

# 海外宏观双周报

## 浅谈美国劳动力市场“三个问题”

### 核心观点

**美国非农就业的走势如何？**我们以2022年1月至8月美国非农就业总数同比增速下滑幅度的25%、50%、75%分位值来分别模拟未来一年美国就业市场不同程度的走势。并计算出三种情况下的新增非农就业人数。

测算结果显示：尽管整体非农就业增速是在下滑的，但由于存在基数效应，一直到明年2月，美国新增非农就业人数依旧会保持比较高的水平。而在明年3月之后三种情形的走势出现分化，若就业市场只是轻微放缓，则明年美国的新增就业人数依旧会维持在30万人左右的高水平；若就业市场出现中性或大幅下滑，明年美国的新增就业人数下滑较明显。

**美国失业率的拐点确定了吗？**美国8月的失业率录得3.7%，为今年以来的首次上行。可以看到，在美国劳动力总人口同比增速小幅上升的同时，就业总人数的同比增速基本持平上月。因此，8月失业率的上升实则因美国劳动力市场的供给端改善所致。

我们认为后续劳动力市场参与程度和劳动力市场错配程度的变化将影响失业率的变化。如果劳动力参与率维持上升的趋势，而劳动力市场错配程度同时有所缓解，则增加的劳动力供给可以填补较阔的就业缺口，不会带动失业率的大幅上升，同时能缓解工资上涨压力，劳动力市场得到进一步改善。而若劳动力市场的错配程度未见好转，则失业率会随着劳动参与率的上升而上升。

另一个市场担忧的点是，美国的就业人口是是否会因裁员出现大幅下滑，从而带动失业率快速上升。而根据我们先前的测算，尽管就业总人口的同比增速下滑，但预计年内新增非农就业人口依旧维持大幅的正增长，因此，我们认为今年失业率快速飙升的可能性不高。

**若失业率上升，美联储是否会调整货币政策？**参考美国堪萨斯联储发布的美国劳动力市场条件指数，从历史数据来看，美国联邦基金利率的走势与美国劳动力市场活动指标保持相关，往往在劳动力市场活动指标上升至历史平均水平后，美联储便会开启一轮加息周期。但可以看到，2021年4月美国劳动力市场活动指标已经上升至历史平均水平，但美联储直到2022年3月才开始加息操作。在“滞后加息”的情况下，美联储或需要牺牲劳动力市场景气度来缓解通胀，故本轮政策转向也会滞后于失业率上升。

此外，参考我们上面得出的结论，短期内失业率上升或因劳动力市场参与度上升所致，在这种情况下，劳动力市场并未走弱，反而促成了劳动力供给端的改善，这种情况反而有利于通胀的缓解，美联储有充分的理由继续坚持紧缩政策。总体来看，控制通胀依旧会是美联储货币政策的主要目标，或容忍失业率小幅上升。

**风险提示：**海外疫情再度爆发对经济影响程度超预期、全球大宗商品价格再迎上涨、极端气候对全球供应链造成冲击。

### 经济研究·宏观周报

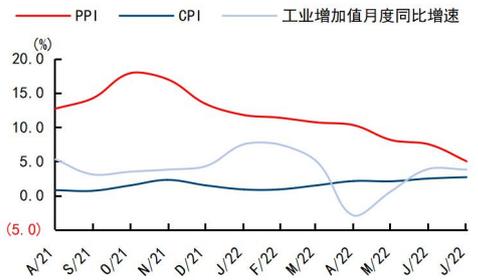
证券分析师：董德志  
 021-60933158  
 dongdz@guosen.com.cn  
 S0980513100001

证券分析师：季家辉  
 021-61761056  
 jijiahui@guosen.com.cn  
 S0980522010002

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	5.70
社零总额当月同比	2.70
出口当月同比	18.00
M2	12.00

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-8月国内经济向上修复趋势上明确但幅度仍有待确定》——2022-09-05
- 《宏观经济宏观周报-国信高频宏观扩散指数已连续5周上升》——2022-08-29
- 《宏观经济宏观周报-8月以来国内经济复苏速度有所加快》——2022-08-22
- 《海外宏观双周报-经济增速与就业数据背离，美国经济能否软着陆？》——2022-08-19
- 《宏观经济宏观周报-国信高频宏观扩散指数持续上升》——2022-08-15

