

## 总量研究

## 美国非农保持韧性，失业率下探至 3.8%

——2022年2月美国新增非农数据点评兼光大宏观周报（2022-03-05）

## 要点

## 本周关注：

美国2月季调后新增非农就业人口67.8万人，前值48.1万人，市场预期40万人；失业率3.8%，前值4.0%，市场预期3.9%。

时薪环比增0.03%，前值0.7%，市场预期0.5%；同比增5.1%，前值5.5%，市场预期5.8%。劳动参与率62.3%，前值62.2%。就业人口率59.9%，前值59.7%。

截至3月4日收盘，10年期美债收益率下行8bp至1.78%；标普500指数跌0.53%，道琼斯指数跌0.53%；纳斯达克指数跌1.66%。

## 核心观点：

2月美国就业市场保持韧性，新增非农67.8万人，失业率下探至3.8%，主要贡献项为休闲与酒店业，专业和商业服务、健康保健业和建筑业。向前看，在疫情趋弱的背景下，就业市场将维持强复苏态势。2月薪资增速不及预期，或因劳动力供给提速，从而减缓了工资进一步上行的压力。但劳动参与率修复缓慢，抬升工资粘性。对于美联储今年整体货币政策的节奏而言，我们维持美联储加息前置，3月加息25bp，下半年加息节奏放缓的观点。

## 海外观察：

美国10年期国债收益率下行，通胀预期升高；美国10年期和2年期国债利率期限利差下行。美联储资产规模减少，日央行、欧央行资产规模增加。

## 海外政策：

俄乌第二轮谈判，双方就建立人道主义通道达成协议；欧盟对俄实施了一系列严厉的制裁措施，欧盟内部对于制裁给欧盟自身带来的问题也愈发担忧；法国总统马克龙当地时间3月3日正式宣布竞选连任；韩国新冠新增确诊病例首超26万例，死亡病例创新高。

## 全球资产：

本周全球股市涨跌分化，纳斯达克指数下跌1.14%，标普500下跌0.48%。欧洲股市普遍下跌，亚洲股市趋势分化。

## 国内观察：

2022年3月以来，上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比下跌、焦煤均价环比上涨，铜价、铝价环比上涨。中游：水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降。下游：猪价、菜价、水果价格趋势分化。流动性：十年期国债收益率较上月末上行。

## 国内政策：

人民银行召开2022年宏观审慎管理工作电视会议，部署当前及下一阶段的工作任务；缓税政策延续实施6个月，制造业中小微企业再获缓税支持；2021年《政府工作报告》成绩单出炉，22项量化指标任务全部完成。

**风险提示：俄乌冲突持续发酵冲击经济预期；新冠疫情大范围扩散超预期。**

## 作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：陈嘉荔

021-52523828

陈嘉荔@ebsecn.com

## 相关研报

进击的社融，扭转的预期——2022年1月金融数据点评（2022-02-10）

货币微松能为稳增长做些什么？——光大宏观周报（2022-01-16）

理解三季度货政报告的两条主线——2021年三季度货币政策执行报告点评（2021-11-20）

降息宜早不宜迟——货币政策前瞻系列五（2021-08-19）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

# 目 录

<b>1、新增非农保持韧性，失业率下探至 3.8%</b> .....	<b>4</b>
1.1、服务业驱动新增非农强劲复苏 .....	4
1.2、工资增速维持高位，劳动参与率修复缓慢 .....	5
1.3、通胀压力叠加地缘冲突矛盾，美联储的相机抉择 .....	6
<b>2、海外观察</b> .....	<b>7</b>
2.1、全球疫情：欧美逐步放开管控，疫情形势显著缓和 .....	7
2.2、金融与流动性数据：美债收益率下行，通胀预期升高 .....	7
2.3、全球市场：全球股市涨跌分化，大宗商品价格上涨 .....	8
2.4、央行观察：美联储预计将在本月中旬的 FOMC 议息会议上加息，以应对高企的通胀 .....	9
2.5、海外政策：俄乌第二轮谈判 .....	10
<b>3、国内观察</b> .....	<b>11</b>
3.1、上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比下跌、焦煤均价环比上涨，铜价、铝价环比上涨 .....	11
3.2、中游：水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降 .....	12
3.3、下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化 .....	13
3.4、流动性：十年期国债收益率较上月末上行 .....	14
3.5、国内政策：人民银行召开 2022 年宏观审慎管理工作电视会议 .....	14
<b>4、下周财经日历</b> .....	<b>15</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图目录

