

总量研究

美国非农大超预期，货币紧缩势在必行

——2022年7月美国非农数据点评兼光大宏观周报（2022-08-06）

要点

事件：

美国7月季调后新增非农就业人口52.8万人，前值39.8万人，市场预期25万人；失业率3.5%，前值3.6%，市场预期3.6%。

时薪环比增0.5%，前值0.4%，预期0.3%；时薪同比增5.2%，前值5.2%，预期4.9%；劳动参与率62.1%，前值62.2%。就业人口率60%，前值59.9%。

截至8月5日收盘，10年期美债收益率上行15bp至2.83%；标普500指数跌0.16%，道琼斯工业指数涨0.23%；纳斯达克指数跌0.5%。

核心观点：

7月美国新增非农52.8万人，为市场预期的两倍，主要贡献项为休闲与酒店业（9.6万人）、专业与商业服务业（8.9万人）、健康护理业（7万人）。总体非农就业人数接近疫情前水平，失业率回到疫情前3.5%的水平，薪资增速超预期上行，显示就业市场热度不减。此次非农数据进一步证实美联储对就业市场的判断，并提高9月加息75bp的概率。

服务业仍是强非农的主要支撑

7月非农数据显示，服务业新增非农远超商品生产部门，其中，休闲和酒店业、专业和商务服务、健康护理业为主要贡献项。向前看，我们认为，奥密克戎对出行、娱乐以及恢复办公的阻碍已经消散，支撑服务性行业就业缺口加速弥合。

劳动力供需依旧紧张，提振时薪增速

7月时薪环比同比均超预期，显示劳动力市场维持紧张状态，抬升美联储加速收紧货币政策的风险。此外，就业市场仍处非常紧张的状态，7月，每个失业人口对应约1.9个职位空缺，显示企业招工需求仍然维持韧性，推升工资上行压力。

美联储9月加息75bp概率上行

基于此次强劲的非农数据，以及美联储主席鲍威尔和美联储官员近期与市场的沟通，我们认为，一方面，美联储抗击通胀的决心不变，9月加息75bp风险有所上行，但依然需关注7月和8月的通胀数据；另一方面，美国通胀持续被地缘政治、能源和粮食价格、房租价格和劳动力短缺等因素扰动，并且可能持续较长时间。因此，向前看，预计美联储维持紧缩货币政策，9月之后，加息节奏或将减慢，但政策利率可能在更长时间内保持高位，年末联邦基金利率范围可能在3.25%-3.5%之间。

风险提示：政策落地不及预期，疫情反复情况超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：陈嘉荔

021-52523870

chenjiali@ebsecn.com

相关研报

美联储如期加息，9月或持续紧缩步伐——2022年7月美联储议息会议点评（2022-07-28）

如何看待美国滞胀和美股走势？——美联储观察系列九（2022-07-05）

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八兼光大宏观周报（2022-04-23）

近期美债收益率跳升的三大原因——美联储观察系列七（2022-03-27）

美国经济能承受几次加息？——美联储观察系列（2022-02-23）

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）

目 录

一、美国非农大超预期，货币紧缩势在必行	4
1.1 服务业仍是强非农的主要支撑.....	4
1.2 劳动力供需依旧紧张，提振时薪增速.....	5
1.3 美联储 9 月加息 75bp 概率上升.....	6
二、海外观察	8
2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率多数上行.....	8
2.2 全球市场：全球股市多数上涨，大宗商品多数收跌.....	9
2.3 央行观察：英国央行宣布加息 50 个基点.....	9
2.4 海外新闻：美国宣布猴痘疫情为突发公共卫生事件.....	10
三、国内观察	11
3.1 上游：原油、焦煤、铜、铝价格涨跌分化.....	11
3.2 中游：螺纹钢价格和水泥价格指数涨跌分化.....	12
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格环比下跌.....	12
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率下行.....	13
3.5 国内政策：人民银行召开 2022 年下半年工作会议.....	14
四、下周财经日历	14
五、风险提示	14

