

全球宏观大图景报告

10月就业扩容明显，未来风险犹存
—10月美国就业数据点评

事件：

11月2日公布的9月美国就业数据显示，非农就业增加17.1万，失业率为7.9%。

核心结论

- **10月就业继续改善，非农就业增加17.1万，失业率为7.9%；主要行业就业均增加：**其中私营服务部门增加16.3万，政府部门减少1.3万人，制造业增加1.3万，建筑业增加1.7人，自然资源及矿业减少9000人。另外，劳动参与意愿提高带来劳动力市场的人数增加，在吸收有限下，造成失业率反弹0.1个百分点。
- **私营服务业就业扩容明显，房地产就业继续改善：**10月教育及卫生服务业就业增加2.5万，较9月有所回落，但接近均值。1-10月，专业及商业服务业就业人数增加41.4万（月均4万）；零售业增加10万（月均1万）；休闲及酒店服务业增加27万（月均2.7万）；2012年10月分别增加5.1万人，增加3.6万人、增加2.8万人。
其他私营服务行业中，除了公用事业部门，其他行业就业人数均有所增加，房地产行业就业继续改善。
- **政府部门就业有所减少：**2012年7-9月，政府部门的就业人数连续三个月有所增加，累计增加约7.8万人，这其中的主要因素可能来自于美国总统和议会选举带来临时就业人数的增加；未来考虑到财政压力较大，政府部门就业扩容空间有限。10月政府部门就业减少1.3万。
- **制造业就业有所恢复，建筑业就业明显增加：**9-10月伴随制造业状况改善，制造业的就业有所恢复，就业增加1.3万。

虽然1-10月建筑业就业人数减少7000人，但是6-10月呈现连续增加局面，其中10月增加1.7万人；建筑业就业的改善主要源于房地产市场改善带动建筑周期启动所致，从近期公布的建筑商协会指数（NAHB）和新建住宅开工指标看，这些指标均有着明显的改善；预计未来伴随地产市场的改善，建筑业就业还将有所增加。

- **从经济的增长变化看，未来两个季度美国经济仍承受一定压力；就业持续改善也相应遭受一些风险。**

报告发布日期

2012年11月7日

东方证券策略团队

证券分析师

邵宇 (S0860511110001)

8621-63326032

shaoyu@orientsec.com.cn

王鹏 (S0860512050001)

8621-63325888×6111

wangpeng@orientsec.com.cn

陈刚 (S0860512080004)

8621-63325888×6110

chengang@orientsec.com.cn

联系人

程刚 8621-63325888×6128

chenggang1@orientsec.com.cn

吴胜春 8621-63325888×6112

wushengchun@orientsec.com.cn

孙付 8621-63325888×3207

sunfu1@orientsec.com.cn

周忠伟 8621-63325888×6160

zhouzhongwei@orientsec.com.cn

主要非农业就业	就业占比 (%)	2012年10月净变化 (千人)	2012年净变化预测 (千人)
私营服务部门	65.0%	163	1476
政府部门	15.0%	-13	-250
制造业	8.5%	13	150
建筑业	4.0%	17	100
自然资源及矿业	0.6%	-9	84
合计	92.1%	171	1500

私营服务业各子行业	各子行业比重 (%)	2012年10月净变化 (千人)	2012年月均净变化预测 (千人)
教育及卫生服务业	21.86	25	40
专业及商业服务业	19.28	51	35
零售业	15.88	36.4	10
休闲及酒店服务业	14.70	28	20
金融保险业	6.21	3.6	1
批发业	6.05	6.5	0
运输业	4.71	2.2	0
信息业	2.81	1	-1
房地产业	2.10	0.6	0
公共事业	0.61	-0.1	0
其他服务业	5.78	9	0
合计	100	163	121

