

## 2021 年 9 月美国就业数据简评

## 美联储如何面对“弱非农”？

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号  
S1060120120052  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



## 事项：

美国时间 2021 年 10 月 8 日上午 8:30 美国劳工部公布美国 9 月就业数据。

## 平安观点：

- 美国 9 月非农就业意外疲弱，仅新增 19.4 万人，大幅低于市场预期的 50 万人。政府部门就业是最大拖累项，教育部门就业也负增长，由于新冠疫情扭曲了正常的季节性招聘规律，季节性调整后的就业数据更显疲弱。相反，受疫情冲击较大的部门（如批发、零售、休闲和酒店业等）明显改善。
- 美国 9 月失业率超预期下降至 4.8%，已达到美联储最新预测的年底水平。9 月劳动参与率小幅下降 0.1 个百分点，至 61.6%。9 月美国失业人数大幅减少了 71 万人，而劳动力人口小幅减少 18.3 万人。我们认为，美国失业率下降的积极意义，足以抵消劳动参与率下降的消极意义。
- 数据公布后，市场短线押注美国经济走弱、货币政策向松，但这一情绪很快在 1 小时内消散：10 年美债收益率短线跌至 1.56% 附近，之后强力反弹并升破 1.6%，当日收于 1.618%；美元指数短线跳水跌破 94，之后回升至 94 上方，当日收于 94.1。后开盘的美股经历波动后小幅收跌。
- 美联储将如何面对“弱非农”？此前市场相信，如果 9 月就业数据“还可以”（reasonably good），美联储大概率将在 11 月 2-3 日的议息会议后官宣削减资产购买计划（Taper）。但 9 月非农数据确实不够好，美联储的行动难度直线上升。我们认为，9 月“弱非农”不会改变美联储年内官宣 Taper 的选择，但 11 月议息会议上直接开始 Taper 的概率下降，更有可能释放信号“预告”12 月正式开始 Taper。

第一，美联储更看重非农就业恢复的累积进展（accumulated progress）而不是单月数据。虽然 9 月新增非农有限，但仍保持正增长。

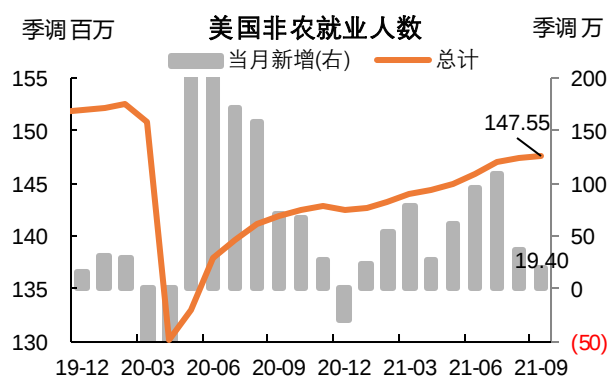
第二，美联储对于就业市场的评估是基于一系列指标（而不单是非农数据），目前大部分就业指标都比较乐观：9 月失业率快速下降，工资和工时快速上升，ADP 就业（“小非农”）数据走强，失业金申领人数保持下降趋势，美国 IMS 制造业和非制造业的 PMI 就业分项均保持在 50 以上的扩张区间，以及美国职位空缺率和雇佣率高企格局仍在持续等。

第三，美联储需要保证信誉及政策的可预见性，大概率仍会年内开始 Taper，不过仍需尽量照顾市场情绪。考虑到，9 月的“弱非农”是 11 月议息会议前唯一的非农数据，是市场预判美联储行动的重要依据，美联储若 11 月即刻实施 Taper 将制造一个鹰派意外（hawkish surprise），更温和、也更稳妥的做法是：11 月“预告”将于 12 月开始实施 Taper。当然，9 月的“弱非农”增加了美联储行动的不确定性，仍需警惕 Taper 靴子正式落地前的市场波动。

