

宏观经济 | 宏观点评

短期扰动或不改就业市场温和走弱大势 ——美国 10 月非农就业数据点评



报告要点

美国 10 月非农新增就业人数从 9 月的 25.4 万降至 1.2 万人，不及预期，前值下修。劳工统计局在声明中表示，飓风可能影响了某些行业的就业，但表示无法量化飓风对全美就业人数、工时或收入的影响。失业率为 9 月的 4.051% 上升至 10 月的 4.145%，持平预期。10 月劳动参与率 62.6%，较上月下降 0.1pct。10 月份平均时薪环比同比都小幅上行。期货市场预期美联储 11 月降息的概率上升，11 月降息的概率接近 100%。我们认为今年继续降息是大概率，美国经济仍有韧性，就业市场数据总体符合预期的情况下，美联储大概率继续小幅降息。

分析师及联系人



王博群



方诗超

SAC: S0590524010002 SAC: S0590523030001

宏观点评

短期扰动或不改就业市场温和走弱大势 ——美国 10 月非农就业数据点评

相关报告

- 1.《工业产出或进一步回升——对 10 月 PMI 和高频数据的思考及未来经济展望》2024. 11. 02
- 2.《大选不确定性较高或利好避险类资产——美国大选深度观察》2024. 10. 27



扫码查看更多

➤ 失业率轻微回升，仍为 4.1%

美国家庭调查失业率从 9 月的 4.051% 上升至 10 月的 4.145%，持平预期 4.1%。根据 Sahm 法则，10 月数据不再触及关键临界值。劳动参与率 62.6%，较上月下降 0.1pct。10 月家庭调查基本按照标准程序进行，且响应率在正常范围内。

➤ 10 月新增非农不及预期，前值下修

雇主调查的美国 10 月非农新增就业人数从 9 月的 25.4 万降至 1.2 万人，不及预期。9 月第一次修正下修 3.1 万人，8 月第二次修正较初值下修 6.4 万人至 7.8 万人。劳工统计局在声明中表示，飓风可能影响了某些行业的就业，但表示无法量化飓风对全美就业人数、工时或收入的影响。10 月的初步雇主调查收集率远低于平均水平。美国劳工部认为影响 10 月雇主调查数据收集率的一个更大因素是收集期偏短。

➤ 非农偏弱或是暂时的扰动，高频数据未见明显持续恶化

非季调的非农环比 10 月增长了 82.6 万，考虑到季节因素也偏弱，和 2016 年的水平较接近。分行业看，10 月近一半的行业就业下降，9 月仅有 2 个行业就业减少。如果去除政府的话，私人部门的新增就业为负，10 月就业减少了 2.8 万人。从更高频的数据看，非农数据的扰动可能是暂时的。当周初次申请失业金的人数仅在 10 月 5 日的那周一度上升到 26 万人。从月度的均值来看，10 月均值 23.7 万，较 9 月增长了 1.2 万人。

➤ 时薪环比同比小幅上行，劳动力市场或仍有韧性

10 月份平均时薪同比增长 3.99%，较上月 3.88% 略微上行，预期 4%；环比增长 0.37%，预期 0.3%，上月 0.31%。10 月时薪的环比小幅上行，同比也小幅上行，但是仍略低于 4%。时薪的数据没有随着非农出现明显下行，可能意味着劳动力市场并不是单边快速下行，就业市场的冷却速度或仍保持较温和的节奏。10 月每周工作时间为 34.3 小时，持平上月。分行业看共 10 个行业时薪跑赢通胀，较上月增加 1 个，没有跑赢通胀的只剩 3 个行业。

➤ 美联储 11 月和 12 月分别降息 25 基点仍是最可能的情形

10 月非农数据公布前市场认为 11 月降息 25 个基点的概率超过 90%；非农数据公布后，11 月降息 25 个基点的概率到了 100%，甚至出现了很小的降息 50 个基点的概率。我们认为今年继续降息是大概率，美国经济仍有韧性，就业市场数据总体符合预期的情况下，美联储大概率继续小幅降息。在非农数据公布后，市场的反应上，长端债券收益率上行，股市上涨。从股市不同行业的涨跌来看，利率敏感的房地产下跌较多，可能反映了长端利率的上行；非必须消费涨幅最高，可能反映了对经济未来的乐观预期仍然没有大的变化。

风险提示：美国经济放缓超预期，地缘政治风险超预期

正文目录

1. 失业率微升，劳动参与率下降	5
1.1 失业率小幅上行	5
1.2 劳动参与率略微下降	7
2. 私人非农就业负增长，前值下修	9
2.1 非农就业增长放缓	10
2.2 近一半行业就业减少	14
3. 时薪环比同比小幅上行	16
3.1 时薪环比同比上升，工时不变	16
3.2 分行业时薪：10 个行业跑赢通胀	17
4. 职位空缺数继续回落	18
4.1 职位空缺继续下行	18
4.2 初次申请失业金月初有小幅波动	21
5. 美联储今年或继续小幅降息	22
5.1 长端国债利率上行，股市上涨	22
5.2 美联储 11 月降息 25 个基点是大概率	24
6. 风险提示	26

图表目录

图表 1: 近 3 年美国失业率 (%)	5
图表 2: 美国历史失业率 (%)	5
图表 3: 9 月 FOMC 经济预期概要 (SEP) 中位数	6
图表 4: Sahm 法则失业率平均值 (%)	7
图表 5: Sahm 法则 (%)	7
图表 6: 疫情以来美国劳动参与率 (%)	8
图表 7: 历史美国劳动参与率 (%)	8
图表 8: 16-19 岁人群劳动参与率 (%)	9
图表 9: 20-24 岁人群的劳动参与率 (%)	9
图表 10: 25-54 岁人群劳动参与率 (%)	9
图表 11: 55 岁以上人群的劳动参与率 (%)	9
图表 12: 环比新增非农就业 (万人)	11
图表 13: 疫情后环比新增非农就业 (万人)	11
图表 14: 2016 年以来 9 月的非季调非农 (万人)	11
图表 15: 2016 年以来 10 月的非季调非农 (万人)	11
图表 16: 新增非农就业 (万人)	13
图表 17: 新增非农就业修正变化 (万人)	13
图表 18: 疫情前同比新增非农就业 (万人)	14
图表 19: 疫情后同比新增非农就业 (万人)	14
图表 20: 10 月新增非农就业分行业 (单位: 万人)	15
图表 21: 10 月累积新增非农就业分行业 (单位: 万人)	16
图表 22: 非农全部员工时薪同比 (%)	17

