

# 如何看待就业数据打架与鲍威尔鹰派发言？

## ——美国11月就业数据传递的信号

### 报告导读/核心观点

11月美国失业率与新增非农就业人数的背离主要源于统计口径差异。二者虽然出现阶段性背离但疫情后的整体修复进度基本保持一致，叠加本月劳动力参与率上行和薪资同环比增速回落，11月的就业数据是一份中性成绩单。鲍威尔近期的鹰派发言仍侧重于预期管理，应该客观看待不宜过度解读，当前押注12月Taper加速为时过早，2022年美联储加息概率同样较低。

□ **11月就业数据打架，失业率与新增非农就业人数的背离主要源于统计口径差异**  
11月美国就业数据从表面看较为纠结，新增非农就业人数21万人，大幅低于市场此前预期的55万人；失业率却大幅下降由10月的4.6%下降至4.2%，对应新增就业人数达到114万人，修复幅度超出市场预期，二者的大幅背离主要源于两项就业统计口径存在差异。

美国每月发布的就业数据涵盖两套统计体系。失业率及相关数据（包括劳动参与率等）属于家庭口径的调查数据（Household Data），主要面向全美60000个家庭开展就业调查；非农就业及相关数据（包括薪资水平等）属于机构口径的调查数据（Establishment Data），主要基于全美14.4万个商业机构和政府机关的薪酬发放数据开展就业调查。

除了调查对象不同外，二者的统计口径也存在差异。以失业率为代表的家庭数据体系中（以下简称“失业家庭数据”）。包括自我雇佣人群（相当于自己创业赚钱但又没有成立企业）、家族企业中的不带薪员工、农民、以及停薪留职的人群，上述群体均不被统计入以非农为代表的机构数据体系（以下简称“非农机构数据”）。

我们也可以按以下标准近似理解二者的差异：**不从企业拿工资的从业者都不被计入“非农机构数据”。**

□ **家庭和机构数据体系出现持续背离概率很小，11月就业数据是一份中性成绩单**  
从月度视角看，失业家庭数据和非农机构数据体系下的就业人数经常出现大幅背离：除本月外（背离幅度达到92.6万），2021年6月二者曾经出现高达97.9万人的背离；2020年3、4、5、8、10月两项数据的月度背离幅度均曾达到100万人以上。但二者的背离往往是“有来有往”，拉长区间看持续性背离概率极小，当前家庭口径和机构口径的就业人数距离疫情前（2020年2月）分别有357万和391万的缺口，整体差距较小。

整体来看，11月的就业数据是一份较为中性的成绩单，就业人数虽然出现阶段性背离但疫后整体修复进度基本一致，按今年以来二者各自的修复速度均尚需7-8个月就业人数方能回归至疫情前水平（如果考虑提前退休人群的影响，可能需到2022年Q3或Q4才能修复疫情后的就业缺口）。劳动力参与率方面，本月数据稳步修复环比上升0.2%升至61.8%，但新病毒方面美国已有5个州发现Omicron病例，未来仍有可能进一步传播，劳动力参与率的修复速度仍有可能反复。薪资方面，本月上涨压力有所缓解，平均时薪同环比增速分别为4.8%和0.26%相较10月均出现边际回落。

□ **鲍威尔近期的鹰派发言仍侧重于预期管理，应该客观看待不宜过度解读**  
鲍威尔近期在国会听证会中的鹰派发言也引发市场关注，我们认为鲍威尔的鹰派发言仍侧重于预期管理且存在被过度解读之嫌。

一是提出将放弃“临时性通胀”（Transitory）的说法。鲍威尔指出：“‘临时性’一次对不同的人含义不同，多数人用时间长短定义‘临时性’，美联储认为的含义是不会使高通胀永久化。目前来看，应该淘汰这一用词并更清晰的传达我们的观点。”我们认为，从鲍威尔的声明来看，替换这一说法的主要目的是更好传达联储的想法，并非承认错误；美联储认为不能简单用短期通胀高低衡量通胀压力，而是看会不会永久性抬升通胀中枢。

二是提出Taper可能提速。鲍威尔指出：“当前经济强劲且通胀压力较大，可以考虑适当加速Taper并提前几个月结束购债，会在下一次议息会议中讨论这一选项。在下次议息会议前还有一份就业、通胀数据可供参考，并且可以更好的观测新病毒的全貌。”我们认为，从鲍威尔的原话来看，加速Taper在选项内但不是最终决定，仍要

