

美国经济

就业超预期支持小幅渐进降息

美国 9 月非农就业大超预期，失业率意外下降，工资涨幅小幅回升，7、8 月就业人数上修。数据暂时缓解对就业过快恶化风险的担忧，增强对经济软着陆的信心。尽管美联储决策并不依赖单个指标单月数据，但就业数据重要性意味着 11 月降息 50 个基点几乎已无可能。我们重申美国经济逐渐从过热到偏冷但有望避免衰退的观点，维持美联储 11 月和 12 月各降息 25 个基点、明年进一步降息 100 个基点的预测。就业数据超预期利好美股、美元指数与原油，利空美债、新兴市场与人民币；相对利好美股中对经济周期敏感的金融、可选消费与能源板块，相对利空对利率敏感的房地产、公用事业和医疗板块。

■ **就业依然稳健，延续温和放缓。**9 月新增非农就业人数 25.4 万，远超预期的 15 万人，7 月和 8 月新增人数分别从 8.9 万和 14.2 万上修至 14.4 万和 15.9 万。中期内就业延续温和放缓趋势，月均新增非农就业人数从去年的 25.1 万降至今年上半年的 20.7 万和第三季度的 18.6 万，非农就业同比增速从去年末的 2% 降至今年 6 月末的 1.62% 和 9 月末的 1.56%，失业率从去年 12 月的 3.7% 升至今年 6 月的 4.1% 和 9 月的 4.1%。分行业来看，休闲与酒店业、医疗保健与社会救助业、政府部门和建筑业对 9 月新增非农就业贡献率分别达到 30.7%、28.2%、12.2% 和 9.8%，但制造业和运输仓储业就业人数持续减少；医疗保健与社会救助业、建筑业、公用事业、政府部门和休闲与酒店业就业同比增速超过 2%，但采矿业、信息业和制造业就业人数同比下降。9 月失业率 4.1%，低于预期 4.2% 和 8 月的 4.2%，其中批发零售业、信息业、专业与商业服务业、教育与医疗服务和制造业的失业率下降，但建筑业、运输与公用事业和自雇者的失业率上升。9 月每周工时 34.2 小时，与 8 月持平，中期延续小幅下降趋势。9 月平均每小时工资同比增长 4%、环比增长 0.4%，均高于预期，但中期延续回落趋势。总体来看，9 月数据显示就业市场依然稳健，离职率持续回落预示就业将延续放缓，但裁员率仍在低位意味着就业放缓比较温和。

■ **经济放缓但有望避免衰退，美联储或采用渐进式降息。**9 月数据超预期暂时缓解对就业市场过快恶化风险的担忧，几乎消除 11 月降息 50 个基点的可能性。美联储 9 月大幅降息 50 个基点主要考虑是对行动滞后的校准，未来短期内或转而采用小幅渐进式降息。我们维持 11 月和 12 月各降息 25 个基点、明年进一步降息 100 个基点的预测。美国经济从去年过热状态走向今年平衡状态，未来可能趋向偏冷状态，因为就业市场延续放缓，就业和薪资增速均在下降，消费贷款拖欠率等指标显示中低收入家庭财务压力不断上升，家庭消费将逐步放缓。但美国经济有望避免衰退，一方面各经济部门周期不同步，呈现滚动式收缩或扩张，持续降息将提振房地产和耐用消费，部分抵消家庭消费放缓的影响，另一方面家庭和企业资产负债表稳健，支撑消费和投资可能保持增长。未来两个季度通胀有望温和下降，因为 CPI 中房租通胀超过 5% 相比市场租金涨幅 3.5% 仍有补跌空间，工资增速放缓将带动核心服务通胀回落。如果美国经济软着陆而就业放缓比较温和，加上中国宏观政策转向强烈刺激提振大宗商品价格，那么明年美国通胀中枢很难显著低于 2%，政策利率终值将不低于 3%，10 年国债收益率将不低于 3.5%。

