

## 总量研究

## 非农超预期，为何美股反应温和？

——2022年11月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-12-04）

## 要点

**事件：**11月非农就业数据发布，增26.3万人，高于预期的20万人，平均时薪环比增0.6%，高于预期的0.3%。数据发布后美股反应较为温和，道琼斯工业指数低开高走，收涨0.10%，标普500指数跌0.12%，纳斯达克指数跌0.18%。

## 核心观点：

11月非农超预期，来自于暂时性因素扰动，不改市场降温趋势。新增非农超预期，主因卡塔尔世界杯和圣诞感恩双节到来，餐饮饮酒活动旺盛，以及冬季医疗需求的释放；假日效应和就医需求，预计会在冬季持续、在春季回落。

时薪环比增速超预期，主因铁路劳资谈判久拖未决。随12月初两党罕见团结一致，以立法程序干预谈判，预计涨薪预期会逐步回落。但考虑到美国超额储蓄对消费的支撑效应犹在，薪资增速粘性较强、将缓慢退坡。

随需求端缓慢降温，失业率将在明年一季度上行。虽然劳动参与率与疫情前相比存在缺口，就业缺口也高于疫情之前，但随7月职业空缺率见顶回落，劳动力市场持续降温，失业率也止住跌势，底部震荡。明年一季度天气转暖，部分劳动力将重回就业市场，失业率有望开启上行趋势。

**非农就业规模超市场预期，主因餐饮需求快速上升。**11月非农就业26.3万人，高于预期的20万人，医疗和餐饮需求是主要支撑，零售业和商业活动构成拖累。

**（一）教育和保健服务业：**新增8.2万人（10月8万），其中医疗保健服务新增4.7万人。冬季医疗需求预计将是四季度就业的主力支撑。**（二）休闲和酒店业：**新增8.8万人（10月6万人），餐饮服务新增6.2万人（10月3.6万人）。10月餐饮就业大幅回落，11月世界杯拉动居民外出就餐和饮酒增多，需求再次上行；假日效应将持续到12月，在度过年底消费旺季后，预计餐饮就业将回落。

**（三）专业和商业服务：**新增0.6万人（10月2.6万），就业服务裁员速度加快，法律服务和会计服务就业规模大幅缩减。**（四）零售业：**新增-3万人（10月-0.3万人），主因百货商店加速裁员。高通胀环境下，消费者对于支出更为谨慎，线下购物受到了黑色星期五等线上促销活动的冲击。

**需求供给双双减少，失业率和劳动力供需缺口持平上月。**

劳动参与率在11月继续回落，青少年学生寒假再次回到市场，年长群体退出市场。供给、需求双双回落，就业市场的供需缺口和失业率持平于10月。

**向前看，失业率可能会在明年一季度开启上行趋势。**一是，目前就业的主力支撑是医疗服务和餐饮服务，度过假日旺季和冬季后，二者就业需求均会回落；二是，随超额储蓄逐步消耗、天气转暖，部分长者群体可能会在春季重返就业市场。

**铁路劳资纠纷久拖未决，拉动贸易运输业涨薪预期，导致时薪环比抬头。**

11月时薪环比增长0.6%，大幅高于预期的0.3%，其中贸易运输和公共事务时薪环比增速自8月持续扩大，主要因为潜在的铁路罢工威胁下，运输行业工人议价能力较强，拉动时薪环比上涨。12月初美国两党罕见团结一致，以立法进程干预谈判。随法案通过，预计贸易运输行业的时薪环比增速可能会有所放缓。11月时薪增速虽然来自于暂时性的因素扰动，但其影响了通胀预期，意味着美联储需要进行更长的观察，直至确认通胀实质性回落趋势。