## 内容目录

浅谈美国劳动力市场“三个问题” .....	4
美国非农就业的走势如何? .....	4
美国失业率的拐点确定了吗? .....	6
若失业率上升, 美联储是否会调整货币政策? .....	6
美联储官员发言与市场加息预期跟踪 .....	8
上两周主要资产走势概览 .....	9
美股 .....	9
美债 .....	9
伦敦金和美元指数 .....	10
布伦特原油和伦敦铜 .....	10
免责声明 .....	12

## 图表目录

图 1: 美国非农就业总数同比增速与美国 GDP 走势一致 (单位: %)	4
图 2: 三种情景下美国非农就业总数同比增速变化 (单位: %)	5
图 3: 三种情景下的美国非农就业人数 (单位: 千人)	5
图 4: 美国劳动力和就业人口同比增速变化 (单位: %)	6
图 5: 一般情况下美联储会在失业率上升之后降息 (单位: %)	7
图 6: 本轮美联储加息较为滞后 (单位: %)	7
图 7: 市场预期 9 月加息概率 (截至 9 月 6 日)	8
图 8: 市场预期 2022 年内加息幅度概率 (截至 9 月 6 日)	8
图 9: 标普 500 指数 (截至 2022-8-18)	9
图 10: 道琼斯工业指数 (截至 2022-8-18)	9
图 11: 纳斯达克指数 (截至 2022-8-18)	9
图 12: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2022-08-18)	10
图 13: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2022-08-18)	10
图 14: 伦敦金价 (美元/盎司) (截至 2022-08-18)	10
图 15: 美元指数 (截至 2022-08-18)	10
图 16: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2022-08-18)	11
图 17: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2022-08-18)	11
表 1: 美国新增非农就业数据	4
表 2: 近期美联储官员发言一览 (*为 2022 年票委)	8

## 浅谈美国劳动力市场“三个问题”

### 美国非农就业的走势如何？

8月的非农就业数据下滑明显，整体来看，8月新增非农就业31.5万人，为今年以来的最低增幅。分项来看，先前保持强劲的服务业就业分项均出现了大幅下滑。其中专业和商业服务、教育和保健服务、休闲和酒店服务8月新增就业人数比7月分别减少16万人、50万人和64万人。

表1：美国新增非农就业数据

单位（千人）	2022年6月	2022年7月	2022年8月
新增非农就业人数（总计）	293	526	315
私营部门（总计）	346	477	308
商品生产	43	66	45
采矿和挖掘	8	6	7
建筑业	10	24	16
制造业	25	36	22
服务生产	303	411	263
批发贸易	10	15.1	15.1
零售贸易	22.3	29.1	44
交运和仓储	15.9	24.6	4.8
公共事业服务	0.2	1	0.6
信息服务	26	16	7
金融服务	5	13	17
专业和商业服务	90	84	68
教育和保健服务	94	118	68
休闲和酒店服务	43	95	31
其他服务	-4	16	7
政府部门	-53	49	7

资料来源：美国劳工统计局、国信证券经济研究所整理

根据历史复盘，美国的非农就业总人数同比与GDP同比的走势基本保持一致。可以看到，美国非农就业总人数的同比增速自2021年4月以来保持下滑的趋势。后市来看，在通胀高企，美联储保持鹰派的背景下，预计美国经济继一、二季度出现“技术性衰退”后将进一步走弱，而美国非农就业总人数的同比增速预计也会随之下滑。