■ **对市场影响。**就业超预期利好美股，因为增强投资者对美国经济软着陆信心，对美股而言经济软着陆前景比降息预期更加重要。分板块来看，就业数

叶丙南, Ph.D

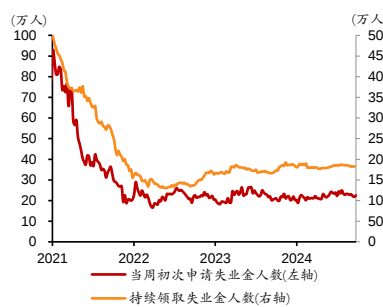
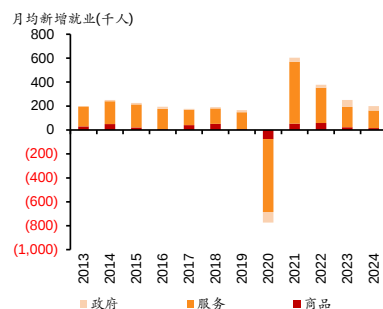
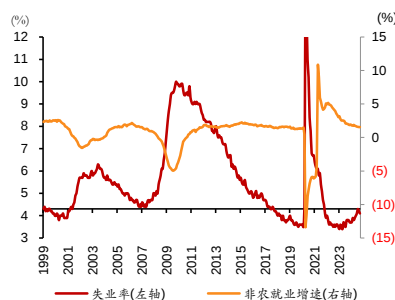
(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

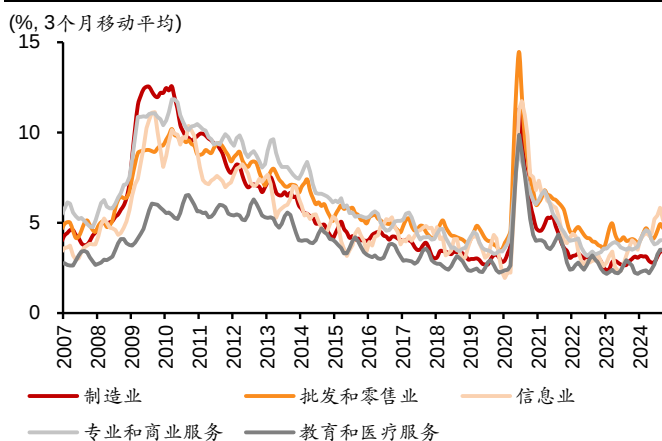
(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk



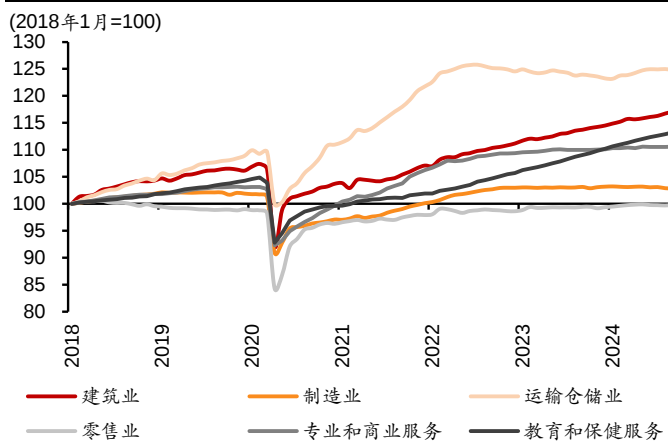
据超预期相对利好对经济周期敏感的金融、可选消费和能源板块，相对利空对利率敏感的房地产、公用事业和医疗板块。就业超预期利好美元，因为显示美国经济相对欧洲和日本经济仍然强劲，延缓美元与欧元日元利差收窄过程。就业数据超预期利好原油，因为缓解投资者对美国经济放缓降低原油需求的担忧。就业超预期利空美债，因为增强经济韧性并可能延缓去通胀速度，对政策利率敏感的短债收益率升幅最大。就业超预期利空新兴市场货币，因为美元与新兴市场货币利差可能扩大，新兴市场股票在美元走强时倾向于跑输美股，在美元走弱时跑赢美股。就业超预期也利空人民币，港股在人民币走弱时倾向于跑输 A 股，在人民币走强时跑赢 A 股。但中期内，美国经济将延续温和放缓，美欧经济增速差和美日利差仍可能有所收窄，美元指数或小幅回落。

