

总量研究

2021 年美国就业市场强劲复苏，12 月失业率下穿逾 4% 线

——光大宏观周报 20220108

要点

本周关注：

美国 12 月新增非农就业人口 19.9 万人，前值 21 万人，市场预期 45 万人；失业率 3.9%，前值 4.2%，市场预期 4.1%。

时薪环比增 0.6%，市场预期 0.4%；同比增 4.7%，市场预期 4.2%。劳动参与率 61.9%，前值 61.9%。就业人口率 59.5%，前值 59.3%。

截至 1 月 7 日收盘，10 年期美债收益率上行 4bp 至 1.77%；标普 500 指数跌 0.4%，道琼斯指数持平；纳斯达克指数跌 0.96%。

核心观点：

第一，Omicron 传播性较德尔塔病毒显著提升，导致感染和隔离人数增多，压制劳动力供给，导致新增非农不及预期。第二，劳动力供需矛盾仍然突出，薪资增速再超预期，结构性失业或将拖累就业市场修复节奏，导致工资-物价螺旋上升风险上行。第三，失业率加速下行，抬升美联储货币政策转鹰概率。

12 月就业修复进程放缓，服务业新增低于预期是关键。12 月非农主要贡献项为酒店与休闲业、专业和商业服务、制造业、建筑业、运输和仓储业。但可以看到，这些行业在 8 月-12 月期间的新增非农就业人口月均水平显著低于 1-7 月新增非农水平，显示 **Omicron 拖累劳动力供给复苏，导致非农低于预期**。向前看，虽然 Omicron 传染性较高，但其导致的重症病例与死亡病例并未明显上升。预计奥密克戎对劳动力市场的影响将弱于预期，就业向好趋势不变。

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。12 月薪资水平持续上行，环比增 0.6%，同比增 4.7%，均超市场预期。贝弗里奇曲线显示，美国结构性失业情况加剧，其修复的节奏将决定工资-物价螺旋上升的风险。美联储利用货币政策管控的风险也在增加。

失业率加速下行，提升美联储货币政策转鹰概率。12 月劳动力市场数据反弹，叠加美国通胀仍处于历史高位，美联储货币政策转鹰的概率确实在上升。

全球央行：

美联储或提前上调联邦基金利率，并在此后加快缩表速度。日央行所持国债余额 13 年来首次减少。

海外新闻：

日本和澳大利亚签署防务条约，内容涉及两国军方之间更紧密的合作。

国内观察：

上游：原油价格环比上涨，环比由负转正，动力煤、焦煤均价趋势分化，铜价、铝价环比上涨。中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降。下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价环比趋势分化。流动性：货币市场利率下行，债券市场利率分化。

国内新闻：

李克强总理主持召开国务院常务会议，部署全面实行行政许可事项清单管理的措施。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebscn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebscn.com

相关研报

美国 10 月通胀大超预期，价格压力全面升温——2021 年 10 月美国通胀价格点评（2021-11-12）

光大证券_宏观简报：PPI 见顶、CPI 筑底、剪刀差缩窄将开启——2021 年 10 月价格数据点评（2021-11-11）

光大证券_宏观简报：社融增速企稳，利率低位震荡——2021 年 10 月金融数据点评（2021-11-11）

为什么制造业是实现共同富裕的关键？——《共同富裕》第三篇（2021-11-10）

疫情消退，10 月美国非农强劲反弹——2021 年 10 月非农数据点评（2021-11-06）

Taper 如期而至，加息“等等再看”——2021 年 11 月 FOMC 会议点评（2021-11-04）

拜登 1.75 万亿美元财政刺激法案，阻碍在哪里？（2021-11-03）

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（2021-11-02）

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

出口强劲下，中游设备制造盈利反弹——2021 年 9 月工业企业盈利数据点评（2021-10-29）

财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度——光大宏观周报（2021-10-24）

两年复合增速见底，制造业和消费启动反弹——9 月经济数据点评（2021-10-19）

目 录

一、2021 年美国就业市场强劲复苏，12 月失业率下穿逾 4% 线.....	4
1.1 Omicron 压制劳动力供给复苏，导致非农数据低于预期。	4
1.2 12 月就业修复节奏放缓，服务业新增低于预期是关键。	5
1.3 结构性失业情况加剧，需关注工资-物价螺旋上升风险。	6
1.4 失业率加速下行，提升美联储货币政策转鹰概率	7
二、全球观察.....	8
2.1 金融与流动性数据：美债收益率上行、通胀预期上升	8
2.2 全球市场：全球股市涨跌不一，大宗商品普遍上涨	9
2.3 央行观察：美联储或提前上调联邦基金利率；日央行所持国债余额 13 年来首次减少	10
2.4 海外新闻：日本和澳大利亚签署防务条约, 印尼突施煤炭出口禁令	11
三、国内观察.....	13
四、下周财经日历	17