图目录

图 1: 服务生产新增非农维持高位.....	4
图 2: 非农就业总人数与疫情前相差无几.....	5
图 3: 劳动力需求依然远大于供给.....	5
图 4: 7 月时薪同比增 5.2%，环比增 0.5%，均超市场预期.....	6
图 5: 贝弗里奇曲线在疫情后显著外移，显示匹配效率底下.....	6
图 6: 美国 10 年期国债收益率上行.....	8
图 7: 法德日英各国 10 年期国债收益率分化.....	8
图 8: 美国 10y-2y 国债收益率利差下行.....	8
图 9: 美国投资级企业债利差上行.....	8
图 10: 全球股市多数上涨.....	9
图 11: 大宗商品价格多数收跌.....	9
图 12: 原油价格环比下跌.....	11
图 13: 动力煤期货和焦煤期货结算价较 7 月末涨跌分化.....	11
图 14: 铜价环比下跌，库存同比下降.....	11
图 15: 铝价环比下降，库存同比下降.....	11
图 16: 螺纹钢价格环比上涨.....	12
图 17: 水泥价格指数环比下跌.....	12
图 18: 商品房成交面积跌幅扩大.....	12
图 19: 土地供应面积同比增速由正转负.....	12
图 20: 猪价、菜价、水果价格环比下跌.....	13
图 21: 乘用车日均零售销量增幅缩窄.....	13
图 22: 货币市场利率下行.....	13
图 23: 十年期国债收益率下行.....	13

表目录

表 1: 美欧英央行动态.....	10
表 2: 下周全球经济数据热点.....	14

一、美国非农大超预期，货币紧缩势在必行

7月美国新增非农 52.8 万人，为市场预期的两倍，主要贡献项为休闲与酒店业（9.6 万人）、专业与商业服务业（8.9 万人）、健康护理业（7 万人）。总体非农就业人数接近疫情前水平，失业率回到疫情前 3.5% 的水平，薪资增速超预期上行，显示就业市场热度不减。此次非农数据进一步坚定美联储对就业市场的判断，并提高 9 月加息 75bp 的风险

1.1 服务业仍是强非农的主要支撑

7月美国新增非农 52.8 万人，远超市场预期的 25 万人，主要贡献项为休闲与酒店业、专业与商业服务以及健康护理业。

7月休闲与酒店业新增就业 9.6 万人（前值增 7.4 万人），其中，餐饮服务增 7.4 万人（前值 4.7 万人）。一方面，疫情消退背景下，居民消费逐渐从商品转向服务。另一方面，随着夏季的到来，美国家庭开始进入假期状态，提振出行及旅行需求。向前看，我们认为，奥密克戎对全球开放的阻碍已经消散，支撑服务性行业就业缺口加速弥合。

7月专业和商业服务就业继续呈上行走势，新增 8.9 万人，前值增 9.1 万人。其中，公司管理新增 1.3 万人，建筑和工程服务新增 1.3 万人，管理和技术咨询服务新增 1.2 万人，科学和研究开发服务新增 1 万人。专业和商业服务整体就业人数较 2020 年 2 月时高出 98.6 万人，显示在疫情消退的背景下，雇员回到办公室，居民返回城市，提升各类专业服务需求。

7月健康护理业新增就业 7 万人，前值增 6.4 万人，其中，门诊医疗服务新增就业 4.7 万人，为主要贡献项。总体来说，新冠新增确诊以及死亡病例在 7 月有所上升，导致健康护理业新增就业人数较 6 月上升。