图 1: 各行业失业率



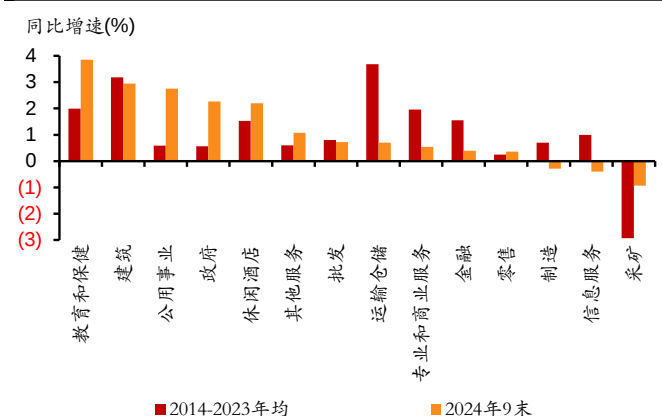
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 各行业就业人数指数



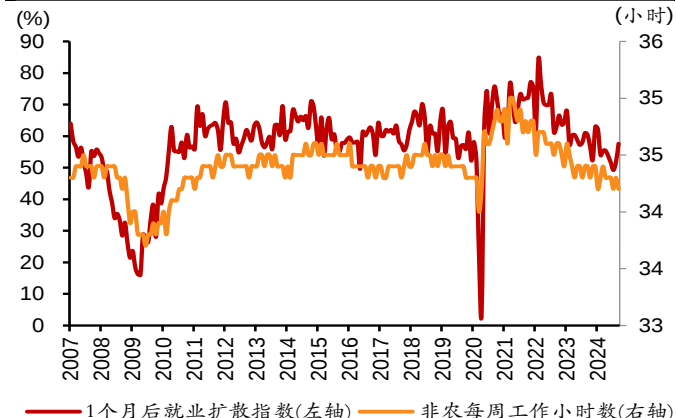
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 部分行业就业人数增速



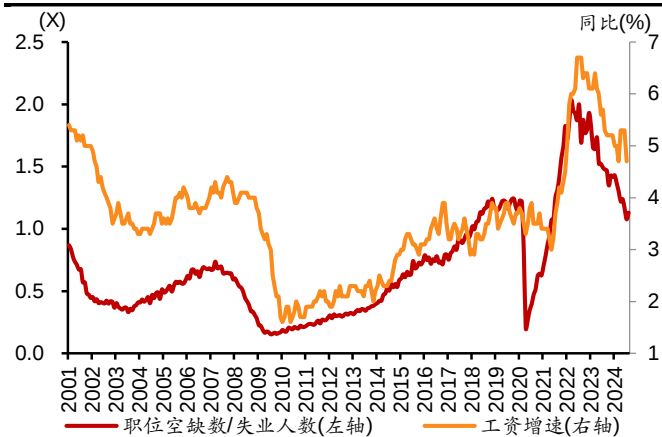
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业扩散指数与每周工作小时数



