



劳动数据的“噪音”应不影响货币政策路径

——美国 10 月劳动数据解读

2024 年 11 月 1 日

- **新增非农就业大幅低于预期，家庭就业同样下滑，失业率为 4.14%，时薪增速升至 3.99%：**单位调查 (establishment survey) 方面，10 月新增岗位 1.2 万个，明显低于彭博经济学家 10 万的中位数预测，主要受到两场飓风以及罢工的冲击。9 月新增就业从 25.4 万下修至 22.3 万，8 月从 15.9 万下修至 7.8 万。非农时薪增速基本符合预期，环比 0.37%，同比增速回升至 3.99%，环比三月均值加速至 0.37%；三季度 ECI 同比增速降低至 3.81%，仍然符合缓慢下行的态势。**家庭调查 (household survey) 方面**，失业率继续保持 4.14%，符合预期；BLS 表示家庭就业调查的回复率正常，未受到明显影响。劳动参与率略降至 62.6%。兼职和全职工作人数均减少，累计兼职工作人数三月均同比为 3.82%，累计全职工作人数三月均同比增速降至-0.62%。
- **飓风和罢工的“噪音”使非农就业低于预期，影响接近于 2017 年的飓风 Irma：**从扰动就业的因素来看，一方面不容忽视的是 10 月的飓风和罢工导致的就业大幅减少，另一方面大选期间的竞选和政府相关活动也可能对新增非农就业形成一定支撑，但下行力量明显更大。在不利于非农就业的因素中，较为直接的是 10 月的 4.16 万人的罢工（包括波音公司 3.3 万人，希尔顿等酒店集团 3400 人以及德事隆 5000 人，比 9 月罢工人数净增加 3.88 万人），波音和德事隆的罢工规模与制造业岗位减少 4.6 万个较为匹配。此外，10 月非农就业调查期间（每月 12 日的当周）飓风海伦 (Helene) 和米尔顿 (Milton) 可能都对就业造成了影响，但 BLS 也表示难以评估具体规模。作为参考，在没有严重罢工的 2017 年 9 月，破坏较大的飓风艾尔玛 (Irma) 导致当月新增非农就业从前值 15.6 万人降低至 -3.3 万人（后上修至 9.2 万人），但对失业率未有显著影响。从另一角度来看，10 月的飓风仍可能导致政府救灾雇员的增加（政府新增雇员 4 万人，与其他行业对比明显），竞选相关的活动也利于新增就业，不过两者的具体影响较难衡量。
- **结构上看非暂时性失业人数推动失业率略微上行，劳动力市场依然在缓慢弱化：**10 月失业人口回落 0.9 万人至 690.7 万人，作为分母的劳动力人口也出现降低，导致失业率没有明显变动。从构成来看，4.14% 的失业率中，非暂时性失业贡献了 0.13% 的边际增长，但暂时性失业和新进入劳动力市场失业者的边际减少抵消了失业率的上行。预计失业率年内仍可以边际上升并接近 4.4% 的自然失业率水平。
- **“软着陆”路径尚未变化，噪音应不干扰美联储的决定：**综合来看，10 月新增非农就业之外的劳动数据依然保持了韧性，永久失业人口缓慢增长但供给端压力略缓和，整体继续处于软着陆路径上；新增非农就业的显著不及预期来自于罢工和飓风的扰动，这种噪音应不会改变美联储的货币政策节奏。我们仍然预期 11 月和 12 月的 FOMC 会议上各降息 25BP 是基准情况；债券市场的动向似乎在传达美联储仍需要注意降息过快的风险的信号，而下周美国大选的结果也可能影响美联储未来降息的节奏。
- **市场没有对非农的不及预期有过大反应，科技板块仍带动股市收涨：**市场对噪音较大的非农就业数据反应并不明显，虽然数据公布后美元指数和美债收益率短期回落，但最终均上行，美国三大股指也收涨；当日略低于预期的 ISM 制造业 PMI 也没有造成突出的影响。CME 联邦基金利率期货显示交易者维持 11 月和 12 月各降息 25BP 的预期，2025 年目前预期降息三次。美国国债收益率上行，两年期升 1.4BP 至 4.199%，十年期升 8.7BP 至 4.376%。美元指数反弹至 104.3228。以亚马逊为首的科技股业绩表现较好，美国三大股指集体上行并忽视了较弱的非农和制造业数据。伦敦黄金小幅下行，收 2735.80 美元/盎司。短期来看，市场似乎也将 10 月非农就业的大幅减少判断为噪音，对美联储的降息与未来经济增长的预期没有显著变化。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

于金潼

☎：186-5320-7096

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

风险提示

1. 美国劳动力市场意外大幅下滑的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 劳动力市场不同统计序列和方式存在误差的风险