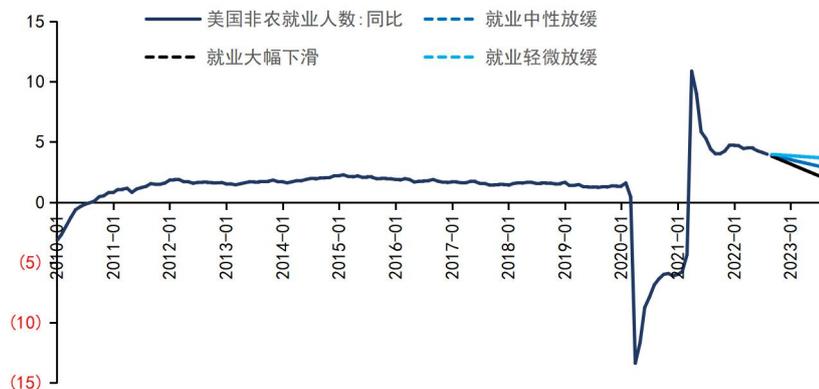
图1：美国非农就业总数同比增速与美国GDP走势一致（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

结合上述结论，我们对后续的新增非农就业人数进行了简单的预测。我们以 2022 年 1 月至 8 月美国非农就业总数同比增速下滑幅度的 25%、50%、75%分位值来分别模拟未来一年美国就业市场不同程度的走势。并计算出三种情况下的新增非农就业人数。

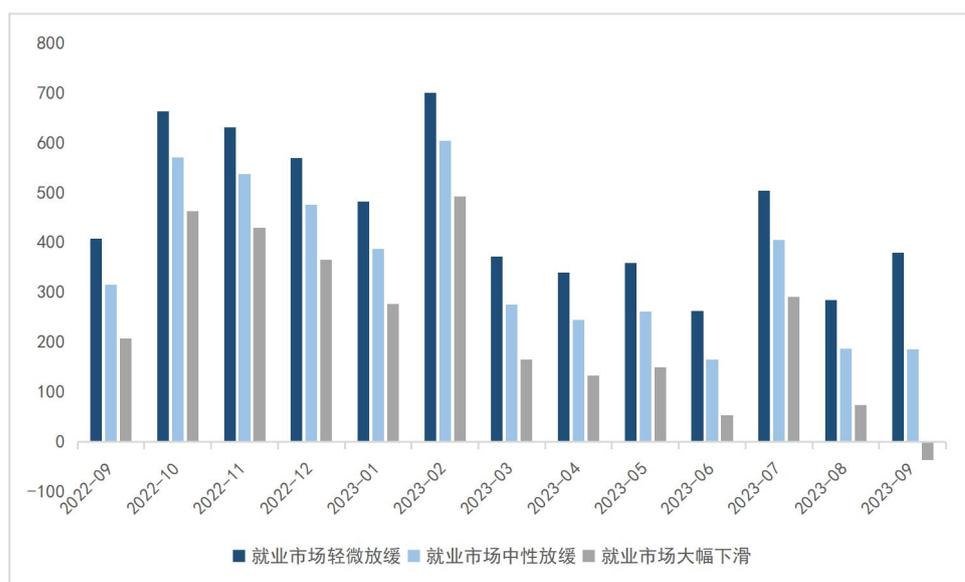
图2：三种情景下美国非农就业总数同比增速变化（单位：%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

根据测算的结果来看，尽管整体非农就业增速是在下滑的，但由于存在基数效应，三种情景均显示，一直到明年 2 月，美国新增非农就业人数依旧会保持比较高的水平。而在明年 3 月之后三种情形的走势出现分化，若就业市场只是轻微放缓，则明年美国的新增就业人数依旧会维持在 30 万人左右的高水平；若就业市场出现中性或大幅下滑，明年美国的新增就业人数下滑较明显，尤其若就业市场出现大幅下滑，美国新增非农就业人数将于明年 9 月出现负增长。