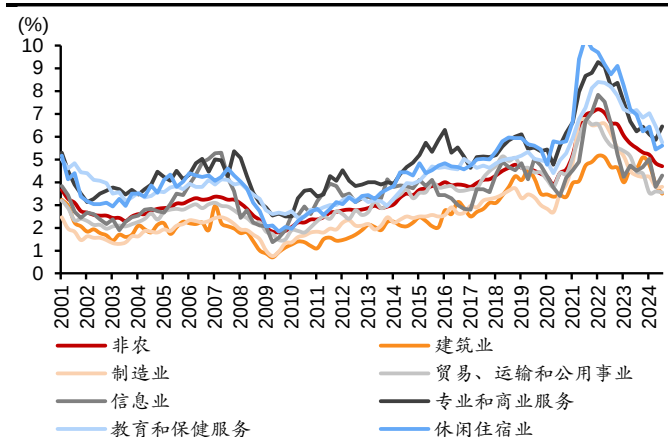
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 职位空缺数/失业人数比与工资增速



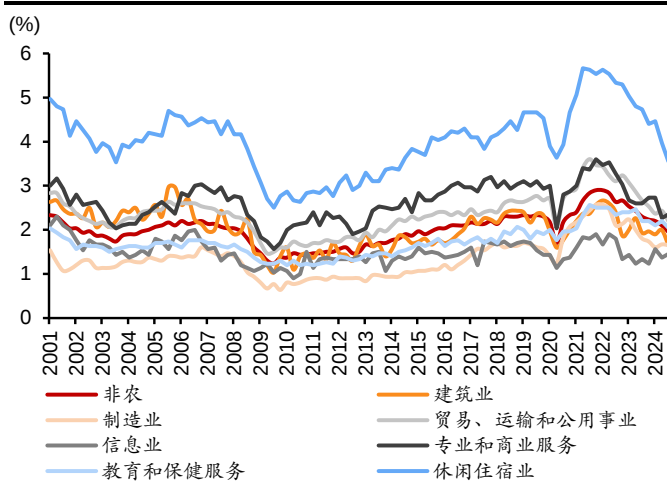
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 各行业职位空缺率



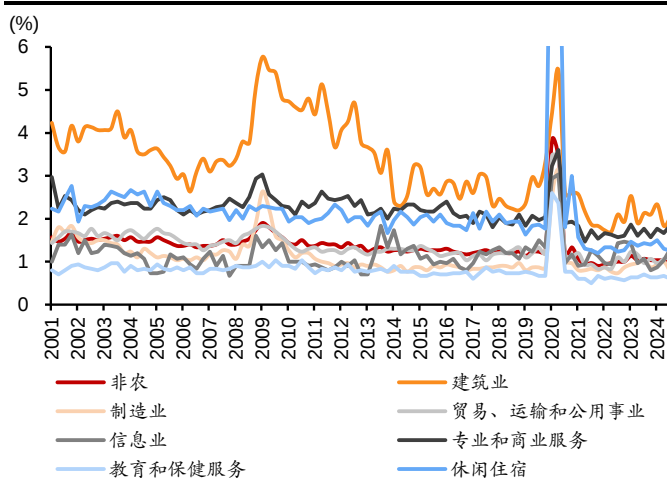
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 各行业辞职率



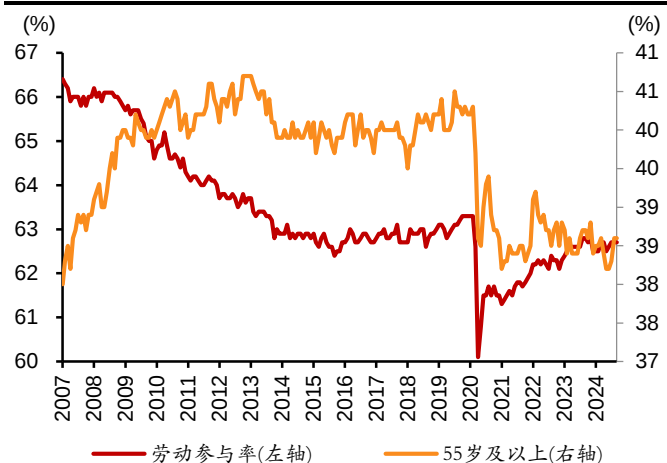
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 各行业裁员率