## 平安证券

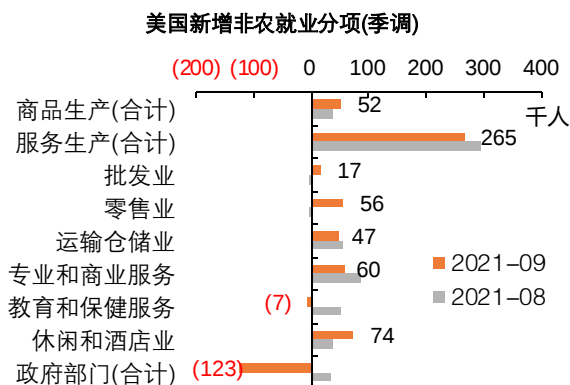
美国 2021 年 9 月非农就业意外疲弱，仅新增 19.4 万人，大幅低于市场预期的 50 万人，为今年以来的最小增值（图表 1）。其中，政府部门就业成为最大拖累项，9 月减少 12.3 万人，前值增加 3.4 万人；教育部门就业也出现负增长，9 月教育和保健服务业减少 7 千人，前值增加 5.1 万人。美国劳工部（BLS）报告称，近几个月教育部门就业数据“很难解释”：往年随着学校开学，9 月通常是教育部门招聘旺季，但新冠疫情扭曲了正常的季节性招聘规律，因此季节性调整后的就业数据更显疲弱。反而受疫情冲击较大、在 8 月就业报告中表现疲弱的部门在 9 月明显改善，例如零售贸易（新增 5.6 万人）、批发贸易（新增 1.7 万人）、休闲和酒店业（新增）等部门就业恢复加快（图表 2）。我们认为，疫情对美国就业的影响虽然仍未消散，但已经开始边际减弱。

图表1 美国 9 月非农数据疲弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

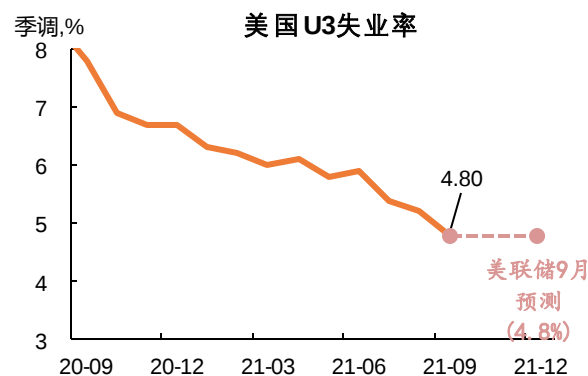
图表2 美国 9 月教育、政府部门非农就业负增长，而批发、零售、休闲和酒店业等部门就业加速恢复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

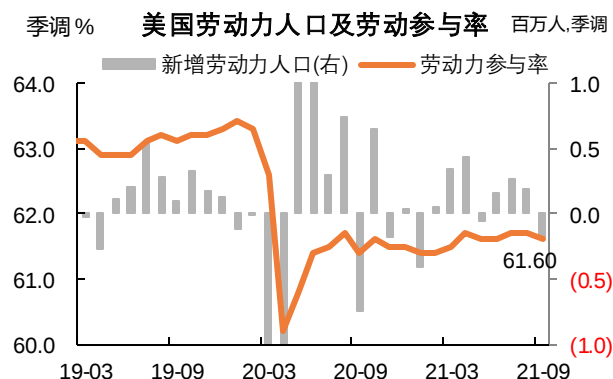
美国 9 月失业率超预期下降，已经达到美联储最新预测的年底水平。9 月 U3 失业率由 5.2% 下降至 4.8%，市场预期降至 5.1%，美联储 9 月最新预测今年年底美国失业率为 4.8%（图表 3）。美国 9 月劳动参与率小幅下降 0.1 个百分点至 61.6%（图表 4）。虽然劳动参与率下降本身是一个消极信号，但失业人数的降幅更大，带动失业率明显下降。具体来看，9 月美国失业人数大幅减少了 71 万人，至 767.4 万人（失业率分子），而劳动力人口小幅减少 18.3 万人，至 16135.4 万人（失业率分母）。我们认为，美国失业率下降的积极意义，足以抵消劳动参与率下降的消极意义。而美国失业人数减少的原因包括：9 月美国各州全面停止发放额外失业金补贴，以及新冠疫情对服务业就业的影响边际减弱，符合我们前期“美国就业复苏后置”的判断（参考报告《美国经济复苏下半场如何演绎？》）。

图表3 美国失业率降至美联储 9 月预测的年底水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

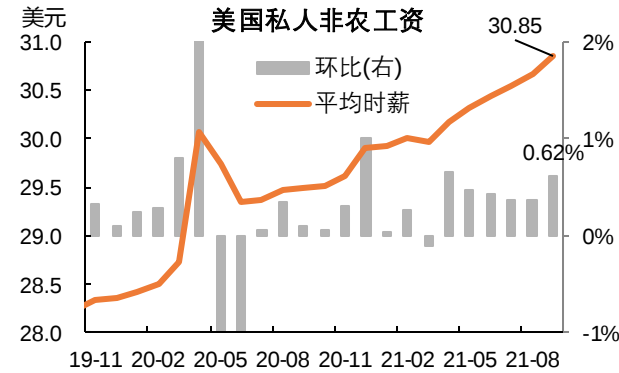
图表4 美国 9 月劳动力人口负增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

