

**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

➤ **“上蹿下跳”的非农数据还有多少意义？** 非农就业从“火热”到“冰点”只花了一个月的时间，下修数据似乎也成了司空见惯的操作，而10月的非农几乎是8月的重现——同样受飓风等不确定性因素的影响，同样是不及预期，而市场却如此淡定。非农数据背后还有什么值得挖掘的经济和市场信号？我们认为这可能是难得的观察当前市场预期和仓位的时间窗口：

- 首先，美国就业基本面不好，但由于暂时性冲击的原因，“差”得不够彻底。
- 第二，就短期市场而言，虽然有联储和白宫官员事先的风险提示，但是市场波动克制（图1），**说明仓位不极端，当前市场的交易大方向，如再通胀等还能持续一段时间。**
- 第二，与此相对应，10月非农的作用是**帮忙巩固了今年年内还有两次降息的预期，但对于明年降息路径往紧缩方向的修正没有太多影响。**
- 第三，通过观察数据公布后各类资产的反应，我们看到**资产当前的相对强弱，美元多头和美债空头无疑还是最强，美股和贵金属向上动力趋弱，尤其要警惕白银。**

➤ **非农就业大幅不及预期，有不少可能是偶然因素解释不了的。** 10月新增非农就业1.2万人，远不及彭博一致预期的10万人，前值从25.4万下修至22.3万。拆行业结构看似也不乐观，就业的增长依旧是靠政府部门、以及教育医疗行业的支撑，两者共计新增9.7万人就业。

制造业就业减少4.6万人，同日公布的10月ISM制造业PMI录得46.5，和波音公司的罢工以及飓风的冲击密切相关。然而休闲酒店服务业、零售业在暑期旺季结束后，就业转为下滑。专业和商业服务就业减少4.7万人，其中“临时性帮助服务”是周期性较强的分项，大幅减少4.9万人，背后可能就不单纯是恶劣天气的影响。

➤ **失业率维持低位，主因新进入劳动力市场的群体下降。** 保留3位小数后，10月美国失业率小幅升至**4.145%**（前值**4.051%**）。失业人口中，“新进入劳动力市场者”在9至10月连续下降，主因移民群体以及应届毕业生的减少，这带动失业率维持低位，抵消了“永久性失业人口”上升对失业率的推升作用。

➤ **10月新增就业大跌可用飓风和波音罢工解释，但还有其他信号显示劳动力市场放缓。** 一是**职位空缺超预期下降。** 9月JOLTS职位空缺744.3万人，显著不及预期，职位空缺率从4.7%降至4.5%，职位空缺/失业人口比率降至1.09，低于2019年水平。

二是**私人部门裁员反弹。** 9月JOLTS私营裁员率上升至1.3%，挑战者企业裁员人数（12个月移动均值）在今年6月以来呈反弹趋势。

## 相关研究

1. 2024年10月PMI数据点评：PMI重回扩张的宏观信号-2024/10/31
2. 财政动态观察系列（二）：生育养老：财政的空间有多大？-2024/10/28
3. 2024年9月工业企业利润点评：除了基数，还有什么？-2024/10/27
4. 美国大选系列：特朗普组阁：2.0观察指南-2024/10/26
5. 2024年9月财政数据点评：积极信号的由虚向实-2024/10/26