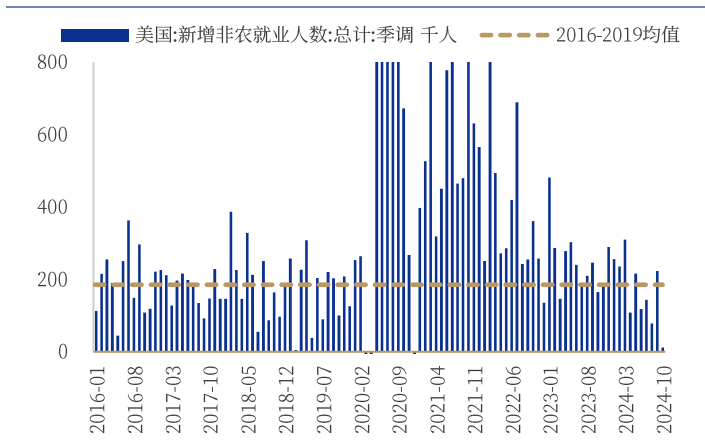
一、 劳动市场整体平稳， 非农就业噪音大

美国劳工数据局（BLS）11月1日公布了2024年10月劳动数据，除了非农就业因为飓风和罢工大幅低于预期外，薪资、失业率、劳动参与率和工时等指标相对稳定。单位调查（establishment survey）方面，10月新增岗位仅1.2万个，明显低于彭博经济学家10万个的中位数预测，主要受到10月的两场飓风以及罢工的冲击。9月新增就业从25.4万下修至22.3万，8月从15.9万下修至7.8万，累计下修11.2万。非农时薪增速基本符合预期，环比0.37%，同比增速回升至3.99%，环比三月均值加速至0.37%；三季度ECI同比增速降低至3.81%，仍然符合缓慢下行的态势。

家庭调查（household survey）方面，失业率继续保持4.1%，符合预期，BLS表示家庭就业调查的回复率正常，未受到明显影响。劳动参与率略降至62.6%，55岁及以上参与率维持38.6%，25-54岁参与率略降至83.5%。兼职和全职工作人数均减少，累计兼职工作人数三月均同比为3.82%，累计全职工作人数三月均同比增速降至-0.62%。

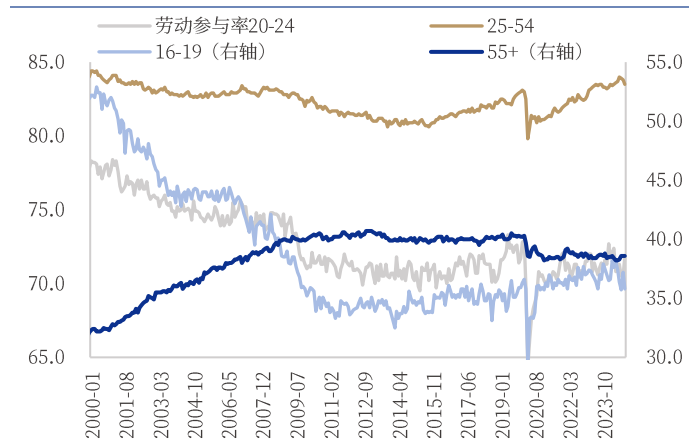
本月劳动数据需要注意：首先，本月的劳动数据噪音较大，自然灾害和罢工对新增非农就业的影响突出，但失业率较稳定，应当不影响美联储的货币政策决定；8月和9月新增就业的下修也表明劳动市场加速的风险并不高。其次，家庭调查方面，虽然失业率仍稳定在4.1%，但非暂时性失业增加21.4万人，全职和兼职就业人数也均有减少，劳动市场的边际弱化还在继续，但短期难以衰退或迫使美联储快速大幅降息。此外，非农时薪增速坚挺，同比仍徘徊在4%左右，可以进一步支持消费；而三季度ECI同比从前值4.03%降至3.81%，表明薪资缓慢的弱化在继续。总体上，不宜对10月的劳动数据弱于预期做出过多解读，劳动市场大概率还是处于缓慢弱化的状态，支持美联储谨慎温和的降息。

