

就业持续向好，“鹰派”预先沟通已在路上——12月美国非农点评

宏观快评 | 2022年1月9日

研究部

胡悦

yhu@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- 12月美国新增非农就业人数意外仅录得19.9万人，远低于市场预期的40万人，低于前值21万人；但失业率意外好于市场预期，仅录得3.9%，低于预期的4.1%，低于前值4.2%。数据公布后，美债收益率快速上行，美股全线下挫，美元指数快速下挫。整体就业数据表现并不差，致使市场对于美联储3月加息预期快速飙升，美国市场面临股债双杀。
- 美国工资全面上行，就业市场匹配效率较差。根据各行业的工作时长以及薪酬增幅同样可判断，工资-通胀的螺旋式上升压力正在增加。前期运输仓储时薪快速带动，带动各个行业薪水快速上涨，不论是低技能行业亦或是专业技能较高的信息业等。非农数据增幅较小，但薪酬的快速上升以及职位空缺率持续处于高位，表明美国就业市场紧张程度较大，就业匹配效率差。
- 我们认为，一方面就业人数虽然增量不大，但失业率快速下行；另一方面，服务行业就业人数持续增加，服务需求快速上行，**后续高通胀或从商品转向服务**。尽管失业率快速下行，但疫情反复，以及低收入人群就业减少，**就业市场的恢复仍然面临较大不确定性**。
- 就业数据不差，叠加鹰派FOMC会议纪要，加息预期快速上行。上周美联储公布的会议纪要，不仅谈及加息，甚至提及有关缩表的路径，并表示缩表将在首次加息后不仅进行，一改往日的“鸽派”言论，因此市场对于就业数据关注度较高，因为这是决定美联储何时开启货币政策正常化的关键信号。目前美联储资产负债表已经超8万亿美元，相当于疫情前的2倍，若缩表计划回到疫情前水平，则相当于需要抽水4万亿美元。上一轮的缩表节奏为：针对美债，初始最高减量为60亿美元，接下来的一年内，每三个月增加60亿美元，直到每月最高减量达300亿美元；针对MBS债券，每月最高减少量为40亿美元，接下来的一年内每三个月增加40亿美元，直至最高减少量达到20亿美元。
- 我们认为，**鹰派预先沟通已在路上**。近期联储官员频繁发表鹰派言论，但鲍威尔仍然没有正式发表有关加息的言论，市场仍在等待正式信号。随着taper接近尾声，叠加非农数据的好转，鲍威尔或在一季度释放考虑加息的信号，一方面，近期需对其任命进行正式的宣布，在高通胀的压力之下，鲍威尔需要发表鹰派声明；另一方面，就业市场的恢复似乎较为积极，美联储不得不安抚市场情绪。在预先沟通后，市场将面临更大的波动，美债收益率将快速上行，美股面临更大的调整风险。
- 但正式加息路径或不如市场预期那么早。一方面，拜登“重建美好美国”的财政支出计划通过的概率仍然不小，在此背景之下，货币政策仍然受制于财政。此外，美联储对于就业市场的关注度仍然大于通胀，而就业恢复的路径仍然充满不确定性。12月的数据虽有好转，但低收入、低学历以及年轻人的就业状况并不乐观，叠加疫情反复，一季度的就业数据至关重要。同时，目前商品需求已经大幅下滑，供应瓶颈有所缓和，商品通胀压力将有所缓解。