**三是失业持续时长上升。**失业时长 15 周以上人口占总失业人口比重进一步上升至 40.4%，半年内累计上行了 7.1 个百分点；失业人口平均失业时长升至 22.9 周，半年内累计增长了 3.0 周。

**四是制造业就业市场景气度仍在低位。**10 月份 ISM 制造业 PMI 就业分项小幅反弹至 44.4，仍显著低于荣枯线。制造业就业扩散指数（领先指标）仍在下降趋势中。**降息托就业的效果仍不够明显。**

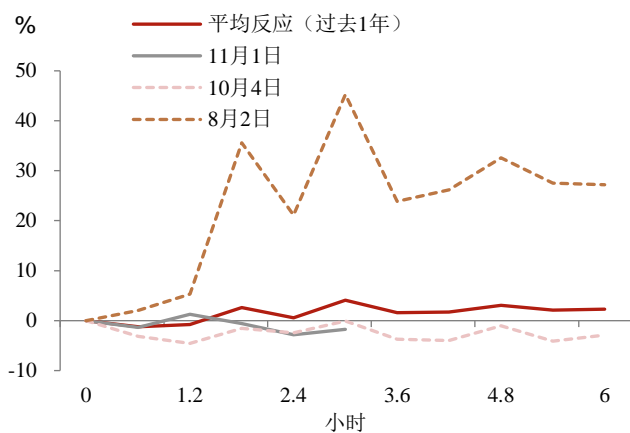
➤ **非农发布后，年内降息 2 次的预期被稳住了。**由于美联储官员已提前提示了“飓风”和“波音罢工”会影响 10 月就业，**市场对本期非农“爆冷”已有心理预期**，数据公布后 2Y 美债下行 0.17%，随后回升。CME 美联储观察工具显示 11 月和 12 月各降息 25bp 的概率从前一日的 75% 升至 82%，11 月降息 25bp 概率 98%。

➤ **市场动能的观察窗口。**尽管市场整体波动不大，但是通过观察数据公布主要相关资产的表现，我们还是能捕捉一些蛛丝马迹：

- 首先，以做多美元、做空美债为代表的再通胀交易，依旧是短期内市场最强的逻辑。真正的拐点可能需要大选落地以及美联储强化明年降息的决心。
- 其次，可能由于仓位不极端，美股依旧是资金青睐的方向，但在再通胀甚至可能是偏滞胀的担忧，美股的上涨空间是受限的。
- 第三，以黄金为代表的贵金属似乎没有坐上再通胀的“东风”，上涨的动能相对更弱些，不过考虑到国家购买的支撑，白银的风险可能会更大些。

**风险提示：**海外货币政策超预期、地缘因素超预期。

图1: VIX 在非农数据公布后 6 个小时内的涨跌幅



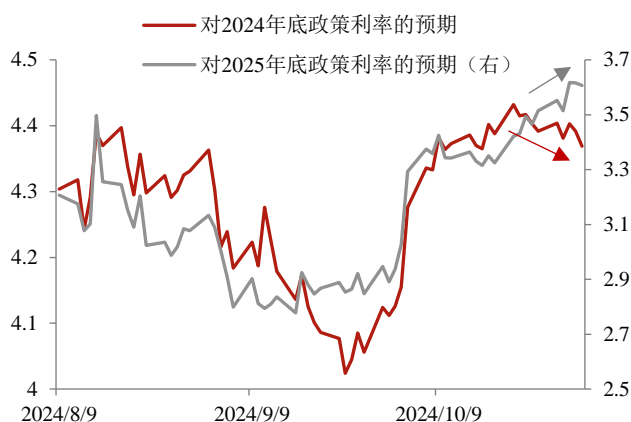
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

注: 1) 以上统计的是数据公布的一个小时内资产价格的涨跌幅, 0 表示非农公布的时点。

2) 平均反应统计的是过去 1 年每次非农后相应资产的平均涨跌幅;

