20%	0.00%
7/30/2025	0.00%	0.00%	2.10%	14.40%	33.80%	33.00%	14.10%	2.40%	0.10%	0.00%
9/17/2025	0.00%	0.70%	6.40%	21.30%	33.50%	26.30%	10.00%	1.60%	0.10%	0.00%
10/29/2025	0.20%	2.20%	10.20%	24.40%	31.70%	22.10%	7.90%	1.20%	0.10%	0.00%

资料来源：CME，国联证券研究所

从历史上看，2008年金融危机的时候，美联储在2007年9月开始降息下降了50个基点，然后10月和12月仅分别降了25个基点。目前美国经济的状况和2007年金融危机前相比很不一样，并没有一个迫在眉睫的金融危机。不发生金融危机的情况

下，美联储或可以缓慢降息。

图表40：美联储历史上加息和降息的幅度



资料来源：Wind，国联证券研究所

我们还是认为经济软着陆下还能控制住通胀恰是美联储最希望看到的结果，目前实现的可能仍较大。我们认为美国这个周期不着陆的概率不小，参见我们的深度报告《降息将至，美国经济何去何从？——美国经济深度观察》。

另一方面，降息可能提前的主要风险或在于金融体系的压力，应关注缩表后期对流动性的影响。6月缩表开始降速，或意味着流动性紧张的时点已经没有那么远了。可参见我们之前的深度报告《美国小银行的大风险——美联储的缩表和潜在风险》。

6. 风险提示

美国经济降温超预期：美联储的高利率政策可能使得美国经济放缓超过预期，央行货币政策存在漫长而不确定的时滞。如果美国经济减速过快而陷入衰退，美联储可能需

快速降息以拯救经济。

地缘政治风险超预期:全球地缘冲突风险和不确定性维持高位,俄乌冲突或者以哈冲突可能引发更广泛的全球地缘风险,以至于影响到更多的经济体。地缘风险上升可能进一步压缩全球市场对风险资产的需求导致风险资产价格波动。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