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

### 相关报告

报告撰写人：李超

视疫情演变和经济数据决策（根据拜登和福奇此前讲话，病毒传入美国难以避免），疫情存在高度不确定性情况下当前不宜判定12月会加速Taper。

□ 当前押注12月Taper加速为时过早，2022年美联储加息概率同样较低

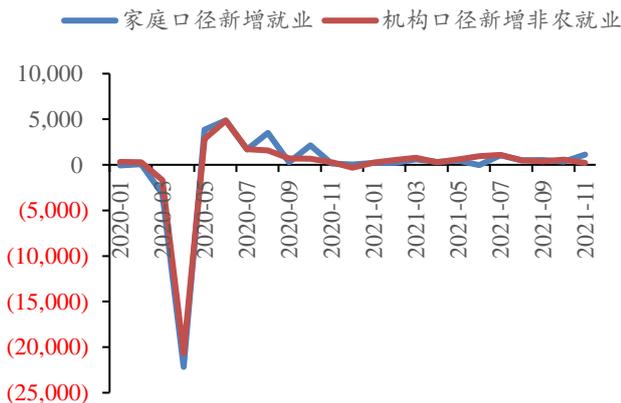
货币政策方面，我们认为在疫情仍存在高度不确定性的情况下，当前押注12月Taper加速仍然为时过早；我们继续维持年度策略《先立后破，产业突围》中的观点，在2022年通胀压力逐步下行、就业修复仍然较为缓慢且美股Q2可能有大幅回调压力的制约下，美联储2022年难见加息，鲍威尔近期系列表述主要侧重于前瞻指引。

资产价格方面，我们继续维持此前观点。美元方面，在当前位置较难再出现大幅上涨，短期维持高位震荡，2022年伴随美国通胀下行并证伪加息预期和欧洲补库启动美元指数可能重新下探至90美元以下。美债收益率方面，继续宽幅震荡走势，区间高点难以突破前期1.78%高位，进入2022年后10年期美债收益率中枢将逐步回落，从结构来看将呈现实际收益率上行、通胀预期下行的分化走势。美股方面，如果病毒在美国出现扩散，市场对美联储的流动性预期将出现进一步改善，美股将在短期回调后重回上行通道，但2022年Q2需警惕美股大幅回调风险。

风险提示：新一轮疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致美联储快速收紧。

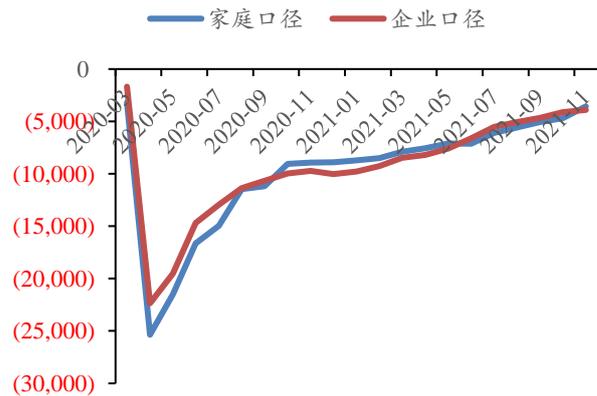
## 1. 重要图表

图 1：不同口径的新增就业数（千人）



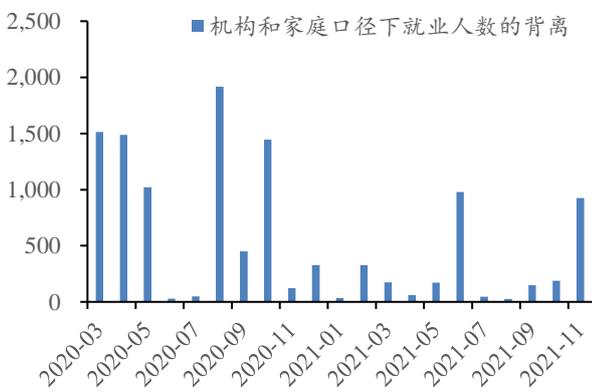
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：不同口径的就业修复缺口（千人）



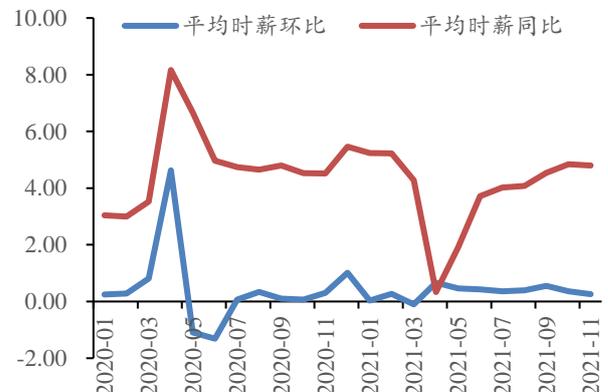
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：机构和家庭就业修复经常出现阶段性背离（千人）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：平均时薪的同环比增速（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表 1：家庭调查和机构调查口径对比**

对比对象	家庭调查 (CPS)	就业调查 (CES)
调查范围	16 岁及以上的非机构居民人口	非农业带薪工作者
数据来源	每月对约 60,000 个符合资格家庭进行抽样调查	每月抽样调查约 144,000 家企业及政府机构，覆盖约 697,000 个个体工作地点
基准期	通常包括每月 12 日在内的日历周	包括每月 12 号在内的雇主支付日期（可以是周度、双周度、月度或是其他）
就业范围	包括非法人个体经营者、家族企业的无薪家庭劳动者、农业及相关劳动者、私人家庭劳动者、无薪休假劳动者等。不包括休假一周的员工，即使他们在休假期间有工资（他们被认为是失业者，归入临时解雇）	除农业及相关产业的伐木部分外，不包括左列的所有类别。如果休假的工人在休假期收到了工资，则也包括在内

资料来源：BLS，浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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\\_30558](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30558)