图目录

图 1：2021 年 1-12 月劳动力市场整体稳步复苏	4
图 2：8-12 月服务行业新增非农显著低于 1-7 月月均水平	5
图 3：12 月美国自雇佣和农场工作者新增人数显著超出新增非农	5
图 4：贝弗里奇曲线在疫情后显著外移	7
图 5：美联储历次加息周期前，劳动力市场和通胀情况	7
图 6：美国 10 年期国债收益率上行，通胀预期下行	8
图 7：英国、法国、德国、日本 10 年期国债收益率上升	8
图 8：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差上升	8
图 9：美国投资级企业债利持平，高收益债利差上升	8
图 10：美联储资产规模略有上升	9
图 11：欧央行、日央行资产规模均略有上升	9
图 12：大宗商品价格普遍上涨	9
图 13：全球股市涨跌不一	9
图 14：原油价格环比上涨	13
图 15：动力煤、焦煤价格趋势分化	13
图 16：铜价环比上涨，库存同比下降	13
图 17：铝价环比上涨，库存同比下跌	13
图 18：高炉开工率环比下跌	14
图 19：水泥价格指数环比下跌	14
图 20：螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	14
图 21：钢坯库存同比下降	14
图 22：商品房成交面积跌幅扩大	15
图 23：土地供应面积同比增速下行	15
图 24：猪价、菜价、水果价格趋势分化	15
图 25：乘用车日均零售销量跌幅缩窄	15
图 26：货币市场利率下行	16
图 27：债券市场利率趋势分化	16

表目录

表 1：美日欧央行官员表态	10
表 2：美国经济热力图	12
表 3：欧元区经济热力图	12
表 4：英国经济热力图	12
表 5：日本经济热力图	12
表 6：下周全球经济数据热点	17

一、2021 年美国就业市场强劲复苏，12 月失业率下穿逾 4%线

1.1 Omicron 压制劳动力供给复苏，导致非农数据低于预期。

Omicron 传染性较 Delta 病毒显著增强，7 日平均新增病例数自 2020 年以来首次超过 50 万例，导致劳动力因感染病毒而被迫隔离和居家康复，使得新增非农数据低于预期。

2021 年 8 月和 11 月正是新一轮病毒开始蔓延之际，受疫情冲击影响最大的服务业如休闲与酒店、护理、教育等行业在 8 月-12 月期间的新增非农就业人口月均水平显著低于 1-7 月新增非农水平。

另外，根据华尔街日报报道，因疫情导致的航空机组人员受感染而隔离(5-10 天)，使得大量航班被迫取消。截至 2022 年 1 月 6 日，有将近 1700 次美国航班在当天被取消（共约 2 万次航班），这是连续第 11 天取消超 1000 架航班，较前几周显著抬升。

但整体来看，12 月美国新增就业（非农+自雇佣者）达 65 万人；2021 年 1-12 月月均新增就业 50.8 万人，显示劳动力市场稳步复苏。若以此月度新增节奏来看，美国劳动力就业人数缺口将在 6 个月内弥合。

向前看，虽然 Omicron 传染性较高，但其导致的重症病例与死亡病例并未明显上升。并且，接种加强剂后的疫苗保护性显著增强。预计奥密克戎对劳动力市场的影响将弱于预期，就业向好的趋势不变，参考我们于 2022 年 1 月 3 日发布的报告《加强针和特效药防范医疗挤兑，全球再次开放可期》。

图 1：2021 年 1-12 月劳动力市场整体稳步复苏

	2020年2月	2021年12月	变动
劳动力就业总人数（千人）	158.9	156.0	-2.9
登记劳动力失业人数	5.7	6.3	0.6
失业率U-3	3.5%	3.9%	0.4%
失业率U-6*	7.0%	7.3%	0.3%
劳动力总人数	164.6	162.3	-2.3
劳动参与率	63.4%	61.9%	-1.5%
16岁以上平民总人数	259.8	262.7	3.0
就业人口比例	61.2%	59.5%	-1.7%

