

就业为何难以拖住美国加息脚步？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：马骏

相关报告

1 宏观专题 20210426：全球疫情反弹，经济迎来拐点？

2 宏观专题 20210509：假期服务恢复，因何被低估？

3 宏观专题 20210524：“未富先老”还是“未富先降”？——从经济发展视角看我国人口变化

4 宏观专题 20210531：成本压力来袭，哪些行业堪忧？

5 宏观专题 20210620：消费下半场，中国将接棒？

6 宏观专题 20210705：猪价要见底了么？

7 宏观专题 20210724：Delta 变异毒株有多可怕？

8 宏观专题 20210816：地产调控会不会放松？

9 宏观专题 20210907：民企为何赚不到钱？——从利润分化看政策取向

10 宏观专题 20211012：“电荒”现象的误区、成因与影响——能源系列研究之一

11 宏观专题 20211116：趋势、周期与影响——百年全球大宗商品价格沉浮

12 宏观专题 20211129：Omicron 来了：该担心疫情还是加息？

13 宏观专题 20211228：全球能否躲过新一轮疫情？

投资要点

美国 12 月新增非农就业人数令人大跌眼镜，不过，数据公布后，市场预期美联储加息概率不降反升。为何就业并不能够拖慢美联储加息的脚步？本文对此进行展开分析。

■ **非农就业“大跌眼镜”**。2021 年 12 月美国新增非农就业人数录得约 20 万人，再次打破了 11 月刚刚创下 25 万人的最小增幅。12 月劳动参与率继续回升至 61.9%，但相比于 2020 年 2 月仍下降约 1.5 个百分点。从劳动参与率低迷的原因来看，人口年龄结构的变化可以解释大约三分之一，高企的失业率水平可以解释约五分之一，余下的一半可能和疫情带来的特异性冲击有关。据此来看，劳动参与率很难完全回到疫情之前的状态。失业人数与职位空缺之比以及辞职率这两个指标继续下降，指向劳动力市场依然处于偏紧状态。12 月官方失业率继续下降至 3.9%，创疫情爆发以来新低，各口径失业率也同步回落。

■ **治理通胀更紧迫，上升螺旋或形成**。尽管就业呈现出的情况尚不令人乐观，但当前更为困扰美国的还是通胀水平的居高不下，实际的通胀水平很可能和“大滞胀”时期已经基本相当。如果美联储对于通胀“置之不理”，不仅高企的通胀难以下降，而且也会影响就业市场。**首先，新冠疫情的阴影短期挥之不去，引发部分就业和通胀压力**。新毒株的出现使得疫苗防护力大幅下降，而美国加强针接种率并不算高。疫情导致服务业就业恢复受阻。12 月服务业新增就业 15.7 万人，较上月减少 4.1 万，运输仓储业劳动力也依然呈现供给不足的情况，部分程度上造成通胀压力难缓解。**其次，“工资-物价”螺旋初步形成，低收入者要求更高薪资增速**。12 月非农就业平均时薪同比有所下滑。但环比增速大幅上升，创去年 4 月以来新高，并且半数行业薪资水平同比均有所上升。其中美国最低收入者的工资正以金融危机以来最快的速度增长，远高于同期高收入者的工资增速。考虑到近半年来工资增速的持续走高和物价增速走势同步，工资和通胀螺旋上升的局面或已初步形成。**最后，实际乃至预期的通胀上行本身就会带动通胀的进一步高企**。据 Business 调查发现，接近 90% 的小企业计划提价 15% 及以上，这是源于不停增长的成本负担。从各个机构对于美国通胀水平的预期来看，今年美联储物价增速或将居高不下，至少会保持在当前 5%-7% 的增速高位。