图1：新增非农就业环比反弹



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

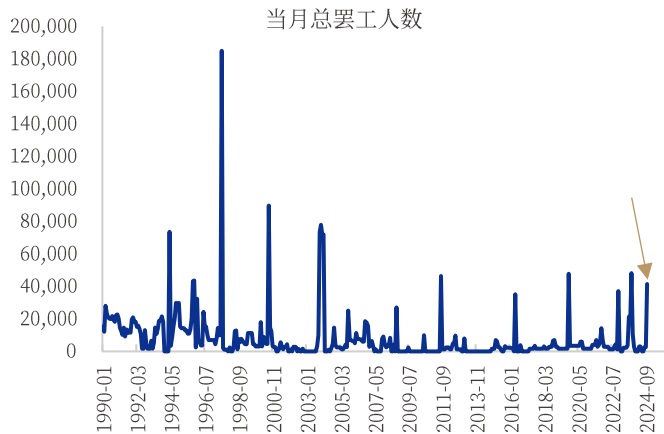
图2：劳动参与率整体稳定，供给仍然充足（%）



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

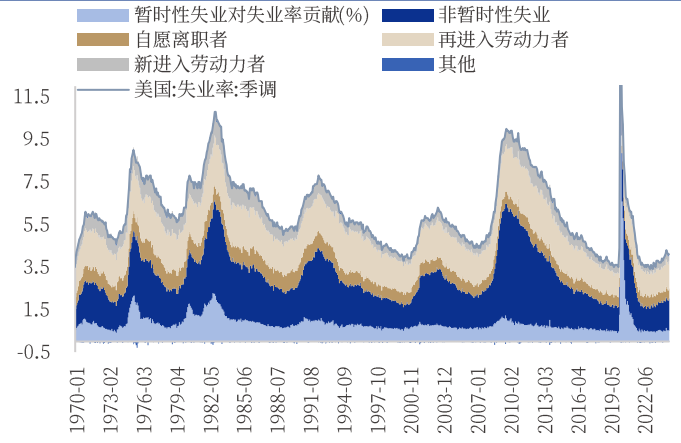
(1) 新增非农就业新增岗位仅1.2万个，其中商品生产减少3.7万个，服务增加0.9万个，政府贡献4.0万个；剔除政府影响后实际减少2.8万个岗位。从扰动就业的因素来看，一方面不容忽视的是10月的飓风和罢工导致的就业大幅减少，另一方面大选期间的竞选和政府相关活动也可能对新增非农就业形成一定支撑，但下行力量明显更大。在不利于非农就业的因素中，较为直接的是10月的4.16万人的罢工（包括波音公司3.3万人，希尔顿等酒店集团3400人以及德事隆5000人，比9月罢工人数净增加3.88万人），波音和德事隆的罢工规模与制造业岗位减少4.6万个较为匹配。此外，10月非农就业调查期间（每月12日的当周）飓风海伦（Helene）和米尔顿（Milton）可能都对就业造成了影响，但BLS也表示难以评估具体规模。作为参考，在没有严重罢工的2017年9月，破坏较大的飓风艾尔玛（Irma）导致当月新增非农就业从前值15.6万人降低至-3.3万人（后上修至9.2万人），但对失业率未有显著影响。从另一角度来看，10月的飓风仍可能导致政府救灾雇员的增加（政府新增雇员4万人，与其他行业对比明显），竞选相关的活动也利于新增就业，不过两者的具体影响较难衡量。

图3: 10月罢工人数明显增加(人)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

图4: 失业率贡献拆解显示10月非暂时性失业增加



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

(2) 名义时薪增速环比符合预期, 前值小幅下修, 其年末同比增速可能在 3.8% 以上, 继续为消费提供韧性。10 月名义非农时薪增速环比加速至 0.37%, 高于三季度 0.32% 的均值; 不过, 覆盖更全面的 ECI 增速继续缓和, 依然支持薪资涨幅逐渐降低的观察, 也不支持劳动市场出现加速。名义薪资作为滞后指标并不能充分反映劳动市场的放缓, 但有利于名义消费维持稳定增长。

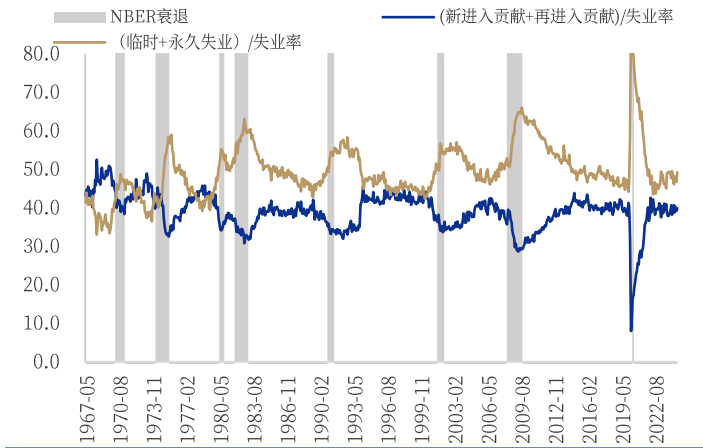
(3) 失业率保持 4.1%, 符合预期, 但非暂时性失业人数走高暗示失业率未来仍将小幅上升。10 月失业人口回落 0.9 万人至 690.7 万人, 作为分母的劳动力人口也出现降低, 导致失业率没有明显变动。从构成来看, 4.1% 的失业率中, 非暂时性失业贡献了 0.13% 的边际增长, 但暂时性失业和新进入劳动市场失业者的边际减少抵消了失业率的上升。预计失业年内仍可以边际上升并接近 4.4% 的自然失业率水平。