图表 23:	非农全部员工时薪环比(%)	17
图表 24:	工资通胀拆解, 工资=时薪*工时(对数化结果, %)	17
图表 25:	时薪分行业(美元)	18
图表 26:	职位空缺数(万人)	19
图表 27:	职位空缺率(%)	20
图表 28:	空缺失业比	20
图表 29:	劳动力供给和劳动力需求(百万人)	20
图表 30:	贝弗里奇曲线(%)	21
图表 31:	当周初次申请失业金人数(万人, 右轴%)	21
图表 32:	持续领取失业金人数(万人)	21
图表 33:	月均值: 当周初次申请失业金人数(万人)	22
图表 34:	美国股市收盘的反应(%)	23
图表 35:	美国国债利率收盘变化(基点)	23
图表 36:	2024 年 11 月 1 日标普 500 不同行业表现日变化	23
图表 37:	10 月非农数据公布前美联储未来降息概率(%)	24
图表 38:	10 月非农数据公布后美联储未来降息概率(%)	25
图表 39:	美联储历史上加息和降息的幅度	25

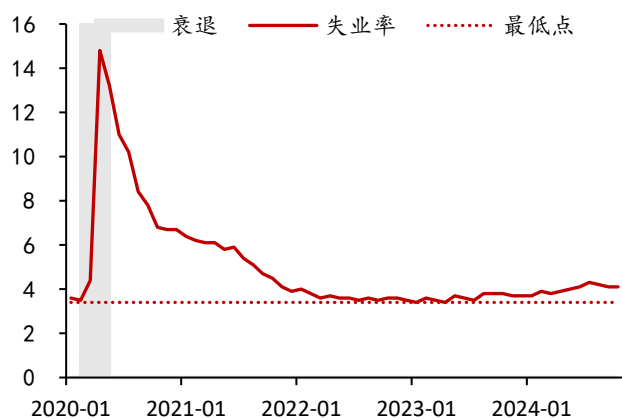
1. 失业率微升，劳动参与率下降

美国失业率从9月的4.051%上升至10月的4.145%，持平预期4.1%。根据 Sahm 法则，10月数据不再触及关键临界值。劳动参与率62.6%，较上月下降0.1pct。

1.1 失业率小幅上行

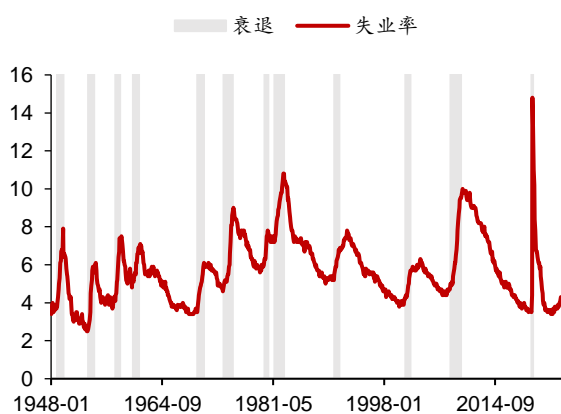
美国失业率从9月的4.051%上升至10月的4.145%，持平预期4.1%。失业率在疫情后的2020年4月上升到14.8%的最高点，然后一路回落，最低点为3.4%。相对于最低点，失业率上升了0.7pct。

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 美联储或继续支持劳动力市场

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 的会议上说，“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

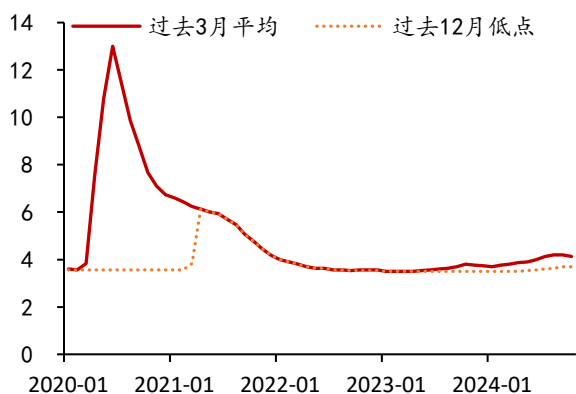
资料来源：美联储，国联证券研究所整理

1.1.2 萨姆法则回到关键临界值之下

根据最新的美国10月失业率数据，近3月的均值较近12个月的低点上升了0.43%，上个月的上升幅度为0.5%。根据Sahm法则，如果这个数值超过了0.5%时，经济就即将步入衰退期。根据Sahm法则，10月数据不再触及关键临界值(计算到小数点后2位)，经济衰退的担忧减轻。

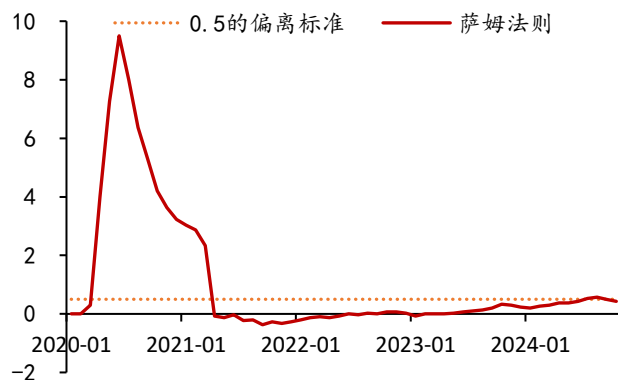
¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20240823a.htm>

图表4: Sahm 法则失业率平均值(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所 (注: 计算到小数点后 2 位)

图表5: Sahm 法则 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所 (注: 计算到小数点后 2 位)

1.2 劳动参与率略微下降

10 月劳动参与率 62.6%，较上月下降 0.1pct，16-19 岁人群的劳动参与率下降 1.4pct；25-54 岁人群的劳动参与率下降 0.3pct；20-24 岁人群的劳动参与率上升 1.2pct；55 岁以上人群的劳动参与率不变。劳动参与率和疫情前水平差距较大的仍然是 55 岁以上人群，较疫情前高点仍有 1.9% 的差距。

1.2.1 劳动参与率

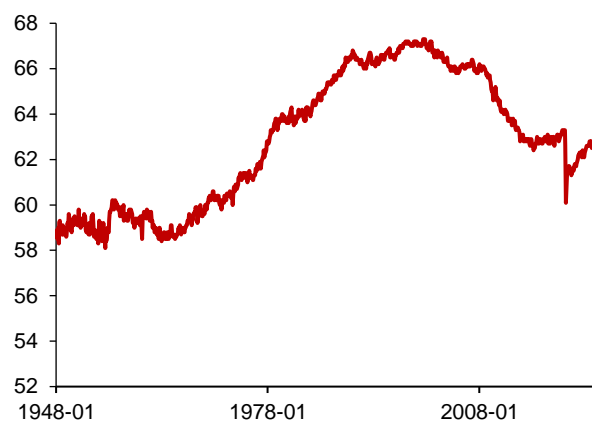
10 月劳动参与率 62.6%，较上月下降 0.1pct，9 月为 62.7%，距离疫情前的高点 63.3%，差距略微增长到 0.7pct。