■ **加息箭在弦上，警惕收紧风险**。虽然 12 月美国非农就业不及市场预期，但家庭调查显示就业市场表现仍有一定改善，而美联储官员对通胀的担忧显著上升，或使其更加倾向于提前加息以应对高通胀。近期美联储官员讲话表明，多数官员都支持加快加息进程，并且也在讨论缩表时间。诚然，加息乃至缩表并不能够完全解决当前美国通胀高企的问题，但一方面，其确实可以部分缓解通胀上行的压力，而另一方面，货币政策转紧对于预期的影响也举足轻重，调控政策能够发挥事半功倍的效果。而若要达到这一目的，目前高企的通胀水平仅靠一到两次加息很难真正改变，我们预计，今年年内美联储将有多次加息，流动性收紧的风险值得警惕。

■ **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 非农就业“大跌眼镜”	- 4 -
2. 治理通胀更急迫，上升螺旋或形成	- 6 -
3. 加息箭在弦上，警惕收紧风险	- 10 -

图表目录

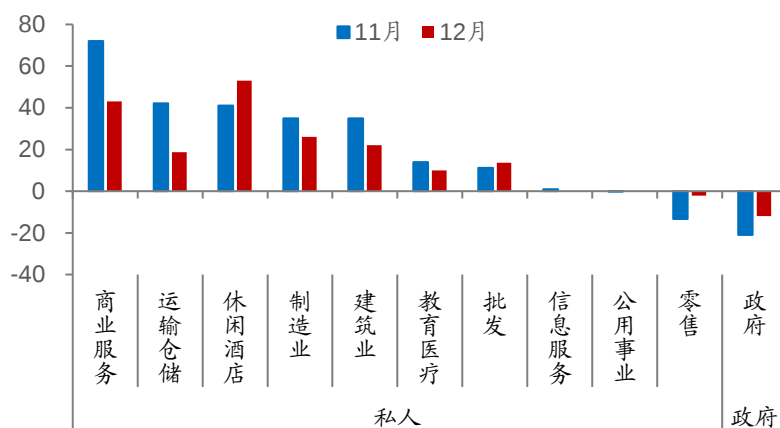
图表 1: 美国各行业非农新增就业人数 (千人)	- 4 -
图表 2: 劳动参与率下降原因 (%)	- 5 -
图表 3: 衡量美国劳动力市场松紧程度的指标	- 5 -
图表 4: 美国不同口径下的失业率情况 (%)	- 6 -
图表 5: 美国“影子通胀”水平已和“大滞胀”时期相当 (%)	- 6 -
图表 6: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 7 -
图表 7: 美国服务业新增非农就业与当月新增确诊	- 7 -
图表 8: 运输仓储业新增就业和平均时薪同比	- 8 -
图表 9: 非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)	- 8 -
图表 10: 各行业平均时薪同比增长 (%)	- 9 -
图表 11: 最低收入者工资增长速度最快 (%)	- 9 -
图表 12: 计划提价小企业所占比重 (%)	- 10 -
图表 13: 美国各机构对于未来一年通胀预期仍位于高位 (%)	- 10 -
图表 14: 2022 年 FOMC 有投票权的委员鹰鸽倾向	- 11 -
图表 15: 近期美联储官员表态	- 12 -

2021 年收官的最后一份就业报告显示，美国 12 月新增非农就业人数令人大跌眼镜，再次打破 11 月创下的最小增幅记录，不过失业率下破 4%，非农就业数据公布后，市场预期美联储加息概率不降反升。为何就业并不能够拖慢美联储加息的脚步？本文对此进行展开分析。

1. 非农就业“大跌眼镜”

新增非农就业令人“大跌眼镜”。2021 年 12 月美国新增非农就业人数录得约 20 万人，再次打破了上月刚刚创下的 25 万人最小增幅。自 2020 年 4 月以来，非农就业人口增加了 1880 万，但比 2020 年 2 月的疫情前水平下降了 360 万。12 月私人部门新增就业人数继续下降，当月仅新增 21.1 万。**分行业来看**，运输和仓储、商品生产、建造服务业新增就业人数较上月回落幅度较大，分别下降 2.4 万、1.8 万和 1.3 万人。休闲酒店业自上月大幅下降后略有回暖，12 月新增 5.3 万人，较前值上涨 1.2 万。