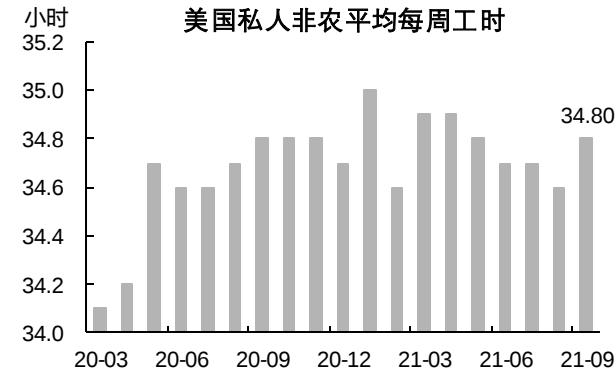
美国 9 月非农工资增速加快、工时明显回升。9 月非农平均时薪涨至 30.85 美元，环比上升 0.62%，为今年 4 月以来的最高增速（图表 5）。9 月非农平均每周工时升至 34.8 小时，亦为今年 4 月以来最高水平（图表 6）。我们认为，工资上涨与工时增加，继续反映出美国就业市场需求旺盛，用工需求将最终通过刺激工资上涨、迫使企业增加员工福利等渠道转化为就业人数的修复。

图表5 美国 9 月非农平均时薪加速上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国 9 月非农平均工时明显回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国时间 10 月 8 日上午 8:30 公布美国 9 月就业数据后，市场短线对“弱非农”做出反应，即押注美国经济走弱、货币政策向松。但这一情绪很快在 1 小时内消散：10 年期美债收益率短线跌至 1.56% 附近，之后强力反弹并升破 1.6%，当日收于 1.618%（图表 7）；美元指数短线跳水跌破 94，之后回升至 94 上方，当日收于 94.1（图表 8）。就业数据公布后才开盘的美股经历波动后小幅收跌，标普 500、道琼斯和纳斯达克指数当日分别收跌 0.19%、0.03% 和 0.51%。

图表7 10 年美债收益率在 9 月非农就业数据公布后短线跳水，后拉升并破 1.6%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美元指数在 9 月非农就业数据公布后短线跳水跌破 94，后回升至 94 上方



资料来源: Wind, 平安证券研究所

市场反应总体来说波澜不惊，那么美联储又将如何面对“弱非农”？9 月美国就业数据备受瞩目，因其与美联储能否“顺利”宣布和实施削减资产购买计划(Taper)密切相关。此前，在美联储的引导下，市场相信如果 9 月就业数据“还可以”(reasonably

good)，那么美联储大概率将在 11 月 2-3 日的议息会议后官宣 Taper。但 9 月非农数据确实不够好，美联储的行动难度直线上升。

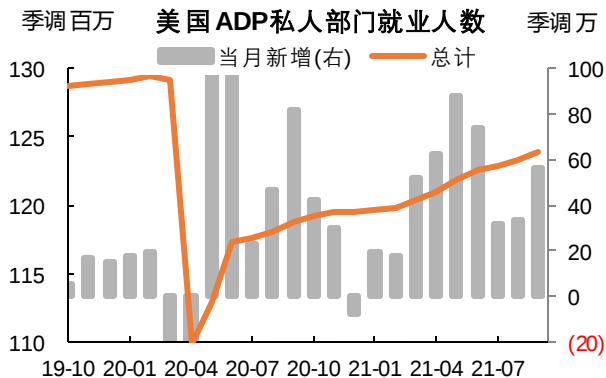
我们认为，9 月“弱非农”不足以改变美联储年内官宣 Taper 的选择，但 11 月议息会议上直接宣布当月开始 Taper 的概率下降，更有可能释放信号“预告”12 月正式开始 Taper。

第一，鲍威尔 9 月议息会议后强调，美联储更看重非农就业恢复的累积进展（accumulated progress）而不是单月数据。目前，美国非农就业总人数相比最低点已经恢复近 8 成，虽然 9 月新增非农有限，但仍保持正增长，且其中部分服务业就业情况正在改善。因此，美联储仍有理由“说服”市场，非农数据即将实现 Taper 所需的“进一步实质性进展”。