图 1：服务生产新增非农维持高位

(单位：千人)	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2021/1-2021/12 平均月增
新增非农总计	504.0	714.0	398.0	368.0	386.0	398.0	528.0	561.9
私人部门	492.0	704.0	385.0	368.0	331.0	404.0	471.0	524.4
商品生产	32.0	114.0	85.0	64.0	61.0	51.0	69.0	49.2
采矿业	0.0	10.0	5.0	8.0	7.0	8.0	7.0	3.0
建筑业	6.0	54.0	22.0	-5.0	35.0	16.0	32.0	15.8
制造业	26.0	50.0	58.0	61.0	19.0	27.0	30.0	30.4
耐用品	10.0	20.0	41.0	32.0	8.0	8.0	21.0	19.7
汽车及零部件	0.3	-14.0	18.4	7.0	-7.4	0.6	-2.2	3.2
非耐用品	16.0	30.0	17.0	29.0	11.0	19.0	9.0	10.8
服务生产	460.0	590.0	300.0	304.0	270.0	353.0	402.0	475.3
批发业	12.6	26.5	25.9	28.2	13.1	5.7	10.5	12.6
零售业	121.4	111.3	-22.9	0.4	-43.7	22.1	21.6	35.4
运输和仓储业	53.4	73.8	3.7	49.0	38.1	21.0	20.9	36.0
共用事业	0.6	0.1	-0.5	0.9	0.6	1.4	0.4	-0.3
信息业	5.0	0.0	18.0	21.0	26.0	24.0	13.0	16.2
金融活动	2.0	29.0	11.0	31.0	10.0	6.0	13.0	11.8
专业和商业服务	88.0	87.0	94.0	40.0	69.0	91.0	89.0	94.3
临时服务	27.7	28.2	8.2	-10.6	5.0	4.3	9.8	25.2
教育和保健	33.0	101.0	51.0	62.0	78.0	109.0	122.0	49.1
医疗和社会救助	11.1	91.1	37.8	51.2	57.4	88.4	96.6	21.6
休闲和酒店业	138.0	124.0	104.0	59.0	69.0	74.0	96.0	196.3
其他服务	6.0	38.0	15.0	13.0	10.0	-1.0	15.0	23.8

资料来源：美联储，光大证券研究所。

数据截至 2022 年 7 月

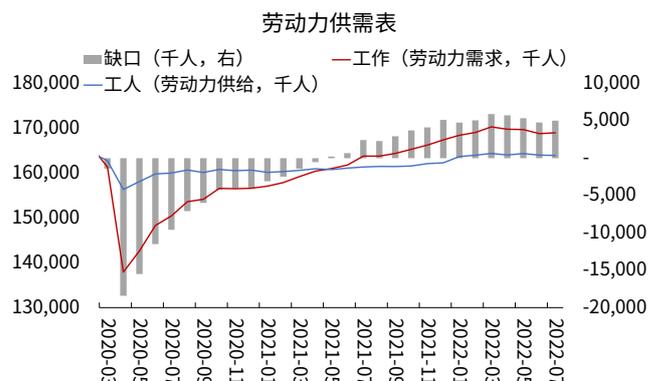
图 2：非农就业总人数与疫情前相差无几

	2020年2月	2022年7月	变动
非农就业总人数(百万人)	152.5	152.2	-0.3
登记劳动力失业人数(百万人)	5.7	5.7	0.0
失业率U-3	3.5%	3.5%	0.0%
失业率U-6*	7.0%	6.7%	-0.3%
劳动力总人数(百万人)	164.6	164.0	-0.6
劳动参与率	63.4%	62.1%	-1.3%
16岁以上平民总人数(百万人)	259.6	264.0	4.4
就业人口比例	61.2%	60.0%	-1.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

图 3：劳动力需求依然远大于供给



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

1.2 劳动力供需依旧紧张，提振时薪增速

7月时薪环比同比均超预期，显示劳动力市场维持紧张状态，抬升美联储加速收紧货币政策的风险。7月时薪环比增0.5%，同比增5.2%，劳动力供需数据显示，就业市场仍处非常紧张的状态，供需缺口仍然较大，7月，每个失业人口对应1.9个职位空缺，显示企业招工需求仍然维持韧性，推升工资上行压力。