图 1: 2 月服务性行业为新增非农主要拉动项.....	5
图 2: 劳动力就业总人数与疫情前相比缺口逐步缩小.....	5
图 3: 调整后 2021 年 1 月-2022 年 2 月新增非农数据表现强劲.....	5
图 4: 失业人数远低于企业招聘人数, 供需矛盾问题突出.....	6
图 5: 2 月薪资同比小幅回落.....	6
图 6: 美国单日新增确诊和死亡病例持续回落.....	7
图 7: 欧美国国家疫情形势显著缓和.....	7
图 8: 美国 10 年期国债收益率下行.....	7
图 9: 英国、法国、德国 10 年期国债收益率下行.....	7
图 10: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差下行 (%).....	8
图 11: 美国投资级企业债利差变现分化 (%).....	8
图 12: 美联储资产规模减少.....	8
图 13: 欧、日央行资产规模上升.....	8
图 14: 全球股市涨跌分化.....	9
图 15: 大宗商品价格普遍上涨.....	9
图 16: 原油价格环比上涨.....	11
图 17: 动力煤均价环比下跌、焦煤均价环比上涨.....	11
图 18: 铜价环比上涨, 库存同比下降.....	11
图 19: 铝价环比上涨, 库存同比下降.....	11
图 20: 水泥价格指数环比下跌.....	12
图 21: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降.....	12
图 22: 钢坯库存同比下降.....	12
图 23: 商品房成交面积跌幅扩大.....	13
图 24: 土地供应面积同比下跌.....	13
图 25: 猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	13
图 26: 乘用车日均零售销量同比由负转正.....	13
图 27: DR001 较上月末下行.....	14
图 28: 十年期国债收益率较上月末上行.....	14

## 表目录

表 1: 欧美日央行官员表态.....	10
表 2: 下周全球经济数据热点.....	15

# 1、 新增非农保持韧性， 失业率下探至 3.8%

2 月美国就业市场保持韧性，新增非农 67.8 万人，失业率下探至 3.8%，主要贡献项为休闲与酒店业，专业和商业服务、健康保健业和建筑业。向前看，在疫情趋弱的背景下，就业市场将维持强复苏态势。

2 月薪资增速不及预期，或因劳动力供给提速，从而减缓了工资进一步上行的压力。但劳动参与率修复缓慢，抬升工资粘性。

对于美联储今年整体货币政策的节奏而言，我们维持加息前置，3 月加息 25bp，下半年加息节奏放缓的观点。

## 1.1、 服务业驱动新增非农强劲复苏

2 月美国新增非农 67.8 万人，大超市场预期的 40 万人，主要贡献项为休闲与酒店业，专业和商业服务、健康保健业和建筑业。另外，美国劳工部上修 2021 年 12 月和 2022 年 1 月新增非农共达 9.2 万人。向前看，在疫情趋弱，新增病例数下行的背景下，预计就业市场将维持强复苏态势。

休闲与酒店业就业人口呈现持续上行走势，2 月新增 17.9 万人，前值增 15.1 万人。拆分来看，餐饮服务增 12.4 万人（前值 10.8 万人）、住宿增 2.8 万人（前值 2.2 万人）。2 月以来，奥密克戎在全球蔓延已明显放缓，欧美国家相继放开防疫与入境管控。另外，疫苗接种率的提升和特效药加速获批上市，进一步加速全球开放的进程。

截至 2 月 27 日，全球完全接种率达到 56.2%，接种 1 剂疫苗的人数已经达到 63.4%。苹果移动数据显示，全球居民出行需求也大致回到疫情前水平。向前看，我们认为，奥密克戎对全球开放的阻碍或将在 2022 年二季度逐步消散，支撑服务性行业就业缺口加速弥合。