第二，美联储多次强调，对于就业市场的评估应该基于一系列指标（而不单是非农数据）。而除非农以外的大部分就业指标近期仍然较为乐观：9 月失业率快速下降，工资和工时快速上升，ADP 就业（“小非农”）数据走强（图表 9），每周失业金申领人数保持下降趋势（图表 10），美国 IMS 制造业和非制造业的 PMI 就业分项均保持在 50 以上的扩张区间（图表 11），以及美国职位空缺率和雇佣率高企格局仍在持续（图表 12）等。因此，美联储仍有丰富的论据来“说服”市场相信，美国就业情况即将取得“进一步实质性进展”。

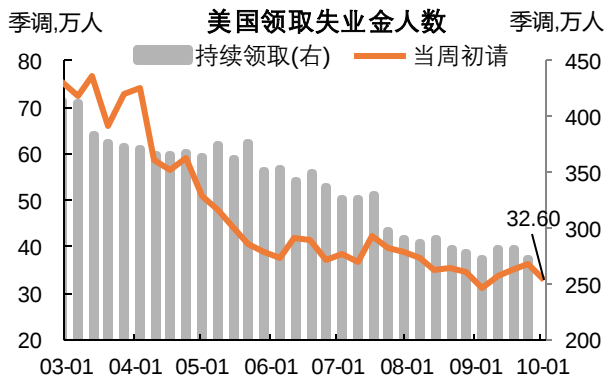
第三，我们在报告《美联储“最后的温柔”》中分析，如果美国就业数据不够好，市场可能怀疑美联储能否如期 Taper，在这种情况下，美联储需要保证信誉及政策的可预见性，大概率仍会年内开始 Taper。不过，美联储在确保 Taper 路线图大方向不变的前提下，仍需要尽量照顾市场情绪、与市场预期尽量同步。考虑到：10 月非农数据将于 11 月 5 日公布，而 11 月议息会议将于 2-3 日召开。换言之，9 月“弱非农”是市场预判美联储 11 月议息会议行动的重要依据，11 月即刻宣布和实施 Taper 可能是一个鹰派意外（hawkish surprise），更温和的做法可能是 11 月“预告”美联储将于 12 月开始实施 Taper。当然，9 月的“弱非农”多少都增加了美联储行动的不确定性，仍需警惕 Taper 靴子正式落地前的市场波动。

图表9 美国 9 月 ADP 就业数据走强



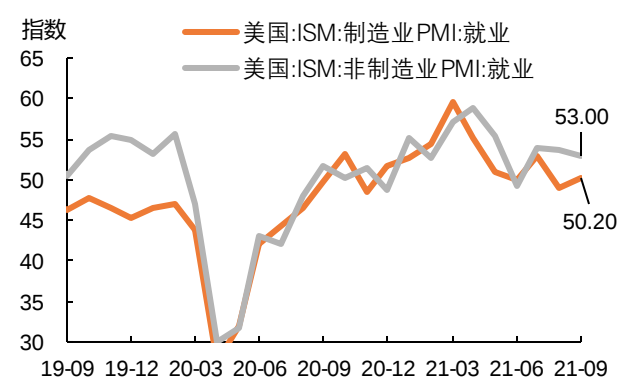
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表10 美国最新申领失业金人数下降



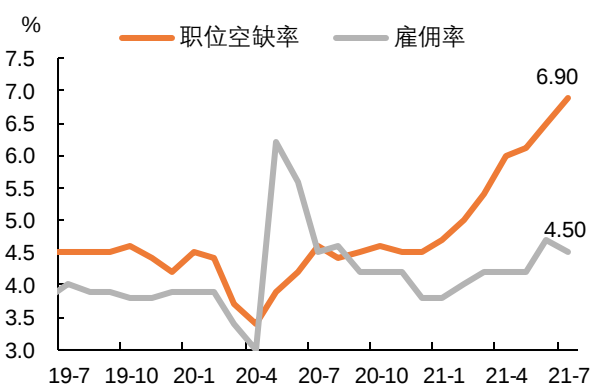
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表11 美国 PMI 中就业分项处于扩张区间



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表12 美国职位空缺率和雇佣率高企格局或将持续



资料来源: Wind,平安证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_27457](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27457)

