

## 宏观点评 20241101

# 10月非农爆冷，美联储11月的牌怎么打？

2024年11月01日

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001  
021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

研究助理 葛晓媛

执业证书：S0600123040063  
gexy@dwzq.com.cn

■ **10月爆冷的非农，政治意义可能比其经济意义更大。**从表面上看，美国10月劳动数据大幅疲软，但我们认为在临近大选不到1周的时间，这份就业数据的政治信号远超过其本身含义：一是，本月数据信号嘈杂。数据修订、飓风和罢工实则难以量化衡量对就业的影响到底有多大；二是，特朗普团队可以抓住本次数据，对民主党“引以为傲”的就业进行打击。**因此考虑上述因素，从市场的角度来看，应对起来也相对从容**：数据公布后，美股期货上涨，10年期美债利率小幅走低2bp，美元几乎没有变化，市场交易这一事件的意愿实则偏低。

■ **那么从10月数据本身来看，美国就业市场到底表现如何：**

■ **首先，10月非农就业人数爆冷。**美国10月新增非农1.2万人，预期10万人。前值由25.4万下修至22.3万，前两期累计下修11.2万（前次为上修7.2万人）。**从结构上看，10月份新增非农就业只有政府部门在扩张，其他部门全部下降**：采矿业新增0.1万人，建筑业新增0.8万人（前值2.7万人）；制造业-4.6万人（前值-0.6万人）；服务业0.9万人（前值16.9万人），而政府部门在10月新增4万人就业，前值为3.1万人。**因恶劣天气而无法上班的工人人数激增**：因天气和罢工，“由于天气而未上班”的人数高达5.12万人，对就业人数的上涨形成一定的打击。

此外，机构调查的回复率跌至47.4%，远低于9月份的62.2%。根据Sharif的统计，这是自1991年1月以来的最低初始回复率，也对数据的明显下降造成扰动。

■ **其次，失业率持平4.1%，表面“风平浪静”，实则“暗涛汹涌”。**虽然表面上，失业率与前值没有变化，但实际有两点需要关注：一是，劳动力整体在收缩，失业人数增加了15万人，人数在增多，而就业人数在下降；二是，未四舍五入的失业率从4.051%上升到4.145%，并非没有上涨。**因此，失业率保持在4.1%的背景是劳动力萎缩。**

族裔上，白人失业率开始上涨，可能意味着失业开始蔓延。白人失业率从3.6%上升至3.8%；黑人失业率保持在5.7%；西班牙裔失业率保持在5.1%；亚洲失业率从4.1%降至3.9%。**考虑到少数族裔作为就业市场“春江水暖鸭先知”的群体，如果就业转弱，往往先从他们身上显现。而白人群体失业率如果开始上涨，这意味着就业转弱的态势可能开始蔓延的范围更为广泛。**

■ **再次，劳动参与率下降。**10月劳动参与率为62.6%，前值和预期为62.7%。劳参已经稳定了一段时间，而这是自5月以来的首次下降，**意味着越来越多的人放弃了找工作**。具体来看，55+的劳动参与率上升持平38.6%；25-54岁的劳动参与率下降0.3%，从83.8%下降至83.5%。16-24岁的青少年劳动参与率从55.5%回升至55.6%。

■ **最后，薪资环比加速。**美国10月时薪环比增加0.4%，预期增加0.3%，前值由环比上涨0.4%下修至环比上涨0.3%。同比增长保持4%的增速不变。

■ **10月非农，是否会改变美联储下周的辩论？**排除暂时性因素并根据数据中的夸大来源进行调整，基本就业增长只是略低于稳定失业率所需的速度，预计就业人数在未来几个月恢复上升。因此，考虑到早有“心理建设”，美联储11月降息25bp仍是基准情形。

