

美国 12 月非农“遇冷”，加息预期缘何升温？

基本结论

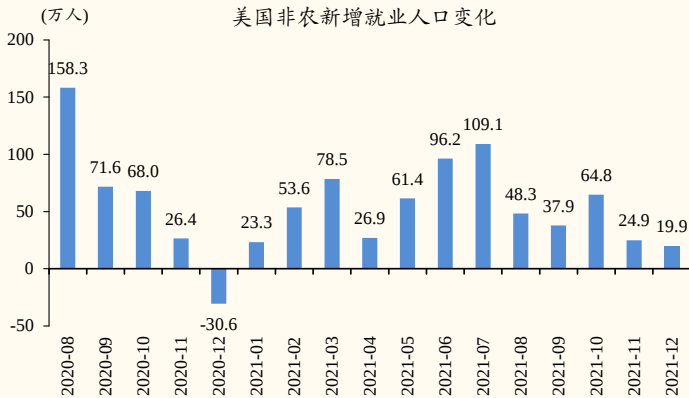
- 美国 12 月非农新增就业或被低估，引发美联储加息预期进一步升温。美联储对“充分就业”的重新界定，或将决定未来加息及缩表的节奏。
- 美国 12 月非农新增就业人数大低预期。具体来看，美国 12 月非农新增就业 19.9 万人，低于预期的 44.7 万人，创去年 1 月以来新低；12 月失业率为 3.9%，续刷疫情暴发以来新低；12 月劳动力参与率为 61.9%。工时与薪资方面，12 月平均每周工时维持在 34.7 小时的高位；12 月平均时薪环比 0.6%，远超近 10 年同期均值。
- 美国 12 月非农“遇冷”，加息预期意外升温。考虑到美国通胀率持续高企、已达目标，就业市场的修复进程，将决定未来加息及缩表的节奏。但在美国 12 月非农“遇冷”之后，CME 利率期货隐含的美联储 3 月加息概率，由 70%附近一度飙升至 90%以上。与此同时，10Y 美债收益率一度上破 1.8%关口，创疫情暴发以来新高。
- “弱”非农引发“强”加息预期，主因 12 月非农新增就业存在被低估的可能。需要注意的是，11 月、10 月非农新增就业人数分别从 53.1、21 万人上修至 64.8、24.9 万人，延续了 6 个月以来的上修趋势。换言之，12 月非农新增就业人数或被低估。同时，12 月平均工时及工资增速高企，也指向美国就业市场的景气度维持高位。
- 此外，新增就业、失业率双低的“怪异”组合，更多是受统计口径差异影响。美国非农就业报告包括机构和家庭调查，非农新增就业采用机构调查口径，失业率采用家庭调查口径。失业率续创新低，原因在于家庭调查的 12 月新增就业 65.1 万人、失业人数锐减 48.3 万人。以史为鉴，伴随着机构调查数据修正，二者背离或将收敛。
- 展望未来，美国就业市场有望延续修复，但需警惕低就业意愿常态化、及高工资增速推升通胀。考虑到美国推广加强针、抗新冠口服药疗效超预期，疫情趋于“流感化”，将推动就业继续修复。但“疫后创伤”的存在，或将长期压制就业意愿，导致劳动力参与率难回疫情前。这一背景下，需警惕工资增速高企、推升通胀中枢。
- 美联储对“充分就业”的再界定，或将成为决定未来加息及缩表的关键信号。由于美国劳动力参与率恢复速度缓慢，部分美联储官员已着手讨论“充分就业”的界定标准。例如，圣路易斯联储主席布拉德（2022 年票委）表示，“疫情前的就业水平并非是合适的参照标准”。中性情景下，美联储可能在 1 月会议上重新界定“充分就业”的标准，3 月结束 Taper 并讨论加息、5 月实施，随后缩表。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

