

## 新增就业回落，加息预期为何不降反升？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

### 相关报告

1 宏观专题 20210405: 修路能否致富？——拜登计划的现实与影响

2 宏观专题 20210426: 全球疫情反弹，经济迎来拐点？

3 宏观专题 20210509: 假期服务恢复，因何被低估？

4 宏观专题 20210524: “未富先老”还是“未富先降”？——从经济发展视角看我国人口变化

5 宏观专题 20210531: 成本压力来袭，哪些行业堪忧？

6 宏观专题 20210620: 消费下半场，中国将接棒？

7 宏观专题 20210705: 猪价要见底了么？

8 宏观专题 20210724: Delta 变异毒株有多可怕？

9 宏观专题 20210816: 地产调控会不会放松？

10 宏观专题 20210907: 民企为何赚不到钱？——从利润分化看政策取向

11 宏观专题 20211012: “电荒”现象的误区、成因与影响——能源系列研究之一

12 宏观专题 20211116: 趋势、周期与影响——百年全球大宗商品价格沉浮

13 宏观专题 20211129: Omicron 来了：该担心疫情还是加息？

### 投资要点

- **专题思考：新增就业回落，加息预期为何不降反升？**
- **美国 11 月新增非农不及预期，创今年以来最小增幅。**其中，休闲酒店、教育医疗、零售等服务业新增就业人数较上月显著下降。运输仓储业劳动力供给或仍然不足。与此同时，**失业率明显下滑**。官方失业率下降至 4.2%，创疫情爆发以来新低。各口径下失业率也保持下降态势。**失业率走势与新增非农人数再度出现背离。**
- 过去美国失业率和新增非农明显背离的主要原因是**季调误差以及二者统计计算方式的差别**。但本月情况与 9 月略有不同。一方面，多数行业新增非农就业人数经季调后均大幅下降，季调误差或低估新增非农就业。另一方面，失业者退出劳动力市场导致失业率下降，同样不是本月两指标背离的原因。**本次指标背离或因统计口径以及抽样误差导致**。统计口径方面，家庭调查和机构调查针对的人群差异较大。**抽样误差方面**，11 月机构调查的回复率仅为 65%，远低于历年同期。较低的调查回复率或造成较大抽样误差。此外，**从历史数据来看**，也存在新增非农初值较小，并于随后大幅修正的情况。
- 美国非农就业时薪增速稳定，美国通胀持续高企。近半数行业薪资水平同比有所下滑。低收入者工资增长最快，但同时也是受通胀影响最大的群体。虽然 11 月美国非农就业不及市场预期，但就业市场也出现了一些积极信号。**非农数据公布后，市场预期美联储加息再次提前**。市场预期美联储明年 5 月开始加息的概率已超过了 50%，多个时点的加息概率均有所上升。
- **一周扫描：**
- **疫情：欧美新增病例居高不下，多国确诊 Omicron 变异株。**最近一周，全球新冠肺炎新增确诊上升 0.85%，新增死亡下降 6%。为应对奥密克戎新冠变异株，英国、日本、法国相继出台限制入境政策。多国确诊了奥密克戎毒株感染病例，暂时无重症和死亡病例。
- **海外：美联储或加快 Taper 进程，美国通过临时支出法案。**美国参议院通过临时支出法案，将避免联邦政府在本周末部分停摆。美联储主席鲍威尔表示，高通胀不再是短暂的现象，将会在 12 月的会议上讨论加快缩减购债速度。梅斯特强调要为明年的数次加息做好准备。
- **物价：农产品批发价格下降，国际油价回落。**本周农业部农产品批发价格 200 指数环比下降。本周国际油价下降，国内动力煤、螺纹钢价格与上周持平。
- **流动性：资金利率分化，美元指数下行。**DR001 周度均值环比上行 9.8bp，DR007 周度均值环比下行 3bp。美元指数均值下行至 96.1。
- **大类资产表现：A 股延续上涨，国债利率下行。**本周 A 股延续上涨，其余亚洲市场也有所上涨，而美股、港股主要指数均下跌。国内权益方面，建筑装饰领涨。本周 10 年期国债收益率周度均值下行 1.8bp。