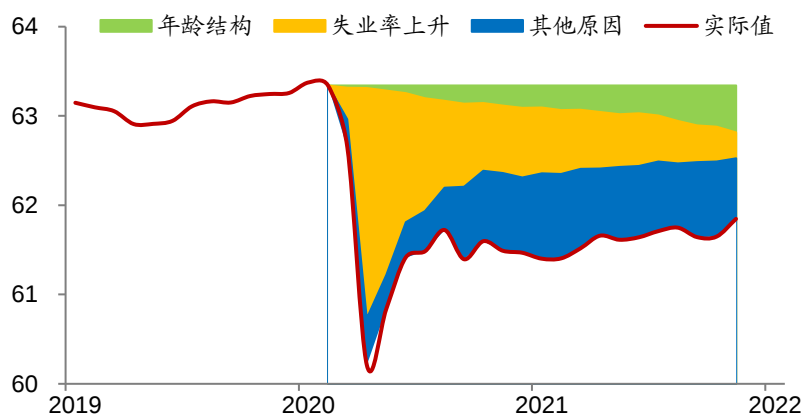
图表 1：美国各行业非农新增就业人数（千人）



来源：美国劳工部，中泰证券研究所

劳动参与率回升仍低。12 月劳动参与率继续回升至 61.9%，但相比于 2020 年 2 月仍下降约 1.5 个百分点。从劳动参与率低迷的原因来看，首先，人口年龄结构的变化可以解释大约三分之一的下降，即 0.5 个百分点。由于劳动力在年龄较大时参与率趋于下降，随着人口老龄化，总体劳动力参与率预计也会下降。其次，从历史经验来看，较高的失业率与较低的劳动力参与率有关，因为愿意工作的工人可能会因为工作难找而不再求职，该部分可以解释约五分之一，即 0.3 个百分点的参与率下降。最后余下的部分大约占到一半左右，即 0.7 个百分点，这部分可能和疫情对劳动力市场带来的特异性冲击有关。据此来看，疫情后劳动参与率的部分下降或具有永久性特征，劳动参与率很难完全回到疫情之前的状态。

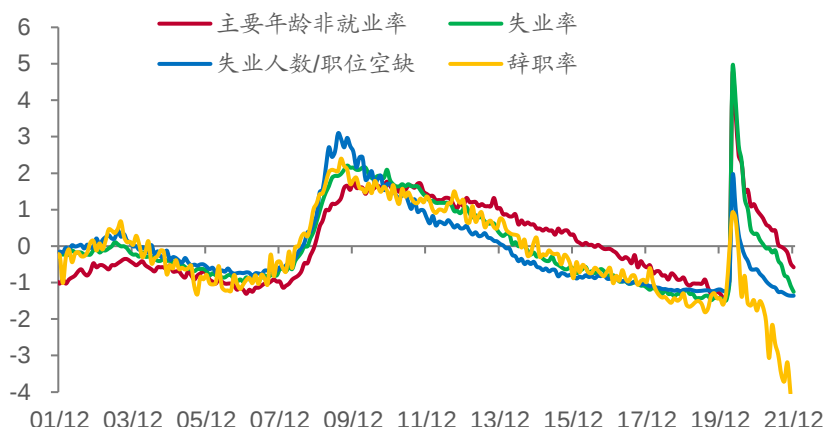
图表2：劳动参与率下降原因（%）



来源：美国劳工部，PIIE，中泰证券研究所

劳动力市场仍然偏紧。从衡量劳动力市场松紧程度的指标来看，12月的主要年龄（25-54岁）非就业率接近2001年至2018年的平均水平。官方失业率略低于同期的平均水平，但失业人数与职位空缺之比以及辞职率这两个指标继续下降，指向劳动力市场依然处于偏紧状态，部分岗位供不应求情况依然突出。