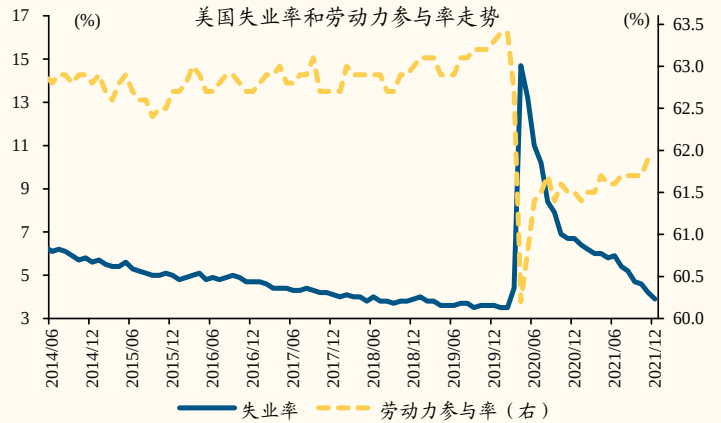
风险提示：美国新冠疫情出现超预期反弹；劳动力就业意愿持续低迷不振。

图表 1: 美国 12 月非农新增就业人数大低预期



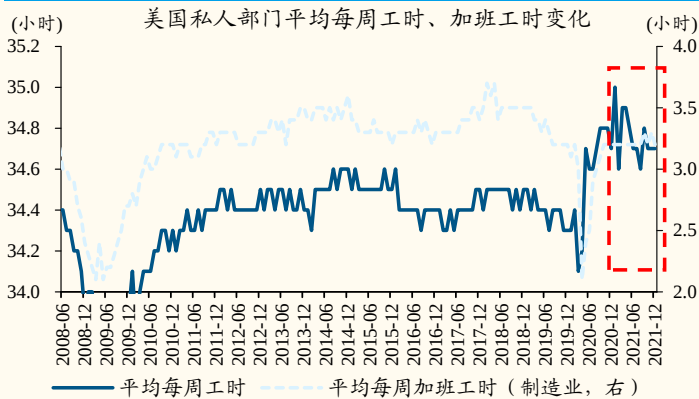
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 美国 12 月失业率 3.9%，劳动力参与率 61.9%



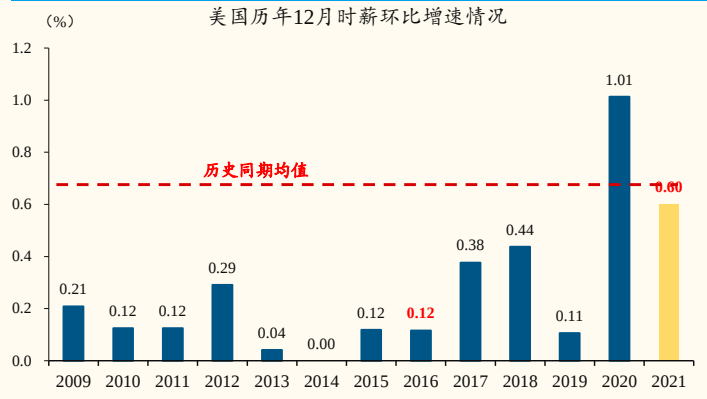
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 美国 12 月平均每周工时维持在 34.7 小时



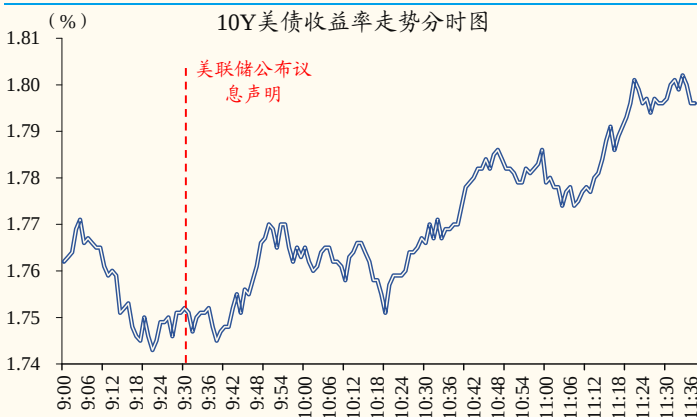
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 美国 12 月平均时薪环比 0.6%，远超历史同期



