

总量研究

就业需求降温，但供需缺口犹在

——2022 年 10 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-11-05）

要点

事件：美国 10 月非农就业人口增 26.1 万人，预期增 20 万人；10 月失业率报 3.7%，预期 3.6%，前值 3.5%；平均时薪同比增长 4.7%，预期增长 4.7%，前值 5%。数据公布后，美股三大指数收盘齐涨，2 年期国债收益率小幅下跌。美元指数小幅下行，人民币汇率强劲反弹。

核心观点：

10 月新增就业规模进一步回落，餐饮就业是主要拖累。需求端，新增非农规模回落至去年 4 月以来低点，医疗服务就业是主要支撑，但餐饮新增就业大幅回落，构成主要拖累；供给端，劳动参与率小幅下滑，尤其是 45 岁至 54 岁群体参与率回落幅度较大，主因冬季疫情反复风险上升，该部分群体退出劳动力市场。

劳动力供给小幅减少，但需求下滑更快，失业率触底上行。失业率在 10 月触底反弹，引导市场释放乐观情绪，美股上涨。向前看，虽然冬季疫情可能会对供给端形成扰动，失业率存在底部波动风险；但由于需求持续降温，失业率底部确认的信号渐行渐近。

供需缺口依然存在，10 月时薪环比增速小幅上扬，12 月能否放缓加息，还需要观察后续通胀数据表现。但考虑到当前通胀还没有回落到美联储预期目标，预计本轮降息将走向“更慢”，但“更高更远”的路径。

10 月非农降至去年 4 月以来低点，医疗保健是主要支撑，餐饮服务构成拖累。

（一）教育和保健服务业：新增 7.9 万人（9 月 9.1 万人），其中医疗保健服务新增 7.1 万人。教育和保健行业的职位空缺数远高于疫情之前，叠加美国今年冬季存在较大疫情反复风险，预计该行业将是四季度就业的主力支撑。**（二）专业和商业服务：**新增 3.9 万人（9 月 5.2 万人），法律和计算机服务新增就业上升，但就业服务、建筑物和住宅服务的新增就业回落。**（三）休闲和酒店行业：**新增 3.5 万人（9 月 10.7 万人），其中餐饮服务和饮酒服务是主要拖累，新增就业从 9 月的 6.9 万人回落至 10 月的 0.6 万人，指向居民线下聚餐需求大幅减弱。

供给小幅减少但需求减少更快，失业率触底回升，底部确认信号渐行渐近。

劳动参与率在 10 月下行，尤其是 45 岁至 54 岁群体参与率回落幅度较大，主因冬季疫情反复风险上升，该部分群体退出劳动力市场。供给小幅减少，但需求下滑速度更快，就业市场供需缺口（就业人数+职位空缺-劳动力人数）在 10 月收窄，失业率自低位反弹。

向前看，冬季美国疫情反复风险增大，将对劳动力市场供给形成压制，失业率存在低位反复波动的风险。但是劳动力市场供需不平衡的主要矛盾——居民旺盛的消费需求，在逐步降温，失业率底部确认的信号渐行渐近。

时薪环比增速上扬，通胀压力依然存在。

劳动力供需市场尚未达到平衡，还存在供需缺口，10 月时薪同比增速回落，但环比增速上扬，超过市场预期。此外，9 月粘性 CPI 继续上升，显示通胀压力广泛存在。12 月加息幅度是否会如期放缓，还需要观察通胀数据表现。

风险提示：全球大宗商品价格出现波动，全球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

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

相关研报

比鹰派更可怕的是不确定性——2022 年 11 月 FOMC 会议点评（2022-11-05）

Long Shadows：中期选举的长尾效应——《大国博弈》系列第三十六篇（2022-12-02）

就业供需依然紧张，美联储难“转向”——2022 年 9 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-10-08）