(4) 从供需考虑, 9 月职位空缺数降低至 744.3 万人, 整体下行趋势继续。一方面, 稍领先的 Indeed 招聘数反映未来需求缓慢弱化, 另一方面 JOLTs 显示裁员导致的离职人数依然处在低位。供给方面, 劳动参与率较稳定, 劳动人口和移民供给 10 月边际回落但整体仍是增长, 非本地出生劳动人口 10 月稍降低至 3243.5 万人, 未来预计在需求略降低的情况下小幅推升失业率。10 月平均周工时 34.3 小时, 并未显著降低。总体上, 供需缺口收窄偏慢, 经济仍可以在温和降息下软着陆。

(5) 综合来看, 10 月新增非农就业之外的劳动数据依然保持了韧性, 永久失业人口缓慢增长但供给端压力略缓和, 整体继续处于软着陆路径上; 新增非农就业的显著不及预期来自于罢工和飓风的扰动, 情况与 2017 年 9 月飓风艾尔玛的影响相近, 这种噪音应该不会改变美联储的货币政策节奏。我们仍然预期 11 月和 12 月的 FOMC 会议上各降息 25BP 是基准情况; 债券市场的动向似乎在传达美联储仍需要注意降息过快的风险的信号, 而下周美国大选的结果也将影响美联储未来降息节奏。

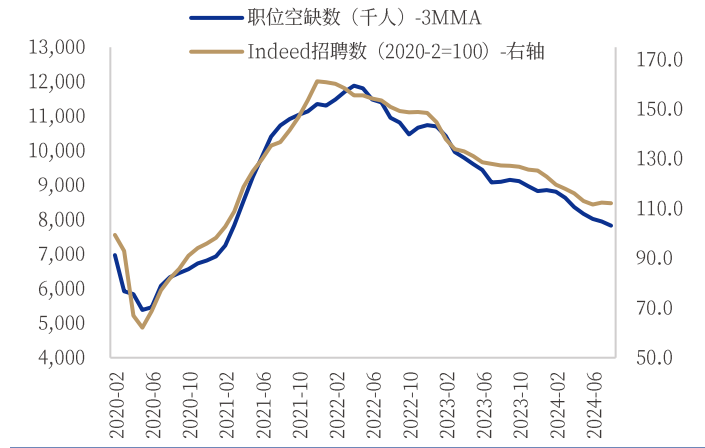
市场对噪音较大的非农就业数据反应并不明显, 虽然数据公布后美元指数和美债收益率短期回落, 但最终均上行, 美国三大股指也收涨; 当日略低于预期的 ISM 制造业 PMI 也没有造成突出的影响。CME 联邦基金利率期货显示交易者维持 11 月和 12 月各降息 25BP 的预期, 2025 年目前预期降息三次。美国国债收益率上行, 两年期升 1.4BP 至 4.199%, 十年期升 8.7BP 至 4.376%。美元指数反弹至 104.3228。以亚马逊为首的科技股业绩表现较好, 美国三大股指集体上行并忽视了较弱的非农和制造业数据。伦敦黄金小幅下行, 收 2735.80 美元/盎司。短期来看, 市场似乎也将 10 月非农就业的大幅减少判断为噪音, 对美联储的降息与未来经济增长的预期没有显著变化。