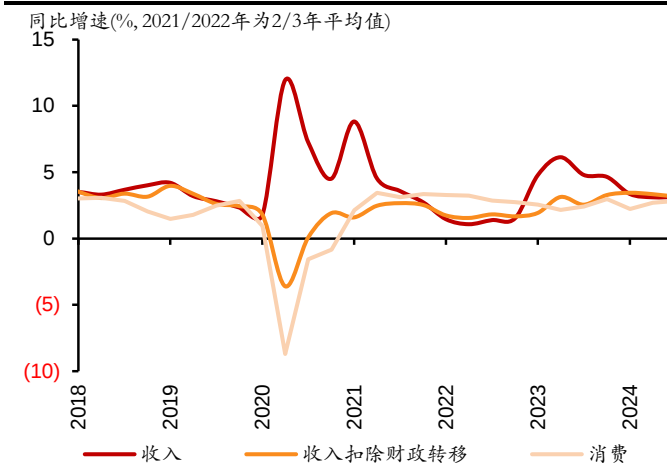
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 劳动参与率



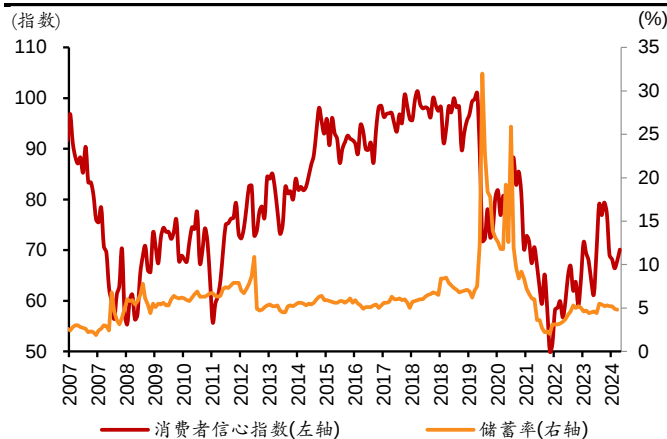
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 家庭收入与消费不变价增速



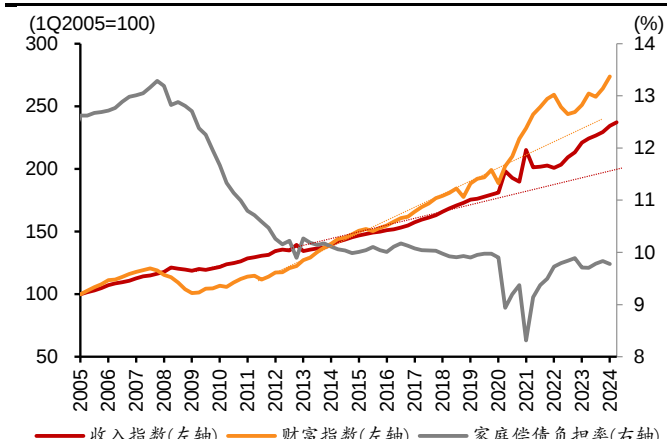
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 消费者信心与储蓄率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 家庭收入、财富与偿债负担