图表6: 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7: 历史美国劳动参与率(%)



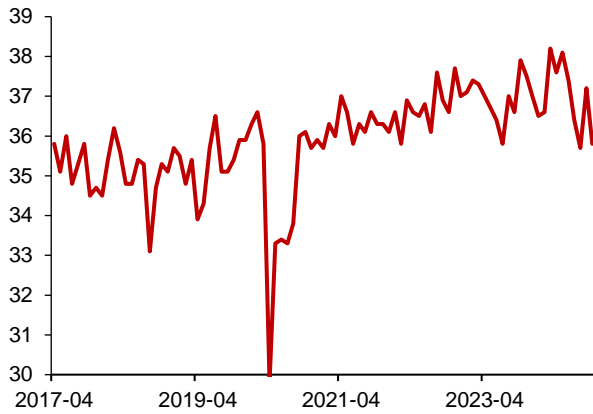
资料来源: Wind, 国联证券研究所

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, 10 月份 2 个年龄组的劳动参与率较上月下降, 1 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下降 1.4pct; 25-54 岁人群的劳动参与率下降 0.3pct; 20-24 岁人群的劳动参与率上升 1.2pct, ; 55 岁以上人群的劳动参与率不变。

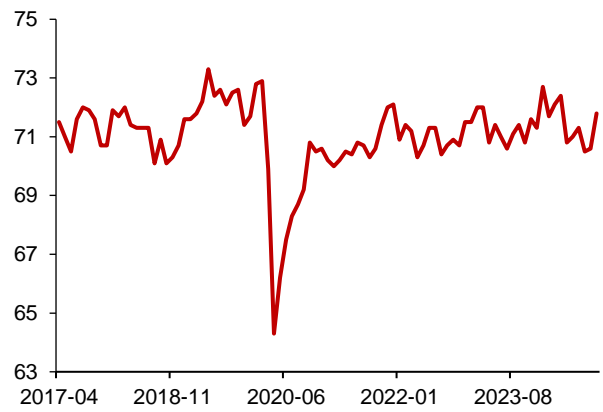
从绝对水平上看, 劳动参与率低于疫情前的主要是 55 岁以上人群, 较疫情前高点有 1.9pct 的差距, 整体并没有回升的迹象。

图表8: 16-19岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表9: 20-24岁人群的劳动参与率(%)



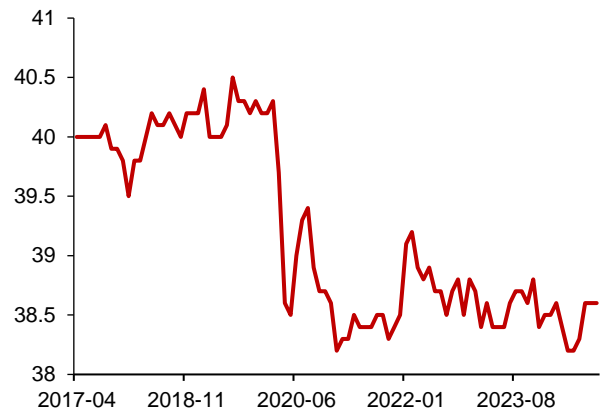
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表10: 25-54岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表11: 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. 私人非农就业负增长，前值下修

雇主调查的美国10月非农新增就业人数从9月的25.4万降至1.2万人，不及预期。

非季调的非农环比10月增长了82.6万，对比疫情前几年的情况来看，10月非季调的数据低于2016-2019年的水平。10月的非农新增数据考虑到季节因素也偏弱，

和 2016 年的水平较接近。疫情扰动的几年里 10 月的新增非农则更多一些，2021 年一度接近 170 万人，而到 2023 年下降到 100 万人左右。

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，10 月近一半的行业就业下降，9 月仅有 2 个行业就业减少。

2.1 非农就业增长放缓

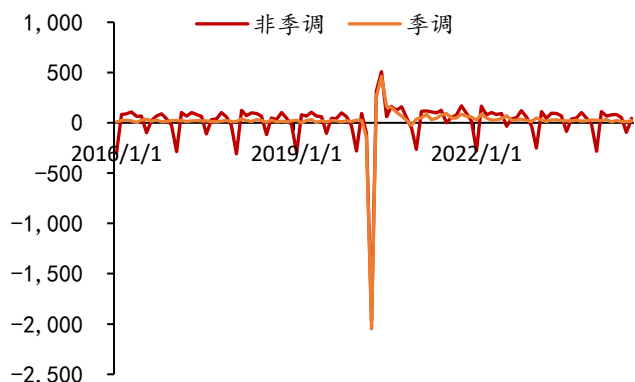
雇主调查的美国 10 月非农新增就业人数从 9 月的 25.4 万降至 1.2 万人，不及预期。

2.1.1 新增非农就业总量

雇主调查的美国 10 月非农新增就业人数从 9 月的 25.4 万降至 1.2 万人，不及预期。从 3 个月的均值来看，10 月非农新增就业人数也回落，仅略高于 10 万人。劳工统计局在声明中表示，飓风可能影响了某些行业的就业，但表示无法量化飓风对全美就业人数、工时或收入的影响。

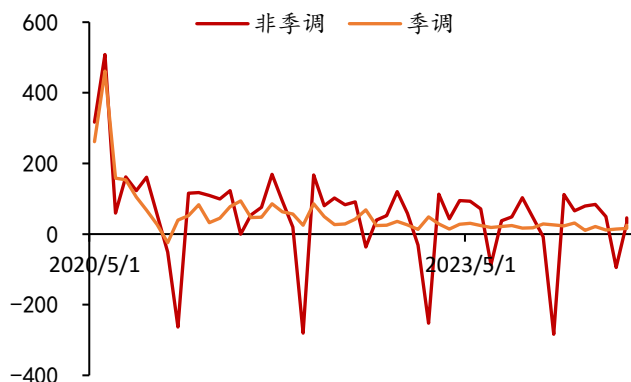
非季调的非农环比 10 月增长了 82.6 万，对比疫情前几年的情况来看，10 月非季调的数据低于 2016-2019 年的水平，2016-2019 年 10 月平均增长 97.3 万人。2016 年 10 月新增非农相对较低，也只有不到 90 万人，而 2017-2019 年的新增非农都在 100 万人附近。10 月的非农新增数据考虑到季节因素也偏弱，和 2016 年的水平较接近。疫情扰动的几年里 10 月的新增非农则更多一些，2021 年一度接近 170 万人，而到 2023 年下降到 100 万人左右。

图表12: 环比新增非农就业(万人)



