

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

## 宏观

报告原因：数据点评

## “不够好”的就业数据，“在弦上”的缩债步伐 ——9月美国非农就业数据点评

2021年10月12日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座  
28层

北京市西城区平安里西大街28号  
中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 事件

➢ 美国9月新增非农就业19.4万人，远低于预期值50万人，并创今年以来最低纪录，同时上修8月新增非农就业至36.6万人。失业率进一步下降，由5.2%降至4.8%。

### 主要观点

➢ **疫情扰动延续，美国9月非农新增就业续创新低。**7月底开始剧烈反扑的疫情对美国就业市场产生的负面影响在8月、9月的非农就业数据中集中显现。美国9月非农就业仅增长19.4万人，远低于市场预期值，创今年以来最低纪录，且与稍早公布的“小非农”ADP新增就业数据再度背离。

➢ **建筑业就业大幅改善拉动商品生产非农就业回暖，服务业非就业内部分化明显，政府非农就业形成最主要拖累项。**9月商品生产新增非农就业5.2万人，较前值（3.7万人）有所回升，其中，建筑业新增非农就业2.2万人，较前值大幅增长，是9月商品生产就业改善的主要拉动力。服务业新增非农就业26.5万人，较前值回落，前期修复乏力的批发业、零售业、休闲和酒店服务业非农就业本月均回暖，分别增长1.69万人、5.61万人、7.4万人。教育和保健服务业、金融业、专业和商务服务、其他服务新增非农就业数据萎靡。而地方政府新增非农就业由3.7万人降至-10.1万人，是非农数据表现不佳的最主要拖累项。

➢ **失业率与劳动参与率双降，平均时薪继续走高，反映美国劳动力市场供给缺口持续。**9月失业率延续下行趋势，由5.2%降至4.8%，但劳动参与率同样回落0.1%至61.6%，反映出在疫情持续的影响下，部分劳动力退出就业市场是促使失业率走低的原因之一。同时，平均时薪与工作时长再度上行也反映出美国劳动力“供不应求”的情况仍在持续。

➢ **“不够好”的非农数据难改年内Taper预期。**9月非农就业数据较美联储就业市场“取得实质性进展”的目标而言，显然“不够好”，但这并不改变我们对于美联储年内开启缩减债务购买规模的预期。一是，美联储已开始频繁释放“鹰派信号”。二是，本轮疫情已基本进入下行阶段，就业数据有望改善。三是，持续走高的物价使得开启Taper的紧迫性不减。

## 目录

1. 事件回顾.....	4
2. 事件点评.....	4
2.1 疫情扰动延续，9月非农新增就业续创新低.....	4
2.2 “不够好”的非农数据难改年内 TAPER 预期.....	6
3. 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1：非农就业数据表现不佳，与 ADP 就业再背离.....	4
图 2：7 月底开始，美国经历了新一轮疫情爆发.....	4
图 3：政府就业大幅回落形成非农数据的主要拖累.....	5
图 4：建筑业就业改善拉动商品生产非农就业回暖.....	5
图 5：批发业、零售业、休闲和酒店服务业就业改善.....	5
图 6：教育、金融、专业和商务服务等就业表现不佳.....	5
图 7：9 月美国失业率与劳动参与率双降.....	6
图 8：平均时薪与工时走高反映劳动力供给缺口犹存.....	6
图 9：美国主要地区的疫情拐点已现，正在逐步好转.....	7
图 10：美国 8 月 PCE 再走高，通胀压力不减.....	7
图 11：BDI 继续冲高，海运成本仍在上涨.....	7
图 12：供需失衡导致能源价格近日持续上行.....	7

## 1. 事件回顾

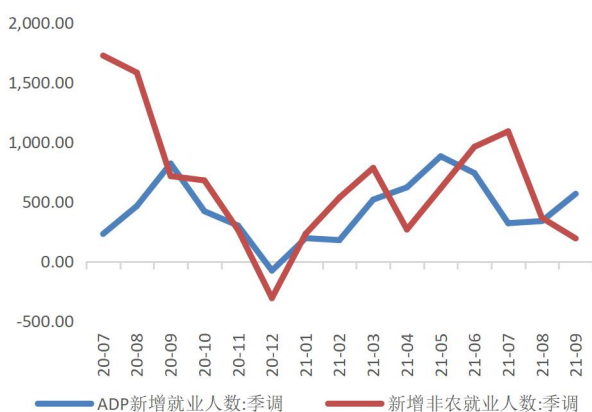
据美国劳工部公布数据，9月新增非农就业19.4万人，远低于预期值50万人，并创今年以来最低纪录，同时上修8月新增非农就业至36.6万人。失业率由5.2%降至4.8%。平均时薪继续上升，环比增长0.6%，同比增长4.6%。