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

1. 10 月就业继续改善

美国目前人口总规模约 3.1 亿（2010 年底），其中，国内劳动力总数约 1.55 亿，非劳动力 8834 万；截止 2012 年 10 月，就业人数约为 1.43 亿，失业人数为 1226 万，失业率 7.9%，较 9 月回升 0.1 个百分点。

就业分布结构上：美国服务业吸收了 80% 的就业人数（私营服务部门 65%，政府服务部门 15%）；特别的，私营服务部门的教育及卫生服务、专业及商业服务、零售业、休闲及酒店服务四个部门吸收了约 45.5% 的就业人数（占私营服务部门就业人数的 70%）；另外，制造业吸收了约 8.3% 的就业人数，建筑业吸收了约 4% 的就业人数。

通过构建劳动力流动结构模型来分析美国就业（或者失业率）的变化，图 2 显示，一国失业率的变化由三大因素驱动：1) 非劳动力与失业人数的转化；2) 非劳动力与就业人数的转化；3) 失业与就业人数的转化；其中，前面两个因素合起来是非劳动力与劳动力人数的转化。

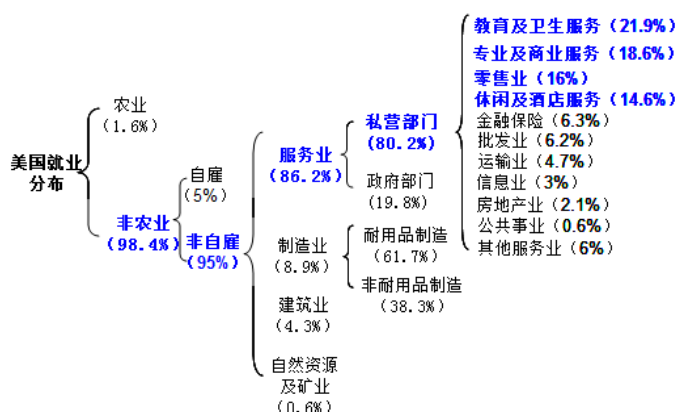
从时间路径看，2012 年 1 月以来，美国失业率从 8.3% 调整至目前的 7.9%；就业人数增加 259.4 万，失业人数下降 83.9 万。

从驱动因素看，10 月就业人数净增加 41 万，失业率回升 0.1 个百分点。2012 年 10 月，1) 非劳动力与失业人数转化带来失业人数增加 41.7 万，带来失业率增加约 0.3%；2) 非劳动力与就业人数转化带来劳动力总人数增加 8 万，对失业率改善贡献影响不显著；3) 失业与就业人数的转化带来失业人数减少 25.5 万，对失业率改善贡献约为 0.2%。