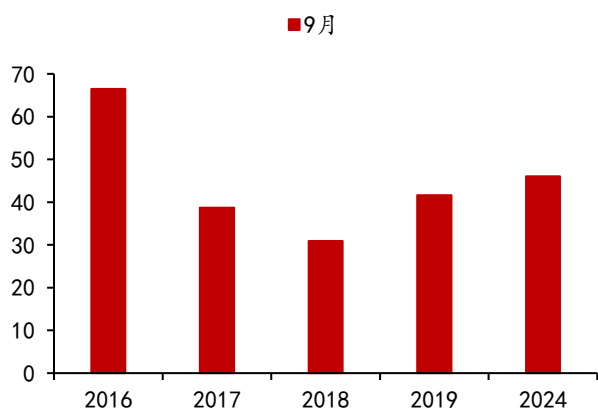
资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表13: 疫情后环比新增非农就业(万人)



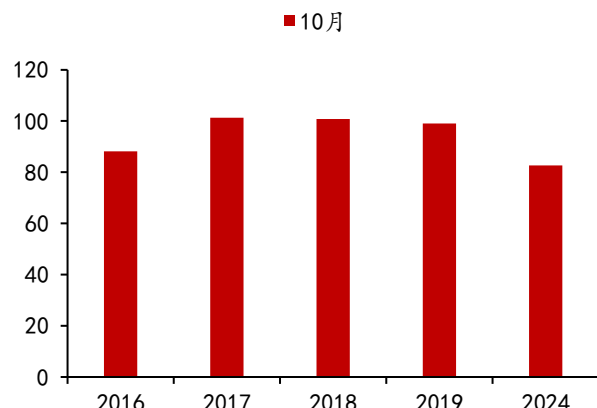
资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表14: 2016年以来9月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 2016年以来10月的非季调非农(万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.1.1 飓风和港口工人罢工

飓风可能影响了10月的非农数据,根据美国劳工部的报告飓风米尔顿于2024年10月9日袭击佛罗里达州,正值两项调查的参考期内。在飓风登陆之前,佛罗里达州的居民进行了大规模疏散。在10月,家庭调查基本按照标准程序进行,且响应率在正常范围内。10月的初步雇主调查收集率远低于平均水平。然而,受飓风影响区域和未受影响区域的收集率相似。影响10月雇主调查数据收集率的一个更大因素是

收集期的时间安排和长度。这个收集期可以从 10 天到 16 天不等，10 月的收集期持续了 10 天，并在月底前几天完成。10 月的数据估算程序没有对雇主调查或家庭调查做出任何更改。虽然飓风可能影响了某些行业的工资、就业估算，但由于雇主调查并未设计用于分离估计极端天气事件的影响，美国劳工部表示无法量化飓风对全国就业、工作时间或收入估算的净影响。

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。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，或不会对就业数据造成很大负向影响，而且这个影响在下月就会消失。

2.1.2 新增非农就业数据修正

2024 年新增非农数据的修正继续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 万人和 7 月上修了 3 万人。

9 月第一次修正下修 3.1 万人，8 月第二次修正较初值下修 6.4 万人至 7.8 万人，第二次修正相较于第一次修正下修了 8.1 万人。

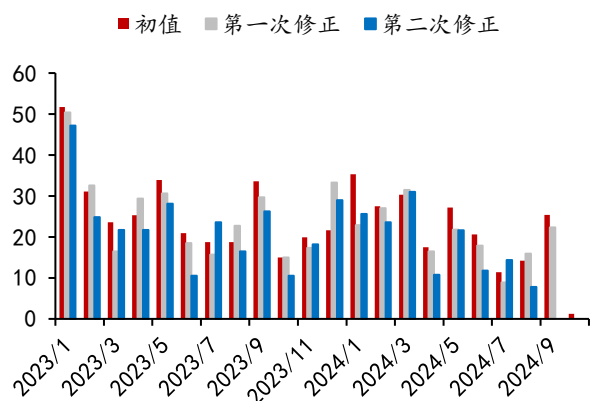
2024 年 8 月的修正数据没有延续 7 月数据修正的变化。7 月第二次修正相对于初值上修了 3 万，是 2024 年唯二的向上修正。2024 前 8 个月合计下修了 37.4 万人。

2023 年新增非农第二次修正相对于初值的变化也是向下修正的居多，2023 年全年累计向下修正了 36 万。其中 6 月份的修正幅度最大，初值是 20.9 万，而第二次修正后变成了 10.5 万，向下修正了 10.4 万。

2023 至今新增非农总计下修了 73.4 万人。

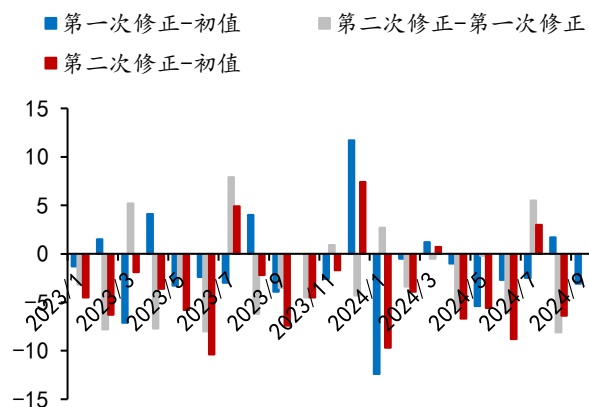
² <http://www.news.cn/world/20241004/0e828aae4c5543b99118fc521a9466a2/c.html>

图表16: 新增非农就业(万人)



资料来源: BLS, 国联证券研究所

图表17: 新增非农就业修正变化(万人)



资料来源: BLS, 国联证券研究所

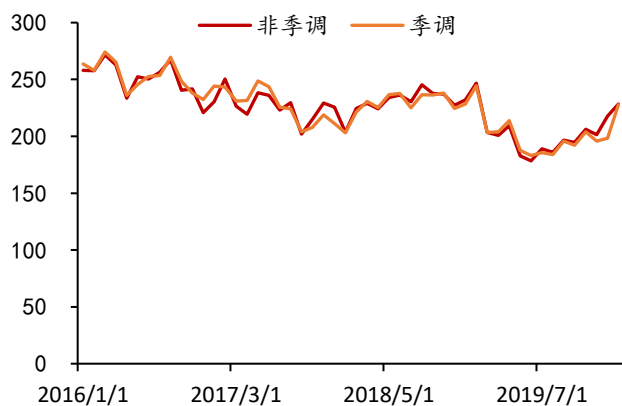
2.1.3 新增非农就业同比

从同比增长的数据看, 10月非季调的非农同比增长212.9万, 月均17.7万, 上月为233.6万; 季调同比增长217.3万人, 月均18.1万, 上月232.6万人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。