## 2. 事件点评

### 2.1 疫情扰动延续，9月非农新增就业续创新低

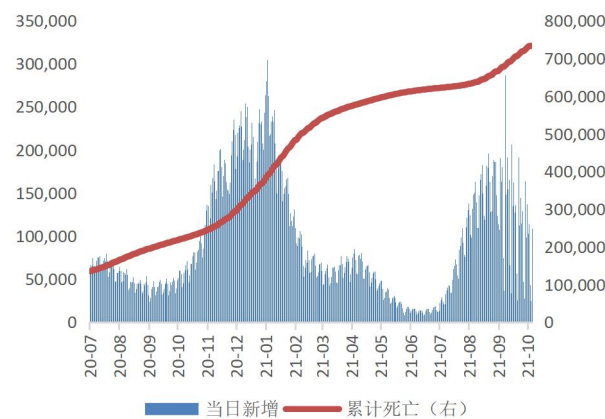
9月，疫情再起对美国就业市场的冲击充分显现，非农新增就业数据远低于市场预期值，创今年以来最低纪录，且与稍早公布的“小非农”ADP新增就业数据再度背离。具体来看，美国9月ADP新增就业56.8万人，超越预期值43万人，ADP制造业新增就业4.9万人（前值1.1万人），服务业新增就业46.6万人（前值29.7万人），均明显改善。然而，非农就业数据却呈现不同走势，仅增长19.4万人，再度大幅逊于预期值，7月底开始剧烈反扑的疫情对美国就业市场产生的负面影响在8月、9月的非农就业数据中集中显现。

图 1：非农就业数据表现不佳，与 ADP 就业再背离



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：7月底开始，美国经历了新一轮疫情爆发



数据来源：Wind，山西证券研究所

建筑业就业大幅改善拉动商品生产非农就业回暖，服务业非农就业内部分化明显，政府非农就业形成最主要拖累项。具体看，商品生产新增非农就业5.2万人，较前值（3.7万人）有所回升，其中，采矿业新增非农就业0.4万人，较前值（0.6万人）微幅回落，制造业新增非农就业2.6万人，较前值减少0.5万人，或主因全球芯片短缺制约汽车制造业生产所致，而建筑业新增非农就业2.2万人，较前值大幅增长，是9月

商品生产就业改善的主要拉动力。服务业新增非农就业 26.5 万人，较前值（29.5 万人）回落，但内部分化十分明显，前期修复乏力的批发业、零售业、休闲和酒店服务业就业本月均回暖，其中，批发业、零售业新增非农就业均由负转正，分别增长 1.69 万人、5.61 万人，休闲和酒店服务业新增非农就业 7.4 万人（前值 3.8 万人）。“开学季”疫情再起使得儿童感染率不断走高，同时也阻碍了学校授课以及教育服务业的就业改善，9 月教育和保健服务新增非农就业由 5.1 万降至-0.7 万，是服务业就业整体表现不佳的主要原因。此外，金融业、专业和商务服务、其他服务新增非农就业数据同样萎靡。而 9 月地方政府新增非农就业由 3.7 万人降至-10.1 万人，是非农数据表现不佳的最主要拖累项。

图 3：政府就业大幅回落形成非农数据最主要拖累项

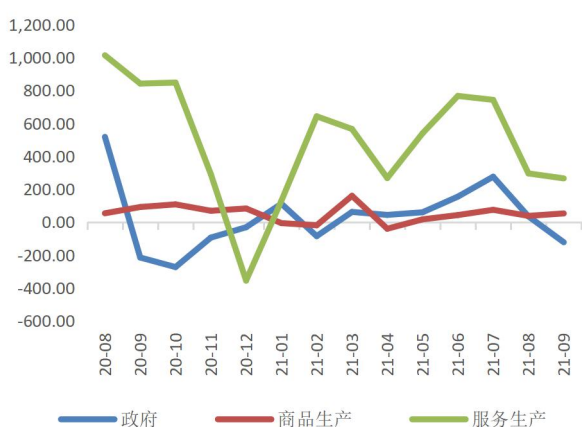
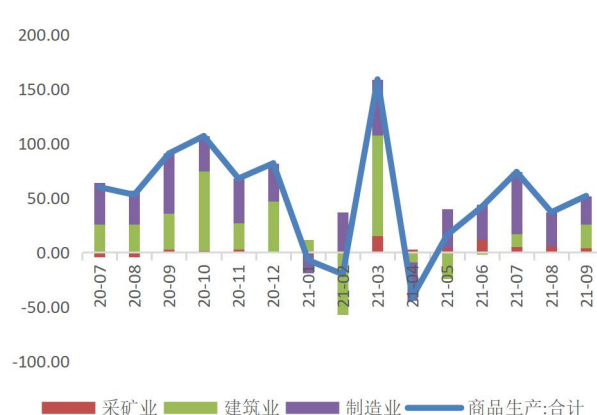