美联储短期将维持大步加息——2022 年 9 月 FOMC 会议点评（2022-09-22）

拜登学贷计划：美国新一轮财政刺激？——《大国博弈》系列第三十三篇（2022-09-12）

美国 8 月非农降温，加息节奏是否会放缓？——2022 年 8 月美国非农数据点评兼光大宏观周报（2022-09-04）

鲍威尔的坚定不移——2022 年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会点评（2022-08-27）

芯片法案、削减通胀法案，透视民主党手牌——《大国博弈》系列第二十九篇暨光大宏观周报（20220814）

目 录

一、美国就业需求降温，但供需缺口犹在	4
1.1 10 月非农规模继续回落，超市场预期.....	5
1.2 供给小幅减少但需求减少更快，失业率触底回升	6
1.3 薪资环比增幅扩大，粘性 CPI 上升，通胀压力犹在.....	7
1.4 美联储走向“更慢”，但“更高更远”的加息路径.....	8
二、全球观察.....	9
2.1 海外疫情：亚洲疫情确诊数有所抬升.....	9
2.2 金融与流动性数据：美债与法德 10 年期国债收益率上行.....	9
2.3 全球市场：大宗商品价格与全球股市普涨	10
2.4 央行观察：美联储继续激进加息.....	11
2.5 海外新闻：加拿大要求中国三公司剥离锂矿资产	11
三、国内观察.....	12
3.1 上游：原油价格环比上涨，铜价环比上涨，铝价环比上涨.....	12
3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	13
3.3 下游：商品房成交面积跌幅缩窄，猪肉价格环比上涨，菜价和水果价格环比下跌	14
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率上行	14
四、财经日历.....	15
五、风险提示.....	15

图目录

图 1: 10 月新增非农就业相对于 8 月和 9 月继续回落	4
图 2: 教育保健和专业服务是 10 月非农数据的主要贡献项	5
图 3: 相对疫情前, 教育保健行业就业供需存在较大缺口	5
图 4: 贝弗里奇曲线在疫情后显著外移, 匹配效率下滑	6
图 5: 10 月, 就业供需缺口较 9 月出现小幅回落	6
图 6: 10 月, 各年龄段劳动参与率出现小幅波动	7
图 7: 劳动力参与率始终与疫情之前有 1%左右的缺口	7
图 8: 非农时薪同比增速回落, 但环比增幅扩大	7
图 9: 通胀粘性持续走高	8
图 10: 全美超额储蓄从 2.3 万亿美元回落至 1.7 万亿美元	8
图 11: CME fed watch 对于美联储加息预期	8
图 12: 全球疫情基本稳定 (7 天移动平均)	9
图 13: 欧洲疫情确诊数下降, 亚洲病例数有所抬升 (7 天移动平均)	9
图 14: 美国 10 年期国债收益率上行, 通胀预期有所下降	9
图 15: 法德国债收益率上行, 英日国债收益率下降	9
图 16: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差略有扩大	10
图 17: 美国投资级企业债利差抬升	10
图 18: 美联储资产规模下降	10
图 19: 日央行资产规模有所增加, 欧洲央行资产规模下降	10
图 20: 大宗商品价格普涨	11
图 21: 除美、俄外, 全球股市普遍上涨	11
图 22: 布伦特原油价格环比上涨	12
图 23: WTI 原油价格环比上涨	12
图 24: 铜价环比上涨, 库存同比下降	13
图 25: 铝价环比上涨, 库存同比下降	13
图 26: 高炉开工率环比下跌	13
图 27: 水泥价格指数环比上升	13
图 28: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降	14
图 29: 钢坯库存同比上涨	14
图 30: 商品房成交面积增幅缩窄	14
图 31: 猪肉价格环比上涨, 菜价和水果价格环比下跌	14
图 32: 货币市场利率下行	15
图 33: 债券市场利率上行	15

表目录

表 1: 下周重点事件及数据	15
----------------------	----

一、美国就业需求降温，但供需缺口犹在

事件：

11月4日，美国劳工统计局发布9月非农就业数据：

- 【1】美国10月非农就业人口增26.1万人，预期增20万人，前值增31.5万人；
- 【2】2022年8月和9月数据同时被调整，8月份非农新增就业人数从31.5万人下修至29.2万人；9月份非农新增就业人数从26.3万人上修至31.5万人；
- 【3】10月失业率报3.7%，预期3.6%，前值3.5%；平均时薪同比增长4.7%，预期增长4.7%，前值5%。