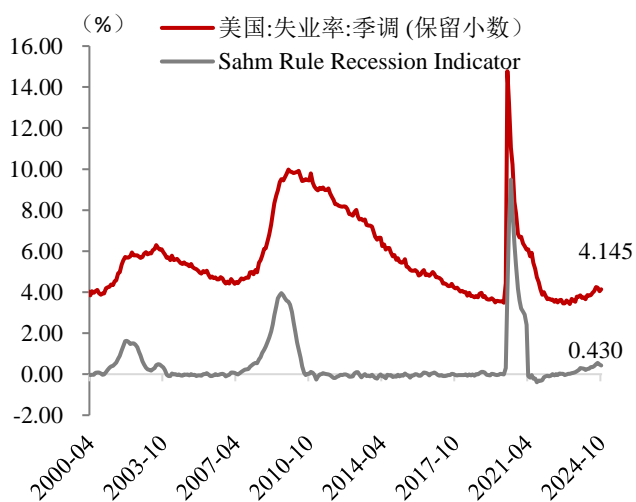
3) 8 月 2 日非农数据明显不及预期, 10 月 4 日非农数据大超预期。

图2: 市场对 2024 年和 2025 年底政策利率的预期



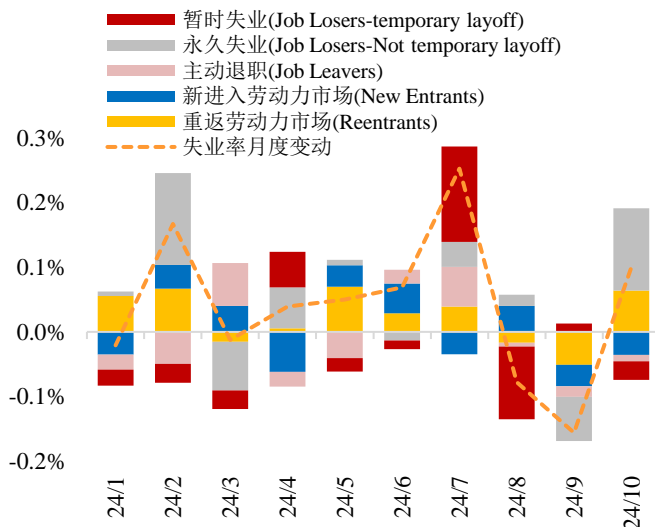
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图3: 9 月失业率小幅上升 0.09% 至 4.145%



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



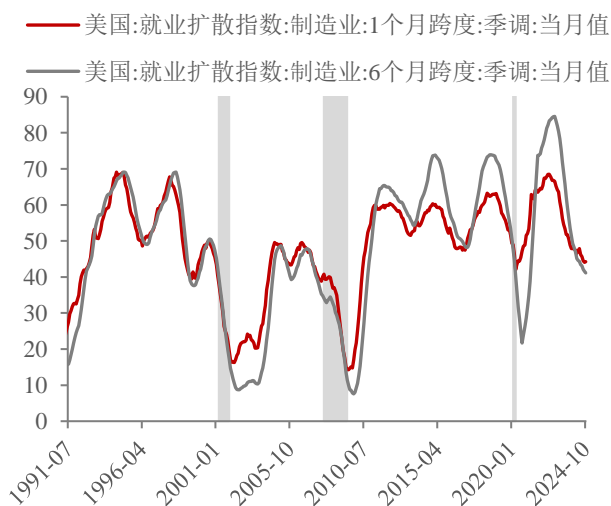
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5：美国当月新增非农就业人数:分行业 (万人)

季调, 万人	2024/10	2024/9	2024/8	2024/7	2024/6	2024/5	2024/4
<b>美国新增非农就业</b>	<b>1.2</b>	<b>22.3</b>	<b>7.8</b>	<b>14.4</b>	<b>11.8</b>	<b>21.6</b>	<b>10.8</b>
<b>私人部门</b>	<b>-2.8</b>	<b>19.2</b>	<b>3.7</b>	<b>9.9</b>	<b>9.7</b>	<b>20.6</b>	<b>10.8</b>
<b>商品生产</b>	<b>-3.7</b>	<b>2.3</b>	<b>0.2</b>	<b>2.1</b>	<b>0.2</b>	<b>1.2</b>	<b>-0.3</b>
采矿业	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.4	-0.5
建筑业	0.8	2.7	2.8	1.4	1.8	1.3	-0.5
<b>制造业</b>	<b>-4.6</b>	<b>-0.6</b>	<b>-2.6</b>	<b>0.6</b>	<b>-1.6</b>	<b>0.3</b>	<b>0.7</b>
耐用品制造	-4.7	-0.3	-3.0	0.5	-1.7	-0.1	0.3
非耐用品制造	0.1	-0.3	0.4	0.1	0.1	0.4	0.4
<b>服务生产</b>	<b>0.9</b>	<b>16.9</b>	<b>3.5</b>	<b>7.8</b>	<b>9.5</b>	<b>19.4</b>	<b>11.1</b>
批发业	1.0	0.6	0.7	0.5	0.6	-0.2	0.7
零售业	-0.6	1.5	-1.5	-0.4	-2.0	0.8	1.4
运输仓储业	-0.4	0.3	1.1	-0.2	1.1	2.6	2.1
公用事业	-0.2	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
信息业	0.3	0.3	-0.8	-1.6	0.0	-0.1	-0.3
金融活动	0.0	0.4	0.7	-0.4	1.3	1.2	-0.3
<b>专业和商业服务</b>	<b>-4.7</b>	<b>-0.9</b>	<b>-4.7</b>	<b>-0.4</b>	<b>-1.1</b>	<b>5.5</b>	<b>-1.7</b>
<b>教育和保健服务</b>	<b>5.7</b>	<b>9.5</b>	<b>6.7</b>	<b>6.7</b>	<b>8.2</b>	<b>6.9</b>	<b>9.8</b>
<b>医疗保健和社会救助</b>	<b>5.1</b>	<b>8.0</b>	<b>5.5</b>	<b>6.4</b>	<b>6.9</b>	<b>7.3</b>	<b>9.8</b>
休闲和酒店业	-0.4	4.0	0.9	3.8	0.4	1.8	-0.9
其他服务业	0.1	0.9	0.4	-0.3	0.8	0.7	0.4
<b>政府部门</b>	<b>4.0</b>	<b>3.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.5</b>	<b>2.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.0</b>
联邦政府	0.1	0.4	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0
州政府	1.8	1.3	1.4	2.3	0.7	-1.9	0.4
地方政府	2.1	1.4	2.6	2.2	1.2	2.8	-0.4