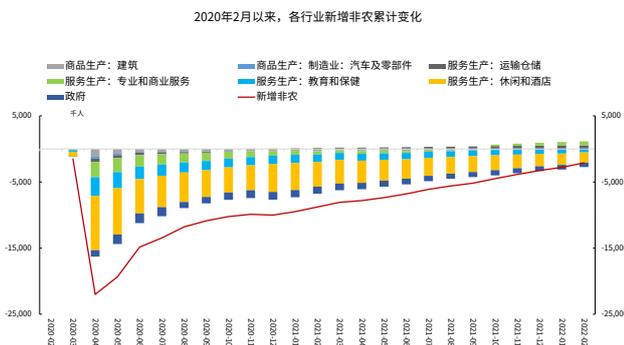
2 月专业和商业服务新增就业 9.5 万人（前值 8.6 万人），其中，暂时性服务(temporary help services)增 3.6 万人，企业管理增 1.2 万人，管理和技术咨询服务增 1 万人。专业和商业服务整体就业人数较 2020 年 2 月高出 59.6 万人，显示在疫情消退的背景下，需求旺盛但劳动力供给不足，推升暂时性服务需求。

健康保健业 2 月新增 6.4 万人，其中，健康保健服务新增 2 万人，医师诊所新增 1.5 万人，其他健康从业者新增 1.2 万人。疫情期间，健康保健类服务有较严格的管控，截至 2 月，医疗保健服务就业人数仍比 2020 年 2 月时低 30.6 万人。向前看，疫情走弱，叠加管控趋松将持续提振此行业就业修复。

建筑业新增就业 6 万人，与上月基本持平。其中，住宅和非住宅类贸易承包商（包括为建筑浇筑混凝土、铺设管道、上漆、电气工程等）新增 4.4 万人，显示疫后美国居民和商业住宅需求旺盛，提振建筑承包商需求。

运输和仓储行业新增人数较上月小幅回落，2 月新增 4.8 万人（前值 5.4 万人）。其中，仓储服务（+1.1 万人）和信件传送服务（+0.9 万人）为主要拉动项，显示疫情影响下商家的补库需求，以及居民对线上购物和送货上门服务的需求。总体来看，运输和仓储业就业人数较 2020 年 2 月时高出 58.4 万人，需求端维持强劲，叠加供应链问题持续，都将在中长期内利好运输和仓储业恢复。

图 1：2 月服务性行业为新增非农主要拉动项



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 2 月

图 2：劳动力就业总人数与疫情前相比缺口逐步缩小

	2020年2月	2022年2月	变动
劳动力就业总人数（百万人）	158.9	157.7	-1.1
登记劳动力失业人数(百万人)	5.7	6.3	0.6
失业率U-3	3.5%	3.8%	0.3%
失业率U-6*	7.0%	7.2%	0.2%
劳动力总人数(百万人)	164.6	164.0	-0.6
劳动参与率	63.4%	62.3%	-1.1%
16岁以上平民总人数(百万人)	259.6	164.0	-95.6
就业人口比例	61.2%	59.9%	-1.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 2 月

图 3：调整后 2021 年 1 月-2022 年 2 月新增非农数据表现强劲

	月度新增（千人，调整后数据）												2021年1月-2022年2月		
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	月度平均
新增非农	520	710	704	263	447	557	689	517	424	677	647	588	481	678	564
新增农业工人/自雇佣/其他	-399	-347	-131	56	-156	-495	403	-54	215	-249	443	63	718	-130	-5
新增总计	121	363	573	319	291	62	1,092	463	639	428	1,090	651	1,199	548	560

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 2 月

## 1.2、工资增速维持高位，劳动参与率修复缓慢

2 月薪资水平维持高位，但同比和环比均不及预期，或因劳动力供给提速，从而减缓工资进一步上行的压力。从每周工作时间的角度来看，2 月周度工作时长环比增 0.3%（1 月环比跌 0.6%），显示 1 月因 Omicron 而减少工时或离开工作岗位的人群，在 2 月疫情减弱的背景下，逐渐回归。