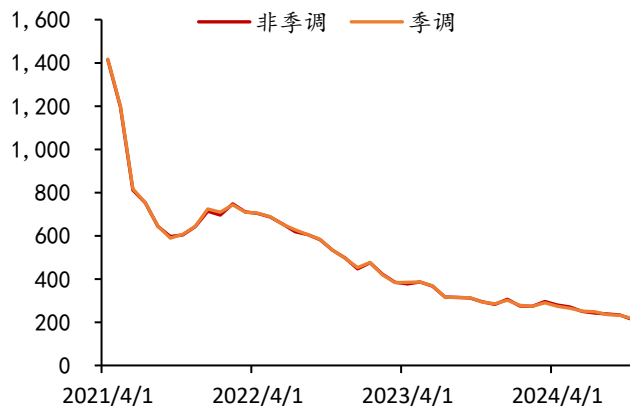
³ 同比的增长不会被季节调整影响, 另外同比数据相当于考虑了12个月的变化, 也更不易受一两个月数据波动的影响。

图表18: 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19: 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 近一半行业就业减少

分行业看, 10月近一半的行业就业下降, 9月仅有2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, 10月近半行业就业下降, 9月仅有2个行业就业减少。政府新增4.0万人, 10月新增非农还能为正主要应归功于政府。如果去除政府的话, 私人部门的新增就业为负, 10月就业减少了2.8万人。

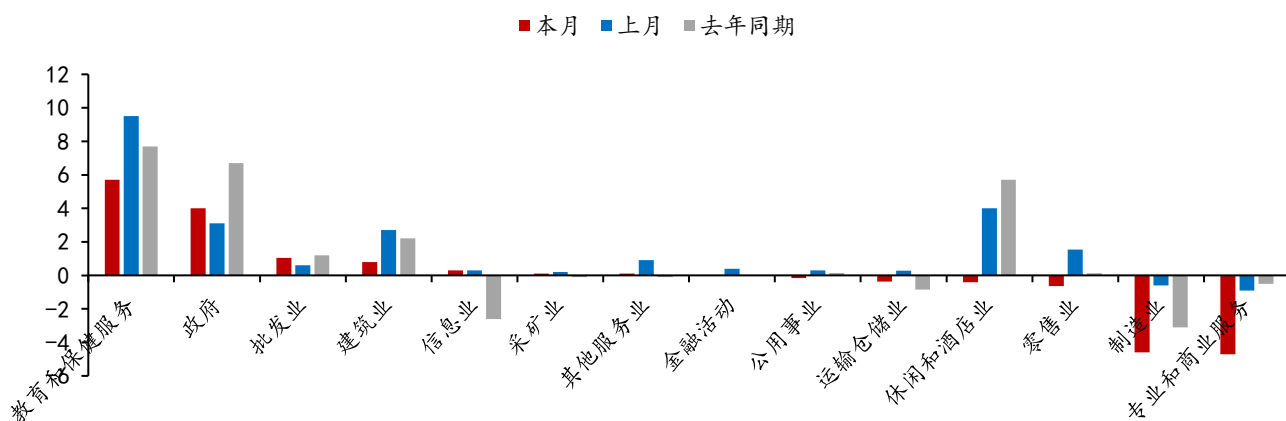
在就业增长的私人部门行业中, 增幅前三的私人行业为教育和保健服务、批发业和建筑业。

具体数字上来看, 教育和保健服务新增5.7万人, 其次是批发业增加1.0万人, 建筑业新增0.8万人。

其他行业中, 信息业增加0.3万人, 采矿业增加0.1万人, 其他服务业增加0.1万人, 金融活动业增加0.0万人, 公共事业减少0.2万人, 运输仓储业减少0.4万人, 休闲和酒店业减少0.4万人, 零售业减少0.6万人, 制造业减少4.6万人, 专业

和商业服务业减少 4.7 万人。

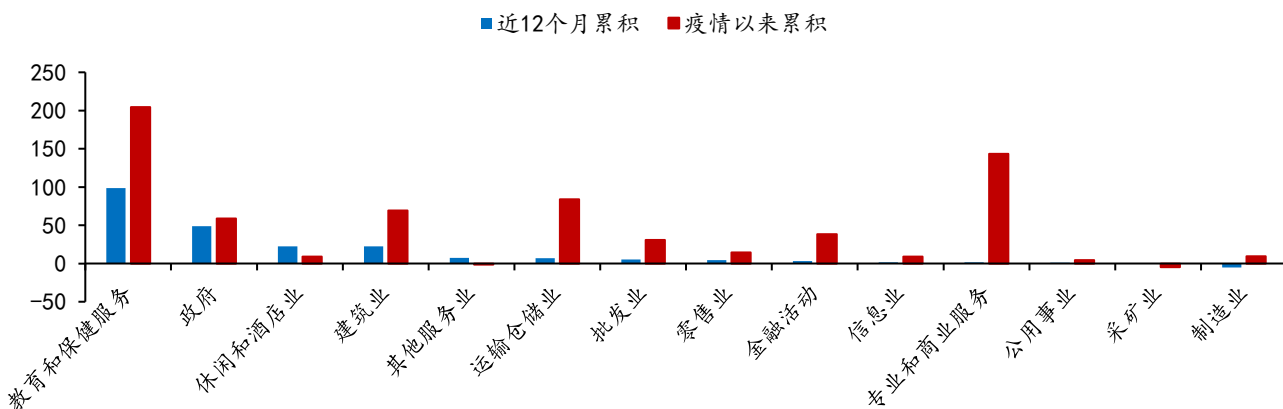
图表20：10月新增非农就业分行业(单位:万人)



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 98.5 万，休闲和酒店业近 12 个月新增就业 22.4 万人，仅次于教育和保健服务，除了制造业和采矿业外所有行业都为正增长。

图表21：10月累积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

3. 时薪环比同比小幅上行

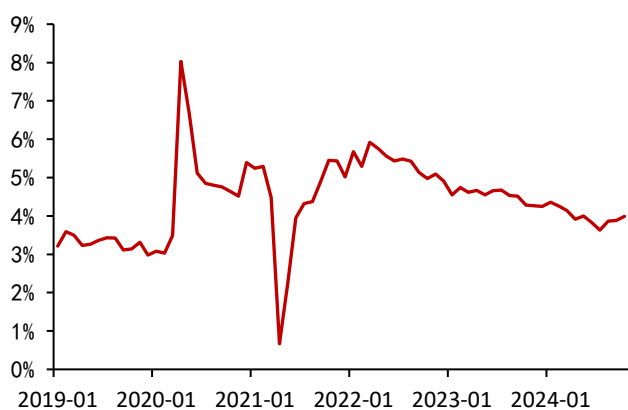
10月份平均时薪同比增长3.99%，较上月3.88%略微上行，预期4%；环比增长0.37%，预期0.3%，上月0.31%。10月时薪的环比小幅上行，同比也小幅上行，但是仍略低于4%。时薪的数据没有随着非农出现明显下行，可能意味着劳动力市场并不是单边快速下行，就业市场的冷却速度或仍保持较温和的节奏。