■ **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

### 相关研究

《四种情景模式下的美国大选交易》

2024-10-20

《9月经济数据：年内低点已过，期待稳增长发力》

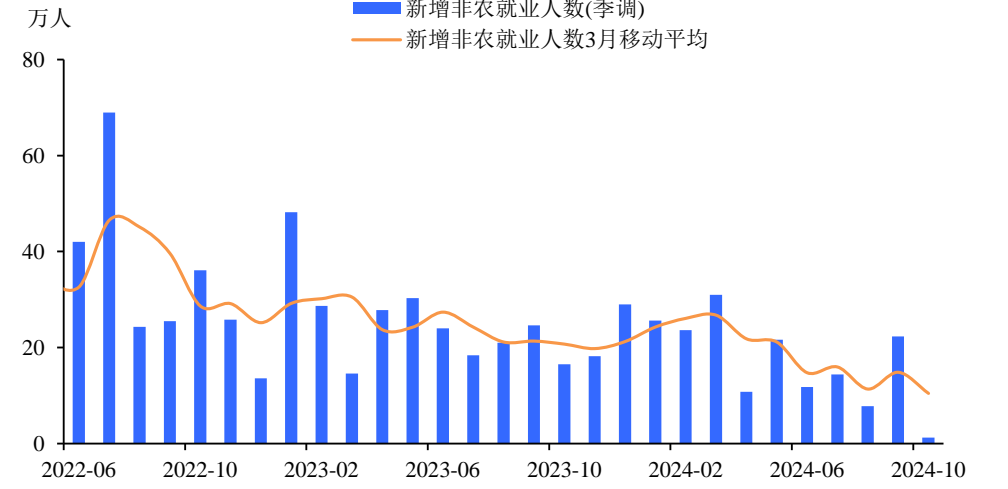
2024-10-19

图1: 美国新增非农就业全览表

美国新增非农就业人数总览表 (单位: 千人)									
	相较于上月变化	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	3MMA
<b>新增非农就业人数总计</b>	-211	12	223	78	144	118	216	108	104
<b>私人部门</b>	-220	-28	192	37	99	97	206	108	67
<b>商品</b>	-60	-37	23	2	21	2	12	-3	-4
采矿业	-1	1	2	0	1	0	-4	-5	1
建筑业	-19	8	27	28	14	18	13	-5	21
制造业	-40	-46	-6	-26	6	-16	3	7	-26
耐用品	-44	-47	-3	-30	5	-17	-1	3	-27
汽车及零部件	-2	-6	-4	-16	5	5	4	2	-9
非耐用品	4	1	-3	4	1	1	4	4	1
<b>服务</b>	-160	9	169	35	78	95	194	111	71
批发业	4	10	6	7	5	6	-2	7	8
零售业	-22	-6	15	-15	-4	-20	8	14	-2
运输和仓储业	-6	-4	3	11	-2	11	26	21	3
公共事业	-5	-2	3	0	0	1	1	0	0
信息业	0	3	3	-8	-16	0	-1	-3	-1
金融活动	-4	0	4	7	-4	13	12	-3	4
专业和商业服务	-38	-47	-9	-47	-4	-11	55	-17	-34
临时服务	-28	-49	-20	-23	-19	-30	14	-24	-31
教育和保健	-38	57	95	67	67	82	69	98	73
医疗保健和社会救助	-29	51	80	55	64	69	73	98	62
休闲和酒店业	-44	-4	40	9	38	4	18	-9	15
其他服务	-8	1	9	4	-3	8	7	4	5
<b>政府</b>	9	40	31	41	45	21	10	0	37

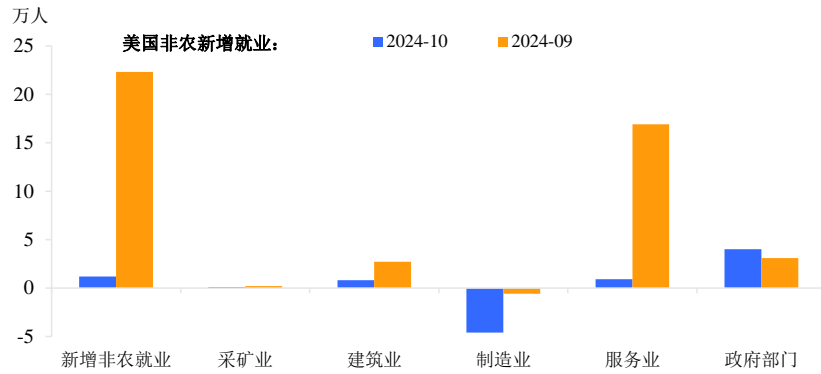
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 美国新增非农就业人数显示增长人数 10 月出现大爆冷, 仅有 1.2 万人