**风险提示：**全球大宗商品价格波动，形成通胀风险。

## 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

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）

比鹰派更可怕的是不确定性——2022年11月FOMC会议点评（2022-11-03）

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

<b>一、非农超预期，为何美股反应温和？</b> .....	<b>4</b>
1.1 餐饮活动旺盛，推动新增非农超预期.....	5
1.2 需求供给双双减少，失业率持平于上月.....	6
1.3 时薪环比大幅超预期，主因铁路劳资纠纷.....	7
1.4 时薪压力下，本轮加息走向“更高”终点.....	9
<b>二、全球观察</b> .....	<b>10</b>
2.1 金融与流动性数据：美法德 10 年期国债收益率下行.....	10
2.2 全球市场：贵金属与工业品价格上涨，全球股市涨跌不一.....	11
2.3 央行观察：美联储主席鲍威尔发表鸽派讲话.....	12
2.4 海外新闻：欧盟对俄海运石油“限价”达成初步一致.....	12
<b>三、国内观察</b> .....	<b>13</b>
3.1 中国疫情：新增确诊大幅提升，重症病例保持低位.....	13
3.2 上游：原油价格环比下跌，铜价环比上涨，铝价环比上涨.....	13
3.3 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降.....	14
3.4 下游：猪价下跌，菜价、水果环比上涨.....	15
3.5 流动性：货币市场利率下行，十年期国债利率下行.....	16
<b>四、财经日历</b> .....	<b>17</b>
<b>五、风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图目录

图 1: 11 月新增非农就业相对于 10 月继续回落 .....	5
图 2: 餐饮服务是 11 月就业的主要亮点, 专业和商业服务、零售业大幅回落, 构成拖累 .....	6
图 3: 零售业职位空缺情况基本接近疫情之前 .....	6
图 4: 职位空缺率自 7 月触顶回落, 失业率止跌企稳, 底部震荡 .....	7
图 5: 11 月就业供需缺口持平 10 月, 但依然高于疫情前 .....	7
图 6: 商品生产的时薪增速持续回落, 服务业时薪增速抬头 .....	8
图 7: 信息业、贸易运输和公共事务时薪环比增速较高 .....	8
图 8: 基准情形下, 2023 年美国 CPI 同比中枢约为 4.1% .....	8
图 9: 全美超额储蓄从 2.3 万亿美元回落至 1.7 万亿美元 .....	8
图 10: CME fed watch 对于美联储加息预期 .....	9
图 11: 美国 10 年期国债收益率下行, 通胀预期有所抬升 .....	10
图 12: 法德国债收益率下行, 英国债收益率上行 .....	10
图 13: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差略有扩大 .....	10
图 14: 美国投资级企业债利差分化 .....	10
图 15: 美联储资产规模增长 .....	11
图 16: 日央行资产规模有所增加, 欧洲央行资产规模下降 .....	11
图 17: 贵金属与工业品价格大幅上涨, 农产品价格下降 .....	11
图 18: 全球股市表现分化 .....	11
图 19: 本轮疫情毒株传播性明显加强, 但毒株毒性有所减弱, 重症病例数没有明显增加 .....	13
图 20: 广州、深圳等地防疫政策开始动态调整 .....	13
图 21: 布伦特原油价格环比下跌 5.09% .....	14
图 22: WTI 原油价格环比下跌 4.49% .....	14
图 23: 铜价环比上涨、库存同比上涨 .....	14
图 24: 铝价环比上涨、库存同比下降 .....	14
图 25: 高炉开工率环比下跌 .....	15
图 26: 水泥价格指数环比上升 .....	15
图 27: 螺纹钢价格环比上涨, 库存同比下降 .....	15
图 28: 钢坯库存同比下降 .....	15
图 29: 猪价、菜价、水果价格趋势分化 .....	16
图 30: 乘用车日均零售销量同比由正转负 .....	16
图 31: 货币市场利率下行 .....	16
图 32: 十年期国债利率下行 .....	16

## 表目录

表 1: 下周重点事件及数据 .....	17
----------------------	----

## 一、非农超预期，为何美股反应温和？

### 事件：

12月2日，美国劳工统计局发布11月非农就业数据，这也是在12月FOMC会议之前的关键数据之一：

【1】美国11月非农就业人口增26.3万人，预期20万人，10月数据从26.1万人修正至28.4万人；

【2】11月失业率3.7%，预期3.7%，前值3.7%；

【3】11月平均时薪环比增长0.6%，大幅高于预期的0.3%，前值0.4%；时薪同比增长5.1%，预期4.6%，前值4.9%。

### 市场反应：

周五（12月2日）美国市场反应较为温和，三大指数涨跌不一，道琼斯工业指数低开高走，收涨0.10%，标普500指数跌0.12%，纳斯达克指数跌0.18%。2年期国债收益率上行3bp，10年期国债收益率下跌2bp，美元指数收于104.51，小幅低于周四的104.7。