从上述因素分析看，10 月就业保持改善态势，另外，劳动参与意愿提高带来非劳动力进入劳动力市场的人数增加，在吸收有限下，造成失业率反弹 0.1 个百分点。

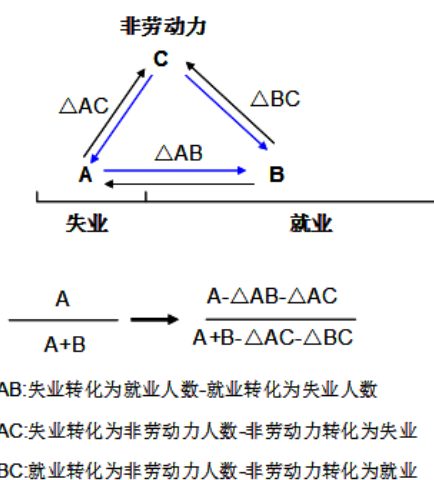
图1：美国就业分布结构

单位：%



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图2：劳动力流动结构模型



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图3：美国失业人数及失业率

单位：千人 %



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图4：美国失业人数及失业率变化

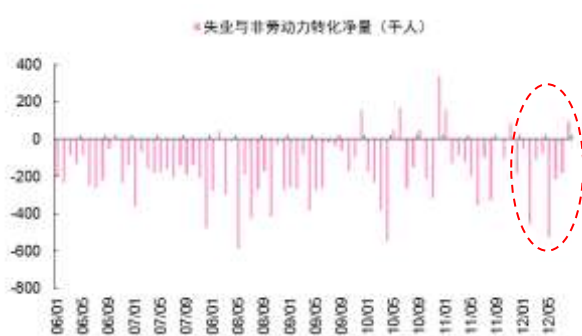
单位：千人 %



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图5：美国失业与非劳动力人数的转化

单位：千人



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图6：美国就业与非劳动力人数的转化

单位：千人



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图7： 美国失业与就业人数转化

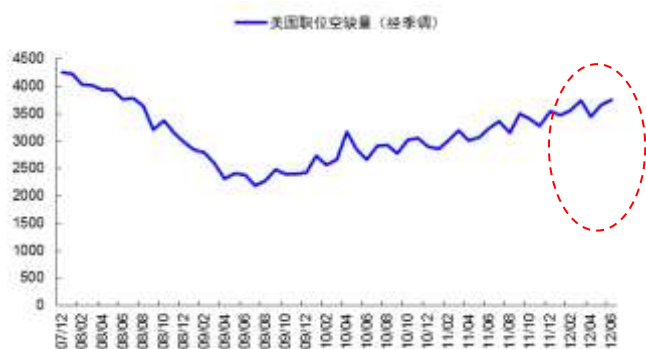
单位：千人



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图8： 美国各行业职位空缺状况

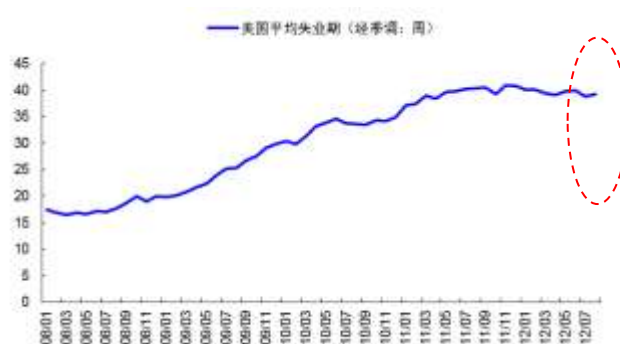
单位：人



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图9： 美国平均失业周期

单位：周



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

2. 10月私营服务业就业扩容明显，房地产就业继续改善

占美国就业人数65%的私营服务就业部门自2010年1月以来，就业总规模持续处于扩张状态（单月就业新增人数均为正），两年以来增加了435.8万个就业岗位；2011年，5-8月，受经济增长乏力影响，新增就业岗位明显减少，随后伴随经济增速提升，新增岗位增加明显。2012年10月增加16.3万，较上月增加2.2万人。

具体到主要的私营服务行业：

美国教育及卫生服务业就业人数在危机前后均保持净增长，10月增加2.5万，较9月有所减少，危机后（2008年9月-2012年9月）每月都保持正增长，月均增加3万，10月增加2.5万人。危机前（2005年1月-2008年8月），月均增长4万，这其中的主要原因是教育和卫生服务业是美国历届政府“政策”呵护的行业，特别是奥巴马政府推行的“医改方案”更加有利于卫生服务行业的发展；另外，为了优化经济供给面要素，美国在劳动力培训方面投入也较大，带动了相关行业、部门就业岗位的增加。2012年1-10月该行业就业人数增加36.1万，月均3.6万。

美国私营服务其他 3 个主要行业（专业及商业服务业、零售业和休闲及酒店服务业）的就业人数增减变化与美国经济周期保持较高的同步性；10 月均出现明显增加：其中，2012 年 1-10 月，专业及商业服务业就业人数增加 41.4 万（月均 4 万）；零售业增加 10 万（月均 1 万）；休闲及酒店服务业增加 27 万（月均 2.7 万）；2012 年 10 月分别增加 5.1 万人，增加 3.6 万人、增加 2.8 万人。