**风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

## 内容目录

1. 专题思考：新增就业回落，加息预期为何不降反升？ .....	- 4 -
2. 疫情：欧美新增病例居高不下，多国确诊 Omicron 变异株.....	- 9 -
3. 海外：美联储或加快 Taper 进程，美国通过临时支出法案.....	- 11 -
3. 物价：农产品批发价格下降，国际油价回落.....	- 12 -
4. 流动性：资金利率走势分化，美元指数下行.....	- 14 -
5. 大类资产表现：A 股延续上涨，国债利率下行 .....	- 16 -

## 图表目录

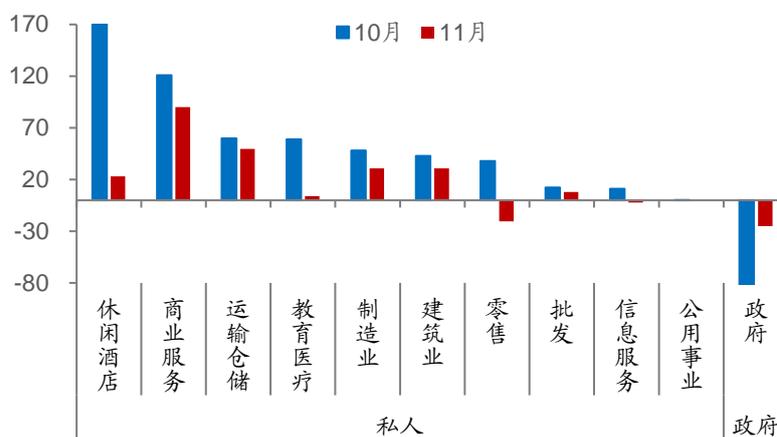
图表 1: 美国各行业非农新增就业人数 (千人)	- 4 -
图表 2: 美国运输仓储业新增就业和平均时薪同比	- 5 -
图表 3: 美国不同口径下的失业率 (%)	- 5 -
图表 4: 美国 11 月各行业非农新增就业季调前、后人数 (千人)	- 6 -
图表 5: 机构调查历年回复率情况 (%)	- 6 -
图表 6: 美国非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)	- 7 -
图表 7: 美国各行业平均时薪同比增长 (%)	- 7 -
图表 8: 美国最低收入者工资增长速度最快 (%)	- 8 -
图表 9: 美国低收入家庭因通胀遭受财务困难比例更高 (%)	- 8 -
图表 10: 市场预期美联储加息概率 (%)	- 9 -
图表 11: 各经济体每日新增病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 10 -
图表 12: 各经济体每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 10 -
图表 13: 各经济体疫苗覆盖率 (%)	- 11 -
图表 14: 各经济体 CPI 同比增长 (%)	- 12 -
图表 15: 美国初领、续领失业金人数 (万人)	- 12 -
图表 16: 农产品批发价格 200 指数	- 13 -
图表 17: 食用农产品价格指数	- 13 -
图表 18: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 19: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 14 -
图表 20: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 14 -
图表 21: 动力煤价格 (元/吨)	- 14 -
图表 22: R001 和 DR001 利率 (%)	- 15 -
图表 23: R007 和 DR007 利率 (%)	- 15 -
图表 24: 央行公开市场操作 (亿元)	- 15 -
图表 25: CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	- 16 -
图表 26: 美元指数	- 16 -
图表 27: 全球主要股指表现 (%)	- 16 -
图表 28: 申万行业表现 (%)	- 17 -
图表 29: 国外主要商品期货表现 (%)	- 17 -
图表 30: 国内主要商品期货表现 (%)	- 18 -
图表 31: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 18 -
图表 32: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 18 -

## 1. 专题思考：新增就业回落，加息预期为何不降反升？

10月新增非农数据录得21万人，远低于市场预期，但失业率却明显下降至4.2%，创疫情爆发以来的新低。那么，为什么非农就业与失业率走势会再度出现背离？疲软的非农数据为何又使得加息预期继续提前？本文据此展开分析。

**11月新增非农不及预期。**机构调查数据显示，11月美国新增非农就业人数录得21万人，创今年以来最小增幅。自2020年4月以来，非农就业人数增加了约1850万人，但与新冠疫情爆发前相比，仍然少了约390万人。11月私人部门新增就业人数由上个月的62.8万人大幅下降至23.5万人。**分行业来看**，休闲酒店、教育医疗、零售等服务业新增就业人数较上月显著下降，分别下降14.7万、5.5万、5.8万人，**休闲酒店业成为最大拖累**。政府部门新增非农就业降幅收窄，录得-2.5万人，较前值提升5.7万人。

