

“杀死”加息 50BP 的灰犀牛

2022 年 3 月 5 日

在俄乌冲突成为市场主要叙事的当下，非农数据被大宗商品价格波动和战线信息所淹没。但加息仍是今年美国经济主线，对非农数据的分析依旧不可或缺。

➤ **美国就业增长强劲，疫情缓解特征明显。**

总量上看，美国就业异常强劲，但劳动参与率仍有缺口。2 月美国新增非农就业 67.8 万人，高于预期的 40.0 万人。2 月美国失业率录得 3.8%，低于前值的 4.0%。2 月劳动参与率为 62.3%，略高于前值的 62.2%。

分行业看，新增就业仍以服务业为主，显示疫情影响的消退。2 月新增非农集中在休闲和酒店业（17.9 万）、教育和保健服务（11.2 万）和专业和商业服务（9.5 万）。

高端服务业和零售仓储等行业的疫情就业缺口已被弥补，但物流瓶颈难言改善。运输仓储业的就业集中在仓储和邮递行业，背后反映的是疫情后零售业态的改变，而非物流瓶颈的显著改善。

➤ **工资增速下滑明显，加息 25BP 已在眼前。**

美联储认为美国已处于“充分就业”状态。工资增速是市场关注焦点。因为工资增速和通胀及通胀预期关系直接相关，而在就业不显著恶化的情况下，通胀成为美联储政策主要锚定的指标。

2 月美国私人部门非农时薪环比增速仅为 0.03%，大幅低于前值 0.61%；同比增速 5.13%，较前值 5.48% 有所下滑。

2 月工资环比增速下滑显著，市场预期 3 月会议加息 25BP。鲍威尔在国会听证会中曾提到“支持 3 月加息 25BP”，官方表态叠加工资增速下滑，联邦基金期货显示的 3 月加息 50BP 预期已经跌至 0%。

3 月加息 50BP 灰犀牛仅消弭一半，2 月美国 CPI 大超预期进而引发超预期加息 50BP 的尾部风险仍存。

➤ **美国高工资增速土壤仍存。**

2 月工资增速回落的原因是低收入人群就业增加，以及制造业劳动力供给改善。服务业低收入群体比重上升，拖累了平均工资。传统中高收入群体（如制造业、金融业）等同样在经历劳动力供给改善的情况，这也对平均工资增速产生了下行压力。

但是美国高工资增速的土壤依然存在。

一是劳动力供给状况偏紧行业，如运输仓储、信息业、零售批发业等，疫情就业缺口已经填补完毕，或将维持高工资增速。

二是美国劳动参与率未有实质性改善。劳动参与率的低迷可能会限制劳动力供给改善行业的持续性。

这意味着，今年美国工资增速可能会出现“前低后高”的情况，从而影响美联储政策，需密切关注。

➤ **风险提示：**美联储加息节奏超预期风险；地缘政治风险；通胀失控风险；对美联储货币政策误判风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

目 录

1 美国就业增长强劲，疫情重启特征明显	3
2 工资增速下滑明显，加息 25BP 已在眼前.....	4
3 高工资增速土壤仍存	5
4 风险提示	6
插图目录	7

北京时间 3 月 4 日，美国公布了 2 月就业数据。在俄乌冲突成为市场主要叙事的当下，非农数据被大宗商品价格波动和战线信息所淹没。但加息仍是今年美国经济主线，对非农数据的分析依旧不可或缺。

1 美国就业增长强劲，疫情缓解特征明显

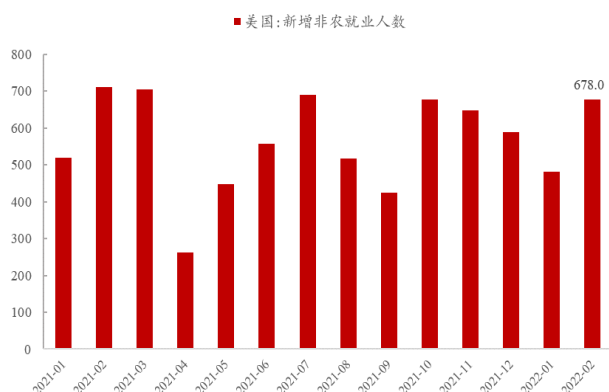
2 月美国非农就业增长强劲，失业率继续下行。疫情后经济重启背景下，非农就业增长继续由服务业拉动。