另外，服务业为此次新增非农的最大贡献项，而服务业也是平均薪酬水平较低的行业，这也能解释为何此次薪资增速不及预期。

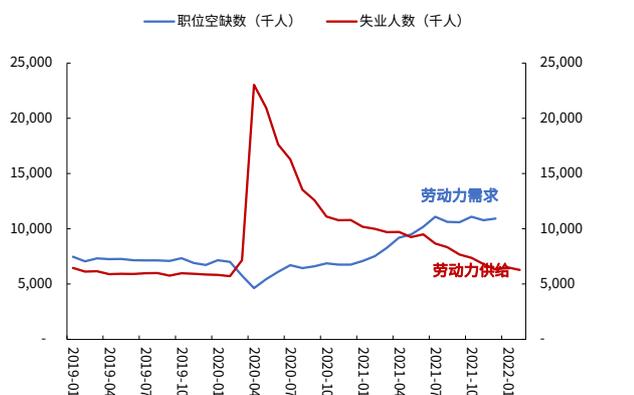
然而，整体来看，美国薪资增速仍然维持高位，劳动力供给不足是主要问题。2021 年 12 月，美国职位空缺为 1093 万人，为 2000 年以来的最高水平，而失业人数为 627 万人，显示劳动力供需之间，有 465 万人左右的缺口，支撑薪资水平，对通胀形成上行压力。

从劳动参与率的角度出发，可以看到，虽然失业率稳步下行，但劳动参与率修复疲弱（2 月劳动参与率为 62.3%，与疫情前相比仍有 1.1%的缺口）。我们认为，疫情以来，大量劳动力人口因老龄化和提前退休，转化为非劳动力人口，

是导致劳动参与率下行的结构性原因。参见我们 2021 年 12 月 20 日外发报告《疫情冲击下的货币政策：美国劳动参与率的视角》。

向前看，结构性因素仍然会限制劳动参与率的上行空间，并且因其不可逆性，劳动参与率修复将较为缓慢，抬升工资粘性。

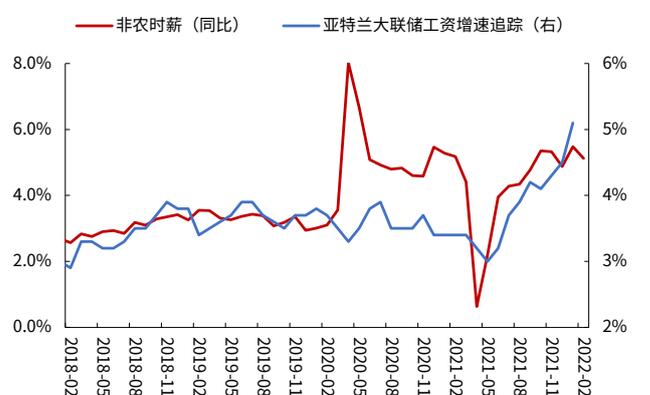
图 4：失业人数远低于企业招聘人数，供需矛盾问题突出



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 2 月

图 5：2 月薪资同比小幅回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 2 月

### 1.3、通胀压力叠加地缘冲突矛盾，美联储的相机抉择

美联储主席鲍威尔在 3 月 2 日国会听证会上明确表示，俄乌冲突可能进一步抬升通胀压力，使得高通胀比预期持续更长的时间（we are going to see upward pressure on inflation at least for a while）。另外，鲍威尔也明确表示，3 月加息 25bp 应该是合适的。鲍威尔对通胀的担忧主要来自于，俄乌冲突引发的油价飙升，或将传导至于原油相关的各个产业链，提振整体商品价格。

对于美联储今年整体货币政策的节奏而言，我们维持加息前置，3 月加息 25bp，下半年加息节奏放缓的观点。

从通胀的角度出发，我们判断，近期油价对通胀的影响有限，通胀将在一季度筑顶，2 季度开始回落，因此，美联储缺乏全年激进加息的动力。本次油价上行主要为情绪面推动，而非基本面导致，因此，在地缘冲突风险没有进一步升级的背景下，市场情绪修复的过程即油价回归至供需平衡点的过程，对通胀没有可持续地支撑，参见我们 2022 年 3 月 4 日外发报告《俄乌冲突下，油价如何演绎》。