### 核心观点：

11月非农超预期，来自于暂时性因素扰动，不改市场降温趋势。新增非农超预期，主因卡塔尔世界杯和圣诞感恩双节到来，餐饮饮酒活动旺盛，以及冬季医疗需求的释放；假日效应和就医需求，预计会在冬季持续、在春季回落。时薪环比增速超预期，主因铁路劳资谈判久拖未决，运输行业工人议价能力较强；随12月初两党罕见团结一致，以立法程序干预谈判，预计涨薪预期会逐步回落。但考虑到美国超额储蓄对消费的支撑效应犹在，薪资增速粘性较强、将缓慢退坡。

就业供需缺口依然存在，随需求端缓慢降温，失业率将在明年一季度上行。虽然劳动参与率与疫情前相比持续存在缺口，就业缺口也高于疫情之前，但随7月职业空缺率见顶回落，劳动力市场持续降温，失业率也止住跌势，底部震荡。明年一季度天气转暖，部分劳动力将重回就业市场，失业率有望开启上行趋势。

根据CME Fed Watch工具，截至2022年12月2日，市场对于12月加息50bp预期约为八成。对明年2月利率达到4.5%至4.75%（意味12月和2月累计加息75bp）的概率为46%，明年2月利率达到4.75%至5%的概率为45%。

图 1：11 月新增非农就业相对于 10 月继续回落

(单位：千人)	2022/05	2022/06	2022/07	2022/08	2022/09	2022/10	2022/11	前三个 月滚动平均
新增非农总计	386	293	537	292	269	284	263	272
私人部门	331	346	448	233	255	248	221	241
商品生产	61	43	63	43	43	47	37	42
采矿业	7	8	5	-2	3	2	3	3
建筑业	35	10	21	9	23	9	20	17
制造业	19	25	37	36	17	36	14	22
耐用品	8	10	30	36	9	27	11	16
汽车及零部件	-7	2	8	12	9	8	2	6
非耐用品	11	15	7	0	8	9	3	7
服务生产	270	303	385	190	212	201	184	199
批发业	13	10	16	15	7	9	-3	4
零售业	-44	22	16	29	-30	-3	-30	-21
运输和仓储业	38	16	18	-2	-18	-3	-15	-12
共用事业	1	0	1	2	0	1	-1	0
信息业	26	26	16	7	8	6	19	11
金融活动	10	5	7	9	3	13	14	10
专业和商务服务	69	90	84	29	25	26	6	19
临时服务	5	7	13	-1	-23	-6	-17	-15
教育和保健	78	94	122	82	82	80	82	81
医疗、社会救助	57	82	89	72	81	74	68	74
休闲和酒店业	69	43	89	13	111	60	88	86
其他服务	10	-4	17	5	25	12	24	20

资料来源：WIND，光大证券研究所；注：“前三个月滚动平均”指 2022 年 9-11 月平均值  
 备注：单月格的颜色是指，横向对比来看，红色数值代表偏热，绿色数值表示偏冷

## 1.1 餐饮活动旺盛，推动新增非农超预期

11 月非农就业人口增 26.3 万人，高于市场预期增 20 万人。与 10 月类似（预期 20 万人，新增 26.1 万人，后修正至 28.4 万人），虽然单月新增非农就业人口的绝对值持续走低，但规模再次超市场预期。分行业来看，服务业依然是主要支撑，其中教育和保健、休闲和酒店业是主要贡献力量。

教育和保健服务业新增 8.2 万人（前值 8 万人，前值为 10 月，下同），是 11 月非农的主力支撑，其中医疗保健服务新增 4.7 万人（前值 5.5 万人）。近期新冠病毒奥密克戎毒株新亚型 BQ.1 在全美传播，替代 BA.5 成为美国占比最高的新冠毒株。新亚型比此前的毒株免疫逃逸能力更强，可能会导致重复感染率上升。当前，教育和保健行业的职位空缺数依然高于疫情之前，预计医疗行业就业依然是冬季美国非农就业的主力支撑。