分行业看共10个行业时薪跑赢通胀，较上月增加1个，没有跑赢通胀的只剩3个行业。

3.1 时薪环比同比上升，工时不变

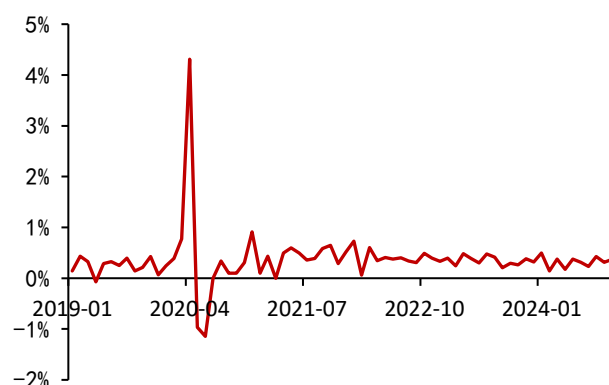
10月份平均时薪同比增长3.99%，较上月3.88%略微上行，预期4%；环比增长0.37%，预期0.3%，上月0.31%。10月时薪的环比小幅上行，同比也小幅上行，但是仍略低于4%。时薪的数据没有随着非农出现明显下行，可能意味着劳动力市场并不是单边快速下行，就业市场的冷却速度或仍保持较温和的节奏。10月每周工作时间为34.3小时，持平上月。

图表22：非农全部员工时薪同比(%)



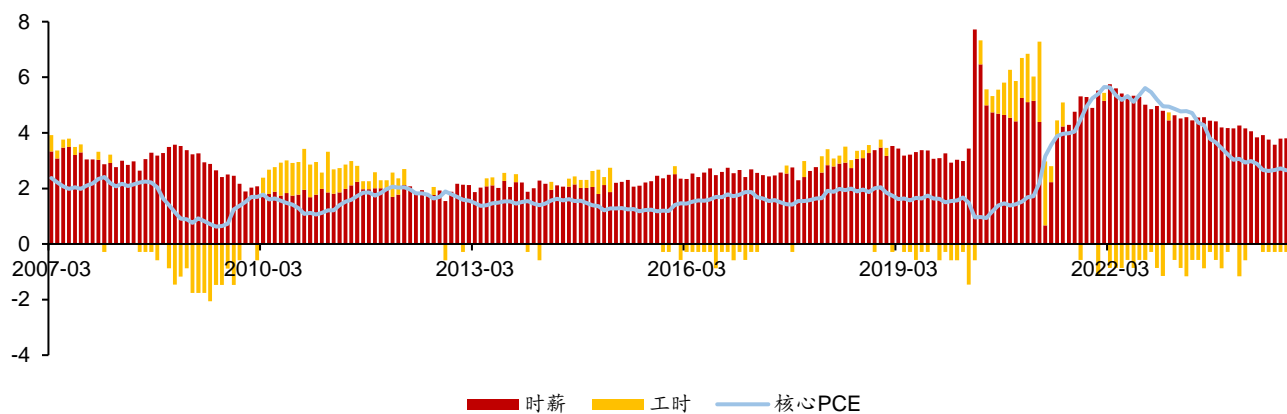
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表23：非农全部员工时薪环比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表24：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：10 个行业跑赢通胀

从分行业的时薪增长来看，休闲和酒店业的增幅仍最大，较疫情前累计增长了31.5%。但是由于休闲和酒店业的时薪绝对值较低，休闲和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 21.4%和 20.0%，如果以 CPI 增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的有 10 个行业，较上月增加一个，它们分别是休闲和酒店业、专业和商业服务业、金融活动业、其他服务业、教育和医疗服务业、建筑业、运输仓储业、零售业、公用事业以及制造业。13 个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 3 个行业。

图表25：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	22.23	22.19	21.46	0.2%	3.6%	5.33	31.5%
专业和商业服务业	43.01	42.77	40.93	0.6%	5.1%	8.6	25.0%
金融活动业	46.1	45.87	44.14	0.5%	4.4%	9.21	25.0%
其他服务业	31.9	31.76	30.79	0.4%	3.6%	6.23	24.3%
教育和医疗服务	34.55	34.52	33.56	0.1%	2.9%	6.55	23.4%
建筑业	38.72	38.6	37.01	0.3%	4.6%	7.34	23.4%
运输仓储业	30.9	30.75	29.81	0.5%	3.7%	5.85	23.4%
零售业	24.76	24.6	24.08	0.7%	2.8%	4.55	22.5%
公用事业	51.96	51.58	50.24	0.7%	3.4%	9.28	21.7%
制造业	34.42	34.33	32.85	0.3%	4.8%	6.13	21.7%
信息业	51.19	50.47	48.71	1.4%	5.1%	8.18	19.0%
批发业	37.94	37.82	37.07	0.3%	2.3%	6.02	18.9%
采矿业	39.98	39.88	38.64	0.3%	3.5%	5.46	15.8%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 职位空缺数继续回落

职位空缺数继续回落，9月 744.3 万，较 8 月下降 41.8 万。总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度 9 月也略微下降，每一个失业的人平均面对 1.09 个潜在的就业机会，8 月为 1.10。

4.1 职位空缺继续下行

JOLTS 报告显示的劳动力市场大趋势也是继续走弱。职位空缺数继续回落，9 月 744.3 万，较 8 月下降 41.8 万。

图表26：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 9 月也略微下降，每一个失业的人平均面对 1.09 个潜在的就业机会，8 月为 1.10。2022 年初时的峰值超过 2，目前较高位明显回落，2020 年疫情开始前略高于 1.2。

职位空缺率的数据也继续回落，9 月的职位空缺率为 4.5%，上月 4.7%，较 2022 年 3 月的峰值 7.4% 已经回落了 2.9pct。

图表27: 职位空缺率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

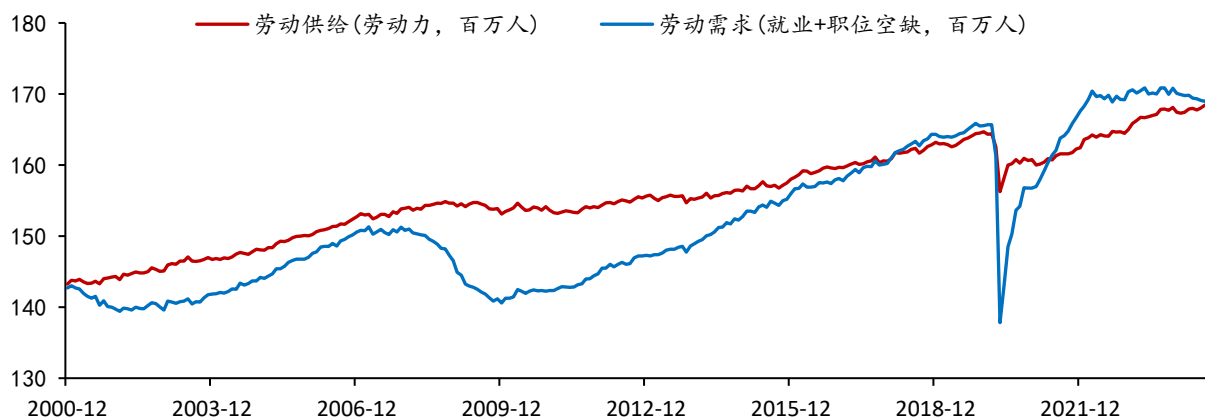
图表28: 空缺失业比



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29: 劳动力供给和劳动力需求 (百万人)

