

1月7日，偏弱的非农数据公布后，10年美债利率先跌后涨，最高一度升破1.8%，最后收涨4.3BPs报1.77%。在实际利率大涨的同时，黄金坚挺收涨。直观非农读数和美债、实际利率和黄金之间的走势均出现非常规分化。不平凡的市场波动往往折射不寻常的宏观图景。下文我们将解读非农偏软的原因，重新评估美联储政策目标，并尝试缕清市场的交易逻辑。

➤ **疫情与季调方法拖累12月非农数据。**

非农数据继11月后再次和失业率、就业率等数据背离。非农新增就业读数偏弱（新增19.9万），总体就业人数（新增65.1万）和失业人数（减少44.2万）偏强。

和11月类似，异常的季节性调整继续拖累非农新增就业读数。12月非农季节性调整上调值为12.7万人，大大低于过去10年的均值34.7万人。由于季节性上调的数目太低，拖累了12月非农就业数据。

12月美国新冠致死率开始抬头，因此疫情也是非农数据偏弱的原因之一。

➤ **美联储3月份加息已经板上钉钉了吗？未必。**

美联储面对就业目标已经“有心无力”。目前劳动参与率的修复需要的是时间，但高企的通胀似乎不允许美联储等待。

好消息是，通胀基数效应和近期疫情发展可为美联储在一季度争取政策空间。基数效应和大宗商品涨幅放缓，今年美国通胀增速大概率不断下降。疫情重新肆虐，美联储“事件性通胀”的判断短期内可以维持。今年一季度和2021年拥有类似的“暂时性通胀”政策空间。

面对汹涌的疫情和未来大概率回落的通胀增速读数，美联储最具性价比的做法可能是用鹰派的言论释放紧缩预期，“政治正确”地打压通胀。但行动上可以偏向鸽派，坐享通胀回落其成，从而为就业恢复拉扯政策空间。当疫情结束后，美联储“事件性”通胀的判断破产，不得不加快紧缩。因此，我们判断美联储第一次加息的时点在5月份。但假如疫情在一季度便快速回落，不排除美联储在3月会议宣布加息。

➤ **如何看待美债利率在非农数据后不降反升？紧缩预期暂时主导市场。**

12月非农报告对美债多空参半。偏低的非农就业新增读数对美债是利多因素（即利率下行），而超预期的工资环比增速和不差的失业率则是美债的利空因素。

主流叙事确定后，市场往阻力最小方向前进。目前市场叙事首要关注的是缩表，即美联储超预期紧缩。近期美债市场表现为实际利率带动名义利率向上，同时通胀预期回落。意味着市场定价政策收紧打压未来通胀，以及TIPS流动溢价因收紧上升。

在美国住院人数和ICU住院人数激增，且新冠致死率开始抬头的当下，需要时刻注意市场交易逻辑的转向。即随市场对疫情严重性的错判而来的美债利率下行风险。在实际利率大幅上行后黄金依然收涨，这表明部分投资者似乎已经开始关注疫情错判的可能性。

➤ **风险提示：**美联储加息节奏超预期；地缘政治风险；通胀失控风险。



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 疫情与季调方法拖累 12 月非农数据.....	3
2 如何艺术性评估美联储的双重政策目标？.....	4
3 如何看待美债利率在非农数据后不降反升？.....	6
4 风险提示.....	7
插图目录.....	8