市场反应：

周五（11月4日）美股高开后一度走低，尾盘收盘三大指数齐涨，道琼斯指数、标普500指数、纳斯达克综合指数分别涨1.26%、1.36%和1.28%。10年期国债收益率上涨3bp至4.17%，2年期国债收益率下跌5bp至4.66%。美元指数收于110.78，人民币汇率强劲反弹。

核心观点：

10月新增就业规模进一步回落，餐饮就业是主要拖累。需求端，新增非农规模回落至去年4月以来低点，医疗服务就业是主要支撑，但餐饮新增就业大幅回落，构成主要拖累；供给端，劳动参与率小幅下滑，尤其是45岁至54岁群体参与率回落幅度较大，主因冬季疫情反复风险上升，该部分群体退出劳动力市场。

劳动力供给小幅减少，但需求下滑更快，失业率触底上行。失业率在10月触底反弹，引导市场释放乐观情绪，美股上涨。向前看，虽然冬季疫情可能会对供给端形成扰动，失业率存在底部波动风险；但由于需求持续降温，失业率底部确认的信号渐行渐近。

供需缺口依然存在，10月时薪环比增速小幅上扬，12月能否放缓加息，还需要观察后续通胀数据表现。但考虑到当前通胀还没有回落到美联储预期目标，预计本轮降息将走向“更慢”，但“更高更远”的路径。

图1：10月新增非农就业相对于8月和9月继续回落

(单位：千人)	2022/03	2022/04	2022/05	2022/06	2022/07	2022/08	2022/09	2022/10	前三个月滚动平均
新增非农总计	398	368	386	293	537	292	315	261	381
私人部门	385	368	331	346	448	233	319	233	333
商品生产	85	64	61	43	63	43	48	33	51
采矿业	5	8	7	8	5	-2	3	0	2
建筑业	22	-5	35	10	21	9	22	1	17
制造业	58	61	19	25	37	36	23	32	32
耐用品	41	32	8	10	30	36	13	23	26
汽车及零部件	18	7	-7	2	8	12	7	5	9
非耐用品	17	29	11	15	7	0	10	9	6
服务生产	300	304	270	303	385	190	271	200	282
批发业	26	28	13	10	16	15	12	15	14
零售业	-23	0	-44	22	16	29	-8	7	13
运输和仓储业	4	49	38	16	18	-2	-11	8	2
公用事业	-1	1	1	0	1	2	1	1	1
信息业	18	21	26	26	16	7	7	4	10
金融活动	11	31	10	5	7	9	1	3	6
专业和商务服务	94	40	69	90	84	29	52	39	55
临时服务	8	-11	5	7	13	-1	13	12	8
教育和保健	51	62	78	94	122	82	91	79	98
医疗、社会救助	38	51	57	82	89	72	81	71	80
休闲和酒店业	104	59	69	43	89	13	107	35	70
其他服务	15	13	10	-4	17	5	20	9	14

资料来源：WIND，光大证券研究所；注：“前三个月滚动平均”指2022年7-9月平均值

备注：单元格的颜色是指，横向对比来看，红色数值代表偏热，绿色数值表示偏冷

1.1 10月非农规模继续回落，超市场预期

10月非农就业人口增26.1万人，高于市场预期增20万人。从绝对值来看，10月单月新增非农相对于9月的31.5万人和8月的29.2万继续回落，降至2021年4月以来的最小月度增幅。分行业来看，医疗保健服务和专业技术服务是主要支撑，但餐饮服务新增就业规模大幅回落，是主要拖累。