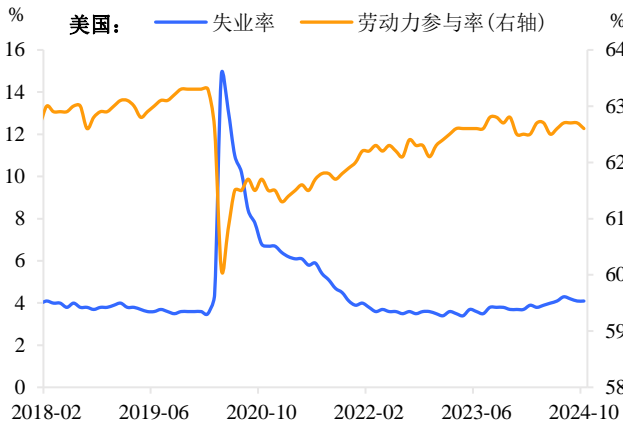
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 10月新增非农就业人数只有政府部门在上涨, 服务业下降最多, 制造业负增



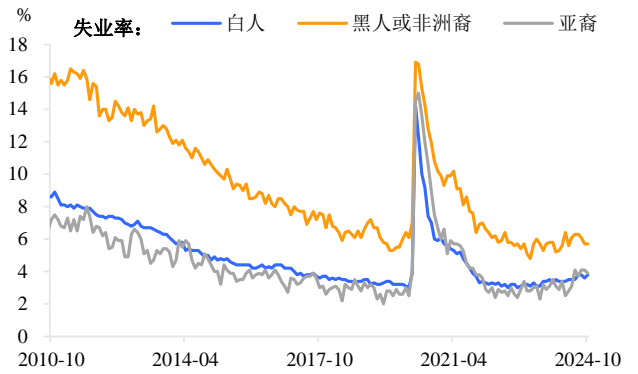
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国 10月失业率持平在 4.1%的水平



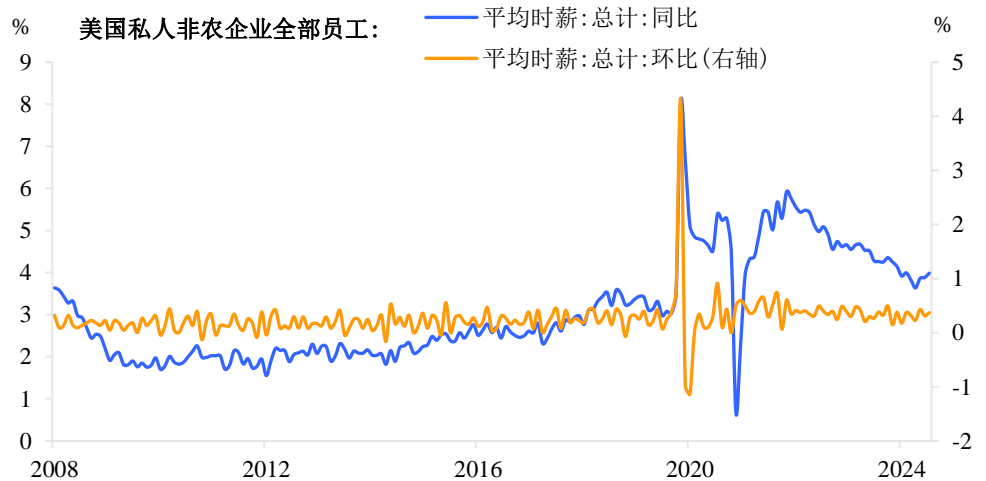
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 10月白人失业率上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国工资增速环比上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>