图 4：建筑业就业改善拉动商品生产非农就业回暖



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：批发业、零售业、休闲和酒店服务业就业改善

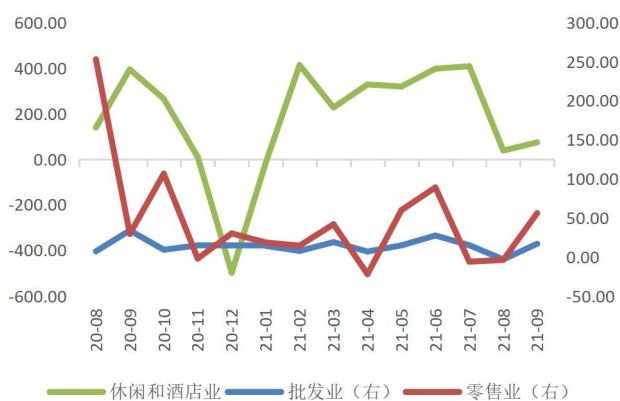
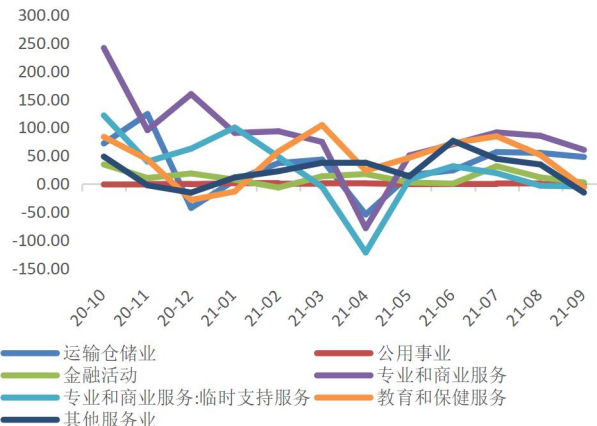


图 6：教育、金融、专业和商务服务等就业表现不佳



数据来源：Wind，山西证券研究所

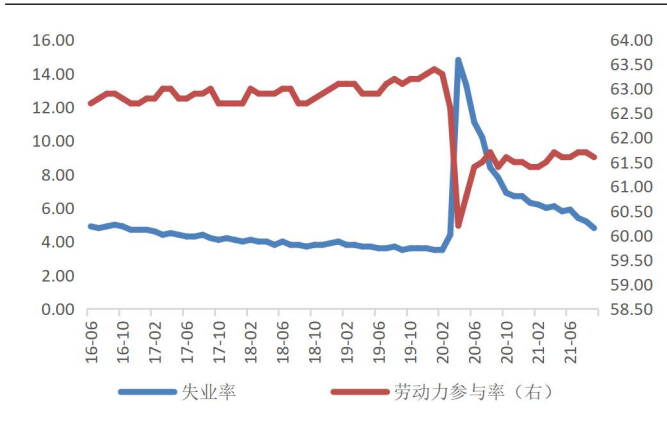
数据来源：Wind，山西证券研究所

失业率与劳动参与率双降，平均时薪继续走高，反映美国劳动力市场供给缺口持续。9 月失业率延续下行趋势，由 5.2% 降至 4.8%，但劳动参与率同样回落 0.1% 至 61.6%，远低于疫情前（约 63%）水平，失业率的下降并不完全反映就业市场的改善，在疫情持续的影响下，部分劳动力退出就业市场也是促使失业率



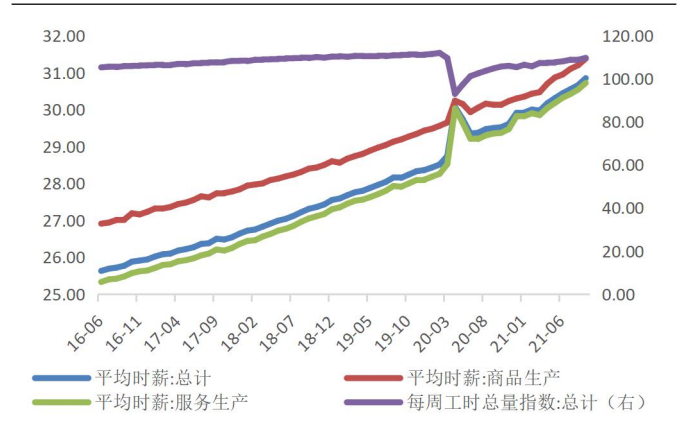
走低的原因之一，因此，美国就业市场的修复情况并不乐观。同时，平均时薪与工作时长再度上行也反映出美国劳动力“供不应求”的情况仍在持续。