资料来源：美国劳工部，光大证券研究所预测

数据截至 2021 年 12 月

图 2：8-12 月服务行业新增非农显著低于 1-7 月月均水平

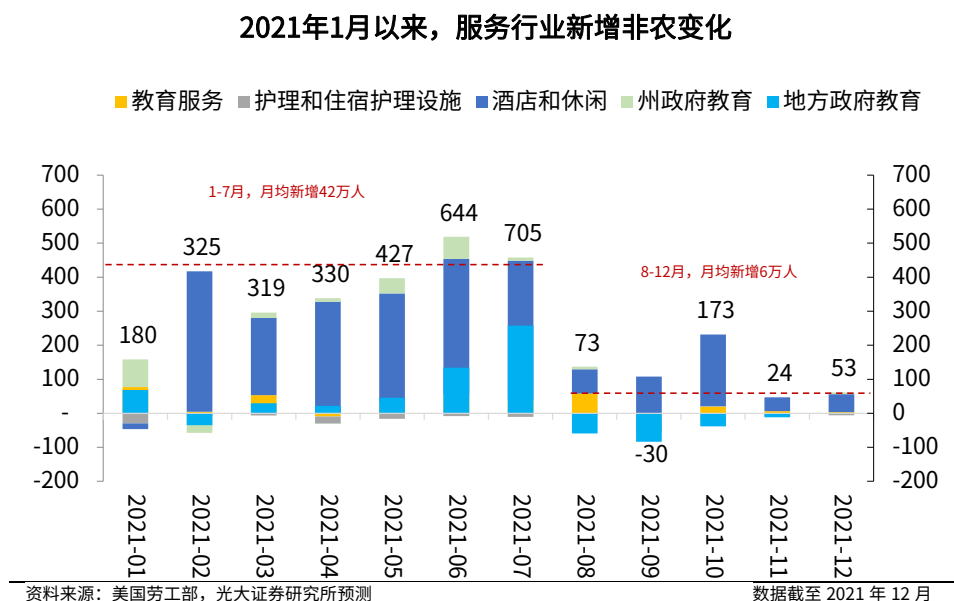


图 3：12 月美国自雇佣和农场工作者新增人数显著超出新增非农

	2021年月度新增（千人）												1-12月
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	月度平均
新增非农	233	536	785	269	614	962	1,091	483	379	648	249	199	537
新增农业工人/自雇佣/其他	-112	-173	-212	50	-323	-900	1	-20	260	-220	841	452	-30
新增总计	121	363	573	319	291	62	1,092	463	639	428	1,090	651	508

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

1.2 12 月就业修复节奏放缓，服务业新增低于预期是关键。

12 月美国新增非农就业主要贡献项为酒店与休闲业、专业和商业服务、制造业、建筑业、运输和仓储业。

休闲与酒店业新增就业 5.3 万人，远低于 2021 年 1-10 月月均新增 24.7 万人，显示 Omicron 病毒的出现，一方面抑制劳工返回职场意愿，另一方面，感染病毒使得工人被迫隔离，降低劳动力供给。

向前看，我们认为，Omicron 对劳动力市场的约束将显著弱于预期。虽然 Omicron 传染性较高，但其导致的重症病例与死亡病例并未明显上升。并且，接种加强剂后的疫苗保护性显著增强。参考我们于 2022 年 1 月 3 日发布的报

告《加强针和特效药防范医疗挤兑，全球再次开放可期》。因此，预计休闲与酒店就业复苏节奏将较前期有所抬升。

12月专业和商业服务新增就业4.3万人，大幅低于11月时的9万人。自8月以来，专业和商业服务月均新增10万人，显示在疫情影响下，员工回办公室上班的要求和意愿都有所下行，降低行政类服务需求。

12月制造业新增就业2.6万人，主要受耐用品制造（+2万人）拉动，其中，机动车和零部件制造（4200人）。美国11月汽车库存和库销比持续下滑，分别从10月的61.7万辆和0.39下降至39.8万辆和0.24。展望来看，供给短缺叠加需求旺盛导致新车价格持续上行，车企将有更大动力持续提高雇佣人数。

12月建筑业新增就业2.2万人，其中，房屋建筑增4千人，重型工程建筑增1万人。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。

12月运输和仓储行业新增就业1.9万人，显著低于11月新增的4.2万人。其中，空运服务（+6千人）和仓储服务（+5千人）为主要拉动项。现阶段，因Omicron感染率较高，导致美国周度新增病例显著上行，感染人群被隔离或病假，压制就业恢复节奏。展望来看，隔离或病假仍将在短期内拖累行业就业，但需求端维持强劲将在中长期内利好运输和仓储业恢复。