此外，贝弗里奇曲线显示，美国结构性失业情况仍然严重，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。

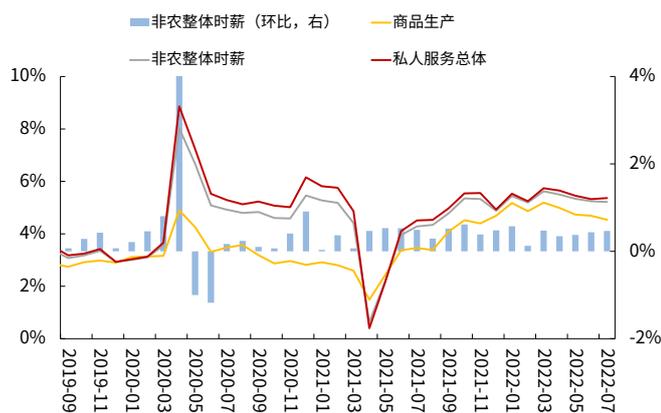
然而，现阶段，美国的贝弗里奇曲线自疫情开始后就开始向外平移，并且并没有回落的迹象，这意味着，在同一失业率水平下，职位空缺数量较之前水平显著提升。这种情况则属于结构性失业——主要由于职位供需匹配效率较低引起的。

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（2020年2月）水平高2.2个百分点，但失业率已经修复至3.5%，持平于疫情前水平。

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。

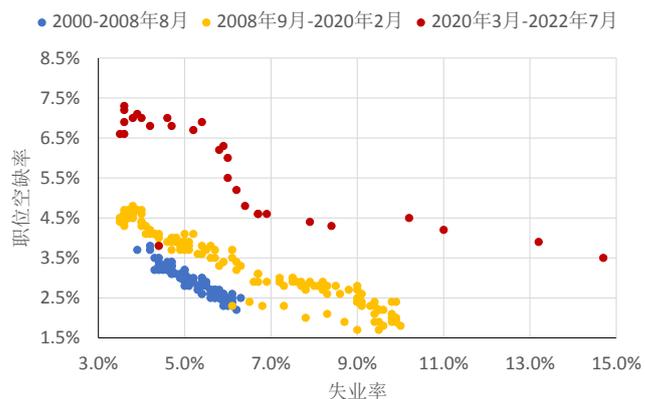
图 4：7 月时薪同比增 5.2%，环比增 0.5%，均超市场预期



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：左轴为同比数据

数据截至 2022 年 7 月

图 5：贝弗里奇曲线在疫情后显著外移，显示匹配效率底下



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

1.3 美联储 9 月加息 75bp 概率上升

基于此次强劲的非农数据，以及美联储主席鲍威尔和美联储官员近期与市场的沟通，我们认为，一方面，美联储抗击通胀的决心不变，9 月加息 75bp 风险有所上行，但依然需关注 7 月和 8 月的通胀数据；另一方面，美国通胀持续被地缘政治、能源和粮食价格、房租价格和劳动力短缺等因素扰动，并且可能持续较长时间。因此，向前看，预计美联储维持紧缩货币政策，9 月之后，加息节奏或将减慢，但政策利率可能在较长时间内保持在高位。年末联邦基金利率范围可能在 3.25%-3.5% 之间。

7 月议息会议后，美联储主席鲍威尔在新闻发布会中表示，9 月会议仍可能再次大幅加息，但加息幅度取决于经济和通胀数据，美联储将不再给出前瞻指引（forward guidance）。

“As it relates to September, I said another unusually large increase could be appropriate, but that’s not a decision we are making not. It’s one we will make based on the data we see and we will be making decisions meeting by meeting.”

——2022 年 7 月 FOMC 新闻发布会

在这之后，旧金山联储和芝加哥联储主席均明确表示，持续加息是合适的，并且，如果就业市场持续火热，通胀持续高位，那么美联储可能在 9 月议息会议中加息 75bp，并且将政策利率维持高位，以确保通胀回落。

“We are going to continue to do what we need to do until we are convinced that inflation is well on its way back down to 2%, and we are a long way away from that”

“If we see inflation just roaring ahead undauntedly, and the labor market seeing no signs of slowing, then we will be in a different position, where a 75bp increase might be more appropriate”

——Mary Daly, 旧金山联储主席

“My model outlook, the outlook that I think is most likely is really that we raise interest rates and then we hold them there for a while at whatever level we think is appropriate for accomplishing this dual mandate.”