图表 1：美国各行业非农新增就业人数（千人）



来源：美国劳工部，中泰证券研究所

**运输仓储业劳动力供给仍然不足。**近几个月来，运输仓储业劳动力供给不足，导致供应链瓶颈问题严重。本月，美国运输仓储业新增就业人数仅录得5.0万人，相较于上月的6.0万人有所下滑。同时，运输仓储业的平均时薪上涨29美分达到27.21美元，平均时薪同比由5.7%大幅上升至6.8%。以上数据表明，该行业劳动力供给仍然短缺，由供应链瓶颈带来的通胀压力可能暂时难以缓解。

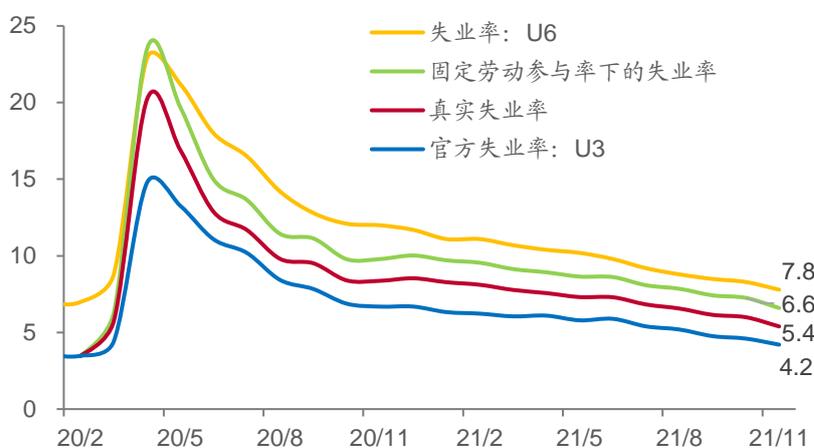
**图表 2: 美国运输仓储业新增就业和平均时薪同比**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**失业率显著下降。**家庭调查数据显示,官方失业率超预期下降至 4.2%,创疫情爆发以来新低。与此同时,固定劳动参与率下的失业率、真实失业率和 U6 分别下降 0.7、0.6 和 0.5 个百分点,分别降至 7.3%、5.4%和 7.8%,各口径下失业率继续保持下降态势且降幅显著。**失业率走势与新增非农人数出现明显背离。**

**图表 3: 美国不同口径下的失业率 (%)**



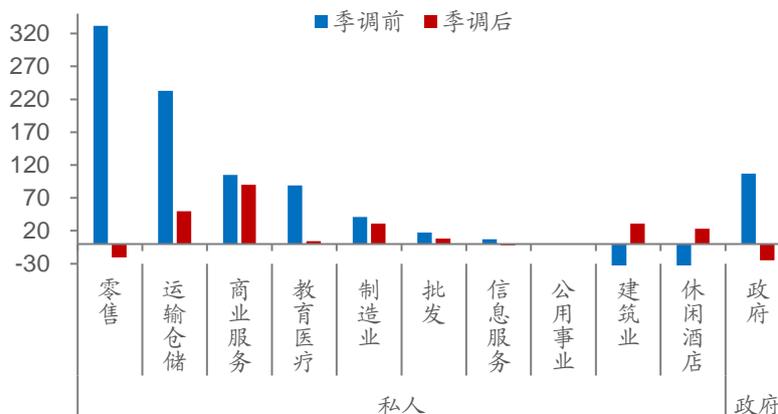
来源: PIIIE, 中泰证券研究所

过去失业率和新增非农明显背离的主要原因是**季调误差以及二者统计和计算方式的差别**。最近一次两指标出现明显背离发生在今年 9 月。原因一是由于政府新增就业季调前后差距较大;二是由于失业率与新增非农数据计算方式和统计口径有所差异。

但本月情况与 9 月略有不同。一方面,多数行业新增非农就业人数经季调后均大幅下降,服务业季调前为 69.6 万人,季调后仅 17.5 万人,较季调前显著下降 52.1 万人,季调误差或低估新增非农就业。另一方面,在指标的计算方式上,家庭调查显示本月新增就业人数约 114 万人,远高于新增失业 54.2 万人,劳动力市场属于人员净流入而不是 9 月的净流出,故失业者退出劳动力市场造成失业率下降,同样不是本月两指标背离的原因。劳动参与率