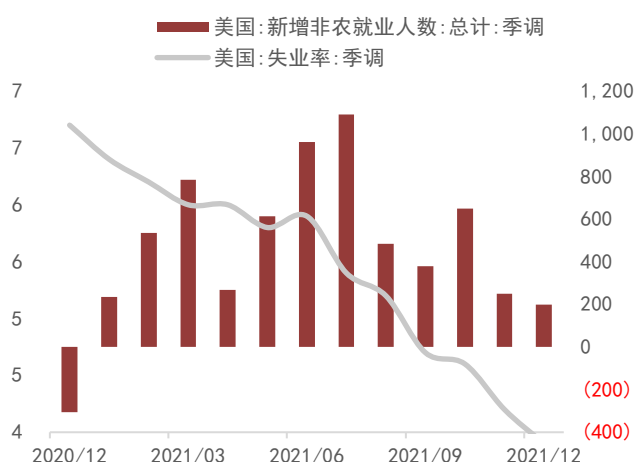
图表目录

图表 1：11 月非农数据不及预期	3
图表 2：就业率提升，劳动参与率持平	3
图表 3：采矿业就业人数增幅最大	3
图表 4：调整后失业率大幅下跌	3
图表 5：时薪全面上涨	4
图表 6：就业匹配效率较差	4
图表 7：年轻人就业人数大幅下滑	4
图表 8：低学历就业人数大幅减少	4
图表 9：3 月美联储加息预期	5
图表 10：联邦基金期货利率计入 3 次加息预期	5
图表 11：美联储资产负债表已经翻倍	6
图表 12：美债规模增加幅度超 100%	6

12月美国新增非农就业人数意外仅录得19.9万人，远低于市场预期的40万人，低于前值21万人；但失业率意外好于市场预期，仅录得3.9%，低于预期的4.1%，低于前值4.2%。数据公布后，美债收益率快速上行，美股全线下挫，美元指数快速下挫。整体就业数据表现并不算差，致使市场对于美联储3月加息预期快速飙升，美国市场面临股债双杀。

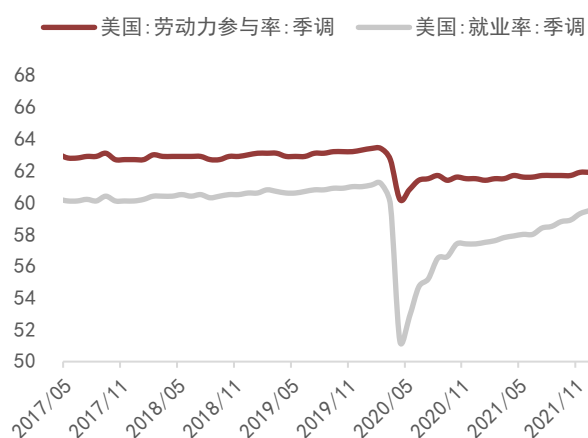
尽管非农新增人数不及预期，但失业率大幅下滑，就业率继续攀升。今年以来劳动参与率始终维持在低位，12月劳动力人口新增16.8万人，就业率上行至59.5%，拥有就业意愿的人数出现增加，劳动力人口的上升叠加前期非农新增人数上修15万人，导致失业率快速下行的主要原因。同时，U6统计口径下的失业率从7.7%高位下滑至7.3%。非劳动力人口中想要一份工作的人数减少3.3万人，致使整体就业率上行，失业率下降。

图表 1：11月非农数据不及预期



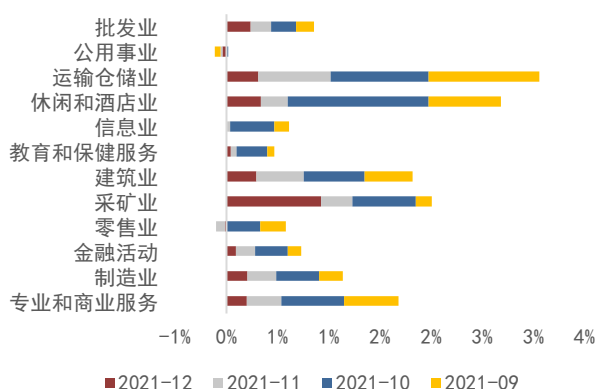
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：就业率提升，劳动参与率持平



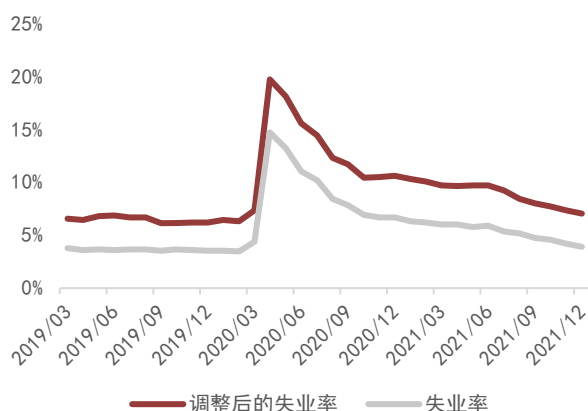
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：采矿业就业人数增幅最大