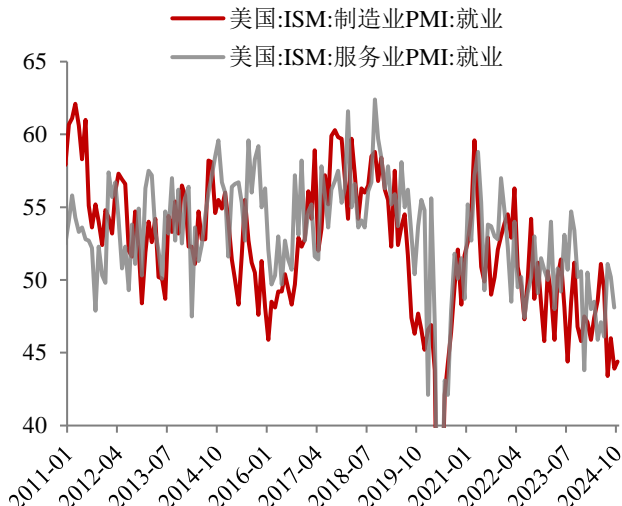
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6：制造业就业扩散指数 (12 个月移动平均)



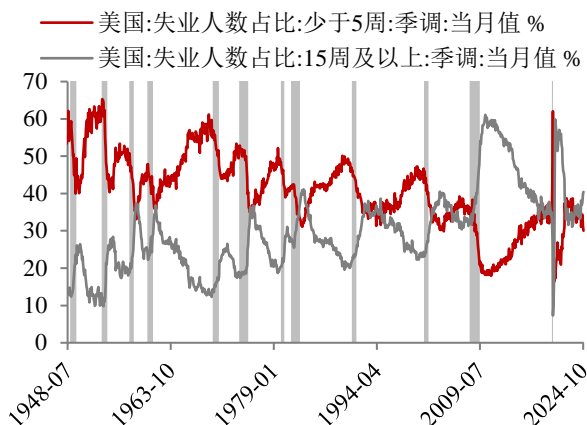
资料来源: Wind, 民生证券研究院 (阴影部分为 NBER 衰退期)

图7：ISM 制造业和服务业 PMI 就业分项均在 50 以下



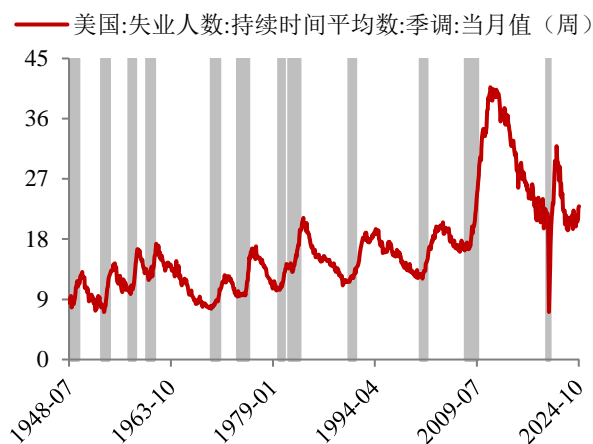
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8：失业时长 15 周以上人口占失业人口比重以上