其他私营服务行业中，除了公用事业部门，其他行业就业人数均有所增加，房地产行业就业继续改善。

图10：美国私营服务业就业人数变化
单位：千人


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

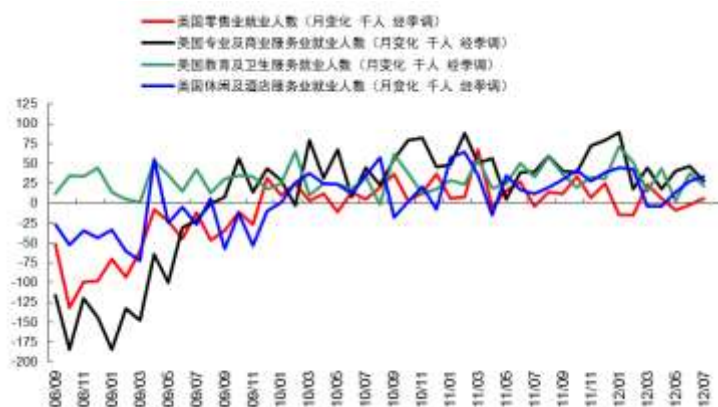
表1：美国私营服务业就业结构及人数
单位：千人 %

私营服务业各子行业	各子行业比重 (%)	2012 年 10 月净变化 (千人)	2012 年月均净变化预测 (千人)
教育及卫生服务业	21.88	25	40
专业及商业服务业	19.28	51	35
零售业	15.88	36.4	10
休闲及酒店服务业	14.70	28	20
金融保险业	6.21	3.6	1
批发业	6.05	6.5	5
运输业	4.71	2.2	5
信息业	2.81	1	-1
房地产	2.10	0.6	0
公共事业	0.61	-0.1	1
其他服务业	5.78	9	5
合计	100	163	121

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图11：美国主要服务业就业人数变化

单位：千人



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

3. 政府部门就业有所减少

据预算报告，2012 年联邦财政赤字将扩大至 1.33 万亿美元，占 GDP 的 8.5%；从 2013 年起，美国将加大财政整固力度，财政赤字将有明显减少：2013 年财政赤字较少为 9014 亿美元，占 GDP 的 5.5%，2015 年财政赤字预计调整到 6097 亿美元，占 GDP 的 3.4%，基本达到 2003-2004 年的水平。另外，**需要特别关注美国的财政悬崖问题解决状况。**

为了降低财政赤字占 GDP 比重，缩减国防支出、精简政府机构，将影响政府公共部门就业规模；这使得美国政府部门就业自 2010 年 6 月至 2012 年 6 月，几乎每月都有所下降；但是，近期，2012 年 7-9 月以来，政府部门的就业人数连续三个月有所增加，累计增加约 7.8 万人，这其中的主要因素可能来自于美国总统和议会选举带来临时就业人数的增加。

10 月政府部门就业减少 1.3 万。

图12：美国联邦政府财政赤字现状及趋势

单位：十亿美元 %



数据来源：OMB、CBO、东方证券研究所

图13：美国政府部门就业人数变化

单位：千人



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

4. 制造业就业有所恢复，建筑业就业继续增加

制造业就业方面：从制造业 PMI 指标看，近期美国制造业景气度有所回升，10 月制造业 PMI 回升至 51.7%，连续两个月改善。伴随行业景气度的改善，10 月制造业的就业也有所增加，增加 1.3 万。2012 年 1-10 月，制造业就业人数增加 15.8 万，月均 1.6 万。