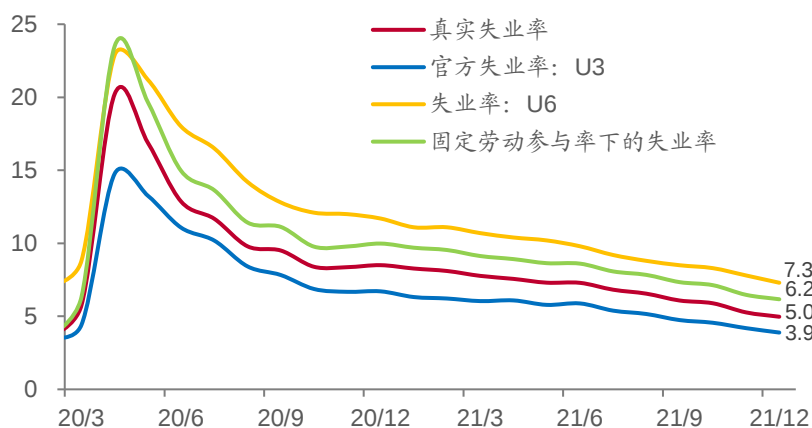
图表3：衡量美国劳动力市场松紧程度的指标



来源：PIIE，中泰证券研究所，数据进行了Z-score标准化处理，数值越低表明劳动力市场越紧

各口径失业率继续下行。12月官方失业率继续下降至3.9%，创疫情爆发以来新低。与此同时，固定劳动参与率下的失业率、真实失业率和U6分别下降0.3、0.3和0.5个百分点，降至6.2%、5.0%和7.3%，各口径下失业率继续保持下降态势，表明就业市场尚在恢复之中。本次非农就业人数与失业率依然出现轻微背离，与上个月数据背离情况较为类似，可能是由于统计口径的不同和抽样误差所致。

图表4：美国不同口径下的失业率情况（%）

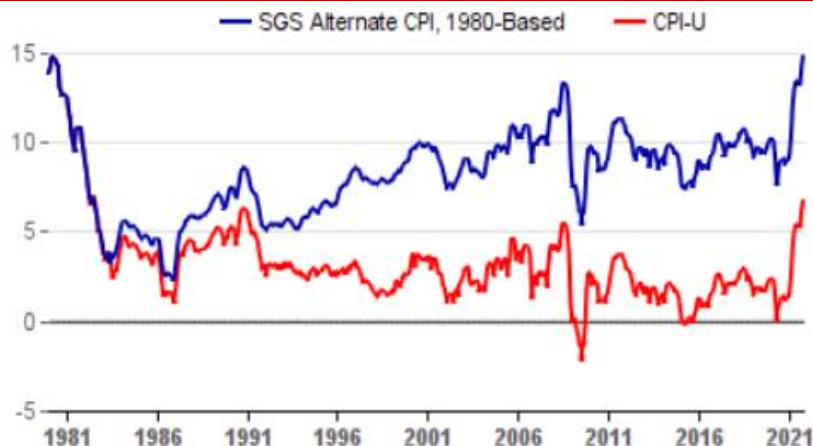


来源：PIIE，中泰证券研究所

2. 治理通胀更急迫，上升螺旋或形成

尽管就业呈现出的情况尚不令人乐观，但当前更为困扰美国的还是通胀水平的居高不下。11月美国CPI同比增速已接近7%，但事实上，实际的通胀水平很可能是这一数字的两倍，和“大滞胀”时期已经基本相当。由于对于CPI的统计和计算方法已经发生了较大变化，如果按照1980年的方法，重新计算当前的通胀水平，即所谓“影子通胀”，则会发现美国CPI同比增速已达到15%左右的高位。