图5：实际失业人数导致失业率上行的比例并未明显增加（%）



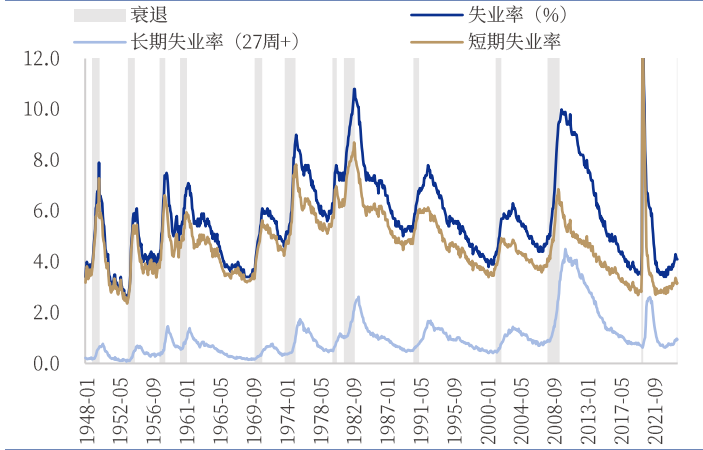
资料来源：Fred, 中国银河证券研究院

图6：未来职位空缺数的降低可能缓和，需求端弱化有限



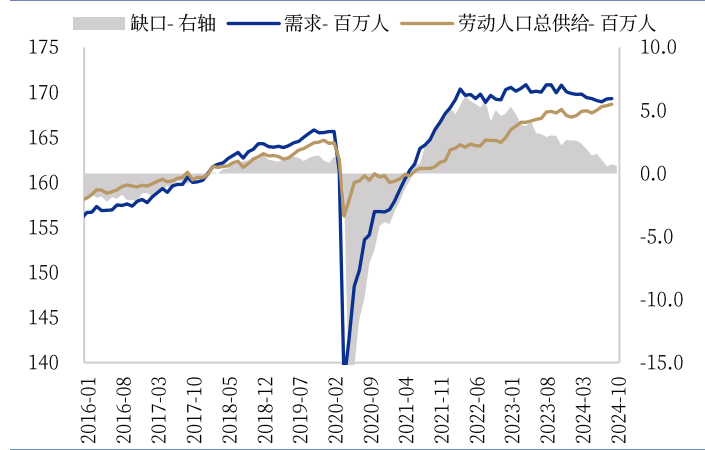
资料来源：Fred, 中国银河证券研究院

图7：失业率延续上行，长期失业率变动不大



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

图8：粗略劳动市场缺口9月略收窄



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

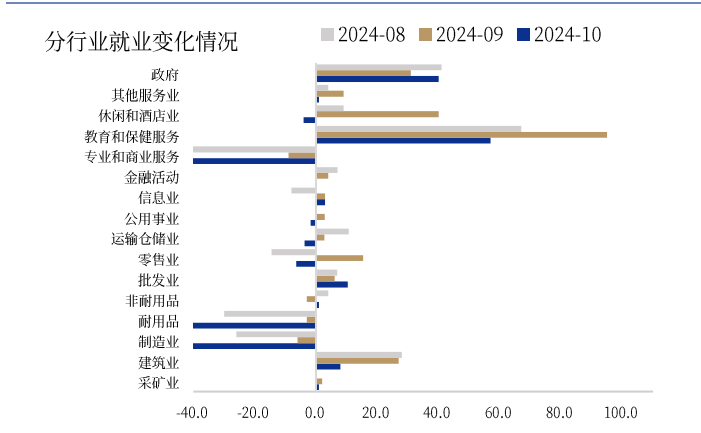
二、罢工冲击商品就业，飓风打击服务；家庭就业下行

新增非农就业岗位的结构方面，商品就业负增长，服务就业也在飓风扰动下几乎没有增长，8、9月份的新增就业下修；10月就业数据的噪音也将随着飓风结束和罢工部分缓和而对11月的数据造成影响。新增的1.2万岗位中，商品生产减少2.7万个，建筑业增加0.8万个，制造业减少4.6万个。10月份制造业依然延续偏弱状态，同日公布的46.5的10月ISM制造业PMI仍略逊于预期，产出回落而订单稍有改善，整体继续处于萎缩区间。耐用品就业减少4.7万个岗位，这与BLS统计显示的波音与德事隆共计3.8万人的罢工相对匹配。服务生产增加0.9万个岗位，主要是由教育和保健服务以及批发业贡献，而此前稳定贡献就业的休闲和酒店业大概率是因受到飓风的影响而负增长，也可以看出自然灾害对低技能服务业冲击较大。政府部门多增4.0万个岗位，这可能与救灾以及大选相关的人员增加有关，政府支出依然对就业有稳定作用。剔除政府影响后，私人非农就减少增2.8万个岗位，但这主要是飓风和罢工导致的噪音。全部非农就业三个月均值从上月的14.8万个降至10.4万个。

10月私人部门中新增岗位较多的行业有教育和保健服务业5.7万个、批发业1.04万个、和建筑业0.8万个；新增就业减少的有制造业、专业和商业服务业、零售业、运输仓储业、休闲和酒店业、公用事业等。以新增非农就业作为商业周期的信号，商品生产新增就业三月均值下行至-0.4万人，而服务业三月均值下行至7.1万人左右，即使受到一次性扰动，离-5万的衰退阈值还有很大距离。结合劳动市场

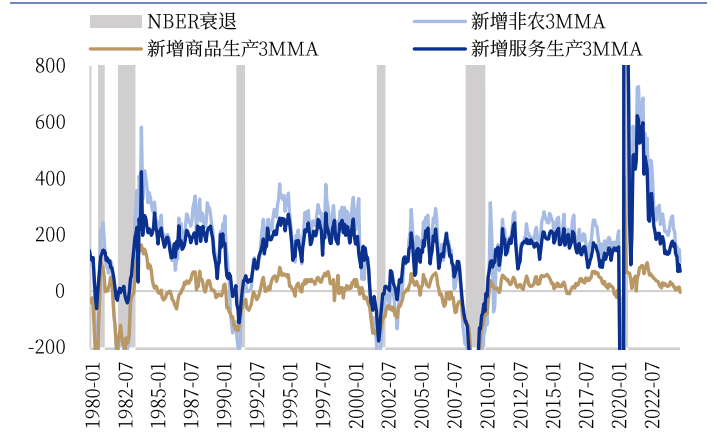
同步指标 CEI 来看，其数值在非农就业回升后反弹至 2.76% 附近震荡，接近 2.5% 左右的衰退阈值，但从经济整体综合考虑美国离衰退仍较远。