——Charlie Evans, 芝加哥联储主席

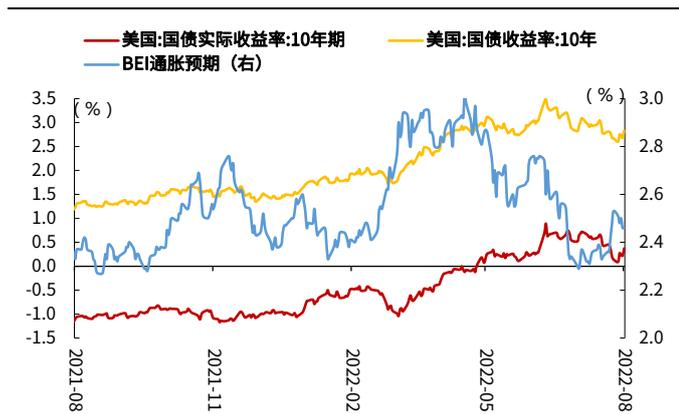
从高通胀持续时间的角度来判断，我们倾向于认为，年末联邦基金利率可能落在3.25%-3.5%之间。美国6月CPI同比增9.1%，为1981年11月以来最高水平，汽油、住宅、食品价格为主要贡献项。向前看，我们认为，美国通胀持续被地缘政治、能源和粮食价格、房租价格和劳动力短缺等因素扰动，并且可能持续较长时间。7月的CPI同比增速预计将有所回落，但依然维持高位，全年CPI同比增速大约在8.0%左右水平，参见7月13日外发报告《美国6月通胀全面升温，加息预期迅速走高——2022年6月美国CPI数据点评》。在此背景下，美联储货币紧缩步伐大概率持续，基准情形下，9月议息会议加息50bp，但加息75bp的概率正在上升。

二、海外观察

2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率多数上行

美国 10 年期国债收益率上行。截至 8 月 5 日,美国 10 年期国债收益率为 2.83%,较上周上行 16BP,其中通胀预期较上周下行 7BP,实际收益率为 0.37%,较上周上行 23BP。法国 10 年期国债收益率上行 11BP 至 1.50%,德国 10 年期国债下行 12BP 至 0.79%,日本 10 年期国债至 0.18% (8 月 4 日) 与上周持平,英国 10 年期国债上行 6BP 至 2.02% (8 月 3 日)。

图 6：美国 10 年期国债收益率上行



资料来源：Wind, 光大证券研究所（数据截至 2022 年 8 月 5 日）

图 7：法德日英各国 10 年期国债收益率分化



资料来源：Wind, 光大证券研究所（数据截至 2022 年 8 月 5 日）

美国 10y-2y 国债收益率利差下行。本周（8 月 5 日）美国 10 年期和 2 年期国债期限利差为-0.41%，较上周（7 月 29 日）下行 19BP。本周（8 月 4 日）美国 AAA 级企业期权调整利差较上周（7 月 29 日）上行 3BP 至 0.62%，美国高收益债期权调整利差较上周下行 22BP 至 4.55%。

图 8：美国 10y-2y 国债收益率利差下行

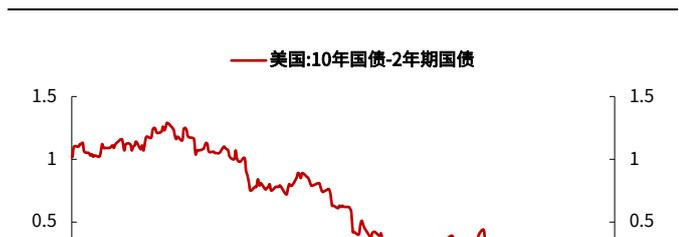
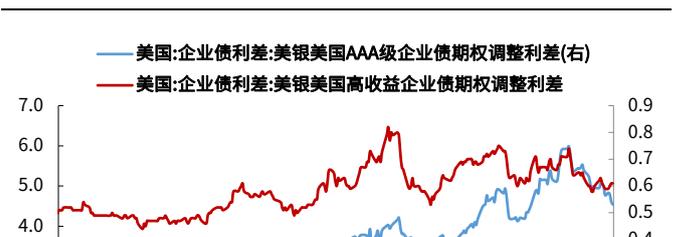


图 9：美国投资级企业债利差上行



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_44885