图表5：美国“影子通胀”水平已和“大滞胀”时期相当（%）



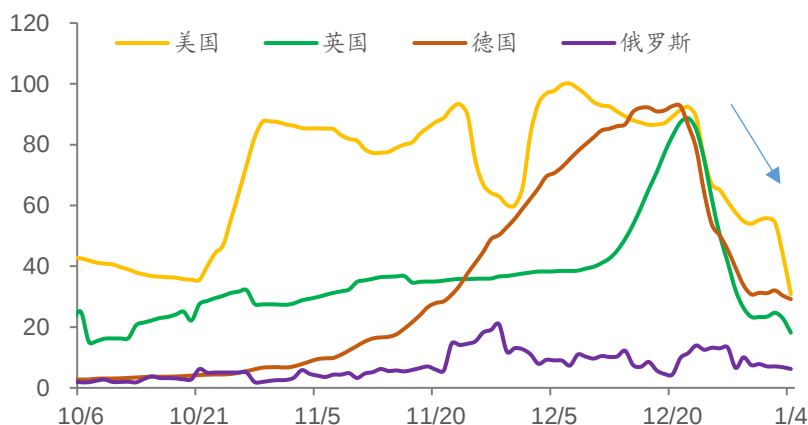
来源：WIND，中泰证券研究所

2021年美联储政策取向更偏“鸽派”，对于通胀的快速上升并未及时应对。如果今年美联储继续对于通胀“置之不理”，不仅高企的通胀水平难以显著下降，而且也会影响到较为脆弱的劳动力市场。

首先，新冠疫情的阴影短期挥之不去，引发部分就业和通胀压力。在Omicron变异毒株出现之前，由于美国疫苗覆盖率较高，Delta病毒对就业市场的影响趋于消退，但新毒株的出现使得疫苗对未接种加强针人群提供的防护力大幅下降，对劳动力市场的影响不容小觑。加强针的注射能大幅提升

现有疫苗对 Omicron 的防护率。但美国加强针接种率并不算高。美国加强针接种率仅为 2 成左右，低于多数发达经济体，如英国、德国和法国，分别达到 50.4%、39.8%和 33.9%的接种比例。并且，美国加强针接种量近期呈现快速下降。自去年 10 月 20 日以来，美国每日加强针接种量快速提升，并保持在 80 万剂每日的水平上。但自 12 月圣诞假期以来，美国加强针接种量出现断崖式下跌，目前每日接种量约 30 万剂。

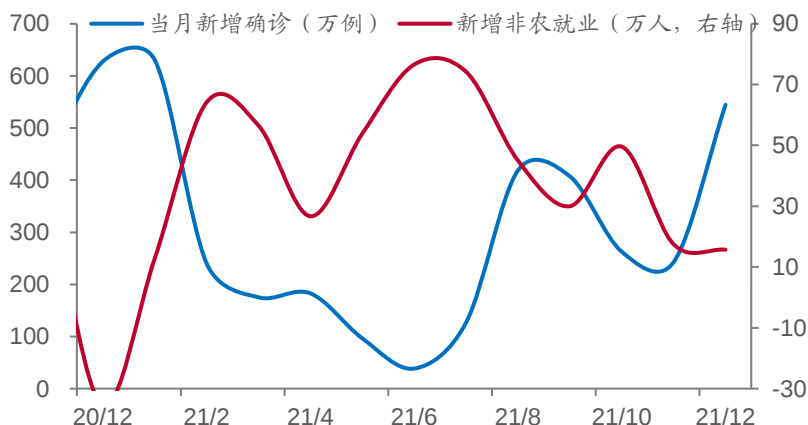
图表 6：各经济体每日加强针接种量（七日移动平均，万剂）



来源：CEIC，中泰证券研究所

疫情导致服务业就业恢复受阻。12 月服务业新增就业 15.7 万人，较上月减少 4.1 万。服务业新增非农就业人数下降与疫情的严峻形势密切相关。美国 12 月新增确诊病例录得 544.5 万例，相较于 11 月的 242.6 万例，涨幅巨大，疫情形势不容乐观。休闲酒店、教育医疗等作为服务业中的高接触性行业，新增就业受疫情形势影响严重。