2 月美国新增非农就业 67.8 万人，高于预期的 40.0 万人。2021 年 12 月新增非农和 2022 年 1 月新增非农分别上修 7.8 万人和 1.4 万人，近 3 个月平均非农新增就业 57.2 万人。

2 月美国失业率录得 3.8%，较 1 月的 4.0% 进一步降低。2 月劳动参与率为 62.3%，较 1 月份的 62.2% 小幅上行。非农和失业率数据显示美国就业异常强劲，但劳动参与率仍有缺口。

分行业看，新增就业仍以服务业为主，显示疫情影响的消退。2 月新增非农集中在休闲和酒店业（17.9 万）、教育和保健服务（11.2 万）和专业和商业服务（9.5 万）。**高端服务业和零售仓储等行业的疫情就业缺口已被弥补，但物流瓶颈难言改善。**金融、信息、零售等行业的就业恢复比率已超过 100%。运输仓储业的就业集中在仓储和邮递行业，背后反映的是疫情后零售业态的改变，而非物流瓶颈的显著改善。

图 1：美国新增非农就业情况（单位：千人）



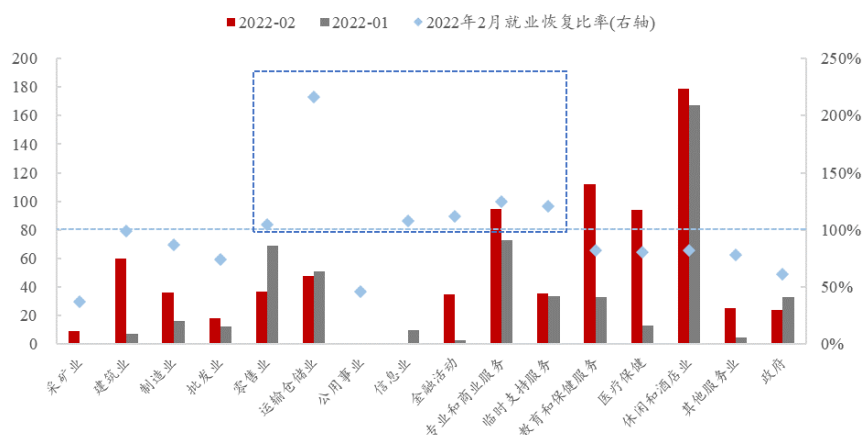
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：美国失业率和劳动参与率（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：美国各行业非农就业新增和就业恢复比率情况（左：千人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 工资增速下滑明显，加息 25BP 已在眼前

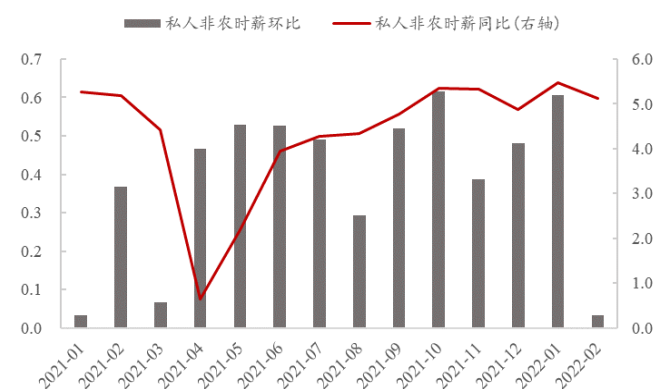
“充分就业”时代，工资增速是市场关注焦点。美联储 2 月份发布的《货币政策报告》以及各官员近期的发言均表示美国已经基本进入“充分就业”状态。这意味着，美联储的就业目标已经达到。在就业不显著恶化的情况下，通胀成为美联储政策主要锚定的指标。这时候，就业数据中与通胀及通胀预期关系直接的工资增速，将替代总量就业情况成为市场关注的焦点。

