

## 12月非农数据受季节扰动但整体向好

相对市场表现

### 事件：

美国12月非农就业增加19.9万低于预期，也较11月的21万更低，然而数据公布后美国股债双跌，市场其实认为12月的数据并不差，劳动力市场的整体情况符合美联储货币政策明年加息2次以上的节奏

### 投资要点：

#### ➤ 整体就业市场继续改善，12月季调数据低于预期不宜过度解读

美国12月失业率为3.9%，继续下行，和疫情前的低点只有0.4%的差距。虽然12月非农就业数据低于预期，但是其实并没有改变美国就业持续改善的大趋势；而且数据之所以低于预期，部分的也与季节修正的算法受过去的的数据影响，而疫情期间的数据中存在一些异于常态的季节性噪音导致的一些扭曲有关；此外，12月的数据仍有继续上修的可能。

#### ➤ 劳动力市场的整体情况支持美联储货币政策明年加息2次以上

虽然当前政策周期中加息的主要的压力来自于通胀，但是12月的数据肯定了就业市场不会成为加息的掣肘因素。实际上，美联储12月会议纪要显示，一部分(several)参会委员也认为当下的劳动力市场已经基本上符合最大化就业的政策要求。当然，劳动力市场肯定还存在一些结构性的问题，但是我们使用泰勒规则对政策利率的分析表明美联储对这些问题实际也已经有所考虑——部分与考虑这些因素有关，美联储可能才没有那么急于加息。

#### ➤ 劳动力市场的整体情况支持美联储货币政策明年加息2次以上

这些结构性因素包括：职位空缺率仍然高企，尤其是受疫情影响较大的行业空缺率较高；12月劳动参与率为61.9%，其水平虽然继续恢复，但是距离疫情前水平还有约1.5%的差距，其中黑人的劳动参与率恢复较慢；整体失业率继续下行，但不同族裔人群失业率离疫情前水平的距离也不尽相同。

#### ➤ 风险提示

疫情反复超预期

分析师 樊磊  
执业证书编号：S0590521120002  
邮箱：fanl@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《从低于预期到超预期》— 2021.12.27
- 2、《美联储传递鹰派声音》— 2021.12.18
- 3、《就业的真相》— 2021.12.17

## 正文目录

<b>1</b>	<b>12月就业数据表明劳动力市场恢复态势良好，可以支持明年加息2次或以上</b>	<b>3</b>
1.1	整体就业市场恢复态势仍然良好，12月和11月季调数据较低并不反映趋势性方向变化	3
1.2	劳动力市场的整体情况符合美联储货币政策明年加息2次以上的节奏	4
1.3	就业市场的结构问题仍在持续，疫情对就业市场影响的消退还需要时间	5

## 图表目录

<b>图表 1:</b>	<b>美国 12 月非农就业数据 (单位: 千人)</b>	<b>3</b>
<b>图表 2:</b>	<b>美联储货币政策和泰勒规则</b>	<b>5</b>
<b>图表 3:</b>	<b>美国离职率和职位空缺率</b>	<b>6</b>
<b>图表 4:</b>	<b>住宿餐饮业的离职率和职位空缺率</b>	<b>6</b>