北京时间 1 月 7 日，美国公布了 12 月非农就业数据。

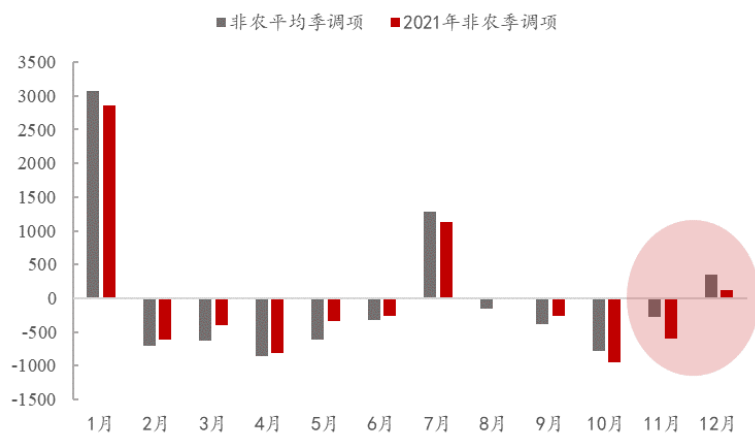
12 月美国季调后非农就业人数增加 19.9 万人，不及预期的 40 万人。分行业看，建筑业和制造业就业延续强势，分别新增 2.2 万人和 2.6 万人。服务业新增就业集中在休闲酒店业（新增 5.3 万人）、专业和商业服务（新增 4.3 万人）和运输仓储业（1.9 万人）。

1 疫情与季调方法拖累 12 月非农数据

非农数据继 11 月后再次和家庭就业调查口径（Household Survey）数据背离。 12 月美国新增就业 65.1 万人，失业人数降低 44.2 万人，均显著高于非农就业的增加。12 月美国失业率为 3.9%，较前值下降 0.3%；12 月就业率为 59.5%，较前值上升 0.2%；12 月劳动参与率为 61.9%，与前值持平。

异常的季节性调整继续拖累非农新增就业读数。 11 月非农就业数据与 12 月十分相似，同样大幅弱于家庭就业调查口径的就业人数和失业人数。在前期报告《非农偏低“探案”》中我们提到，统计口径的差异（如自雇佣者人数等）无法解释非农数据和就业人数的巨大差异。11 月非农读数偏低的真正原因是大幅超过历史均值的季调下修。在 12 月的非农数据中我们同样看到这一现象。12 月非农季节性调整上调值为 12.7 万人，大大低于过去 10 年的均值 34.7 万人。

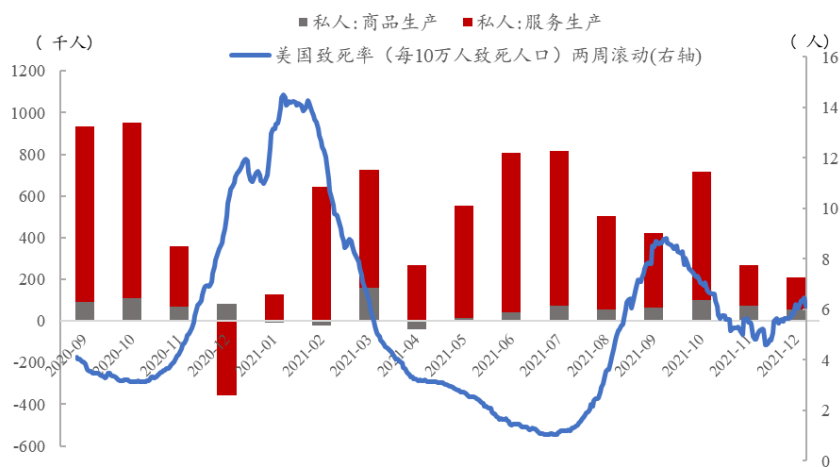
图 1：近两月非农数据季调修正均大幅低于历史均值（单位：千人）



资料来源：美国劳工部，民生证券研究院

疫情对美国就业的负面影响开始展现。 疫情以来，新冠致死率与新增非农就业一直呈现强负相关性。虽然 O 型病毒被普遍认为毒性不高，但是 12 月中旬开始美国新冠致死率开始抬头。因此我们认为 12 月偏低的非农新增就业与美国当前汹涌的疫情有关。