从经济的角度出发，俄乌冲突对美国的影响高度不确定，叠加美国现阶段仍面临 0.44% 的 GDP 产出缺口，在 2022 年需求趋弱，供应链紧缩问题持续的背景下，美联储货币政策将更偏向于对经济数据做出更灵活更快速（nimble and quick）地应对。

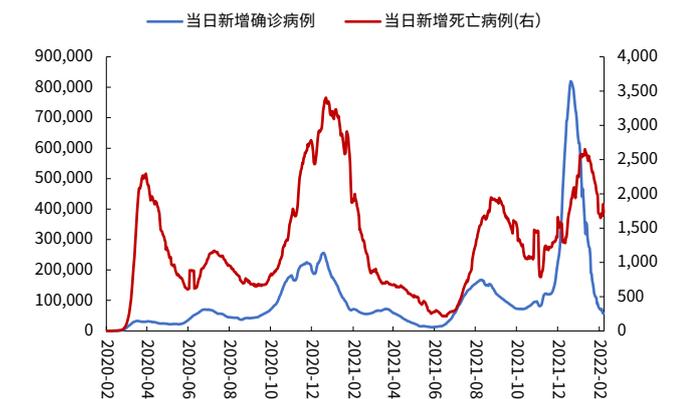
因此，基准情形下，我们认为，美联储基于对通胀和经济增长目标之间的权衡，会将加息前置，抑制需求并控制通胀，在通胀得到一定控制后，在下半年放慢加息节奏，确保政策面对经济复苏的支持。

## 2、海外观察

### 2.1、全球疫情：欧美逐步放开管控，疫情形势显著缓和

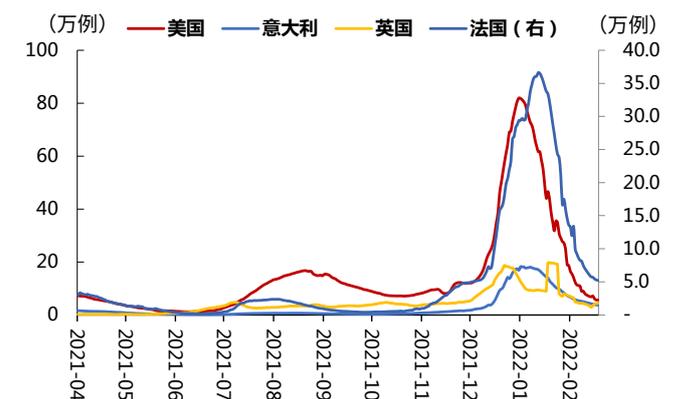
欧美逐步放开管控，疫情形势显著缓和。欧洲方面，2月以来英法德疫情管控措施逐步放松，疫情小幅反弹，截至3月4日，英国、法国、德国日均新增（七日移动平均数）确诊病例分别为4.5万、4.5万、13.0万例；美国方面，疫情形势有所缓和，日均新增确诊病例为4.8万例。

图6：美国单日新增确诊和死亡病例持续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新截止2022年3月4日）

图7：欧美国家疫情形势显著缓和



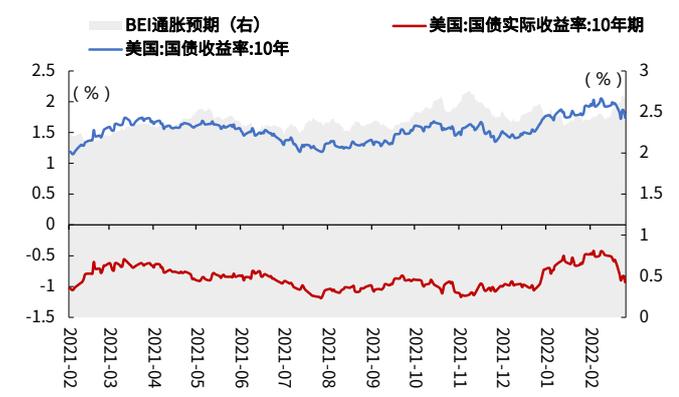
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新截止2022年3月4日）