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 53: 消费贷款拖欠率与贷款增速

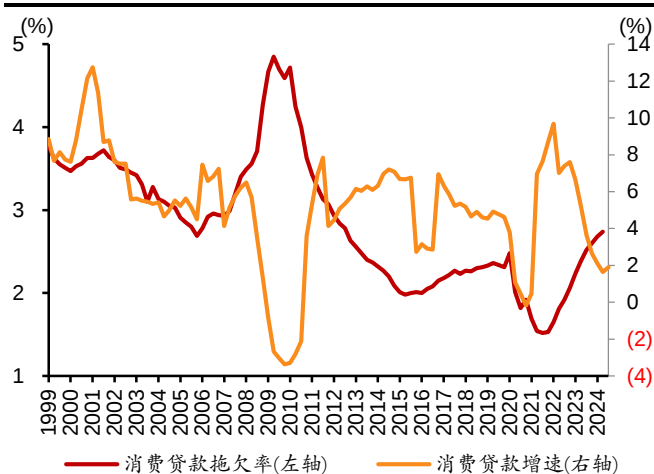


图 14: 企业利润与投资相当于 GDP 百分比

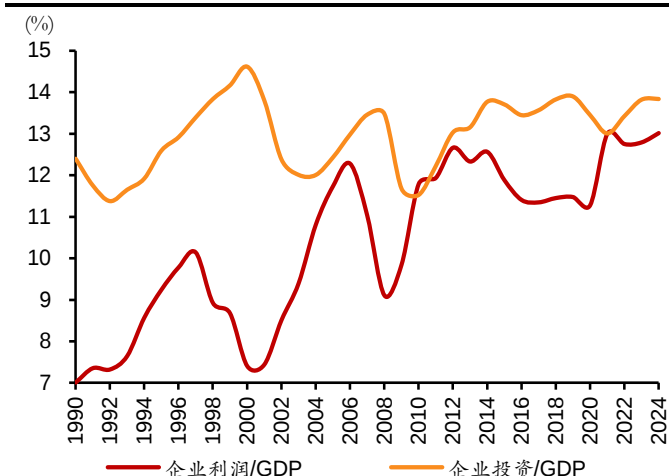


图 15: 工资增速、服务通胀与通胀预期

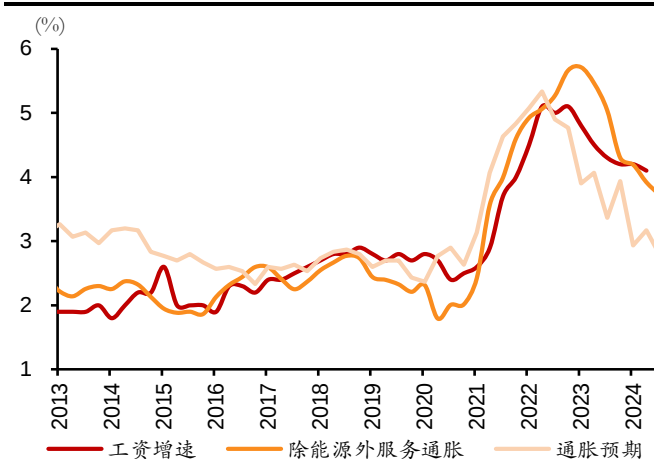


图 16: 房价涨幅与房租通胀

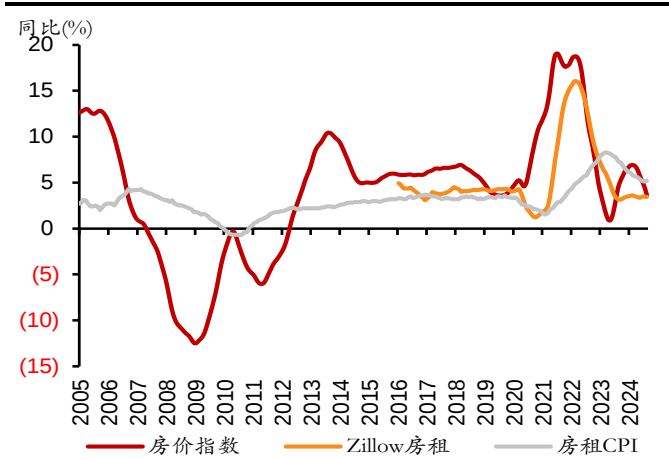


图 17: 四大经济体信贷增速与全球商品价格涨幅