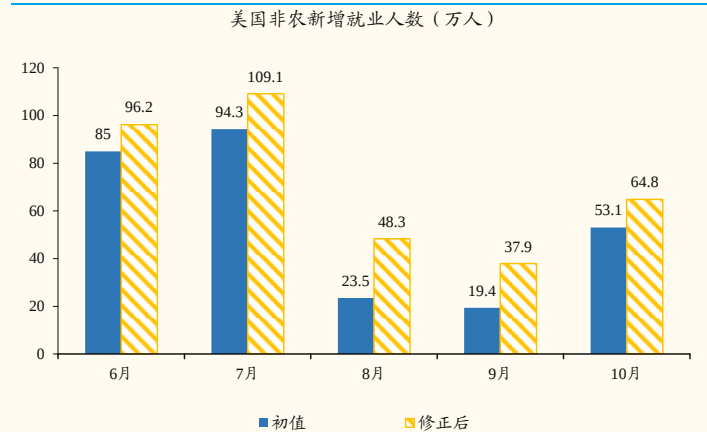
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 加息预期升温，带动 10Y 美债利率上破 1.8%



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 6 月以来，美国非农新增就业人数连续上修



来源: Wind、国金证券研究所

图表 7：美国失业率、劳动力参与率采用家庭调查口径

就业率=就业人数/（16岁-64岁人口）

劳动力参与率=(就业人数+失业人数)/（16岁-64岁人口）

失业率=失业人数/劳动力人口

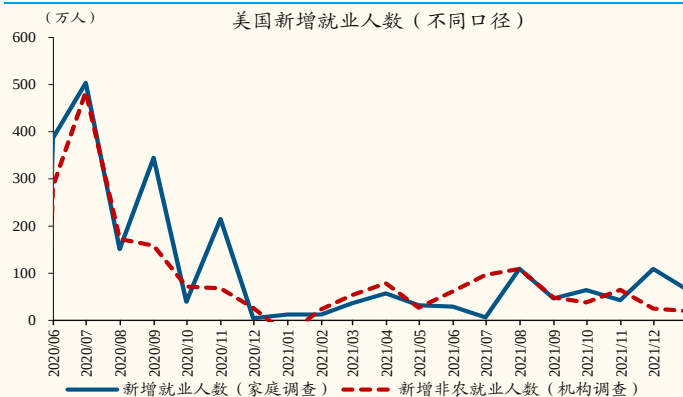
=（劳动力人口-就业人数）/劳动力人口

=（劳动力参与率-就业率）/劳动力参与率

注：均为家庭调查数据

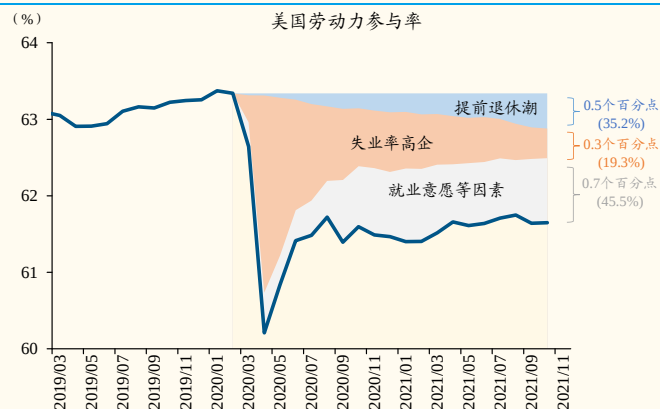
来源：BLS、国金证券研究所

图表 8：美国家庭、机构调查的统计口径存在差异



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：低就业意愿下，美国劳动力参与率或难回疫情前



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：美联储或将于1月重新界定“充分就业”

2022年美联储FOMC会议时间表								
月	1月	3月	5月	6月	7月	9月	11月	12月
日	25-26	15-16	3-4	14-15	26-27	20-21	1-2	13-14
可能的政策操作	界定“充分就业”	结束Taper、讨论加息	实施加息	结束				

来源：Fed、国金证券研究所

风险提示：

- 1、美国新冠疫情出现超预期反弹。美国新增确诊病例大幅反弹等，引发医疗资源挤兑、防疫措施收紧，拖累病毒暴露风险较高的行业的就业修复。
- 2、美国劳动力就业意愿持续低迷不振。“疫后创伤”等因素对美国劳动力就业意愿的压制超过预期，导致后续就业的恢复速度大幅放缓。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402

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_35815