1.3 结构性失业情况加剧，需关注工资-物价螺旋上升风险。

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。12月薪资水平持续上行，环比增0.6%，同比增4.7%，均超市场预期。美国11月职位空缺率为1056万人，为2000年以来的最高水平，而最新失业人数为630万人，显示劳动力供需之间，有426万人左右的缺口，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。

贝弗里奇曲线显示，美国结构性失业情况加剧，其修复的节奏将决定工资-物价螺旋上升的风险。贝弗里奇曲线是研究劳动力市场如何在经济周期中变化的曲线，其将失业分解为结构性失业和周期性失业。

一般来说，劳动力需求降低导致职位空缺率下滑、失业率升高，则经济活动的变化沿着贝弗里奇曲线向下移动，反之亦然。这种情况就是所谓的周期性失业——需求不足导致经济活动趋于疲弱，企业雇佣动力降低、失业率上行。

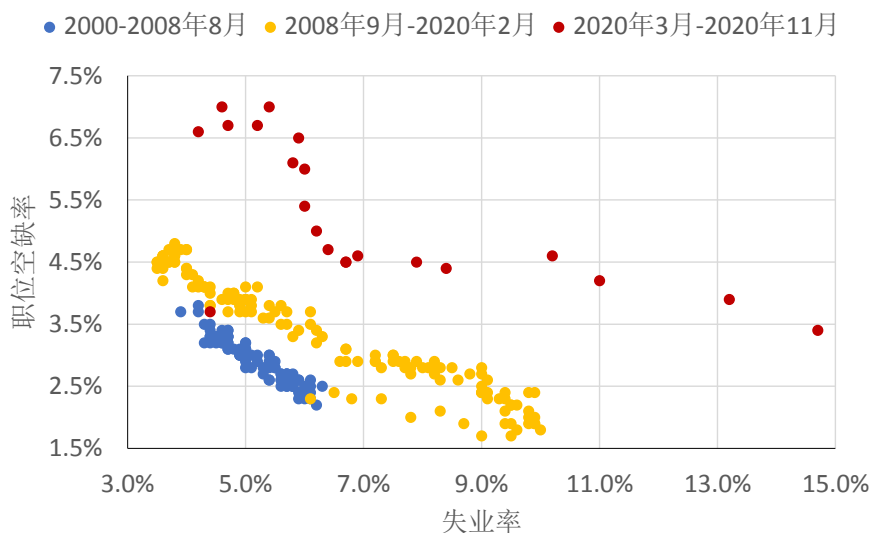
然而，现阶段，美国的贝弗里奇曲线自疫情开始后就开始向外平移，这意味着，在同一失业率水平下，职位空缺数量较之前水平显著提升。这种情况则属于结构性失业——主要由于职位供需匹配效率较低引起的。

贝弗里奇曲线外移由多重因素导致，包括疫情导致劳动力市场工作和技能之间的错配（线下工作转为线上工作）、疫情导致各种防疫措施和卫生方面的管控提高工作难度、疫情导致的交通管控或迁移等等，都是可能抬升职位匹配难度的原因。

但需要注意的是，现阶段，我们并没有看到结构性失业有趋好态势，职位空缺率仍在6.6%，比疫情前水平高2.2个百分点，但失业率已经修复至3.9%，与疫情前水平只差0.4个百分点。

因此，在结构性失业持续时间过长的背景下，则可能导致工资物价螺旋上升风险，美联储利用货币政策管控的风险也在增加。

图 4：贝弗里奇曲线在疫情后显著外移



资料来源：美国劳工部，光大证券研究所预测

数据截至 2021 年 11 月

1.4 失业率加速下行，提升美联储货币政策转鹰概率

12 月劳动力市场数据反弹，叠加美国通胀仍处于历史高位，美联储货币政策转鹰的概率确实在上升。我们选取美联储自 1987 年以来 5 次加息周期，并计算出每次加息前失业率和通胀水平。可以看到，2021 年 12 月失业率水平已经远远低于前 5 次加息开始前的平均失业率。基于 11 月通胀数据也可以看到（12 月通胀数据还未公布），现阶段通胀水平以接近于前 5 次加息开始前的平均水平的两倍。因此，从美联储加息历史的角度来看，此次强劲的劳动力市场数据提高了美联储货币政策转鹰的概率。