图9：各行业新增就业人数变化（千人）



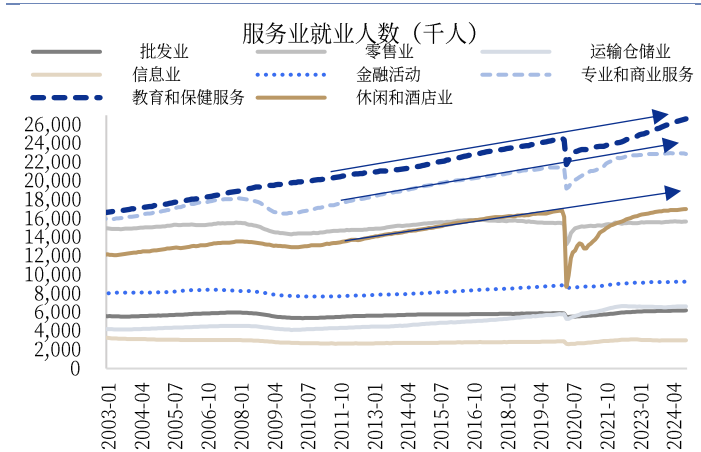
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：新增就业 3 个月移动平均下行（千人）



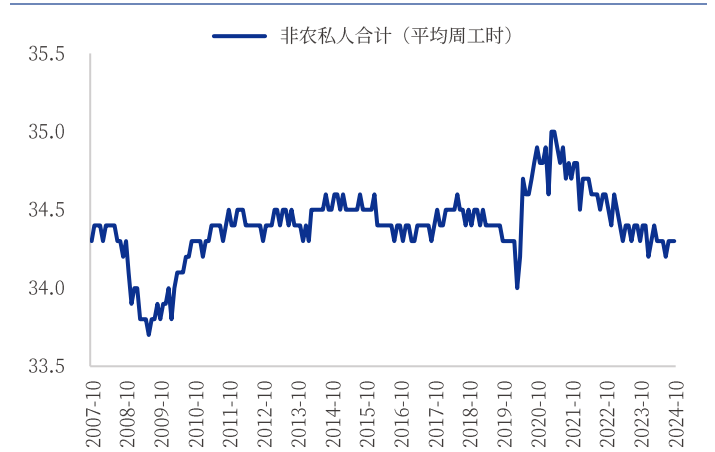
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图11：服务业就业变化情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

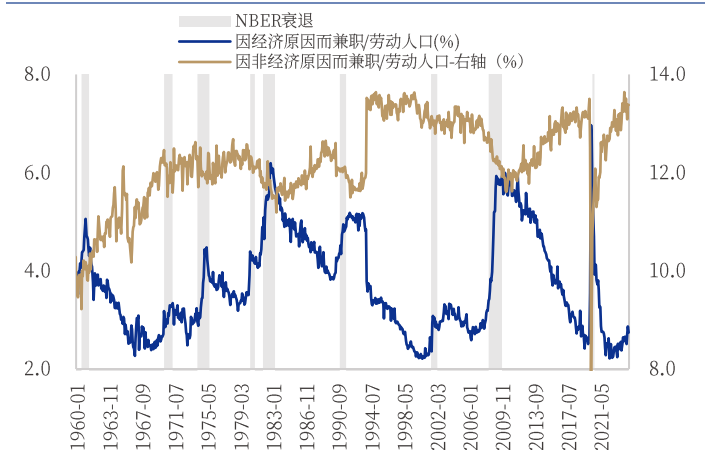
图12：非农就业每周平均工时（小时）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