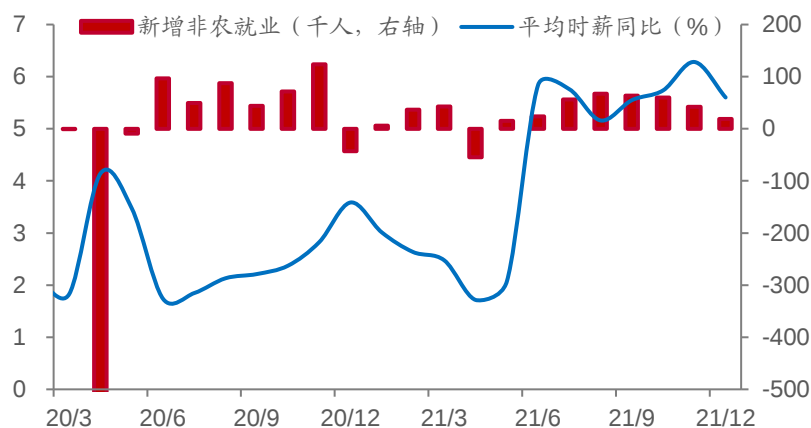
图表 7：美国服务业新增非农就业与当月新增确诊



来源：WIND，中泰证券研究所

运输仓储业劳动力供给仍然不足。2021 年 12 月，美国运输仓储业新增就业人数仅录得 1.87 万人，较同年 11 月新增 4.22 万人下降 56%。与此同时，运输仓储业的平均时薪仅上涨 8 美分，录得 27.16 美元，当月平均时薪同比由 6.3%小幅下降至 5.6%。这充分表明行业劳动力供给仍然短缺，由此可能在部分程度上造成通胀压力短期难以缓解。

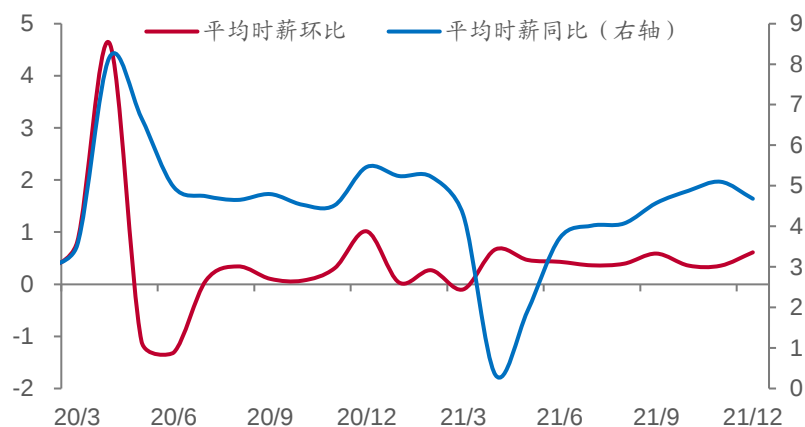
图表8：运输仓储业新增就业和平均时薪同比



来源：WIND，中泰证券研究所

其次，“工资-物价”螺旋初步形成，低收入者要求更高薪资增速。12月非农就业平均时薪同比有所下滑。但环比增速大幅上升，创去年4月以来新高。12月美国私人部门非农就业平均时薪增加了19美分，达到31.31美元，环比增速由0.4%上升至0.6%，同比增速由5.1%下降至4.7%。

图表9：非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)



来源：美国劳工部，中泰证券研究所

半数行业薪资水平同比有所上升。分行业来看，休闲酒店、运输仓储、商业服务业薪资同比增速明显快于其他行业，分别达到了14.1%、5.0%、6.0%。

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_35809