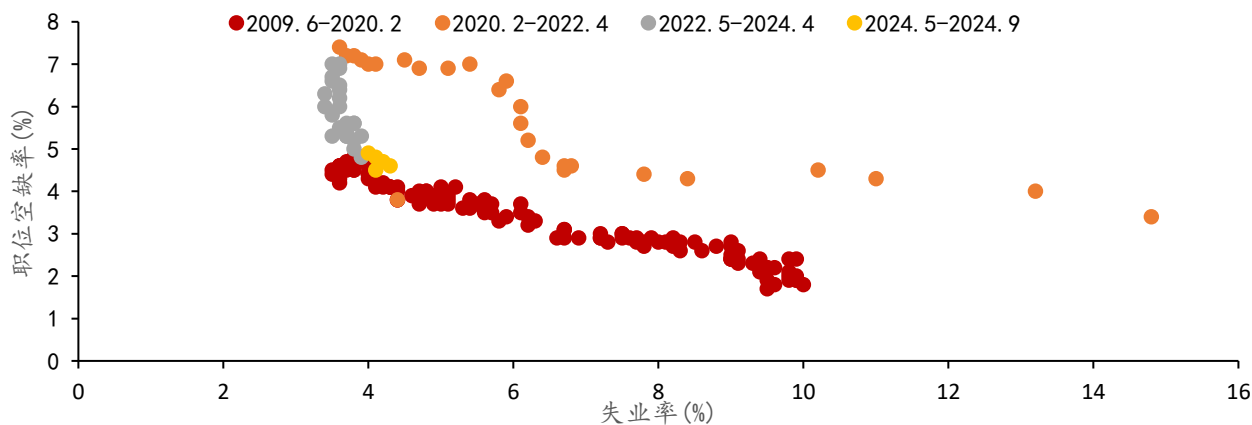


资料来源: Fred, 国联证券研究所整理

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,但从5月开始美国经济正在回到旧的贝弗里奇曲线上,失业率或更明显地上行。

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画出美国就业市场的贝弗里奇曲线。图中灰色散点往下运动似乎几乎触底,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30: 贝弗里奇曲线(%)

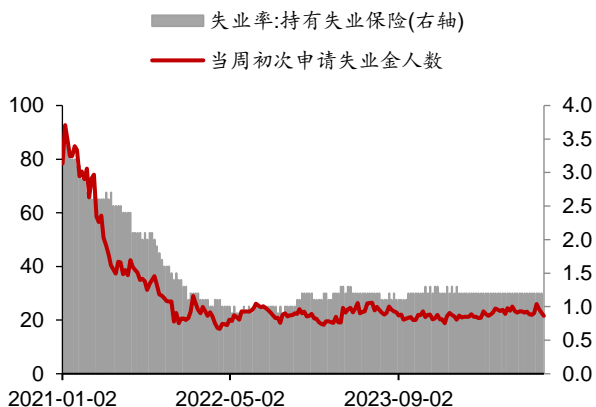


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

4.2 初次申请失业金月初有小幅波动

周度数据中, 持有失业保险的失业率 10 月 19 日为 1.2%, 2024 年以来一直维持这个水平, 较最低点上升了 0.3pct。持续领取失业金人数 10 月 19 日的那周为 186.2 万, 较 2022 年中达到的最低值已经上升了约 55.6 万人。

图表31: 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

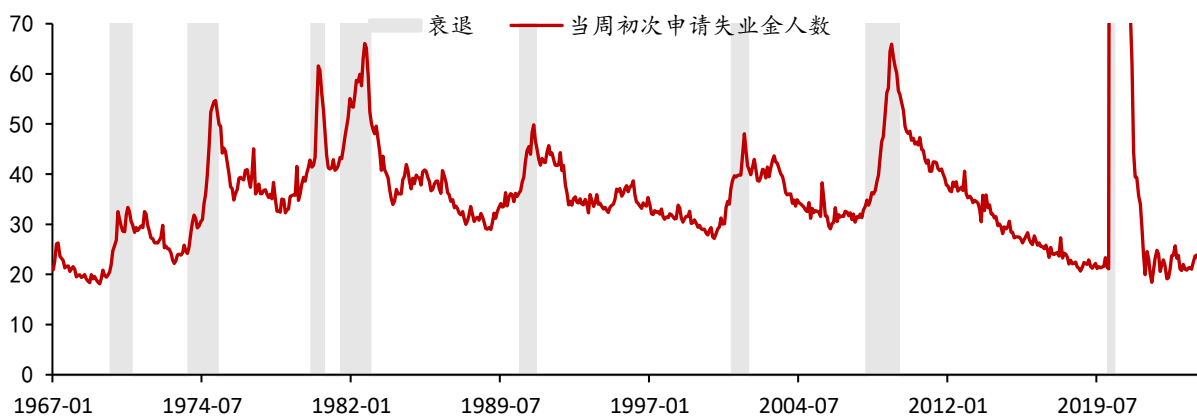
图表32: 持续领取失业金人数 (万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

当周初次申请失业金的人数 10 月 26 日那周为 21.6 万人，10 月 5 日的那周一度上升到 26 万人。从月度的均值来看，10 月均值 23.7 万，较 9 月增长了 1.2 万人。

图表33：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，失业率仍不高，美国经济仍有韧性，美联储可能继续小幅降息。11 月降息 25 个基点是大概率。