图 7：9 月美国失业率与劳动参与率双降



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：平均时薪与工时走高反映劳动力供给缺口犹存

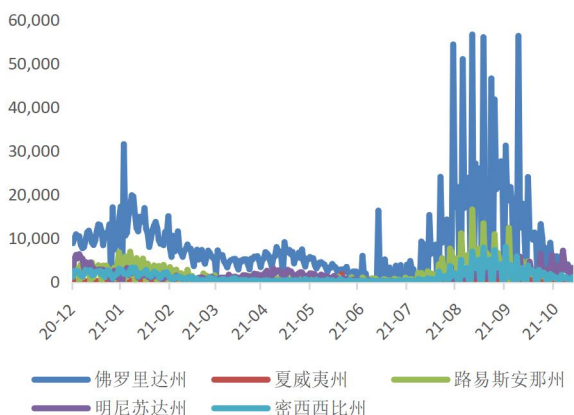


数据来源：Wind，山西证券研究所

## 2.2 “不够好”的非农数据难改年内 Taper 预期

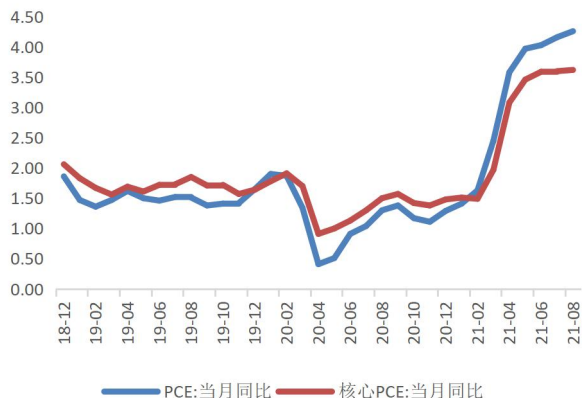
9 月非农就业数据较美联储就业市场“取得实质性进展”的目标而言，显然“不够好”，但这并不改变我们对于美联储年内开启缩减债务购买规模的预期。一是，美联储已开始频繁释放“鹰派信号”。9 月末的 FOMC 会议上，鲍威尔正式提及缩减购债，且近期美联储官员及票委在公开讲话中也多次提及年内开启 Taper。二是，本轮疫情已基本进入下行阶段。近几周，美国新冠肺炎日均新增确诊人数逐步回落，疫苗覆盖率达到 55% 以上，疫情对于美国就业市场的影响正在逐步减弱，虽然就业市场结构性扭曲短期内难以缓解，但疫情冲击的顶点或已过，未来几个月就业数据有望改善。三是，通胀压力上行压缩了美联储政策调整的空间。美国 8 月 PCE 同比增长 4.26%，超越前值 4.16%，核心 PCE 同比增长 3.62%，超越前值 3.60%，环比增长 0.3%，超越预期值 0.2%。个人消费支出同样同比高增，通胀压力难消。我们之前一再强调，物价问题或会迫使美联储提前开启 Taper，而目前来看，劳动力供给瓶颈造成的工资上涨、全球供应链瓶颈造成的原材料价格上涨、能源供需失衡造成的能源危机、海运成本上行的逻辑均将持续，持续走高的物价使得开启 Taper 的紧迫性不减，因此，我们仍然维持之前的判断，即美联储将于年内开启 Taper。

图 9：美国主要地区的疫情拐点已现，正在逐步好转



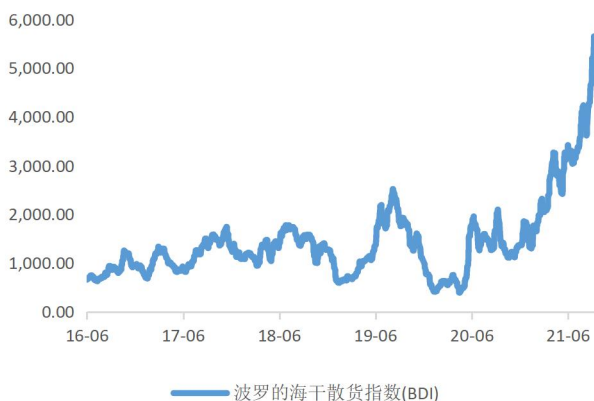
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 10：美国 8 月 PCE 再走高，通胀压力不减



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 11：BDI 继续冲高，海运成本仍在上涨



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12：供需失衡导致能源价格近日持续上行



数据来源：Wind，山西证券研究所

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\\_27606](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27606)