休闲和酒店业新增 8.8 万人（前值 6 万人），其中餐饮服务新增 6.2 万人（前值 3.6 万人）。10 月餐饮服务新增就业一度大幅回落，11 月随着卡塔尔世界杯到来，居民外出就餐和饮酒增多，拉动相关就业再次上行。展望 12 月，圣诞节消费旺季即将到来，餐饮相关就业可能会继续维持增长。但是要注意到，随美联储加息和财政刺激补贴退坡，美国消费下滑的趋势尚未改变，在度过消费旺季后，明年一季度餐饮相关就业需求或将回落。

就业和商业活动有关的就业需求，大幅回落，构成拖累。三季度，专业和商务服务增长相对强劲，一度成为非农的主力支撑，但 11 月仅新增 0.6 万人就业（前值 2.6 万人）。其中，就业服务的回落趋势加速，单月新增就业从 10 月的-0.92

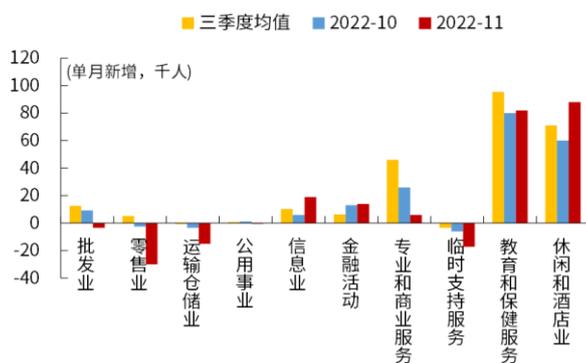
万人回落至 11 月的-2.5 万人，表明随就业市场持续降温，相关服务需求加速减少。

专业技术服务新增就业从 10 月的 3.9 万人回落至 11 月的 2.8 万人，一是因为相关商业服务需求回落，会计服务新增就业 0.08 万人（前值 0.36 万人）；法律服务新增就业-0.06 万人（前值 0.49 万人）；二是因为美国主要科技企业现裁员潮，计算机系统设计及相关服务新增就业从 10 月的 1.1 万人回落至 11 月的 0.8 万人。

**零售业新增就业在三季度小幅企稳，11 月再次大幅回落，单月新增-3 万人（前值-0.3 万人），低于三季度平均表现（0.5 万）。**其中，机动车、家具、家电、食品饮料、体育文娱等品类相关就业较为稳定，但百货商店（General merchandise stores）就业出现大幅回落，11 月新增就业-3.2 万人（前值-1.3 万人），下跌趋势加速。

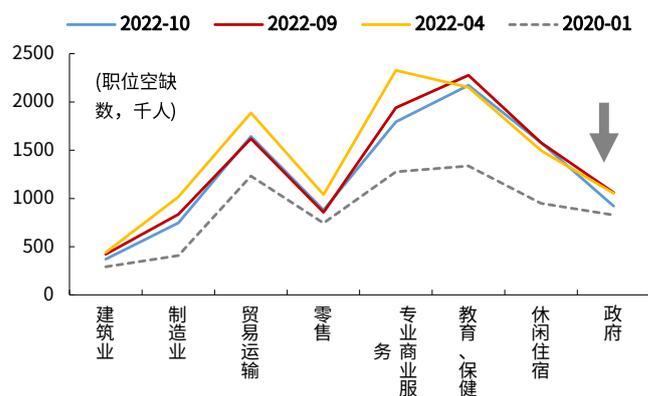
我们认为，百货商店就业疲弱，是因为在高通胀环境下，消费者对于支出更为谨慎，线下购物受到了黑色星期五等线上促销活动的冲击；叠加零售业本身职位空缺数量较少，推动了零售商开启裁员。根据数据统计机构 Placer.ai，沃尔玛 2022 年“黑五”的实体店客流量同比下降了约 5.3%，Target 和 Lowe's 的客流量分别下降了 2%和 18.6%。但线上来看，沃尔玛与“黑五”相关的关键词的搜索量同比增长了 386%。