资料来源：Wind，民生证券研究院（阴影部分为 NBER 衰退期）

图9：美国失业人口的失业持续时长上升



资料来源：Wind，民生证券研究院（阴影部分为 NBER 衰退期）

图10：每单位失业人口对应的职位空缺数下降至 1.09



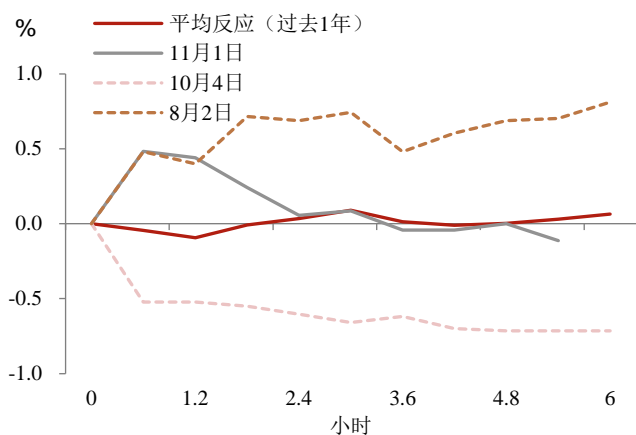
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：美国私营裁员率反弹、主动离职率下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图12: 10年美债期货在非农数据公布后6个小时内的涨跌幅



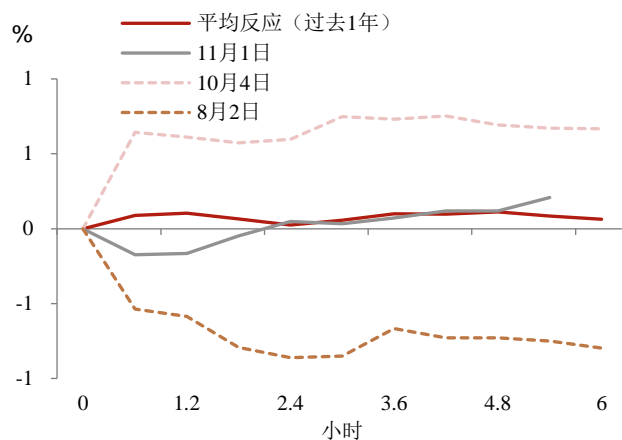
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

注: 1) 以上统计的是数据公布的一个小时内资产价格的涨跌幅, 0 表示非农公布的时点。

2) 平均反应统计的是过去 1 年每次非农后相应资产的平均涨跌幅;

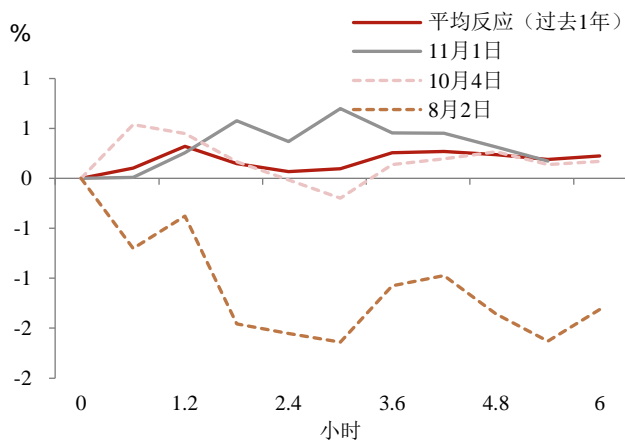
3) 8 月 2 日非农数据明显不及预期, 10 月 4 日非农数据大超预期。如果不额外说明, 下同。

图13: 美元指数在非农数据公布后6个小时的涨跌幅



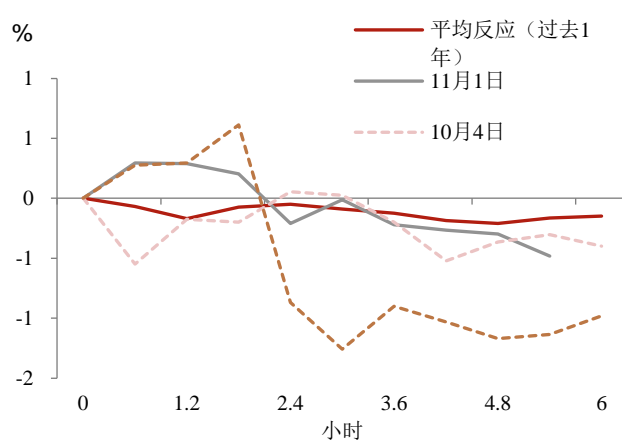
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图14: 标普期货在非农数据公布后6个小时内的涨跌幅



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图15: 黄金在非农数据公布后6个小时的涨跌幅



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院



## 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