图3：三种情景下的美国非农就业人数（单位：千人）



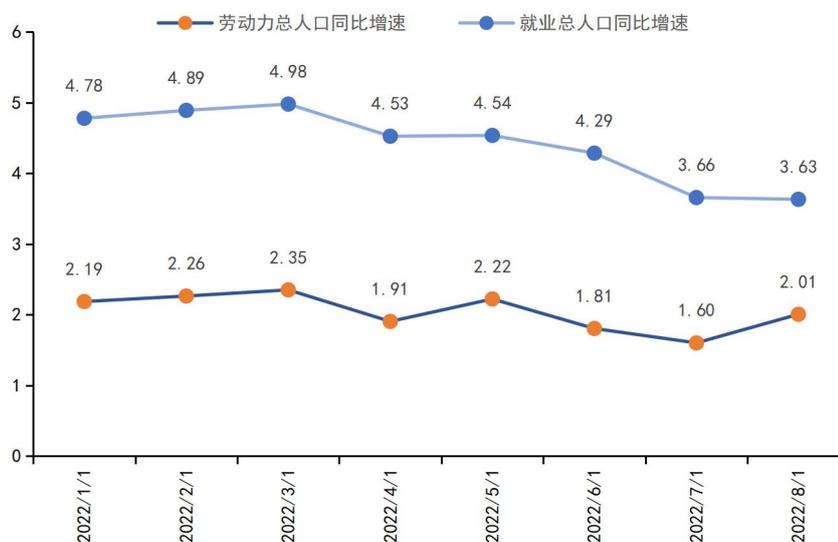
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

总体来看，年内美国的非农就业将依旧维持在比较强劲的水平，但边际上持续下滑（非农就业总数同比持续下降）。按照测算结果，预计明年美国劳动力市场可能会迎来比较大的调整。

### 美国失业率的拐点确定了吗？

美国8月的失业率录得3.7%，为今年以来的首次上行，失业率的上行是否意味着劳动力市场开始走弱？实则不然。可以看到，在美国劳动力总人口同比增速小幅上升的同时，就业总人数的同比增速基本持平上月，尚未大幅下滑。因此，8月失业率的上升实则因美国劳动力市场的供给端改善所致。

图4：美国劳动力和就业人口同比增速变化（单位：%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

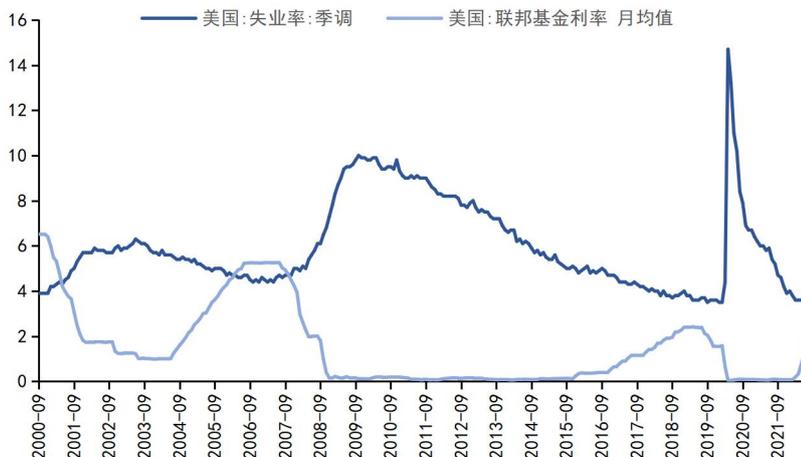
而接下来美国失业率会如何变化？我们认为主要看后续劳动力市场参与程度和劳动力市场错配程度的变化。如果劳动力参与率维持上升的趋势，而劳动力市场错配程度同时有所缓解，则增加的劳动力供给可以填补较阔的就业缺口，不会带动失业率的大幅上升，同时能缓解工资上涨压力，劳动力市场得到进一步改善。而若劳动力市场的错配程度未见好转，则失业率会随着劳动参与率的上升而上升。

另一个市场担忧的点是，美国的就业人口是是否会因裁员出现大幅下滑，从而带动失业率快速上升。而根据我们先前的测算，尽管就业总人口的同比增速下滑，但预计年内新增非农就业人口依旧维持大幅的正增长，因此，我们认为今年失业率快速飙升的可能性不高。

### 若失业率上升，美联储是否会调整货币政策？

“物价稳定”和“最大化就业”一直是美联储货币政策的重心。今年以来，美联储官员对政策调整的口径也基本保持一致：将参考通胀和就业数据来调整货币政策。如我们之前的报告《经济与就业数据背离，美国经济能否软着陆？》中提到，本轮美国通胀趋势性回落的拐点大概率滞后于失业率上升的拐点，会存在通胀尚未缓解，而失业率开始上升的局面，面对如此双重困境，美联储将如何调整其货币政策？