图 5：美联储历次加息周期前，劳动力市场和通胀情况

	1987年4月	1994年2月	1999年6月	2004年6月	2015年12月	平均	2021年12月
失业率U-3	6.3	6.6	4.3	5.6	5.0	5.6	3.9
失业率U-6	-	11.4	7.5	9.6	9.9	7.7	3.9
CPI(当月同比, 11月)	3.8	2.5	2.0	3.3	0.7	2.5	6.8
核心CPI(当月同比, 11月)	4.2	2.8	2.1	1.9	2.1	2.6	4.9
PCE(当月同比, 11月)	3.0	2.1	1.4	2.9	0.3	1.9	5.7
核心PCE(当月同比, 11月)	3.1	2.3	1.4	2.1	1.1	2.0	4.7
联邦基金利率上调总基点	3.75%	3.00%	1.75%	4.25%	2.25%	3.00%	

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

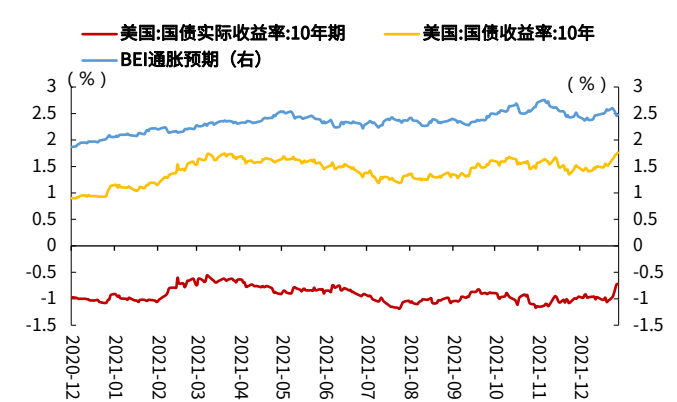
U6= (失业总人数+边际劳动力人口+因经济原因而选择兼职人数) / (劳动力总人数+边际劳动力人口)

二、全球观察

2.1 金融与流动性数据：美债收益率上行、通胀预期上升

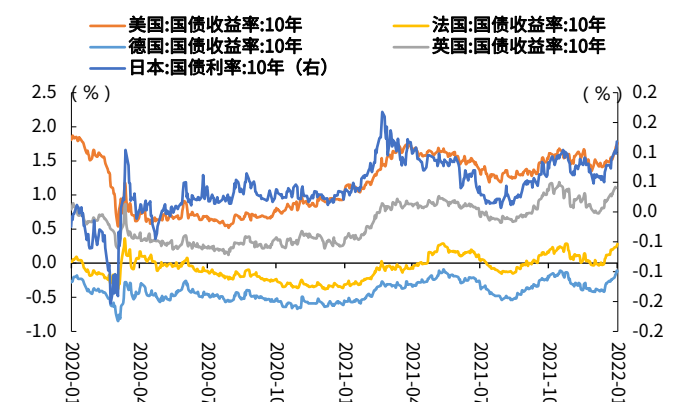
美国 10 年期国债到期收益率上行，通胀预期略有上升。本周美国 10 年期国债收益率呈上行趋势，较上周上行 24bp 至 1.76%。英国 10 年期国债上行 9bp 至 1.1%，法国 10 年期国债上升了 9bp 至 0.28%，德国 10 年期国债上行了 12bp 至 -0.12%，日本 10 年期国债上行 3bp 至 0.12%。美国 10 年期国债隐含的通胀预期较上周下行。

图 6：美国 10 年期国债收益率上行，通胀预期下行



资料来源：Wind，光大证券研究所（更新截至 2022 年 1 月 7 日）

图 7：英国、法国、德国、日本 10 年期国债收益率上升



资料来源：Wind，光大证券研究所（更新截至 2022 年 1 月 7 日）

美国 10 年期和 2 年期国债期限利差上升。截至 1 月 6 日，美国 10 年期和 2 年期国债期限利差较上周上升 10bp 至 0.89%。美国 AAA 级企业期权调整利差与上周末持平（0.51%），美国高收益债期权调整利差较上周末上升 5bp 至 3.15%。

图 8：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差上升

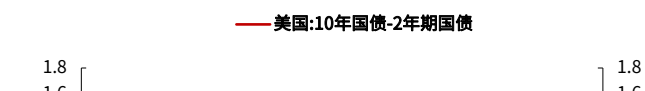
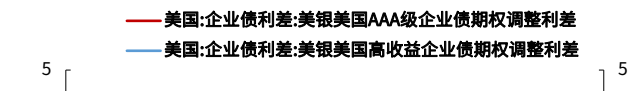


图 9：美国投资级企业债利持平，高收益债利差上升



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_35814