上升也佐证了这一点。本月劳动参与率录得 61.8%，较上月有所提升 0.2%。

**图表 4: 美国 11 月各行业非农新增就业季调前、后人数 (千人)**



来源: 美国劳工部, 中泰证券研究所

本次指标背离或因统计口径以及抽样误差导致。统计口径方面, 家庭调查的就业人数相对机构调查增加了自雇、农业、家庭雇佣工人和无薪休假工人等来源, 从数据上来看, 本月家庭调查新增就业人数或主要来自家庭雇佣工人和无薪休假工人。抽样误差方面, 11 月机构调查回复率仅为 65%, 低于新冠疫情之前 75% 的年度平均水平, 也低于今年 10 月的 71% 回复率。若仅看历年同期调查回复率数据, 本月回复率也创 2008 年以来新低, 较低的调查回复率或造成较大抽样误差。此外, 从历史数据来看, 也存在新增非农初值较小, 并于随后大幅修正的情况。如今年 9 月, 新增非农就业表现较差, 而失业率显著下降, 二者出现背离。但之后新增非农数据便由初值 19.4 万人修正至 37.9 万人, 增加近一倍。

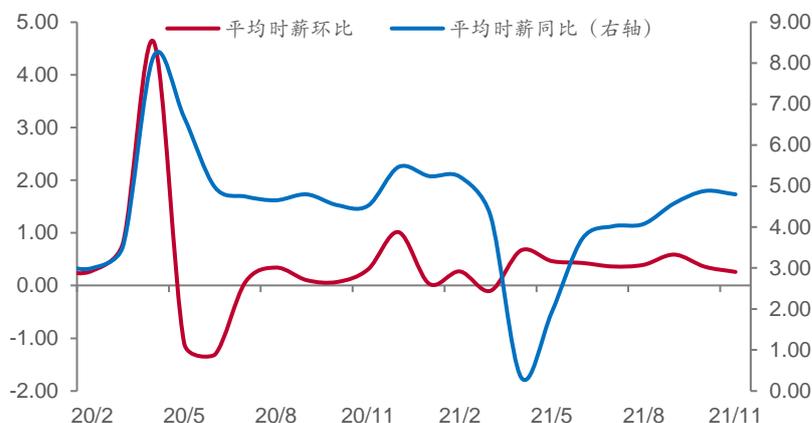
**图表 5: 机构调查历年回复率情况 (%)**



来源: 美国劳工部, 中泰证券研究所, 21 年为前 11 月的均值

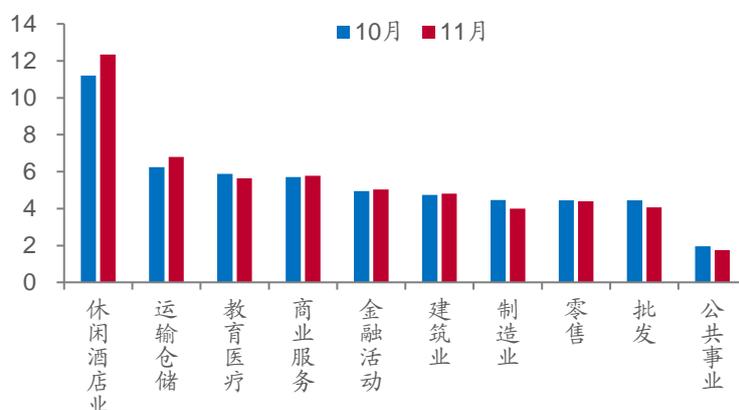
非农就业时薪增速稳定。11 月非农平均时薪同比、环比增速均有所下滑。11 月美国私人部门非农就业平均时薪增加了 8 美分, 达到 31.03 美元, 环比增速由 0.4% 下降至 0.3%, 同比增速由 4.9% 下降至 4.8%。美国通胀持续高企。美国 10 月 CPI 同比上升 6.2%, 创 1990 年以来新高, 核心 CPI 同比上升 4.2%, 创 1991 年以来新高。美国 10 月核心 PCE 同比上升 4.1%, 创 1991 年以来新高。近日, 鲍威尔在众议院的听证会上表示, 工资确实在