图 2: 新冠致死率抬头压制了美国就业状况



资料来源：Wind，民生证券研究院

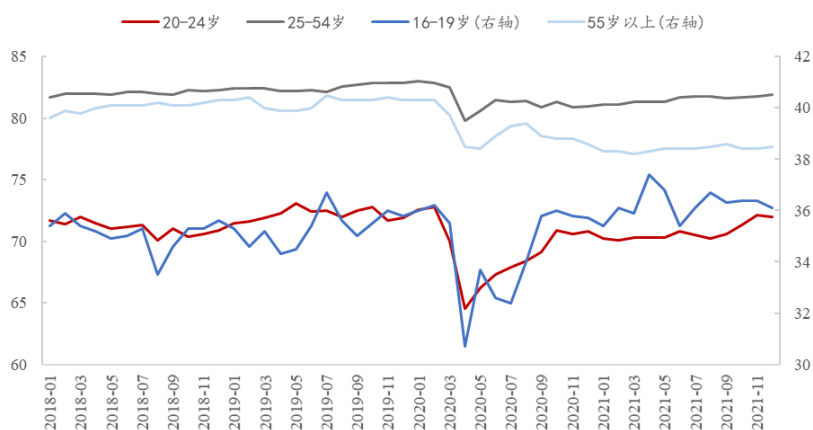
2 如何艺术性评估美联储的双重政策目标？

就业是美联储“有心无力”的目标。美联储对就业的有心无力当前体现在两个方面。

第一，宽松货币政策对充分就业的帮助有限。美国目前正面临历史低位的失业率和历史高位的职业空缺。巨大的就业供需缺口主要是由过低的劳动参与率导致的，劳动参与率缺口主要集中在 25-54 岁和 55 岁以上人群。25-54 岁是就业市场的主力，其劳动参与率的下降主要和疫情有关（对病毒的担忧和疫情带来的陪护需求等）。55 岁以上人群的劳动参与率下降很可能是因为老年人的永久性退出劳动力市场，这一年龄段的劳动参与率在疫情后基本没有反弹。因此，对于劳动力参与率缺口，货币政策并没有太好的办法。

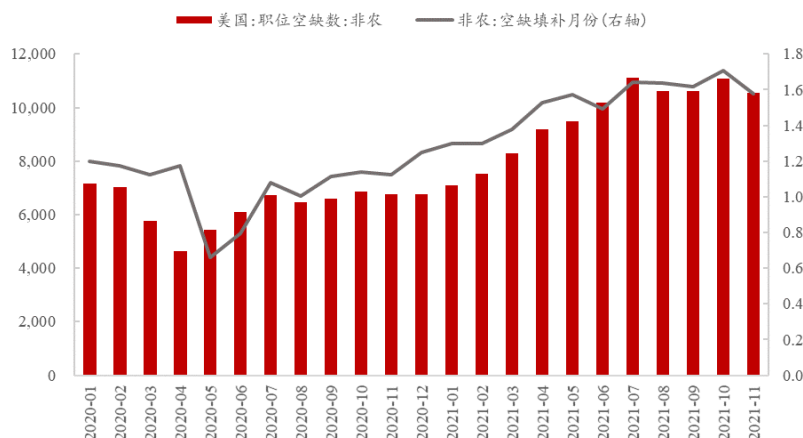
第二，高企的通胀不允许美联储等待劳动参与率回归。美联储对于 55 岁以上人群的劳动参与率缺口基本无能为力。而对于 25-54 岁人群的劳动力参与率缺口，目前过高的通胀不允许美联储“以时间换空间”。在紧俏的劳动力市场下，长时间的工资高增速很可能让美国经济陷入工资通胀螺旋。

图 3: 美国劳动参与率缺口集中在 25-54 岁和 55 岁以上人群（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 4: 美国职位空缺数处于历史高位 (左: 千人, 右: 月)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

通胀目标无需多言, 美国的通胀水平已经完全达到美联储的加息门槛。

那么美联储在 3 月加息真的没有回旋余地了吗?

基数效应和疫情可为美联储在今年一季度拉扯政策空间。今年美联储面临的经济环境或许与去年有相似之处。2021 年美联储由于基数效应, 持“暂时性通胀”态度直至 11 月会议。在 2022 年, 因基数效应和大宗商品涨幅放缓, 我们预测 CPI 同比读数将不断回落。同时, 美联储在 11 月会议后对通胀的定义是“事件性”的, 即和疫情造成的供应链问题挂钩。面对不断回落的通胀增速和肆虐的疫情, 美联储可能会行动比言语更鸽派。

图 5: 我们预测明年美国通胀读数将回落 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

也就是说, 面对汹涌的疫情和未来大概率回落的通胀增速读数, 美联储最具性价比的做法可能是用鹰派的言论释放紧缩预期, 从而“政治正确”地打压通胀。但行动上可以偏向鸽派, 坐享通胀回落其成, 从而为就业恢复拉扯政策空间。当疫情结束后, 美联储“事件性”通胀的判断破产, 不得不加快紧缩。因此, 我们判断美联储第一次加息的时点在 5 月份。但假如疫情在一季度便快速回落, 不排除美联储在 3 月会议宣布加息。

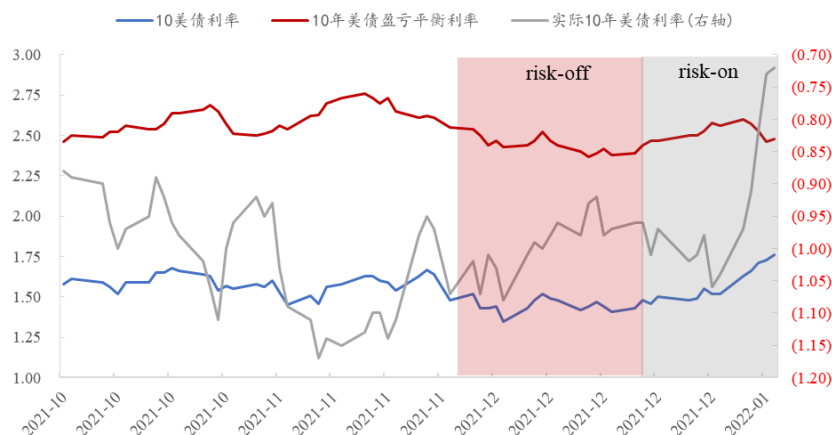
3 如何看待美债利率在非农数据后不降反升？

市场叙事首要关注的是缩表，即美联储超预期紧缩。

12月非农报告对美债多空参半，但主流叙事确定后，市场往阻力最小方向前进。偏低的非农就业新增读数对美债是利多因素（即利率下行），而超预期的工资环比增速和不差的失业率则是美债的利空因素。这时候到底利多还是利空因素起主导作用，主要看市场主流叙事。我们在报告《美债利率缘何大幅上行？》中提到，从12月17日开始到1月5日，市场交易的是疫情担忧消退后的 risk-on 逻辑。表现为“通胀预期带动名义利率向上，实际利率修复”。但在1月6日美联储会议纪要发布后，市场主要交易逻辑便转变为交易美联储超预期紧缩。表现为“实际利率带动名义利率向上，通胀预期回落”。因此，非农报告公布后，美债利空因素主导了市场走势。

但我们想要提醒投资者的是，在美国住院人数和 ICU 住院人数激增，且新冠致死率开始抬头的当下，需要时刻注意市场交易逻辑的转向。即随市场对疫情严重性的错判而来的美债利率下行风险。在实际利率大幅上行后黄金依然收涨，这表明部分投资者似乎已经开始关注疫情错判的可能性。

图 6: 美国 10 年美债名义利率、实际利率和盈亏平衡利率（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7: 美国近期工资环比增速不断上升（单位：%）

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_35810