图 2：餐饮服务是 11 月就业的主要亮点，专业和商业服务、零售业大幅回落，构成拖累



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 3：零售业职位空缺情况基本接近疫情之前



资料来源：WIND，光大证券研究所

## 1.2 需求供给双双减少，失业率持平于上月

**劳动参与率在 11 月继续回落，青少年群体随寒假再次回到就业市场，但年长群体退出市场。**11 月，劳动参与率自前值 62.2%继续下行，回落至 62.1%；分年龄来看，青年群体随寒假到来，参与率小幅回升，16 岁至 19 岁群体就业参与率上行 1.1 个百分点；25 岁至 34 岁群体的参与率下滑 0.4 个百分点，猜测可能是因为线下百货商店就业持续回落所导致。年长群体，45 岁至 54 岁群体下滑 0.2 个百分点，55 岁以上群体下滑 0.3 个百分点，主要因为进入冬季，美国疫情反复风险升高，对该部分群体就业意愿影响较大。

**劳动力人口规模整体减少，就业人口下滑和失业人口均下滑。**受此影响，11 月劳动力人口比 10 月减少了 18.6 万，就业人口减少了 13.8 万人，失业人口减少了 4.8 万人。今年以来，劳动力参与率 LFPR<sup>1</sup>始终与疫情前（2020 年 2 月）存

<sup>1</sup> 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。

在 1 个百分点左右的缺口。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 个百分点左右的缺口，供给整体受限。

**就业市场的需求端和供给端双双减少，失业率和就业缺口基本维持上月水平。**虽然 11 月劳动参与率有所回落，但由于就业需求也在减少，二者幅度一致，所以就业供需缺口基本维持 10 月水平，失业率也没有进一步上行，维持在 10 月 3.7% 的水平上。

**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 月因为青年暑假工暂时进入市场，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%，11 月由于供给端持续回落，失业率较 10 月持平于 3.7%。可以看出，虽然新增就业规模和职位空缺率持续回落，但因就业供给端受到疫情等因素的扰动，导致失业率在低位震荡，反复磨底。向前看，冬季美国疫情反复风险较大，假期结束后青年群体会再次退出就业市场，对劳动力市场供给端造成扰动，失业率在低位还存在反复波动的风险。

失业率可能会在 2023 年一季度开启上行趋势。一是，目前就业的主力支撑是医疗服务和餐饮服务，度过假期和冬季后，二者就业需求均会回落；二是，随超额储蓄逐步消耗、天气转暖，部分长者群体可能会在春季重返就业市场。

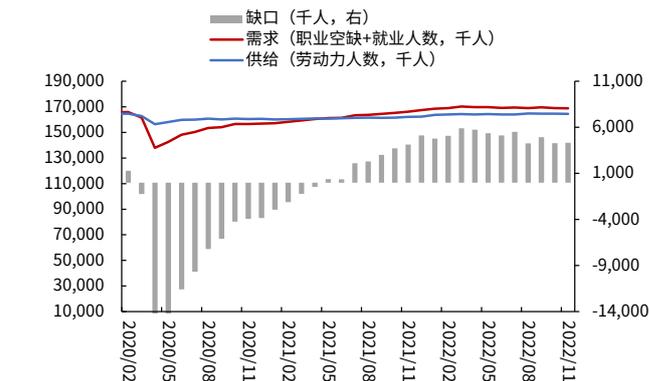
图 4：职位空缺率自 7 月触顶回落，失业率止跌企稳，底部震荡



资料来源：WIND，光大证券研究所

备注：失业率数据幅度波动较大，为保证展示效果，高峰值未完全显示

图 5：11 月就业供需缺口持平 10 月，但依然高于疫情前



资料来源：WIND，光大证券研究所，11 月职位空缺数未公布，假设其与 10 月相同

### 1.3 时薪环比大幅超预期，主因铁路劳资纠纷

**11 月时薪同比增速、环比增速同步上扬，双双超市场预期。**11 月平均时薪环比增长 0.6%，大幅高于预期的 0.3%，前值 0.4%；时薪同比增长 5.1%，预期 4.6%，前值 4.9%。分项来看，商品生产的时薪环比增速持续回落，服务业时薪环比增速抬头。