大幅上涨，但这并不意味着会引发通胀的高速上升，目前没有证据表明存在“工资-物价螺旋”。并且他强调，**美联储将会对工资进行持续关注**。虽然本月时薪增速略有回落，但近几个月以来工资增速持续上升，其对物价的传导有待进一步关注。

**图表 6: 美国非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)**


来源：美国劳工部，中泰证券研究所

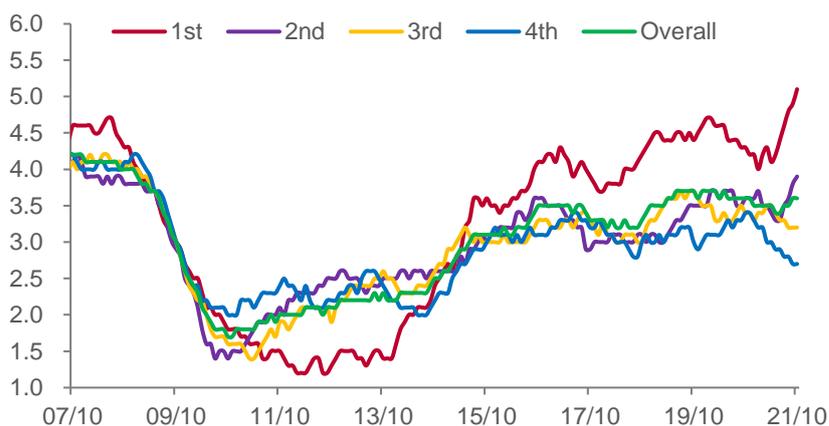
**半数行业薪资水平同比有所下滑。**分行业来看，休闲酒店、运输仓储、商业服务为薪资同比增速最快的三个行业，分别达到了 12.4%、6.8%、5.8%，远高于平均水平以及建筑业的 4.8%。约半数行业平均时薪同比较上月有所下滑，如教育医疗、制造和零售等行业。

**图表 7: 美国各行业平均时薪同比增长 (%)**


来源：美国劳工部，中泰证券研究所

**低收入者工资增长最快。**亚特兰大联储整理的数据显示，美国最低收入者的工资正以金融危机以来最快的速度增长，远高于同期高收入者的工资增速。这一数据与各行业的平均时薪增速较为一致，如平均工资水平最低的休闲酒店业的时薪增速最高。

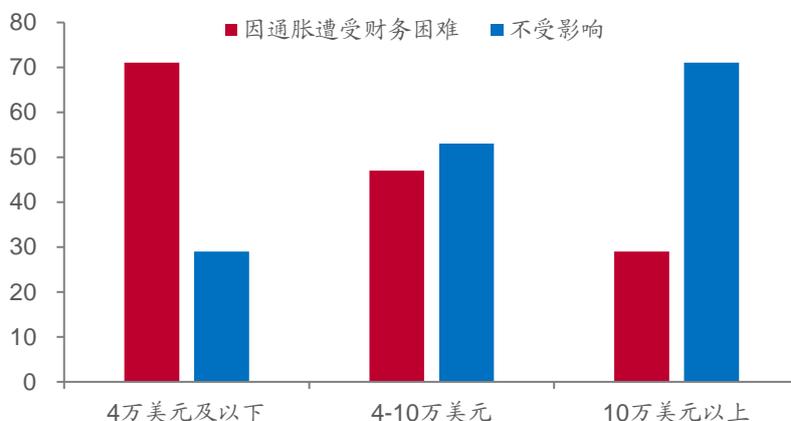
**图表 8: 美国最低收入者工资增长速度最快 (%)**



来源：亚特兰大联储，中泰证券研究所

但同时低收入者受通胀影响最大。盖洛普咨询公司近日发布的调查显示，近半数美国家庭因通胀遭受不同程度的财务困难。该公司将家庭按照年收入是否达到 4 万美元和 10 万美元分为低、中、高三档。其中，低收入家庭受通胀影响最为严重，71%的家庭因物价攀升遭遇财务困难，而中等和高等收入家庭中这一数字分别为 47%和 29%。美国银行近期的研究也得到了相似的结论，即通货膨胀给美国低收入民众带来了不成比例的影响，低收入家庭受到的伤害最大。

**图表 9: 美国低收入家庭因通胀遭受财务困难比例更高 (%)**



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\\_30557](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30557)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>