图14：美国制造业就业人数变化

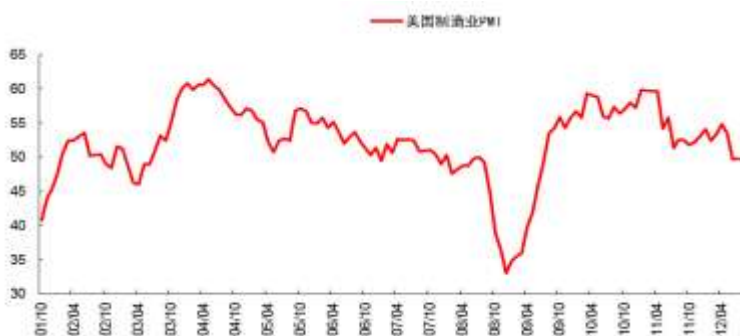
单位：千人



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图15：美国制造业 PMI

单位：%

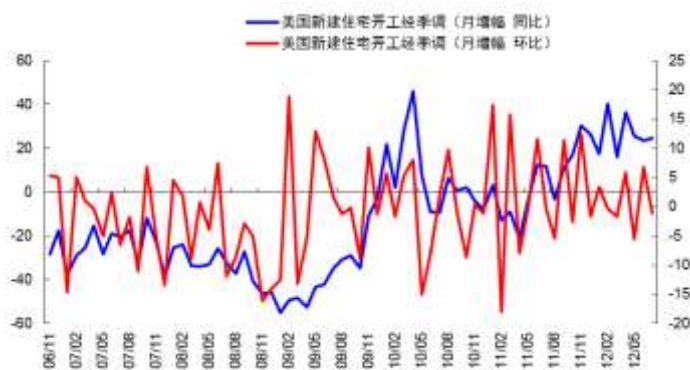


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

2012 年 1-10 月建筑业就业人数减少 7000 人，其中 10 月增加 1.7 万人，连续 5 个月增加；从近期公布的建筑商协会指数（NAHB）和新建住宅开工指标看，这些指标均有着明显的改善，如果房地产继续企稳，建筑行业将相应改善，就业状况将会得到改善。

图16：美国房地产市场、建筑市场景气指标

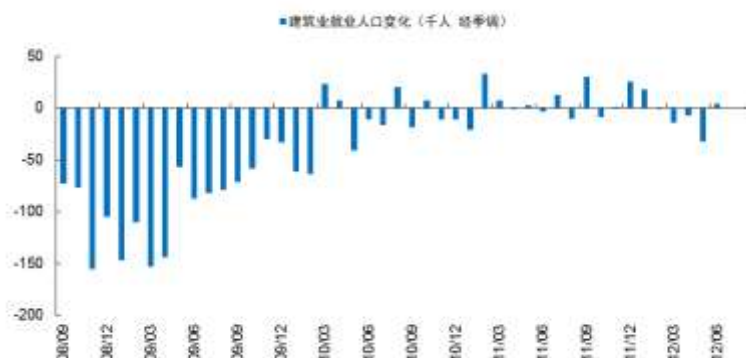
单位：%



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图17：美国建筑业就业人数变化

单位：千人



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

自然资源及矿业就业方面：2011 年就业人数增加 9.1 万，月均增加 7580 人；自 2010 年 1 月以来，该行业就业人数扩容速度较为平稳，月均 6800 人；据此预计 2012 年月均扩容 7000 人，总计 8.4 万。

从目前公布的数据看，1-10 月该行业就业人数增加 3000 人，10 月减少 9000 人。

图18：美国自然资源及矿业就业人数变化

单位：千人



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

最后，农业就业方面，目前，美国农业就业人数占总就业人数的 1.6%，就业规模在 220-230 万，危机前后无明显变化，较为稳定；2012 年 10 月为 221 万，与 9 月基本持平。

5.预计就业问题的解决仍然任重道远

综上分析，10 月农业就业增加 5000 人，非农就业增加 17.1 万（剔除非农自雇），其中私营服务部门增加 16.3 万，政府部门减少 1.3 万，制造业增加 1.3 万，建筑业增加 1.7 万人，自然资源及矿业减少 9000 人。（注：10 月非农自雇减少 4.3 万）