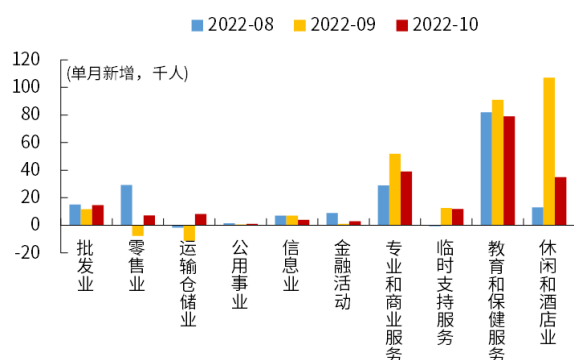
教育和保健服务业新增7.9万人（前值9.1万人，前值为9月，下同），其中医疗保健服务新增7.1万人（前值8.1万人）。近期，新冠病毒奥密克戎毒株新亚型在美国加速传播，据美国公共卫生专家表示，新亚型的免疫逃逸能力可能更强，今年秋冬季美国新冠疫情有反弹风险，可能迎来新一波病例“激增潮”。考虑到教育和保健行业的职位空缺数远高于疫情之前，预计医疗行业就业将是冬季美国新增就业的主力支撑。

专业和商业服务新增3.9万人（前值5.2万人），法律和计算机服务需求上升，但就业和建筑物相关服务需求回落。专业和商业就业单月新增就业的规模虽然下滑，但依然是10月非农的主要支撑。其中，专业技术服务新增4.27万人（前值2.3万人），主因法律服务和计算机技术服务新增就业规模上升。

但是，就业相关服务、建筑物和住宅相关服务，就业恢复势头则大幅回落。就业相关服务，单月新增就业从9月的1.07万人回落至10月的0.15万人；建筑物和住宅相关服务，单月新增就业则从9月的1.26万人转负至10月的-0.64万人，表明随就业市场和住宅市场降温，相关需求减少。

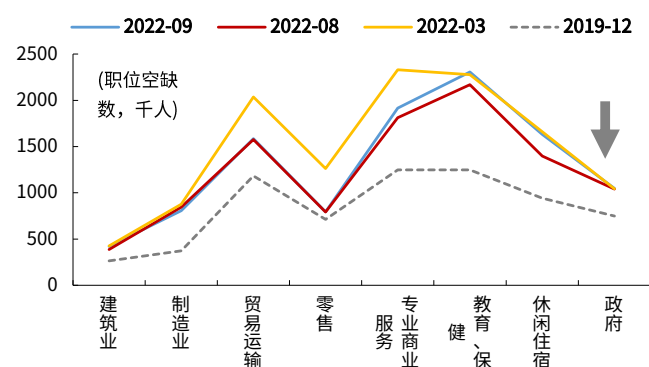
休闲和酒店行业新增3.5万人（前值10.7万人），相对上月大幅回落，主因餐饮服务就业拖累。餐饮服务和饮酒场所，单月新增就业从9月的6.9万人回落至10月的0.6万人，指向居民外出线下聚餐和消费的需求大幅减弱。

