

劳动力市场供给边际改善 有助于通胀回落

——2022年1月美国非农数据点评

事件：

2022年1月非农就业新增46.7万人，劳动参与率指标意外升至62.2%，显示供给端改善的迹象，如果供给能够不断改善，美国通胀的回落可能快于预期，这可能导致美联储的政策立场转向鸽派。

投资要点：

➤ 2022年1月非农数据显示供给端改善的迹象

1月非农就业新增46.7万人，好于预期。1月非农数据中劳动力市场供给端出现明显改善62.2%。劳动参与率指标意外升至62.2%。非农就业增长基础广泛，仅汽车行业裁员。本轮周期供给端对通胀压力的影响很大，劳动力市场供给端的改善将有助于通胀的回落。如果供给能够不断改善，美国通胀的回落可能快于预期，这可能导致美联储的政策立场转向鸽派。

➤ 2021年12月和11月非农的修正验证了我们对劳动力市场的判断

2021年12月新增19.9万人被上修至新增51万，11月新增24.9万人被上修至64.7万，这两个月上调的幅度总计达到70.9万。数据的上修表明劳动力恢复态势良好。1月数据发布后对12月数据的修正验证了我们之前的判断“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”。

➤ 工资通胀的回落将有助于整体通胀压力的回落

从就业数据看，工资通胀有回落趋势，菲利普斯曲线可能正在变得平缓，这让美联储也许正在追上本轮周期的菲利普斯曲线。相对于2008年非常平缓的菲利普斯曲线，2020年的菲利普斯曲线不仅异常陡峭，而且在2021年年初变得更加陡峭了，但是最近有平缓下来的趋势。2022年1月份的数据显示曲线较之前总体向西北方向生长出现了一个小转向，1月的数据较12月转向东南。工资通胀总体回落，其中工时的贡献从高峰明显回落，时薪贡献仍在高位。

➤ 风险提示

疫情反复超预期，劳动力市场真实恢复状况可能不及预期

相对市场表现

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

相关报告

- 1、《制造业环比反弹或告一段落》— 2022.01.31
- 2、《美联储加速加息缩表的背后》— 2022.01.27
- 3、《降息显示稳增长决心，看多权益市场》— 2022.01.17

正文目录

1	2022 年 1 月非农数据显示供给端改善的迹象.....	3
1.1	非农数据好于预期，劳动力参与率上升	3
2	2021 年 12 月和 11 月非农的修正验证了我们对劳动力市场的判断	3
2.1	数据的上修表明劳动力恢复态势良好	3
3	工资通胀的回落将有助于整体通胀压力的回落	4
3.1	工资通胀有回落趋势，工时贡献从高峰明显回落，时薪贡献仍在高位	4
4	风险提示	6

图表目录

图表 1：劳动参与率.....	3
图表 2：失业率	3
图表 3：美国 12 月非农就业数据（单位：千人）	4
图表 4：美国 1 月非农就业数据（单位：千人）	4
2020-2021 年蓝色菲利普斯曲线（单位：月）	5
图表 6：通胀预期.....	5
图表 7：工资通胀拆解：工资=时薪*工时(纵轴为对数同比变化率)	6

1 2022 年 1 月非农数据显示供给端改善的迹象

1.1 非农数据好于预期，劳动力参与率上升

➤ 1 月非农数据整体向好

2022 年 1 月非农就业新增 46.7 万人，创去年 10 月以来的三个月新高，几乎是预期新增 12.5 万的四倍。1 月非农数据中劳动力市场供给端出现明显改善迹象，劳动参与率指标意外升至 62.2%，比预期和前值的 61.9% 均高出 0.3 个百分点。

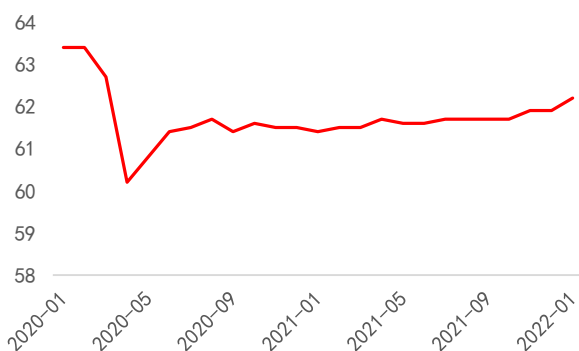
1 月失业率从 3.9% 小幅升至 4%，仍接近市场预期和 12 月前值所创的疫情以来最低。衡量更广泛的 U6 失业率下降 0.2 个百分点至 7.1%，略高于疫情前水平。

分行业来看，1 月的非农就业增长基础广泛，仅汽车行业裁员。最大增幅来自本应深受疫情打击的休闲和酒店业，总体就业新增 15.1 万人，其中 10.8 万人来自酒吧和餐馆，休闲酒店业的就业人数减少了 180 万，即下降 10.3%。