2 月工资环比增速下滑显著，3 月加息 50BP 的“灰犀牛”已消弭一半。

2 月美国私人部门非农时薪环比增速仅为 0.03%，大幅低于前值 0.61%；同比增速 5.13%，较前值 5.48% 有所下滑。供应链问题和大宗价格美联储难以直接施加影响，美联储当前对通胀的底线仍然是“保持中长期通胀预期的稳定”。这种情况下，工资增速的下滑无疑大大降低了美联储 3 月大幅加息的可能性。鲍威尔在国会听证会中曾提到“支持 3 月加息 25BP”，官方表态叠加工资增速下滑，联邦基金期货显示的 3 月加息 50BP 预期已经跌至 0%。

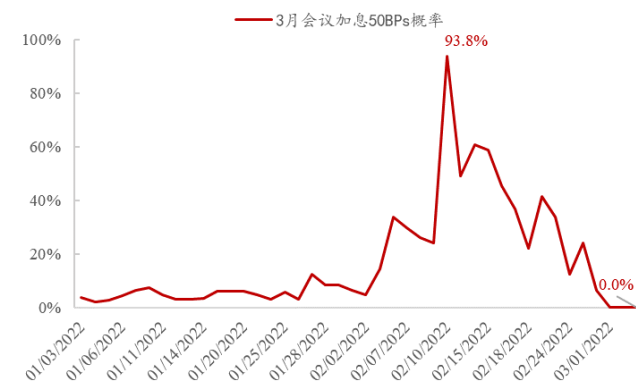
我们在报告《高通胀压力下，美国今年到底加息几次？》中提到“若 2 月份美国工资增速高，且广泛高通胀加剧，美联储或在 3 月会议加息 50BPs”。当下工资高增速未见加剧，3 月加息 50BP 的灰犀牛的触发条件仅剩 3 月 10 日公布的 CPI 数据。此处我们提醒，虽然灰犀牛已消弭一半，但 2 月美国 CPI 大超预期进而引发超预期加息 50BP 的尾部风险仍存。

图 4：2 月美国工资增速有所下滑（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：市场预期 3 月会议不会加息 50BP



资料来源：CME，民生证券研究院

3 美国高工资增速土壤仍存

2月工资增速回落的原因是低收入人群就业增加，以及制造业劳动力供给改善。

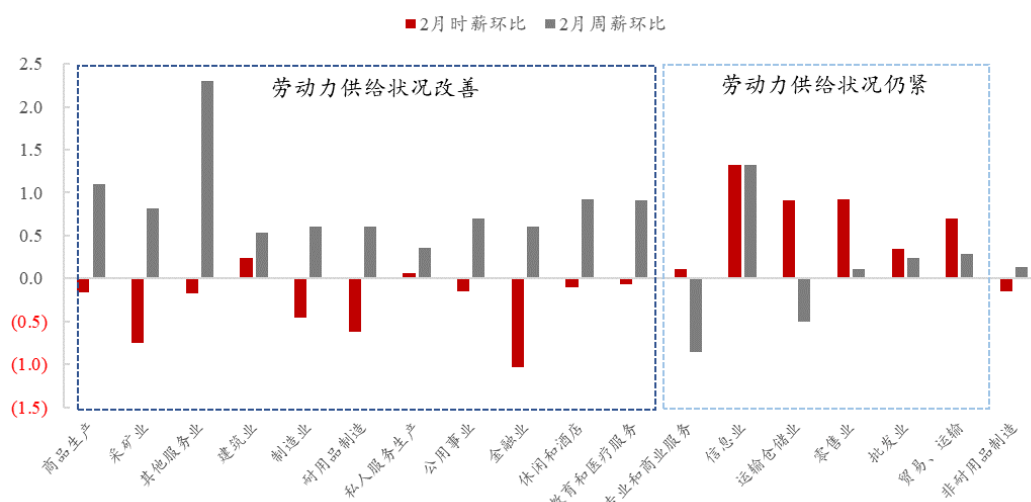
需要注意的是，同为工资增速，周薪和时薪增速之间差异是比较大的，差异的核心在于工作时长。假如我们将各行业的周薪和时薪环比增速作对比，可以大致分为两类。