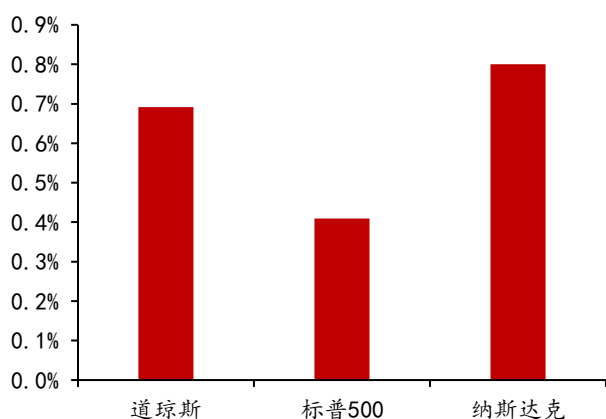
5.1 长端国债利率上行，股市上涨

在非农数据公布后，市场的反应上，长端债券收益率上行，股市上涨。

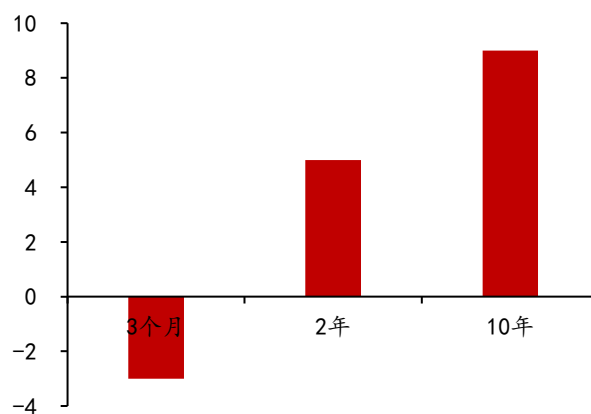
数据公布后国债利率普遍上行，收盘时，3 个月的国债收益率下降了 3 个基点，2 年期国债收益率上涨了 5 个基点，10 年期国债收益率上涨了 9 个基点。

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 0.8%，标普 500 上涨 0.4%，道琼斯指数上涨 0.7%。虽然新增非农偏低，前值下修，但股票市场对经济软着陆可能仍持乐观预期或是股市上行的主要因素。同时，美联储降息预期进一步增强，在分母端也利好股市估值。

图表34：美国股市收盘的反应(%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表35：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，利率敏感的房地产下跌较多，可能反映了长端利率的上行；非必需消费涨幅最高，可能反映了对经济未来的乐观预期仍然没有大的变化。

图表36：2024年11月1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
公用设施	396.75	-2.26%	-9.16	406.83	396.34
房地产	267.93	-1.09%	-2.96	272.94	267.83
能源	676.19	-0.74%	-5.07	693.02	675.22
材料	585.03	-0.19%	-1.11	589.01	584.79
通信服务	320.02	-0.07%	-0.22	322.24	318.81
必需消费	861.14	-0.06%	-0.55	864.38	860.37
金融	774.27	0.11%	0.87	781.16	773.97
工业	1132.94	0.16%	1.84	1142.84	1132.44
医疗保健	1721.66	0.59%	10.17	1729.71	1715.61
信息技术	4386.22	0.61%	26.66	4420.33	4354.62
非必需消费	1618.23	2.40%	37.98	1635.26	1615.38

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低，但是到收盘时又回升；现货黄金在数据公布后略微上行，收盘时则回落。

5.2 美联储 11 月降息 25 个基点是大概率

10 月非农数据公布前市场认为 11 月降息 25 个基点的概率超过 90%；非农数据公布后，11 月降息 25 个基点的概率到了 100%，甚至出现了很小的降息 50 个基点的概率。我们认为今年继续降息是大概率，美国经济仍有韧性，就业市场数据总体符合预期的情况下，美联储可能继续小幅降息。

图表37：10月非农数据公布前美联储未来降息概率(%)

日期	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
11/7/2024					0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	93.20%	6.80%
12/18/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	70.70%	27.60%	1.60%
1/29/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	43.10%	44.50%	11.80%	0.60%
3/19/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	28.90%	44.00%	22.60%	4.30%	0.20%
5/7/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.60%	36.00%	33.90%	14.00%	2.40%	0.10%
6/18/2025	0.00%	0.00%	0.00%	7.10%	25.30%	34.90%	23.50%	8.00%	1.20%	0.10%
7/30/2025	0.00%	0.00%	1.90%	12.00%	27.80%	31.90%	19.40%	6.10%	0.90%	0.00%
9/17/2025	0.00%	0.50%	4.60%	16.20%	28.90%	28.50%	15.80%	4.70%	0.70%	0.00%
10/29/2025	0.10%	1.20%	6.50%	18.30%	28.90%	26.50%	14.00%	4.10%	0.60%	0.00%
12/10/2025	0.30%	2.00%	8.40%	20.00%	28.50%	24.40%	12.40%	3.50%	0.50%	0.00%

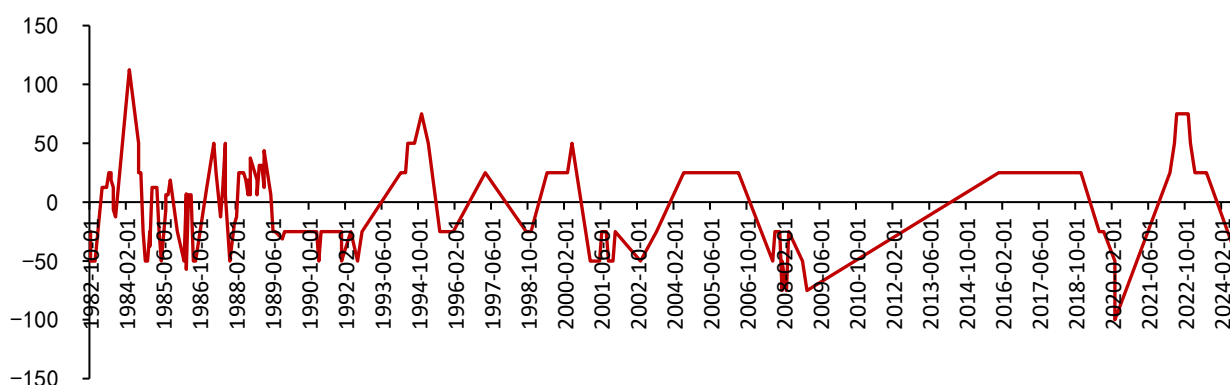
资料来源：CME，国联证券研究所

图表38：10月非农数据公布后美联储未来降息概率(%)

日期	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%	0.20%	99.80%
12/18/2024	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	82.80%	17.10%
1/29/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	49.60%	43.40%	6.80%
3/19/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	35.80%	45.20%	17.10%	1.90%
5/7/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	18.10%	40.50%	31.00%	9.40%	0.90%
6/18/2025	0.00%	0.00%	0.00%	9.70%	30.10%	35.40%	19.40%	4.90%	0.40%
7/30/2025	0.00%	0.00%	2.70%	15.40%	31.60%	30.90%	15.40%	3.60%	0.30%
9/17/2025	0.00%	0.70%	6.10%	19.70%	31.40%	26.80%	12.20%	2.80%	0.20%
10/29/2025	0.10%	1.70%	8.60%	21.90%	30.60%	24.10%	10.50%	2.30%	0.20%
12/10/2025	0.40%	2.90%	11.00%	23.40%	29.40%	21.70%	9.00%	1.90%	0.20%

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月开始降息是降了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年金融危机前相比还是很不一样的，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39：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

我们还是认为经济不着陆目前实现的可能仍较大，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，美联储可能需要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

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

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。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

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

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

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