图2：教育保健和专业服务是10月非农数据的主要贡献项



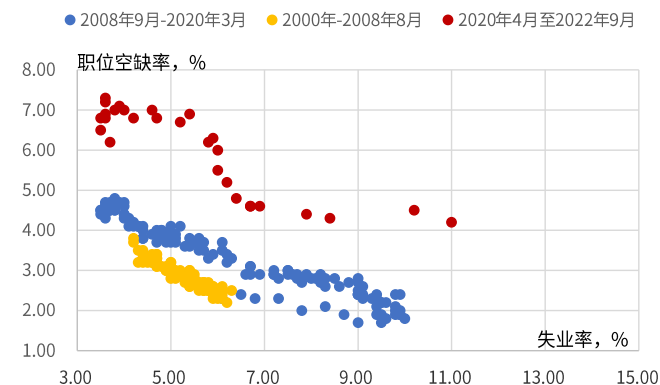
资料来源：WIND，光大证券研究所

图3：相对疫情前，教育保健行业就业供需存在较大缺口



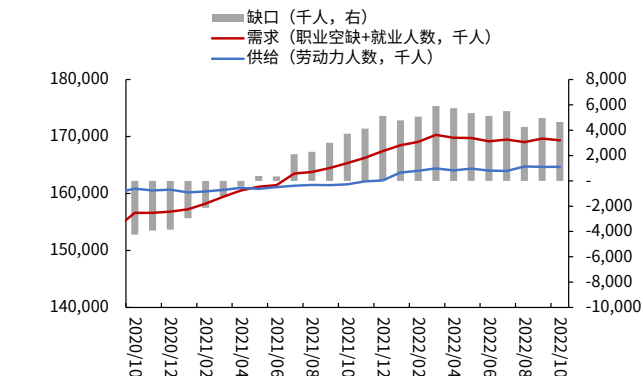
资料来源：WIND，光大证券研究所，数据更新至2022年9月

图 4：贝弗里奇曲线在疫情后显著外移，匹配效率下滑



资料来源：WIND，光大证券研究所；注：数据截至 2022 年 9 月

图 5：10 月，就业供需缺口较 9 月出现小幅回落



资料来源：WIND，光大证券研究所，10 月职位空缺数未公布，假设其与 9 月相同

1.2 供给小幅减少但需求减少更快，失业率触底回升

劳动参与率在 10 月继续下行，劳动力人口规模整体减少，就业人口下滑，失业人口上升。10 月，劳动参与率自前值 62.3% 回落至 62.2%，其中 45 岁至 54 岁群体参与率下滑幅度较大（相对 9 月下滑 0.6 个百分点），其余群体劳动参与率波动幅度不大。我们猜测，因为临近冬季，美国疫情反复风险升高，对年龄相对较高的劳动力群体就业意愿影响较大。

受此影响，10 月劳动力人口比 9 月减少了 2.2 万，就业人口减少了 32.8 万人，失业人口增加了 30.6 万人。今年以来，劳动力参与率 LFPR¹ 始终与疫情前（2020 年 2 月）存在 1% 左右的缺口。今年 3 月和 8 月，LFPR 两度上行至 62.4% 的年内高点，但难以进一步上行，始终与疫情前 63% 左右的水平，存在 1% 的缺口，供给整体受限。

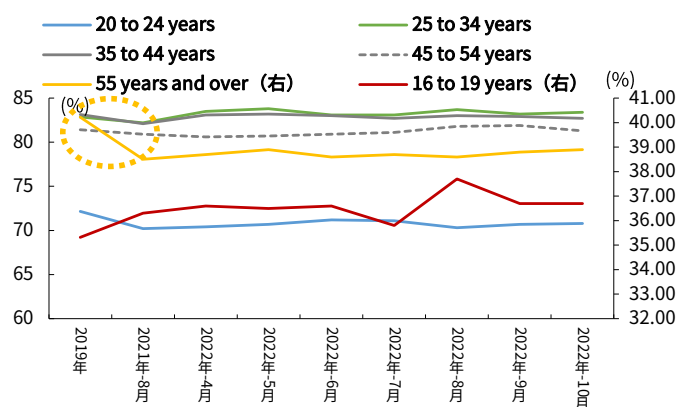
供给小幅减少但需求减少更快，导致失业率自低位反弹。虽然 10 月劳动参与率有所减少，但由于需求减少的更快，就业市场供需缺口在 10 月收窄。这导致失业率在 9 月触及底部 3.50% 之后，10 月反弹至 3.70%。

失业率还存在低位波动风险，但底部确认信号渐行渐近。7 月失业率降至 3.5% 之后，8 月因为青年群体暂时进入市场，上行至 3.70%。9 月，青年群体劳动力退出市场，失业率再次下滑至 3.5%。10 月，因为需求端快速下滑，导致失业率再次反弹至 3.7%，失业率反复磨底。向前看，深冬季节美国疫情反复风险增大，劳动力市场供给端或受影响，失业率在低位还存在反复波动的风险。