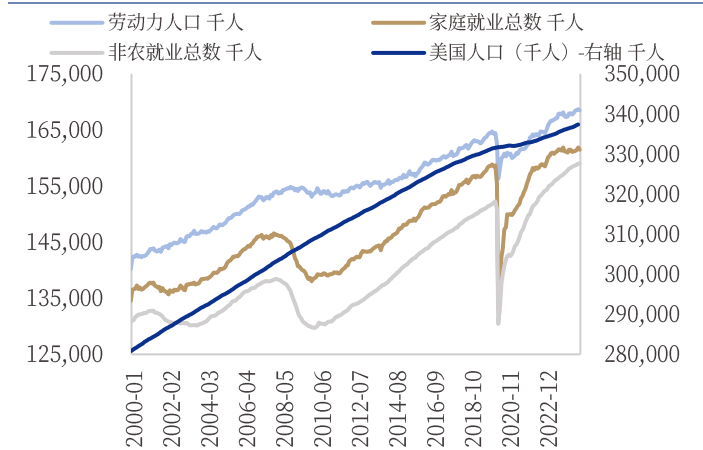
10 月份家庭调查就业减少，累计兼职工作人数同比增速 4.61%，当月总计 2793 万人，比上月减少 22.7 万人；累计全职工作人数同比增速-0.75%，当月总计 1.3350 亿人，比上月减少 16.4 万人。10 月家庭调查和非农就业的趋势一致，但非农就业明显受天气影响突出，这主要是由于家庭就业的统计机制使得调查当周因天气原因无法工作或获得薪酬的人口仍计入就业，但当月不论是全是还是兼职就业也都出现弱化。虽然如此，薪资的韧性和失业率的短期震荡依然支持“软着陆”的达成，美联储预计不会因为非农就业的噪音而改变对劳动市场的综合判断。

图13: 兼职就业中因经济不佳被迫兼职的比例上行有限



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图14: 劳动总量数据显示, 家庭和企业调查的差距依然较大

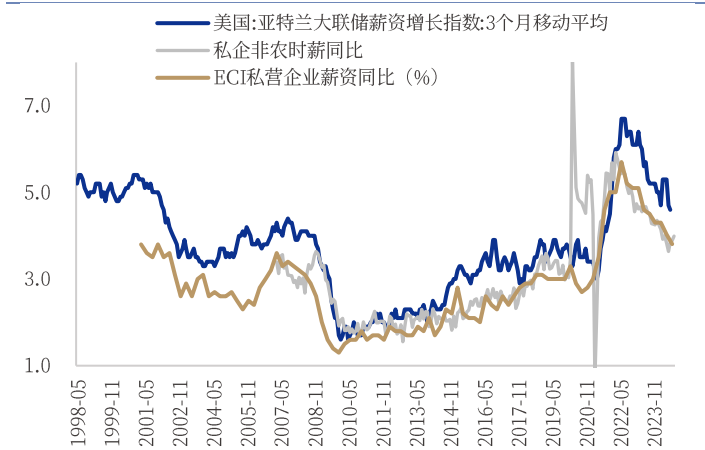


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、薪资保持粘性, ECI 继续弱化

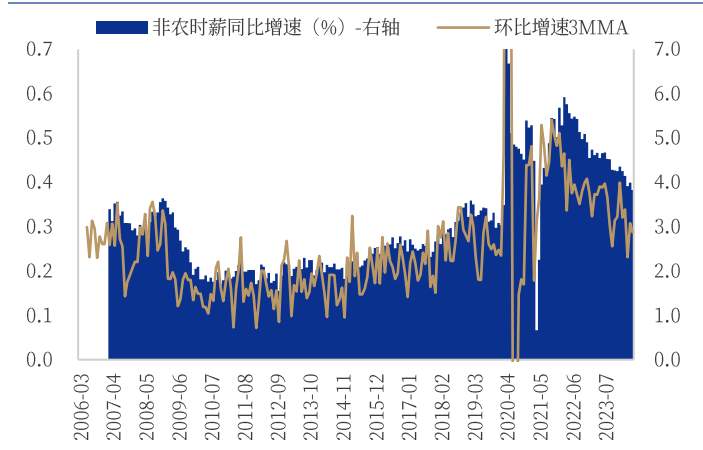
10 月时薪环比与同比增速均回升, 9 月薪资环比增速下调, 三月均环比增长从前值 0.32% 回升至 0.37%, 仍具有相当韧性。从当前的数据来看, 时薪同比增速年内可能维持在 3.8% 上方, 对通胀压力相对有限的同时利于消费助力经济稳定增长, 而异常天气也并未明显影响薪资。第三季度的就业成本指数 (ECI) 的同比增速从 4.03% 降低至 3.81%, 整体方向依然是逐步回落, 加速风险不高。