在前面关于美国就业的专题报告中，对美国各部门就业的分解分析，2012 年就业人数的变化上：私营服务部门增加 147.6 万，政府部门减少 25 万，制造业增加 15 万，建筑业增加 10 万，自然资源及矿业增加 8.4 万；假定自雇、农业就业人数变化不明显的情况下，预计 2012 年就业人数增加 156 万，2011 年 12 月就业总数为 1.4079 亿，则 2012 年 12 月就业总数为 1.4235 亿。

考虑到伴随经济恢复，退出劳动力市场的人员会重新回到劳动力市场，选取劳动力总人数历史最大值 1.54875 亿（2008 年 10 月）作为参考值，则到 2012 年 12 月，美国失业率将调整至 8.1%。

表2：美国主要行业就业人数变化及预测

单位：千人

主要非农行业就业	就业占比（%）	2012 年 10 月净变化（千人）	2012 年净变化预测（千人）
私营服务部门	65.0%	163	1476
政府部门	15.0%	-13	-250
制造业	8.5%	13	150
建筑业	4.0%	17	100
自然资源及矿业	0.6%	-9	84
合计	93.1%	171	1560

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

以史为鉴，美国失业率调整至 6-6.5%仍需要近 4 年时间。历史地看，战后自 1948 年至今，美国失业率超过 10%出现于两个时期：1) 1982 年 9 月-1983 年 6 月（高点在 82 年 11 月，为 10.8%）；2) 2009 年 10 月-2009 年 12 月（高点在 09 年 10 月，为 10.1%）。第一轮失业率调整过程显示，从 10.8%调整到 6%，经历了 4 年 10 个月，从 10.1%调整到 6%，经历了 4 年 5 个月，从 10.1%调整到 6.5%，经历了 3 年 6 个月；以 10.1%为起点，对比两轮调整速度，本轮在经历 2 年半后，

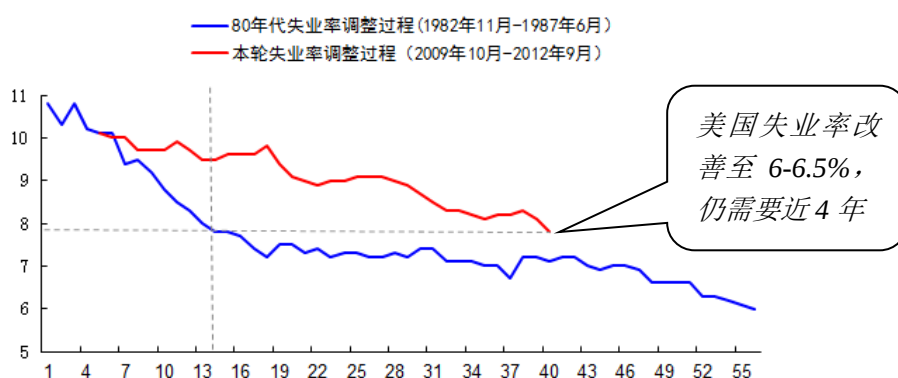
失业率从 10.1% 调整为 8.3%，而第一轮在相同的时间内，失业率从 10.1% 调整为 7.2%，说明到目前为止，本轮失业率调整速度比较缓慢，预计未来之路仍然漫长；参照历史，美国失业率调整至 6-6.5%，估计需要近 4 年时间。

另外，美国目前失业人数为 1226 万，考虑到经济结构的调整，扣除 700 万自然失业人口（危机前为 600 万），仍有 526 万人，以每年增加 150 万就业岗位计算，失业问题的解决仍然需要 4 年左右的时间（至 2015 年底）。

综合上述分析，估计美国失业率调整到 6-6.5%，仍然需要近 4 年时间。

图19：本轮失业率与 80 年代失业率调整变化过程比较

单位：%



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn