

## 总量研究

## 美国失业率下行不抵 Omicron 冲击，拖累美债收益率

## ——2021年11月美国新增非农数据点评

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001  
0755-23946159  
zhaogege@ebsecn.com

## 相关研报

通胀不构成美联储加息的条件——2021年11月美国FOMC会议纪要简评  
(2021.11.25)

中期选举压力显现，拜登如何筹谋对华战略——《大国博弈》系列第十三篇  
(2021.11.24)

美国货币政策外溢的三重预期差——《流动性洞见》系列第一篇 (2021.11.22)

Taper如期而至，加息“等等再看”——2021年11月美联储议会议点点评

拜登1.75万亿美元财政刺激法案，阻碍在哪里？——《大国博弈》系列第十二篇

第三支柱养老提速迫在眉睫：来自人口的视角——《人口峭壁》第五篇

能耗双控影响持续，价格或进入摩顶阶段——2021年10月PMI数据点评兼光大宏观周报 (2021-10-31)

财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度——光大宏观周报 (2021-10-19)

中美缓和开启，市场如何演绎——光大总量之光电话会议纪要 (2021-10-08)

中美新一轮谈判将起，美方要价兵棋推演 (2021-10-07)

中美关系峰回路转，美方诉求在哪里——光大宏观周报 (2021-09-26)

## 要点

## 事件：

12月3日10年期美债收益率下行10bp至1.349%，从11月25日Omicron变种发酵以来，已经累计下行29bp。

美国11月新增非农就业人口21万人，前值53.1万人，市场预期50万人。失业率4.2%，前值4.6%，市场预期4.5%。

时薪环比增0.3%，预期0.4%，同比增4.8%，预期5.0%。劳动参与率61.8%，前值61.6%。就业人口率59.2%，前值58.7%。

9月和10月新增非农共上修8.2万人。

## 核心观点：

11月16日，我们发布报告《美债收益率上行空间有限，利好风险资产》，一是预判拜登财政刺激将进一步缩水，对未来美国经济支撑力下降；二是预判拜登干预油价承压，美国通胀上行空间有限。

随着Omicron冲击到来，经济预期下行和通胀预期承压，这两个支撑被进一步夯实，双重压制更加明显，10年美债收益率自11月25日起已快速下行29bp至1.35%，其中，实际收益率下行22bp，通胀预期下行7bp。

站到现在时间点，我们坚持美债收益率低位震荡观点，上有双重压制，下有就业复苏支撑。在此背景下，中美利差相对稳定，中国货币政策跨周期自主性更强，经济下行压力下，宽松窗口再次打开，降准政策预计很快落地，叠加房地产维稳政策加码，利好风险资产。

## 受Omicron冲击，美国经济和通胀预期双双下滑，拖累美债收益率。

虽然11月美国失业率超预期下行，但Omicron再度冲击市场对美国经济的预期，导致美债收益率自11月25日以来显著下行。我们在11月16日报告中就判断，10年美债收益率上行空间有限，主要受市场对经济预期下行所致，参考报告《美债收益率上行空间有限，利好风险资产》。

一方面，拜登1.75万亿美元财政刺激法案悬而未决；另一方面，11月25日在南非发现的变异Omicron病毒显著冲击市场对经济修复和通胀的预期。可以看到，10年美债收益率自11月25日起已快速下行29bp至1.35%，其中，实际收益率下行22bp，通胀预期下行7bp。向前看，我们认为，在尚未有针对性疫苗和特效药推出的背景下，Omicron将拖累供应链和劳动力修复节奏，持续压制经济预期。

通胀方面，Omicron的出现将降低出行需求，进而压制能源价格，叠加拜登对控制通胀的政治需求，通胀预期上行速度将有所放缓。一则，11月末在南非出现的Omicron病毒会暂时压制石油需求，带动石油价格下行，短期内缓解通胀上行的压力。第二，因政治需求，拜登不会允许通胀持续升温，并且会联合其他国家，多措并举，抵制能源价格上行，缓解通胀压力。综上所述，通胀预期短期内承压，无法支撑美债收益率持续走高。

### 非农不及预期，失业率超预期，原因为何？

11月失业率与新增非农的背离主要源于两者统计方式的不同。11月失业率大幅下行0.4个百分点至4.2%，就业人数上行110万，与新增非农21万人显著背离，主要原因在于，失业率来自入户调查（Household Survey），无薪酬人士、农场工作者、自雇佣者都属于有工作人群，不算在失业率口径中。可以看到，11月美国自雇佣者和农场工作者增加92.6万人，显著超出新增非农人数。

新增非农的统计基于机构岗位统计（Established Survey），只有在工资表上注册的人群才能算作新增就业，这也导致许多被入户调查包括的就业人口没有被机构岗位统计。因此，我们看到失业率和新增非农数据背离。

现阶段，自雇佣者数量大幅高于疫情前水平，而从事多项职业者数量大幅低于疫情前水平，表明疫情发生之后，居民就业的逻辑发生了改变。一种情况是被动性改变，疫情导致的封锁和隔离限制，许多线下工作被迫取消，在疫情得到有效控制之后，这些岗位就会恢复至原来水平。另一种情况是主动改变，比如部分劳工因担心疫情，选择提前退休，自主创业，回到自家农场，或者直接转行（不再从事线下工作）。在这种情况下，失业率和非农数据可能会持续背离。

图 1：自雇佣人数疫后显著反弹，多职业者人数疫后持续低迷

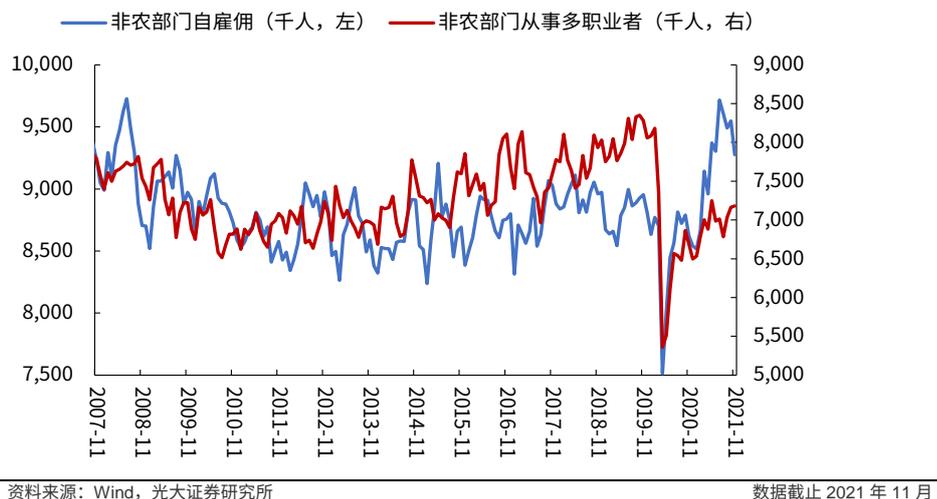


图 2：11 月美国自雇佣和农场工作者新增人数显著超出新增非农

	2021 年月度新增（千人）											1-11 月
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	月度平均
新增非农就业人数	233	536	785	269	614	962	1,091	483	379	546	210	555
新增农业工人/自雇佣/其他	-32	-328	-176	59	-170	-980	-48	26	147	-187	926	-69
新增总计	201	208	609	328	444	-18	1,043	509	526	359	1,136	486

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

### 11月就业修复进程放缓，劳动力供需矛盾加剧。

11月美国就业复苏，主要贡献项为专业和商业服务、运输和仓储业和制造业。

11月专业和商业服务新增就业9万人，为此次非农最大贡献项。其中，行政和废物处理服务（administrative and waste services）增4.2万人，为主要拉动项。在8月以来，专业和商业服务月均增11.5万人，显示在疫情消退，企业逐步要求员工回到办公室上班的背景下，促进行政类服务需求。

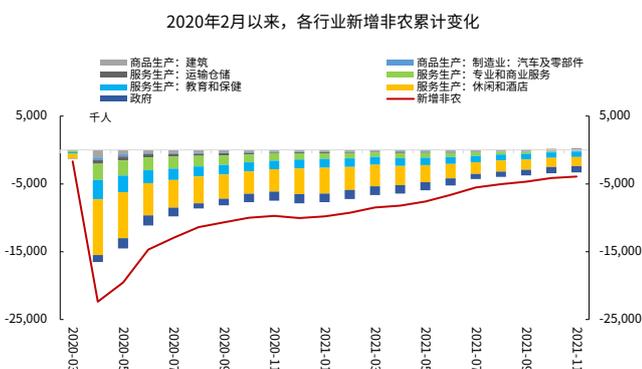
运输和仓储行业新增人数延续上行走势，11月新增5万人，较2020年2月时水平高出21万人。其中，信件传送服务（+2.7万人）和仓储服务（+9千人）为主要拉动项，显示疫情影响下，居民对线上购物和送货上门服务的需求。

11月建筑业新增3.1万人，其中，贸易承包商新增1.3万人，建筑施工增1万人，重型工程建筑增8千人。建筑业新增动力主要来自于房屋补库需求。现阶段，美国房屋库存持续下行，反映建筑业补库仍面临供应链和劳动力两方面的压力。在需求稳定、房屋价格上行的背景下，预计建筑业补库将持续至明年上半年，对就业形成支撑。

制造业就业新增3.1万人，主要受耐用品制造（+1万人）和金属制品（+8千人）拉动。另一方面，机动车和零部件制造（-1万人）。美国10月汽车库存和库销比持续下滑，分别从9月的77.2万辆和0.50下降至61.7万辆和0.39，显示美国汽车制造商仍面临补库困难问题，供给短缺叠加需求旺盛导致新车价格持续上行，对于车企来说，应该是提高雇佣人数的时期。因此，我们认为，机动车行业新增非农下行并不是企业雇佣需求下行导致，而是受劳动力供给不足所致。

休闲与酒店业新增就业2.3万人，远低于10月的16.4万人。拆分来看，外出餐饮服务增1.1万人、住宿增6600人，远低于10月的12.2万人和2.5万人，显示疫情反复仍然限制线下活动。向前看，Omicron的出现可能会进一步压制居民线下消费意愿，预计休闲与酒店就业复苏节奏将较前期有所放缓。

图3：11月各行业新增非农节奏放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

图4：2021年1-11月，劳动力市场整体趋好

	2020年2月	2021年11月	变动
劳动力就业总人数（千人）	158.7	155.2	-3.6
登记劳动力失业人数	5.7	6.9	1.2
失业率U-3	3.5%	4.2%	0.7%
失业率U-6*	7.0%	7.8%	0.8%
劳动力总人数	164.4	162.1	-2.4
劳动参与率	63.3%	61.8%	-1.5%
16岁以上平民总人数	259.6	262.0	2.4
就业人口比例	61.1%	59.2%	-1.9%

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

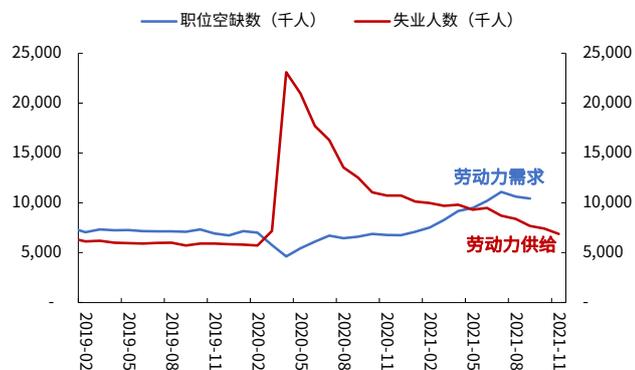
### 劳动力供需缺口持续扩大，推升雇佣成本。

美国劳动力供不应求持续推升薪资水平，抬高企业雇佣成本。11月薪资水平持续上行，环比增0.3%，同比增4.8%。9月，美国职位空缺率为1044万人，为2000年以来的最高水平，而失业人数为689万人，显示劳动力供需之间，有355万人左右的缺口，相较于上一月数据，劳动力供需缺口进一步扩大，支撑薪资水平抬升，对通胀形成上行压力。

另一方面，非农时薪同比和亚特兰大联储工资增速追踪数据显示，美国整体薪资增速较上月有所放缓。向前看，我们认为，薪资抬升会鼓励更多人返回劳动力市

场，提高劳动力供给，缓解工资持续上行压力。这一点可以从劳动参与率的抬升得到印证：11月劳动参与率上行0.2个百分点至61.8%，显示正在工作或正在寻找工作的人口比例正在上升，支撑后期就业市场修复。

图 5: 失业人数远低于企业招聘人数，供需矛盾问题突出



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

图 6: 11 月薪资水平上行幅度趋缓



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

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\\_30553](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30553)