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：调整后失业率大幅下跌



来源：Wind，莫尼塔研究

采矿业人数大量增加。分行业看，采矿业人数增幅最大，录得0.92%，运输仓储行业就业人数增幅为0.31%，有所回落，休闲酒店新增就业人数环比增长仅为0.34%，服务行业就业速度有所反弹。就业

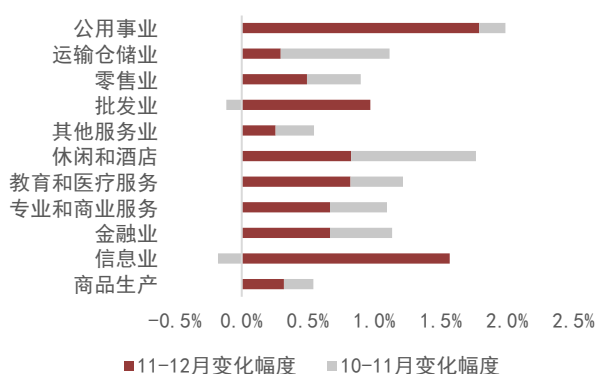
人数出现下滑的行业仅公用事业，继续录的负增长。从各个行业的就业人数新增情况可以判断，采矿业的恢复速度将有所加快，前期运输拥堵以及找不到卡车司机的情况有所改善，而服务业的恢复仍在持续进行中，目前服务行业的需求仍然较强。

美国工资全面上行，就业市场匹配效率较差。根据各行业的工作时长以及时薪增幅同样可判断，工资-通胀的螺旋式上升压力正在增加。前期运输仓储时薪快速带动，带动各个行业薪水快速上涨，不论是低技能行业亦或是专业技能较高的信息业等。非农数据增幅较小，但薪酬的快速上升以及职位空缺率持续处于高位，表明美国就业市场紧张程度较大，就业匹配效率差。

年轻人、低学历就业人数减少。就业结构看，提前退休情况有所好转，老年人就业人数增加，但年轻人以及低学历就业人数快速减少，这或许与大部分年轻人选择在家照顾病人有关。但 12 月美国最低时薪从 7.5 美元增加至 15 美元，这将带动低学历就业人口的就业热情。后续低学历、低收入人群的就业好转情况很大程度上受到疫情的影响。

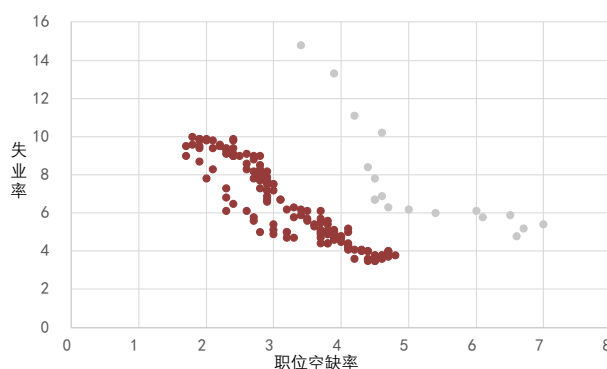
服务行业就业人数持续增加，服务需求快速上行，**后续高通胀或从商品转向服务。**另一方面，工资上涨渗透至各个行业，前期工资-通胀的螺旋式上升并没有出现，但目前此压力有所增加。尽管失业率快速下行，但疫情反复，以及低收入人群就业减少，**就业市场的恢复仍然面临较大不确定性。**

图表 5：时薪全面上涨



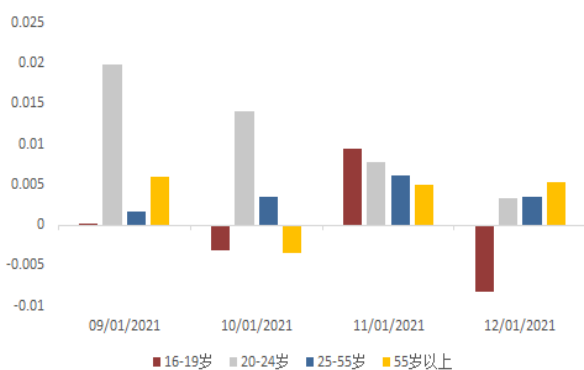
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：就业匹配效率较差



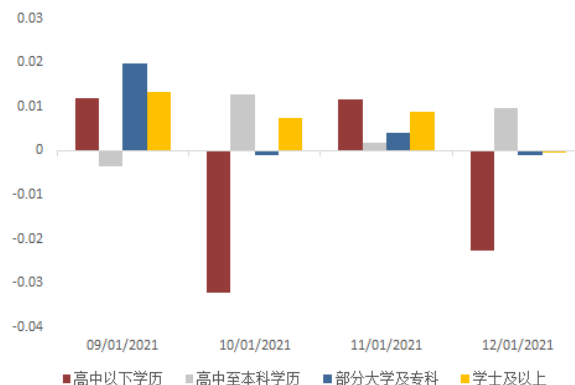
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：年轻人就业人数大幅下滑



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

图表 8：低学历就业人数大幅减少



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

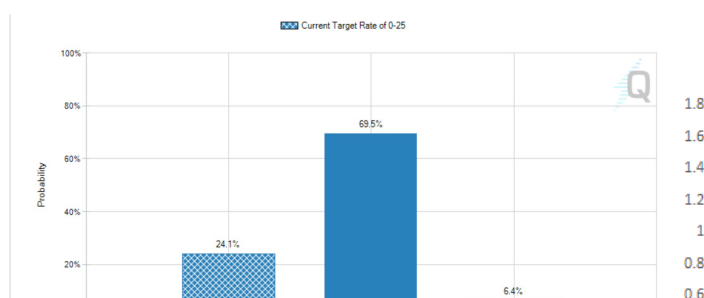
就业数据不差，叠加鹰派 FOMC 会议纪要，加息预期快速上行。数据公布后，美债收益率大幅上行，10 年期美债收益率上升至 1.76%，2-10 年期美债期限溢价扩大 4 个 bps，美股全线下挫，市场对于后续加息预期提前至 3 月。数据公布前，市场认为 3 月加息概率为 50.3%，目前上升至 69.5%。同时联邦基金利率期货已经计入今年加息 3 次的预期。

上周美联储公布的会议纪要，不仅谈及加息，甚至提及有关缩表的路径，并表示缩表将在首次加息后不仅进行，一改往日的“鸽派”言论，因此市场对于就业数据关注度较高，因为这是决定美联储何时开启货币政策正常化的关键信号。目前美联储资产负债表已经超 8 万亿美元，相当于疫情前的 2 倍，若缩表计划回到疫情前水平，则相当于需要抽水 4 万亿美元。上一轮的缩表节奏为：针对美债，初始最高减量为 60 亿美元，接下来的一年内，每三个月增加 60 亿美元，直到每月最高减量达 300 亿美元；针对 MBS 债券，每月最高减少量为 40 亿美元，接下来的一年内每三个月增加 40 亿美元，直至最高减少量达到 20 亿美元。

我们认为，加息日期不及市场“鹰”，但预期释放已在路上。近期联储官员频繁发表鹰派言论，但鲍威尔仍然没有正式发表有关加息的言论，市场仍在等待正式信号。随着 taper 接近尾声，叠加非农数据的好转，鲍威尔或在一季度释放考虑加息的信号，一方面，近期需对其任命进行正式的宣布，在高通胀的压力之下，鲍威尔需要发表鹰派声明；另一方面，就业市场的恢复似乎较为积极，美联储不得不安抚市场情绪。在预先沟通后，市场将面临更大的波动，美债收益率将快速上行，美股面临更大的调整风险。

正式加息路径或不如市场预期那么早。一方面，拜登“重建美好美国”的财政支出计划通过的概率仍然不小，在此背景之下，货币政策仍然受制于财政。此外，美联储对于就业市场的关注度仍然大于通胀，而就业恢复的路径仍然充满不确定性。12 月的数据虽有好转，但低收入、低学历以及年轻人的就业状况并不乐观，叠加疫情反复，一季度的就业数据至关重要。同时，目前商品需求已经大幅下滑，供应瓶颈有所缓和，商品通胀压力将有所缓解。

图表 9：3 月美联储加息预期



图表 10：联邦基金期货利率计入 3 次加息预期



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_35894