第一类是劳动力供给状况改善行业，显著特征是时薪环比低于周薪，甚至时薪环比下降。也就是说，劳动时长增加的同时，时薪有所下滑，背后反映是劳动力供给状况的改善。

第二类是劳动力供给状况仍然偏紧的行业，特征是时薪周薪增速双高，或时薪环比高于周薪。也就是说，劳动时长有所减少的同时，时薪上升，背后反映的是劳动力仍较紧缺。

2月休闲酒店业、教育医疗服务等行业就业增加显著，这使得服务业低收入群体比重上升，拖累了平均工资。同时，这些行业自身劳动力供给改善，工资增速也在下降，让平均工资增速进一步放缓。另一方面，传统中高收入群体（如制造业、金融业）等同样在经历劳动力供给改善的情况，这也对平均工资增速产生了下行压力。

图 6：对比时薪和周薪增速，可以将美国各行业劳动力供给状态分为两类（单位：%）



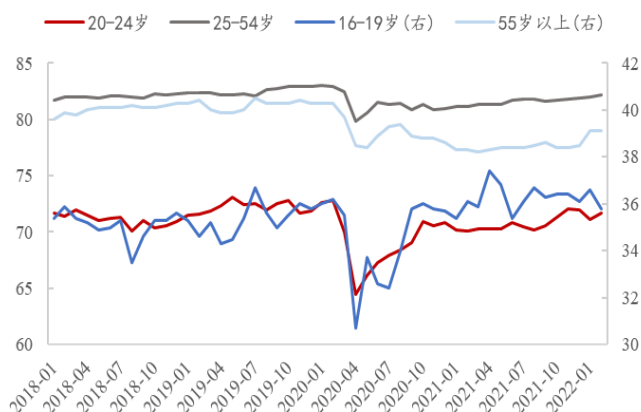
资料来源：Wind，民生证券研究院

但是美国高工资增速的土壤依然存在。一是劳动力供给状况偏紧行业或将维持高工资增速；二是劳动参与率的低迷可能会限制劳动力供给改善行业的持续性。

首先，劳动力偏紧行业和就业恢复比率较高行业重合，这意味着这些行业的高工资增速或维持。这些行业包括运输仓储、信息业、零售批发业等。

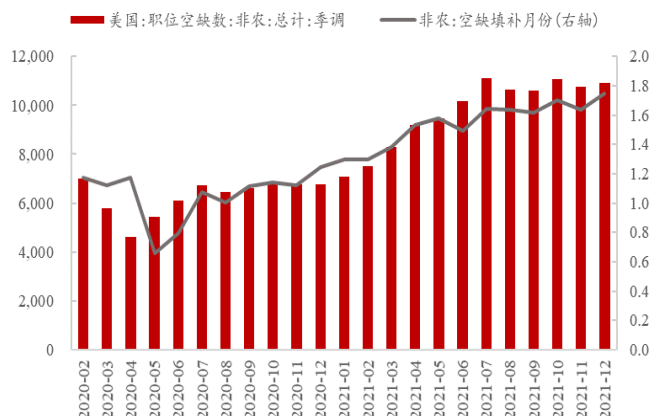
另外，美国劳动参与率未有实质性改善，这将限制劳动力供给改善的持续性。也就是说，在总体劳动力供给缺乏的情况下，休闲酒店业和商品生产行业（建筑、制造业、采矿业等）可能会经历一段劳动力供给改善的时间，但最终或仍将进入“劳动力偏紧”状态。这意味着，今年美国工资增速可能会出现“前低后高”的情况，需密切关注。

图 7：美国各年龄段劳动参与率（单位：%）



资料来源：美国劳工部，民生证券研究院

图 8：美国职位空缺情况（左：千人，右：月）



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 风险提示

- 1) 美联储加息节奏超预期风险。
- 2) 地缘政治风险。
- 3) 通胀失控风险。
- 4) 对美联储货币政策误判风险。

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_39205