注：图中指标为新冠肺炎单日新增病例的七日移动平均数

### 2.2、金融与流动性数据：美债收益率下行，通胀预期升高

美国10年期国债收益率下行，通胀预期升高。本周美国10年期国债收益率下行，较上周下行23bp至1.74%，英国10年期国债下行27bp至1.27%，法国10年期国债下行28bp，至0.43%，德国10年期国债下降17bp至-0.05%。美国10年期国债隐含的通胀预期较上周上升13bp，实际收益率下降36bp。

图8：美国10年期国债收益率下行



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新截止2022年3月4日）

图9：英国、法国、德国10年期国债收益率下行



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新截止2022年3月4日）

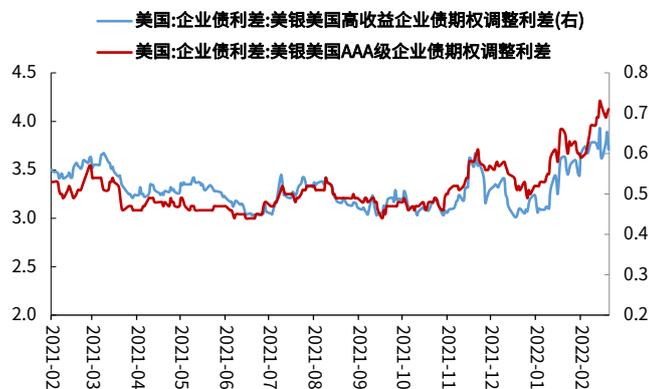
美国 10 年期和 2 年期国债利率期限利差下行。美国 10 年期和 2 年期国债期限利差较上周下行 18 个 bp 至 0.24%。美国 AAA 级企业期权调整利差下行 1 个 bp 至 0.71%，美国高收益债期权调整利差上行 9 个 bp 至 3.71%。

图 10：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差下行 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新截止：2022 年 3 月 4 日）

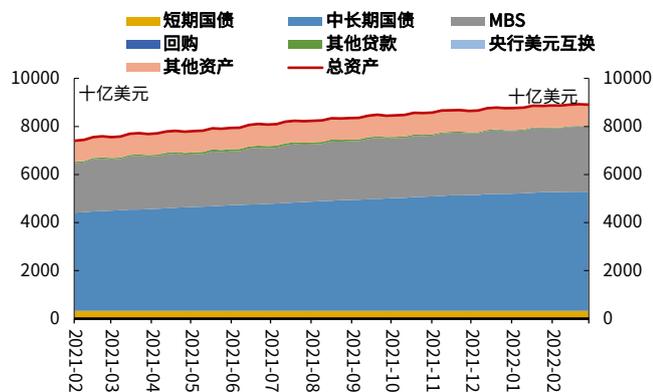
图 11：美国投资级企业债利差变现分化 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新截止：2022 年 3 月 2 日）

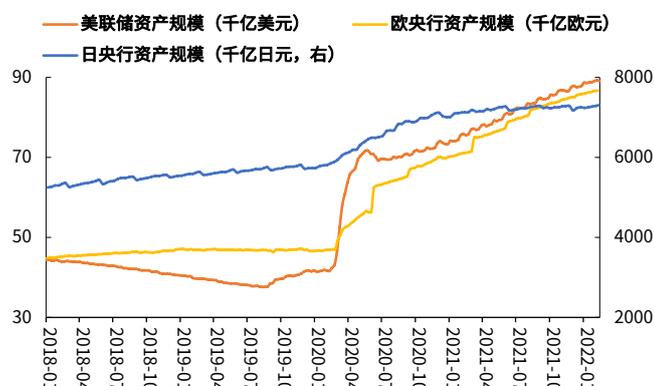
美联储资产规模减少，欧央行、日央行资产规模均增加。美联储资产规模（3 月 2 日）较 2 月 23 日减少 237 亿美元至 89044 亿美元，环比下降 0.27%；欧央行资产规模（2 月 25 日）较 2 月 18 日增加 34 亿欧元至 86712 亿欧元，环比上升 0.038%；日本央行资产规模（2 月 28 日）较 2 月 20 日上升 1.75 万亿日元至 730.6 万亿日元，环比上升 0.24%。

图 12：美联储资产规模减少



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新截止 2022 年 3 月 2 日）

图 13：欧、日央行资产规模上升



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新截止 2022 年 3 月 2 日）

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\\_39100](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39100)