## 1 12月就业数据表明劳动力市场恢复态势良好，可以支持明年加息2次或以上

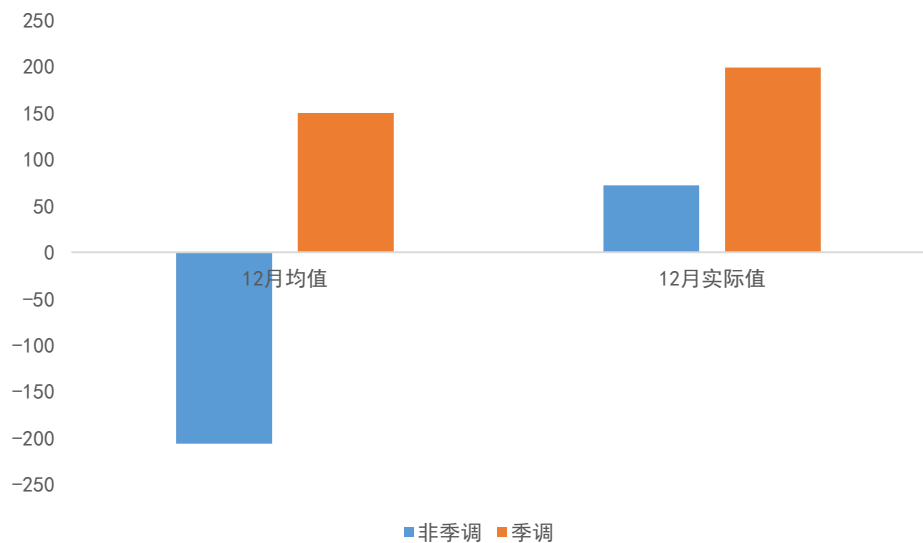
### 1.1 整体就业市场恢复态势仍然良好，12月和11月季调数据较低并不反映趋势性方向变化

美国非农就业12月新增19.9万(季调)，低于预期值44.7万，失业率为3.9%，继续下行，和疫情前的低点3.5%相比只有0.4%的差距。虽然12月非农就业数据低于预期，但是其实并没有改变美国就业持续改善的大趋势；而且数据之所以低于预期，部分的也与季节修正的算法受过去的的数据影响，而疫情期间的数据中存在一些异于常态的季节性噪音导致的一些扭曲有关；此外，12月的数据仍有继续上修的可能。

一方面，我们认为12月非农数据的季节调整可能低估了就业真实的改善。12月非农就业非季调数据为增加7.2万，而2008年危机后到疫情前的所有年份的12月非季调均值为减少20万左右，2021年12月的数据高于历史平均水平27万。而2008年危机后到疫情前的12月季调数据均值为增加14.9万。也就是说如果按照季调简单加法模型考虑，12月的非农数据应该是14.9+27万，43万左右。之所以会出现较大偏差，可能与疫情期间一些特殊数据的扭曲有关。

另一方面，12月的数据将来还可能再向上修正，11月和10月初次公布的非农就业数据后来都经过了向上修正。初次公布的美国非农就业(季调)11月新增21万，低于市场预期的55万，但后来被向上修正到了24.9万，同时10月的数据也从54.6万上修到64.8万。

图表1：美国12月非农就业数据(单位：千人)



来源：Fred, 国联证券研究所

## 1.2 劳动力市场的整体情况符合美联储货币政策明年加息 2 次以上的节奏

### ➤ 劳动力市场已经接近符合最大化就业的政策要求

美联储货币政策的两大目标是通胀和就业，当前联储加息的压力主要来自于通胀。但是 12 月的劳动力市场数据显示美国就业的状况也支持目前美联储的政策调节节奏——总体就业市场的恢复也同样已经接近符合加息的条件。

从美联储 12 月会议纪要显示的信息看，一部分 (several) 参会委员认为当下的劳动力市场已经基本上符合最大化就业的政策要求。

### ➤ 泰勒规则隐含的利率目标分析说明美联储的政策对劳动力市场的一些结构性问题实际也已经有所考虑，这些因素可能已经让美联储没有那么急于加息

虽然实际的货币政策制定并不是按照固定的泰勒规则算法，但是泰勒规则提供了一个思考美联储货币政策考虑因素的理论框架。我们可以做一个简单的基于泰勒规则的分析：

首先，我们相对保守的假设美国的自然失业率为 4%，自然利率为 1%，然后根据 2020 年初美国的通胀和就业水平以及当时的联邦基金利率水平（1.5%左右）推算政策利率对失业率和通胀变动的敏感系数，这样拟合得到的泰勒规则公式为  $r=1-1.58$ （失业率-4）+1.1\*（核心 PCE-2）。

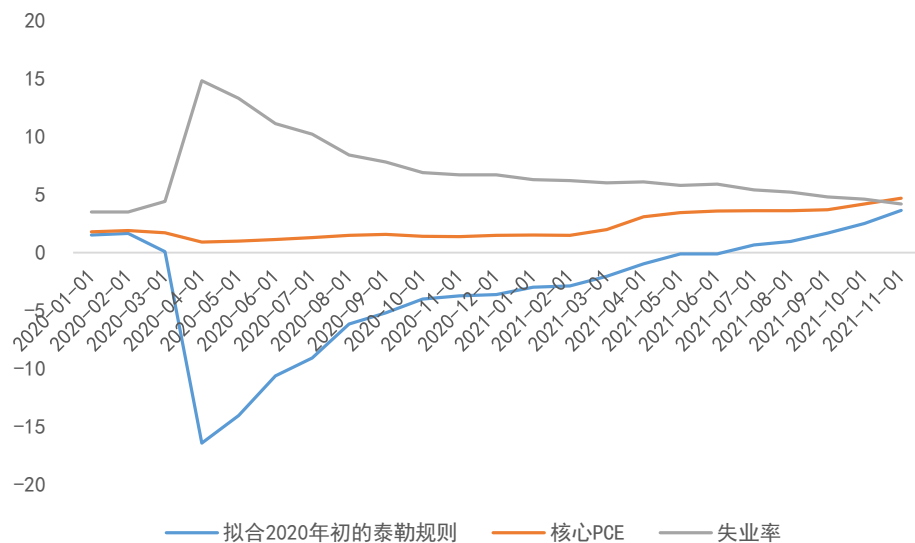
然后，根据当前的通胀和失业率数据，我们很容易可以估算出政策利率的理论值显著高于 0——目前实际政策利率的水平。

这意味着，如果当前的政策利率合理的话，那么假定的自然失业率、自然利率需要更低——考虑到我们此前的估计已经比较保守，这样的假设可能性不大；或者货币政策对就业市场变动的敏感系数要极大——假设的可能性也不大。

因此，当前偏低的政策利率有可能意味着美联储货币决策中还考虑了一些在整体就业数据里没有反映出来的就业市场信息，而这些信息在简单的泰勒规则模型中也并没有反映。例如，就业市场的一些结构因素可能让美联储有所保留。

当然，美联储的政策工具箱里的工具大都是针对总量的整体调控，政策工具对结构化的问题缺乏直接应对能力。美联储能做的可能只是通过宽松的政策为结构性问题的修正提供更多的时间和空间——我们认为美联储实际已经努力这么做了——零利率才维持了这么久。

图表 2：美联储货币政策和泰勒规则



来源：Fred, 国联证券研究所

### 1.3 就业市场的结构问题仍在持续，疫情对就业市场影响的消退还需要时间

对于劳动力市场的这些结构性问题而言，其恢复正常可能仍然需要时间。这些结构性问题包括：

职位空缺率仍然高企，尤其是受疫情影响较大的行业空缺率较高。职位空缺率和离职率之间的差距在疫情之后显著扩大了，而这个差异主要是由受疫情影响较大的行业驱动，受疫情影响较小的例如金融保险行业没有观察到类似的现象。

12月劳动参与率为61.9%，其水平虽然继续恢复，但是距离疫情前水平还有约1.5%的差距。非白人的劳动参与率恢复更慢，疫情前白人、黑人或非洲裔、西班牙裔或拉丁美洲裔各个族群的劳动参与率分别为63.3%、63.2%、68%，12月最新的数据分别为61.7%、60.8%和66%。疫情前白人和黑人的劳动参与率差距并不大，但是疫情后黑人的劳动参与率恢复得要慢一些。

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\\_35908](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35908)