➤ 供给端自身的变化对通胀的影响可能进而影响美联储政策立场

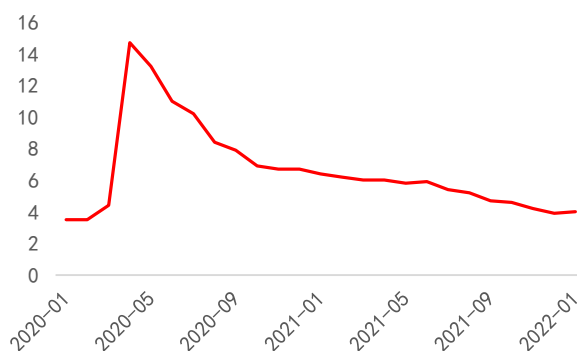
本轮复苏周期中，劳动力供给端对通胀的影响不容忽视。劳动力的供给是美国总供给受到抑制的重要方面。最新的劳动力市场数据提供了美国总供给改善的新的证据。如果供给能够不断改善，美国通胀的回落可能快于预期，这可能导致美联储的政策立场转向鸽派。

图表 1：劳动参与率



来源：国联证券研究所

图表 2：失业率



来源：国联证券研究所

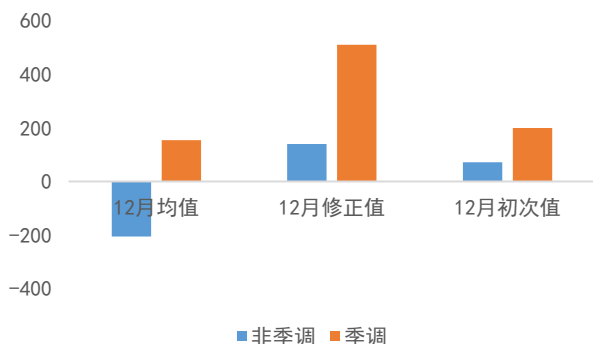
2 2021 年 12 月和 11 月非农的修正验证了我们对劳动力市场的判断

2.1 数据的上修表明劳动力恢复态势良好

2021 年末的非农前值被大幅上修，11 月新增 24.9 万人被上修至 64.7 万，12 月

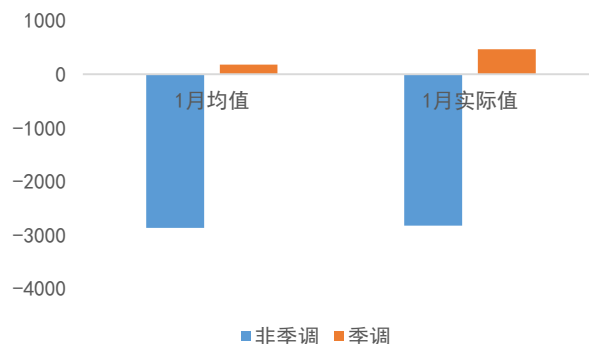
新增 19.9 万创一年新低但被上修至新增 51 万，这两个月上调的幅度总计达到 70.9 万。2022 年 1 月数据发布后对 12 月数据的修正验证了我们之前的判断“整体就业市场恢复态势仍然良好，12 月和 11 月季调数据较低并不反映趋势性方向变化”。我们之前的点评《12 月非农数据受季节扰动但整体向好》认为 12 月非农数据的季节调整可能低估了就业真实的改善。