图15: 薪资增速大方向仍是回落



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图16: 美国非农时薪增速

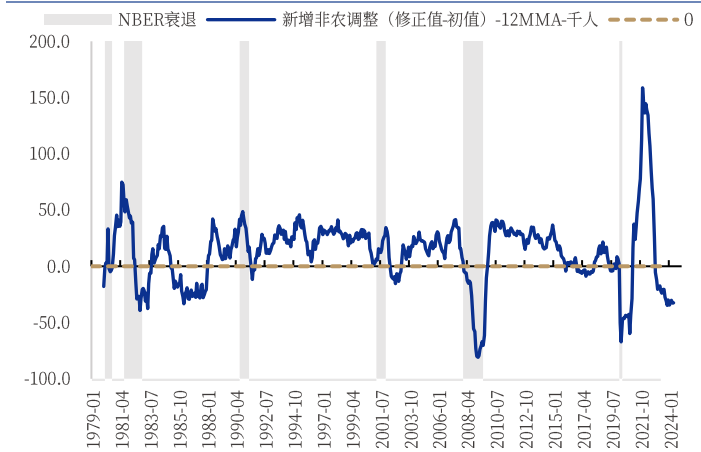


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

具体来看, 10 月私人部门非农工资同比增速反弹至 3.99%, 环比增速 0.37%。商品业的同比和环比时薪增速分别为 4.74% 和 0.28%, 服务业为 3.86% 和 0.40%, 其中商品生产薪资环比改善受到制造业带动, 服务业则受信息业、金融业和专业与商业服务拉动。从细项来看, 同比增速最快的行业为耐用品制造业的 5.69%、信息业的 5.09%、专业和商业服务业的 5.08%、建筑业的 4.62% 和金融活动业的 4.44%。环比薪资方面, 增速居前的有信息业、公用事业、零售业、专业和商业服务业以及金融业, 没有行业薪资出现环比负增长。2024 年一季度薪资环比增速目前为 0.339%, 二季度为 0.287%, 三季度目前为 0.323%, 整体依然较为稳健, 而降息导致的需求恢复也可能继续支持劳动市场的平衡。

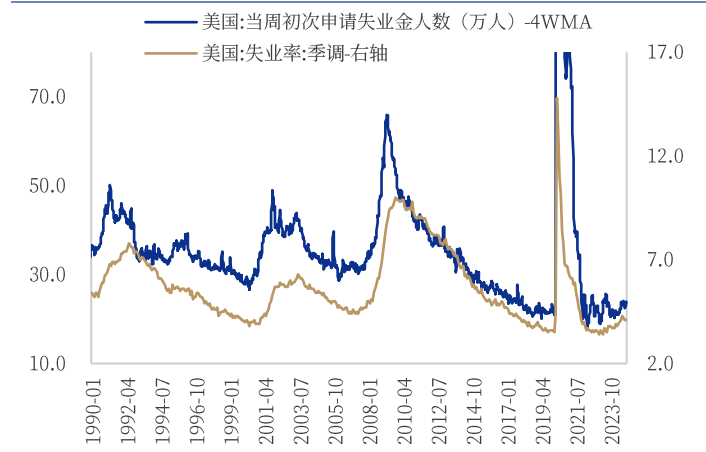
四、非农就业下修，领先指标没有弱化

图17：非农就业整体仍是下修趋势



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

图18：失业金初请人数领先于失业率，近期稳定（右轴%）



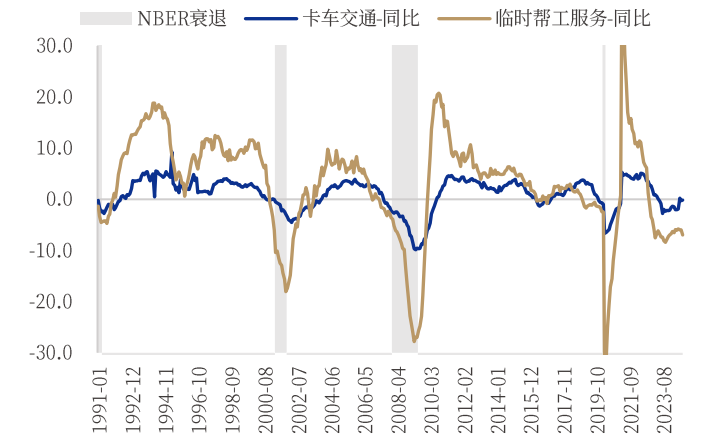
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图19：市场没有改变年内再由两次降息预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	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%	98.9%	1.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	82.7%	17.1%	0.2%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.2%	47.6%	8.1%	0.1%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.4%	46.3%	23.1%	3.1%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.9%	35.6%	36.3%	14.5%	1.8%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	24.2%	36.0%	25.0%	7.9%	0.9%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	1.7%	11.0%	27.3%	33.0%	20.4%	6.0%	0.6%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.4%	4.0%	15.1%	28.8%	29.9%	16.8%	4.7%	0.5%	0.0%
2025/10/29	0.1%	1.0%	5.9%	17.4%	28.9%	27.6%	14.7%	3.9%	0.4%	0.0%
2025/12/10	0.2%	1.7%	7.6%	19.1%	28.7%	25.7%	13.1%	3.4%	0.3%	0.0%

资料来源：CME, 中国银河证券研究院

图20：临时帮工增速下行，卡车交通就业回升（%）



资料来源：Fred, 中国银河证券研究院

五、风险提示

- (1)美国劳动市场大幅下滑的风险
- (2)美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3)劳动市场不同统计序列和方式存在误差的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

于金潼：宏观分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn