

总量研究

非农大超预期，Fed 陷入两难境地

——2022 年 1 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
zhaogage@ebsecn.com

相关研报

美联储打击通胀意图明确，3 月大概率加息——2022 年 1 月美联储议息会议点评
(2022-01-27)

为什么美国不愿意加入 CPTPP——《大国博弈》系列第十五篇 (2022-01-10)

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
(2022-01-08)

疫情冲击下的货币政策：美国劳动参与率的视角？——美联储观察系列五
(2021-12-20)

鸽派鲍威尔，鹰派点阵图——2021 年 11 月美联储议息会议点评 (2021-12-16)

通胀符合预期，如何看下周美联储议息会议？——光大宏观周报 (2021-12-12)

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 (2021-12-04)

通胀不构成美联储加息条件——2021 年 11 月美国 FOMC 会议纪要点评
(2021-11-25)

要点

事件：

美国 1 月新增非农就业人口 46.7 万人，前值 51 万人，市场预期 15 万人；失业率 4.0%，前值 3.9%，市场预期 3.9%。

时薪环比增 0.7%，前值 0.6%，市场预期 0.5%；同比增 5.7%，前值 4.7%，市场预期 5.2%。劳动参与率 62.2%，前值 61.9%。就业人口率 59.7%，前值 59.5%。

截至 2 月 4 日收盘，10 年期美债收益率上行 9bp 至 1.91%；标普 500 指数涨 0.52%，道琼斯指数微跌 0.06%；纳斯达克指数涨 1.58%。

核心观点：

服务性行业持续修复推动 1 月新增非农大超预期。失业率小幅上行，主要原因在于自雇佣者人数回落和劳动力人口扩大。向前看，劳动力供给提升，叠加工资上行将进一步支撑就业市场快速修复。

美国整体薪资加速上行，推升通胀压力，迫使美联储在近期议息会议上显著转鹰。但美联储政策前景正面临较大挑战，若其为打击通胀而多次加息，则可能对经济产生较大冲击；但若加息幅度不足，美联储在应对下一次危机时，降息的空间则较有限。

失业率小幅上行，自雇佣人数回落及劳动力人口扩大为主要原因。

1 月失业率小幅上行 0.1 个百分点至 4%，一方面，自雇佣人数持续回落，另一方面，1 月劳动力人口上升 139 万人，提升失业率分母端，总体失业率小幅上行。

我们在 12 月非农点评报告中提到，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。

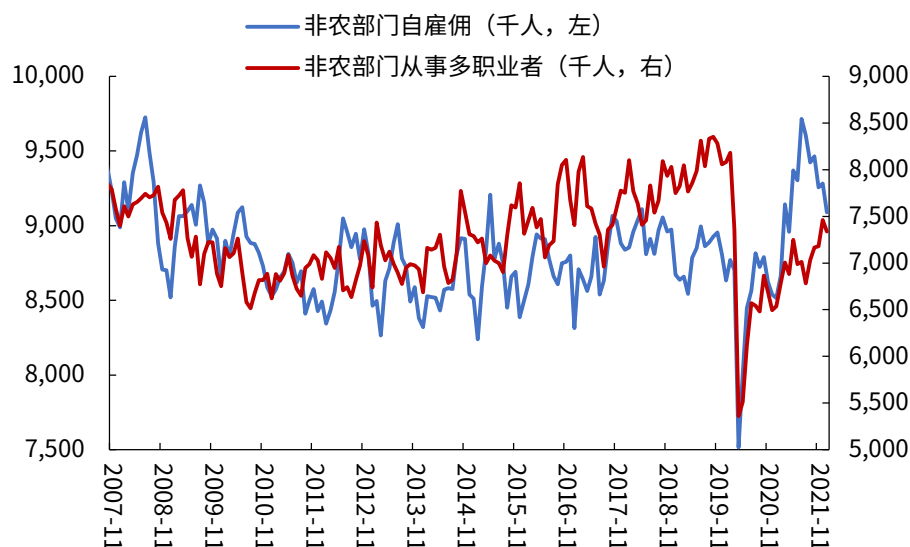
但美国非农自雇佣者已持续回落 6 月，显示经济复苏过程中，更多的人群选择重返机构岗位，使得以机构岗位统计为标准的新增非农数据，在 1 月有较好的表现，与失业率走势背离。另外，1 月劳动力人口上升 139 万人，显示劳动力供给反弹势头强劲，为未来非农修复奠定基础。

值得注意的是，1 月 19 日公布的美国人口普查局居民调查数据显示：有 880 万人因为生病或照顾病人而无法工作。这个数据是自 2020 年 5 月该调查启动后最高数值，比 2021 年 1 月高出 220 万人。数据还显示，因担心被感染而选择不工作的人数自 12 月的 260 万人上升至 1 月的 320 万人。

在 Omicron 病毒肆虐的冬季，美国劳动力人口扩张速度仍不减弱，可见美国就业市场较强的韧性。向前看，预计 Omicron 对劳动力市场的影响将持续趋弱，就业向好的趋势不变。

风险提示：通胀超预期致美联储收紧政策。

图 1：非农自雇佣者人数显著回落，多职业者人数持续上行



资料来源：美国劳工部，光大证券研究所预测
 数据截至 2022 年 1 月

服务业驱动新增非农强劲复苏。

1 月美国新增非农 46.7 万人，大超市场预期的 15 万人，主要贡献项为休闲与酒店业，专业和商业服务、零售业、运输和仓储业。另外，美国劳工部上修 2021 年 11 月和 12 月新增非农共达 70 万人，显示美国劳动力市场在 Omicron 影响下仍然维持韧性。向前看，在病毒走势趋弱，新增病例数下行的背景下，预计就业市场将维持强复苏态势。

休闲与酒店业就业人口呈现持续上行走势，1 月新增 15.1 万人，前值增 16.3 万人。拆分来看，餐饮服务增 10.8 万人、住宿增 2.2 万人，基本与 2021 年 12 月持平，显示 Omicron 对服务行业就业的约束较为有限。

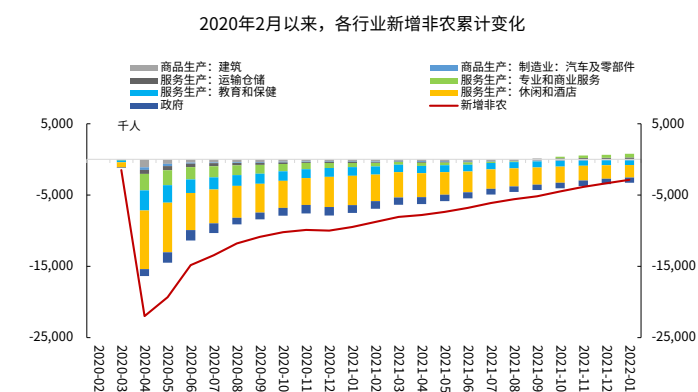
向前看，Omicron 对劳动力市场的约束将快速消退。虽然 Omicron 传染性较高，但其导致的重症病例与死亡病例并未明显上升。并且，接种加强剂后的疫苗保护性显著增强。参考我们于 2022 年 1 月 3 日发布的报告《加强针和特效药防范医疗挤兑，全球再次开放可期》。因此，预计休闲与酒店就业复苏节奏将持续强劲修复态势。

1 月专业和商业服务新增就业 8.6 万人，其中，专业和技术服务（professional and technical services）增 4.6 万人，为主要拉动项。自 2021 年 1 月以来，专业和商业服务月均增 9.3 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。

零售业 1 月新增 6.1 万人，为 2021 年 7 月以来新高。其中，百货商店新增 2.9 万人，个人用品商店新增 1.1 万人，显示疫情修复下，劳动力人口向服务性行业转移的势头将持续。

运输和仓储行业新增人数较上月大幅上行，1 月新增 5.4 万人。其中，信件传送服务（+2.1 万人）和仓储服务（+1.3 万人）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，以及商家补库需求。总体来看，运输和仓储业人数较 2020 年 2 月时水平高出 54.2 万人，需求端维持强劲，叠加供应链问题持续，都将在中长期内利好运输和仓储业恢复。

图 2：1 月服务性行业为新增非农主要拉动项



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 1 月

图 3：劳动力就业总人数与疫情前水平缺口逐步缩小

	2020年2月	2022年1月	变动
劳动力就业总人数（百万人）	158.9	157.2	-1.7
登记劳动力失业人数(百万人)	5.7	6.5	0.8
失业率U-3	3.5%	4.0%	0.5%
失业率U-6*	7.0%	7.1%	0.1%
劳动力总人数(百万人)	164.6	163.7	-0.9
劳动参与率	63.4%	62.2%	-1.2%
16岁以上平民总人数(百万人)	259.6	163.7	-95.9
就业人口比例	61.2%	59.7%	-1.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 1 月

图 4：调整后 2021 年 1 月-2022 年 1 月新增非农数据

	月度新增（千人，调整后数据）													2021年1月-2022年1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	1月	月度平均
新增非农	520	710	704	263	447	557	689	517	424	677	647	510	467	549
新增农业工人/自雇佣/其他	-399	-347	-131	56	-156	-495	403	-54	215	-249	443	141	732	12
新增总计	121	363	573	319	291	62	1,092	463	639	428	1,090	651	1,199	561

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 1 月

通胀压力持续升温，美联储政策前景面临挑战。

面对持续的通胀压力，美联储自 2021 年 12 月议息会议起，态度显著转鹰，其目的，就是希望引导市场对美联储收紧货币政策的预期。然而，打击通胀只是美联储议程上的第一轮挑战，美联储还将面临可能的收益率曲线倒挂、利率上行推升美国政府债务偿还压力等挑战。

第一，美国整体薪资增速持续上行，工资-物价螺旋风险上升，持续推升通胀压力，迫使美联储在近期议息会议上显著转鹰，然而，美联储的预期管理效果并不理想。1 月薪资水平持续上行，环比增 0.7%，同比增 5.7%，均超市场预期。2021 年 12 月，美国职位空缺为 1093 万人，为 2000 年以来的最高水平，而失业人数为 651 万人，显示劳动力供需之间，有 440 万人左右的缺口，支撑薪资水平抬升，对通胀形成上行压力。

虽然在美联储的引导下，市场已 price in 2022 年 4 次加息的预期，但美联储的预期引导似乎并没有对市场融资环境起到预期的效果。现阶段，美国整体融资环境仍然十分宽松，投资级和高收益企业债利差均处于历史低位，短期和长期利率上行幅度有限。因此，若融资环境仍维持现状，预计美联储可能会运用更强势的手段引导市场，比如加速加息或量化缩减（缩表），但会对经济产生较大冲击，

也不符合美联储货币政策目标，参见 1 月 27 日外发报告《美联储打击通胀意图明确，3 月大概率加息》

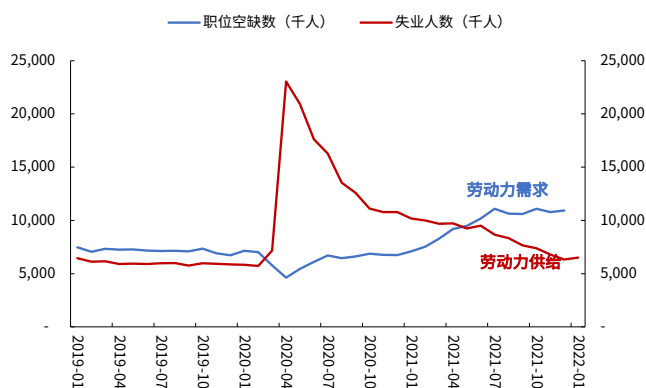
第二，现阶段，美国国债收益率曲线非常平坦，10 年和 2 年美债收益率利差只有 63bp(2022 年 2 月 3 日)，远低于 2004 年和 2015 年加息周期开始前的息差，若美联储如市场预期在 2022 年加息 4 次，则收益率曲线倒挂则是大概率事件。

虽然美联储可以通过量化紧缩（Quantitative Tightening）推升长端美债收益率，但在疫情期间，美国联邦债务规模的大幅度攀升 30%，自 2020 年 Q1 的 17.2 万亿美元升至 2021 年 Q3 的 22.3 万亿美元，推升政府偿还债务的压力。因此，在考虑加息和缩表的同时，美联储还需考量长端美债收益率上行对债务的影响，对长端美债收益率形成隐性限制。

第三，若在没有大幅抬升利率的前提下，通胀自然回落，叠加经济尚未完全复苏，美联储则缺乏加息动力。然而，若加息幅度较小，则当应对下一次危机时，美联储降息的空间就较为有限。

风险提示：通胀超预期致美联储收紧政策。

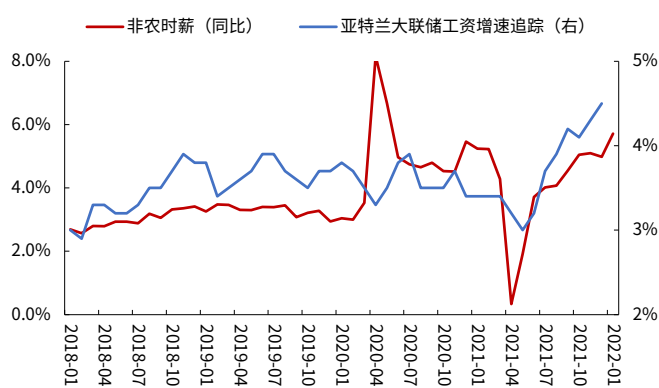
图 5: 失业人数远低于企业招聘人数，供需矛盾问题突出



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 1 月

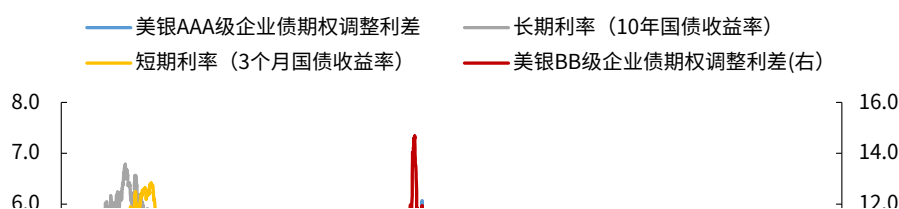
图 6: 1 月薪资水平加速上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 1 月

图 7: 美国市场融资环境仍较宽松



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_37131