图表 3：美国 12 月非农就业数据（单位：千人）



来源：FRED，国联证券研究所

图表 4：美国 1 月非农就业数据（单位：千人）



来源：FRED，国联证券研究所

3 工资通胀的回落将有助于整体通胀压力的回落

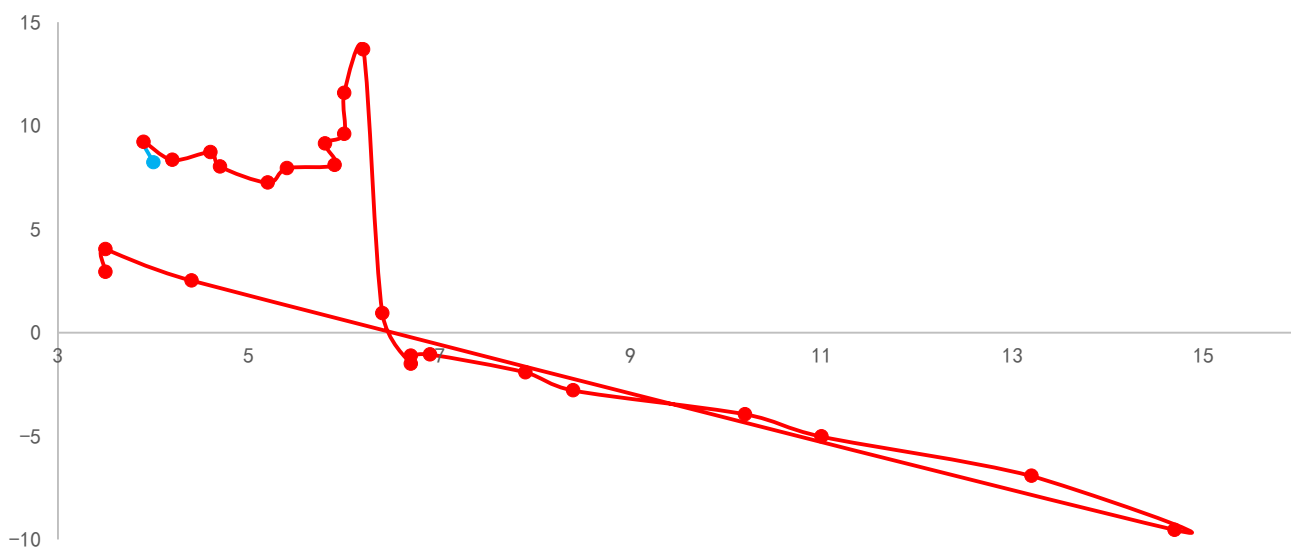
3.1 工资通胀有回落趋势，工时贡献从高峰明显回落，时薪贡献仍在高位

- 菲利普斯曲线可能正在变得平缓，这让美联储也许正在追上本轮周期的菲利普斯曲线

相对于 2008 年非常平缓的菲利普斯曲线，2020 年的菲利普斯曲线不仅异常陡峭，而且在 2021 年年初变得更加陡峭了，但是最近有平缓下来的趋势。1 月份的数据显示曲线较之前总体向西北方向生长出现了一个小转向，1 月的数据较 12 月转向东南。

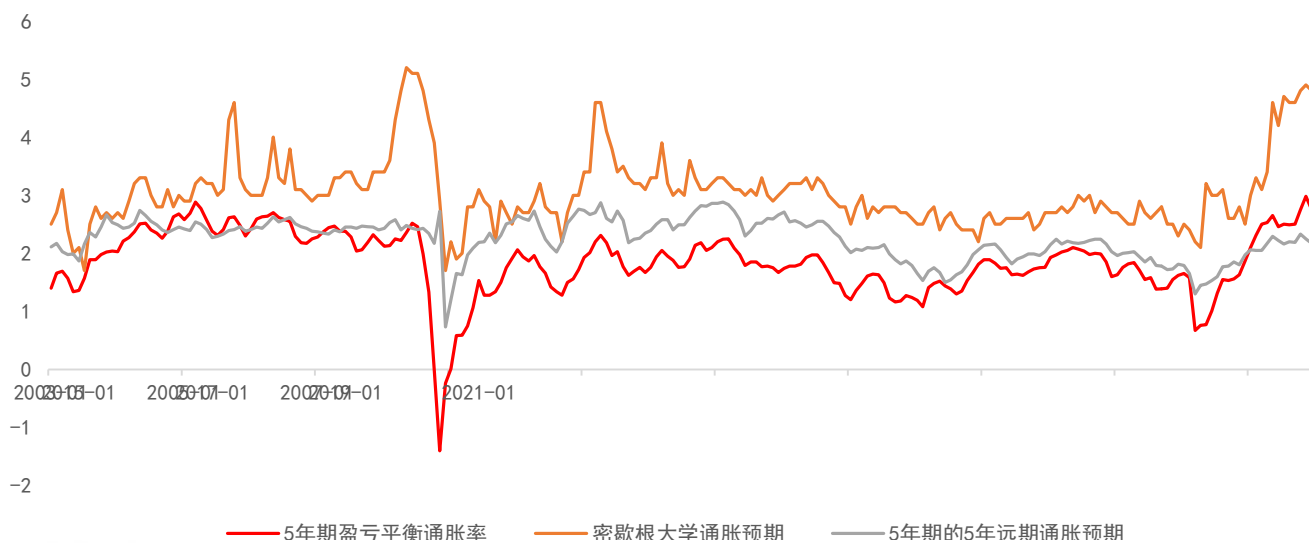
我们之前的分析对比了 2008 年的菲利普斯曲线和 2020 年的菲利普斯曲线，后者变得非常陡峭，而疫情导致的供给端限制进一步推高了通胀。美联储虽然意识到了供给端的限制加速了通胀的上升，但是似乎仍然低估了这次菲利普斯曲线的移动速率，从而显得落后于曲线，这使得美联储不得不在 1 月份表现得异常鹰派。最近不同方式衡量的通胀预期都有不同程度的上行。

图表5：菲利普斯曲线 2020-2021（蓝色点为2022年1月）



来源：Wind, 国联证券研究所

图表6：通胀预期



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_37092