但是，从需求端可以观察，前期对就业支撑最大的休闲和酒店业新增就业已经持续回落，劳动力市场供需不平衡的主要矛盾——需求端过热即将被打破，这就意味着失业率虽然有可能在冬季反复磨底，但底部确认信号也渐行渐近。

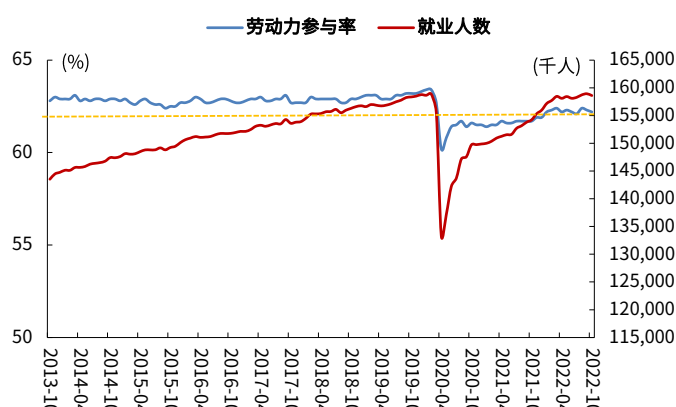
¹ 劳动参与率（LFPR）由劳动力人口除以 16 岁以上非机构平民人口得出，考察的是在劳动适龄总人口内，劳动力和非劳动力的比例。

图 6：10 月，各年龄段劳动参与率出现小幅波动



资料来源：美国劳工部，光大证券研究所

图 7：劳动力参与率始终与疫情之前有 1%左右的缺口

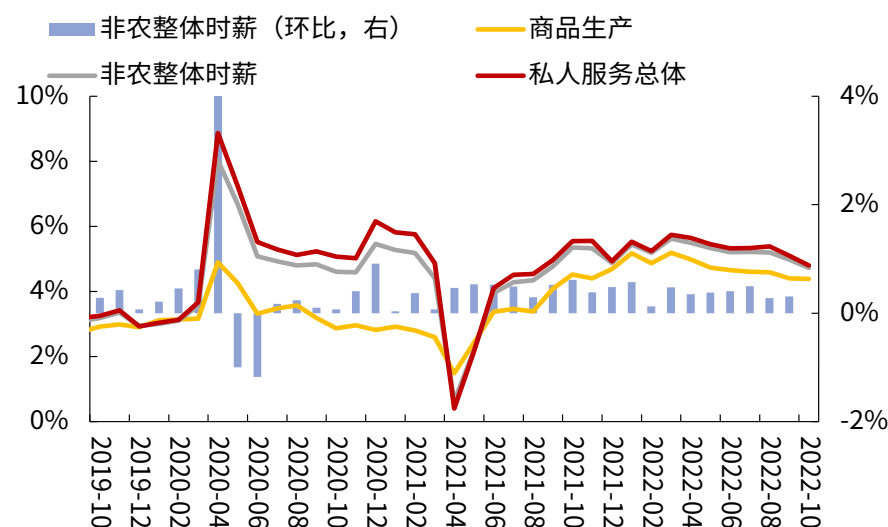


资料来源：WIND，光大证券研究所，数据更新至 2022 年 10 月。黄色虚线对应劳动参与率在今年以来的平均水平

1.3 薪资环比增幅扩大，粘性 CPI 上升，通胀压力犹在

整体来看，美国时薪同比增速自今年 4 月以来，持续缓步下行，但依然处于历史高位。10 月份美国非农平均时薪同比增长 4.7%，符合预期，前值为 5%；环比增长 0.4%，高于 9 月的 0.3%，工资增长仍有可能给通胀带来进一步的上行压力。