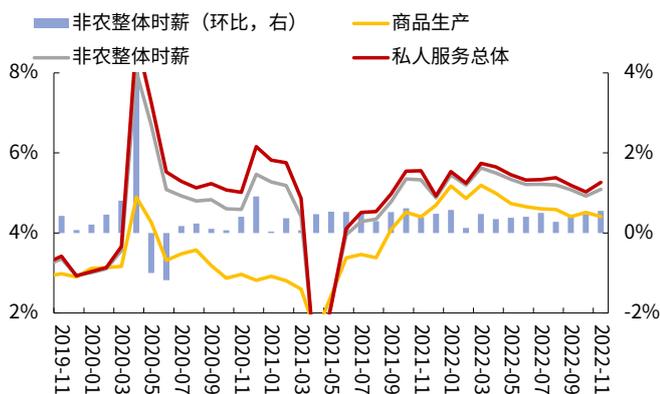
**服务业中，信息业、贸易运输和公共事务环比增速走高。**信息业时薪环比升幅最大，但其历史波动的趋势也较大，如 8 月份信息业时薪环比增速也出现过大幅上涨，其 11 月环比增速快速上涨，主要因为 10 月基数较低导致。

贸易运输和公共事务时薪环比增速自 8 月以来持续扩大，主要因为铁路系统的劳资谈判迟迟未能解决，潜在的铁路罢工威胁下，运输行业工人议价能力较强，拉动时薪环比上涨。

年初以来，高通胀侵蚀居民实际购买力，罢工潮和劳资谈判也蔓延至铁路系统。在白宫的协调下，铁路公司和工会曾经于今年9月达成一项临时协议，内容包括到2024年为铁路员工加薪24%。然而该协议没有得到全部劳工组织的同意，如果谈判双方未在12月9日的最后期限前达成协议，铁路工人就会发起大罢工。

为了解决这一问题，共和党和民主党两党罕见的团结一致，参众两院在11月30日及12月1日快速通过一项法案，要求铁路公司和工人必须执行9月的解决方案。国会通过后，该法案在12月2日经由拜登总统签署，正式生效，这也是30年来美国政府首次对铁路劳资纠纷通过立法的形式进行干预。随着法案通过，铁路劳资纠纷暂时告一段落，预计接下来贸易运输和公共事务行业的时薪环比增速可能会有所放缓。

图 6：商品生产的时薪增速持续回落，服务业时薪增速抬头



资料来源：WIND，光大证券研究所  
备注：2020 年时薪增速数据幅度波动较大，为保证展示效果，高峰和低谷值未完全显示

图 7：信息业、贸易运输和公共事务时薪环比增速较高

环比增速	私人服务 总体	贸易、运输 、公用事业	信息业	金融业	专业和商 业服务	教育和医 疗服务	休闲和酒 店
2022-01	0.5%	0.5%	-0.4%	0.6%	0.6%	0.7%	0.2%
2022-02	0.1%	0.3%	0.9%	-0.4%	0.2%	0.2%	0.0%
2022-03	0.5%	0.7%	0.1%	0.6%	0.8%	0.0%	1.2%
2022-04	0.3%	0.1%	0.5%	0.1%	0.6%	0.4%	0.8%
2022-05	0.3%	0.4%	0.7%	0.2%	0.2%	0.5%	0.6%
2022-06	0.5%	0.1%	1.0%	0.8%	0.1%	0.6%	0.8%
2022-07	0.5%	0.5%	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%
2022-08	0.3%	0.2%	2.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%
2022-09	0.4%	0.6%	0.8%	0.6%	0.3%	0.1%	0.2%
2022-10	0.5%	0.8%	0.0%	0.0%	0.6%	0.3%	0.4%
2022-11	0.6%	1.1%	1.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%

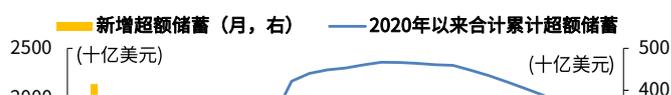
资料来源：WIND，光大证券研究所

向前看，随着职位空缺率持续回落，服务业的涨薪压力也将逐步削弱，但粘性依然较强。超额储蓄对于消费的支撑因素犹在，消费缓慢下坡下，通胀压力下行的速度也偏慢。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 1.72 万亿美元，虽然其边际效率减弱，但对消费依然有支撑效应。我们预计 2023 年 CPI 同比中枢在 4.1%，当年年末通胀水平回落至 2% 附近。

图 8：基准情形下，2023 年美国 CPI 同比中枢约为 4.1%



图 9：全美超额储蓄从 2.3 万亿美元回落至 1.7 万亿美元



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\\_49672](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49672)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>