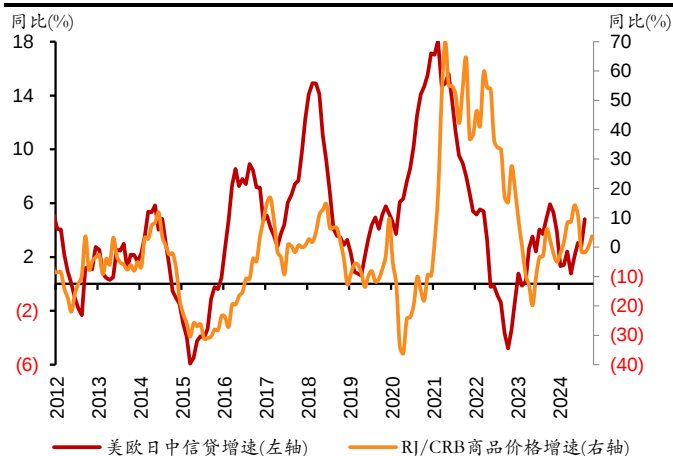


图 18: 中国股票指数与全球工业品、金属价格

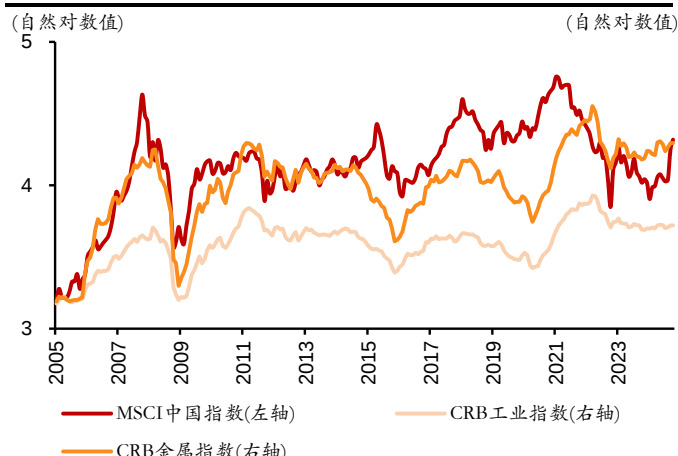
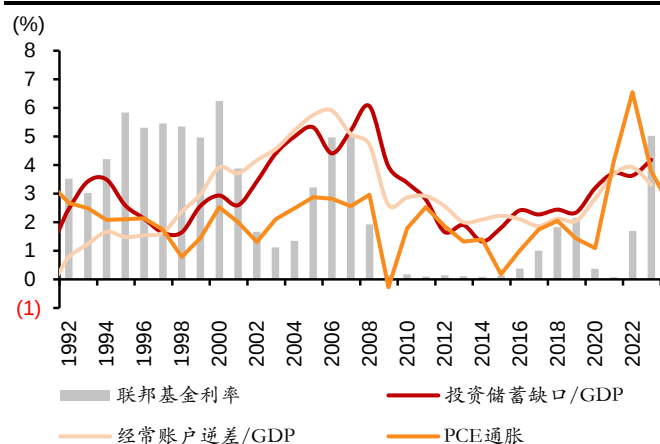
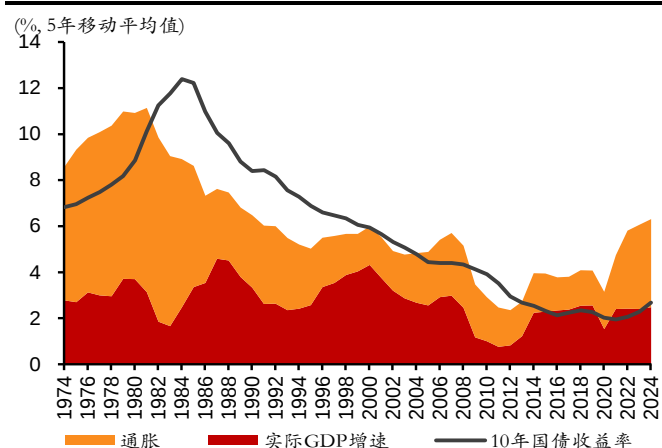


图 19: 储蓄投资缺口、经常逆差、通胀与利率



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 20: 名义 GDP 增速与 10 年国债收益率



资料来源：Wind，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。