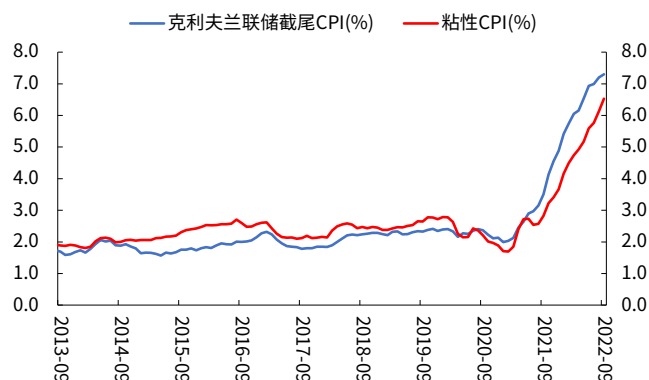
图 8：非农时薪同比增速回落，但环比增幅扩大



资料来源：WIND，光大证券研究所

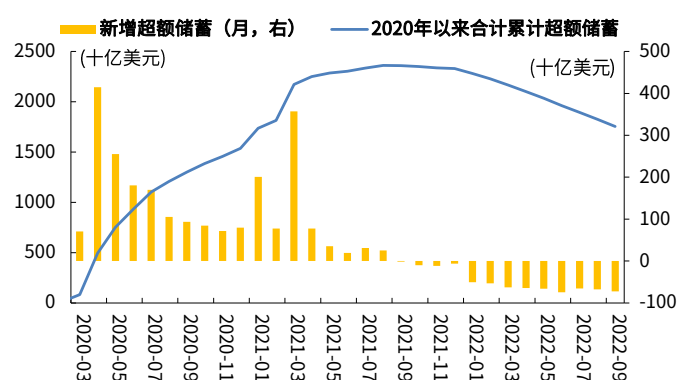
通胀压力依然广泛存在。美国居民持有的超额储蓄额度从去年年末的 2.33 万亿美元高点回落至今年 9 月末的 1.75 万亿美元，虽然其边际效率减弱，但对消费依然有支撑效应，白宫积极推进的“削减学贷计划”也在影响居民开支预期。因此，超额储蓄对消费还存在支撑效应，美国粘性通胀（亚特兰大联储粘性 CPI 和克利夫兰联储截尾 CPI）在 9 月继续上行，显示价格普遍上涨的压力。预计 2022 年美国通胀中枢在 8% 左右，2023 年将小幅回落至 4%-5%，依然远高于美联储 2% 的预期目标。

图 9：通胀粘性持续走高



资料来源：Cleveland Fed, Atlanta Fed, 光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 9 月

图 10：全美超额储蓄从 2.3 万亿美元回落至 1.7 万亿美元



资料来源：WIND, 光大证券研究所

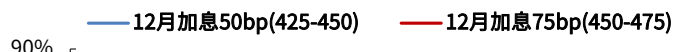
1.4 美联储走向“更慢”，但“更高更远”的加息路径

12 月或放缓加息幅度，仍需观察 10 月和 11 月通胀数据。11 月 FOMC 会议声明表示，委员会在决定“未来（利率）增速”时，会考虑“货币政策的累积效应、货币政策对经济和通胀的滞后性，以及经济和金融发展”。这就意味着，如果通胀回落幅度符合预期，新增非农就业人数下滑，那么美联储或考虑放缓加息幅度，让前期连续的大幅加息“再飞一会”。

但是，考虑到广泛的通胀压力，预计美联储将走向“更高更远”的加息路径。鲍威尔在新闻发布会上表示，虽然经济软着陆的可能性在下降（the path has narrowed），但是他还没有看到劳动力市场降温的势头。虽然美联储有必要放慢加息速度，但距离结束加息“仍有一段路要走”，而且最终利率将会高于此前的预期（Ultimate Interest Rates May Be Higher Than Previously Expected），并宣布现在谈论暂停加息还“为时过早”（具体可以参考我们在 11 月 3 日外发报告《比鹰派更可怕的是不确定性——2022 年 11 月 FOMC 会议点评》）。

根据 CME FedWatch，截至 11 月 5 日，市场对于 12 月加息 50bp 和 75bp 的预期约为一半对一半。对明年 2 月利率达到 4.75% 至 5%（意味 12 月加息 50bp，2 月再加 50bp）的概率为 50.6%。

图 11：CME fed watch 对于美联储加息预期



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_48316