图5：一般情况下美联储会在失业率上升之后降息（单位：%）

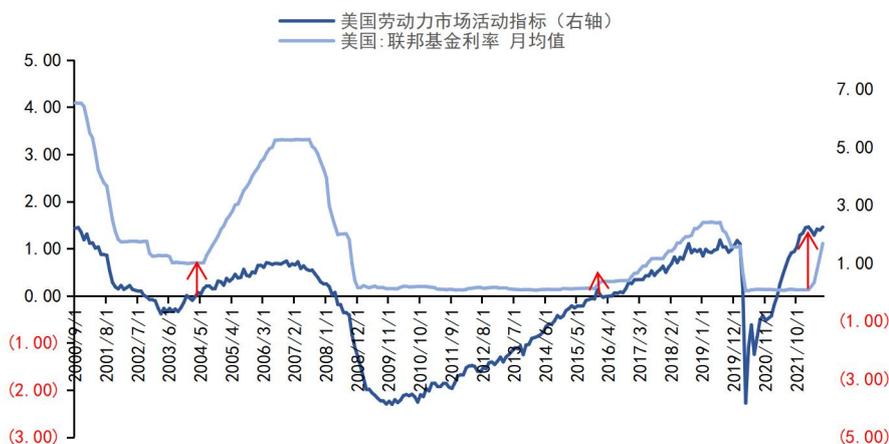


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

我们认为，在“滞后”加息的背景下，美联储不会过早的放松货币政策。参考美国堪萨斯联储发布的美国劳动力市场条件指数，从历史数据来看，美国联邦基金利率的走势与美国劳动力市场活动指标保持相关，往往在劳动力市场活动指标上升至历史平均水平后，美联储便会开启一轮加息周期。但可以看到，2021年4月美国劳动力市场活动指标已经上升至历史平均水平，但美联储直到2022年3月才开始加息操作。为此，我们认为除了供给端的因素以外，美联储滞后加息也是促成目前通胀居高不下的原因之一。在“滞后加息”的情况下，美联储或需要牺牲劳动力市场景气度来缓解通胀，故本轮政策转向也会滞后于失业率上升。

（注：堪萨斯联储劳动力市场状况指标（LMCI）是基于24个劳动力市场变量构建的两个反映劳动力市场状况的月度指标，一个指标衡量劳动力市场的活动水平，另一个指标衡量劳动力市场的势头。正值表示劳动力市场状况高于其长期平均水平，而负值表示劳动力市场状况低于其长期平均水平）

图6：本轮美联储加息较为滞后（单位%）



资料来源：堪萨斯联储、国信证券经济研究所整理

同时，鲍威尔在杰克逊霍尔年会上的鹰派讲话“恢复物价稳定可能需要在一段时间内保持限制性的政策立场，历史记录对过早放松政策提出了强烈警告。”表现美联储已经意识到了“过早放松货币政策”的危害。此外，参考我们上面得出的结论，短期内失业率上升或因劳动力市场参与度上升所致，在这种情况下，劳动力市场并未走弱，反而促成了劳动力供给端的改善，反而有利于通胀的缓解，美联储有充分的理由坚持紧缩政策。总体来看，控制通胀依旧会是美联储货币政策的主要目标，或将容忍失业率小幅上升。

## 美联储官员发言与市场加息预期跟踪

近期美联储官员发言均显鹰派。所有官员都表示将通胀恢复到 2% 的目标值是美联储当下的核心问题，需要将利率维持高位一段时间，避免过早结束加息使得通胀变的根深蒂固。同时，部分官员也表示，在对抗通胀的同时，经济下滑很难避免，需要意识到经济衰退的风险。

表 2: 近期美联储官员发言一览 (\*为 2022 年票委)

James Bullard	圣路易斯联储行长*	8 月 26 日	美联储应该保持加息的速度，将利率提升至 3.75-4% 的幅度越早越好。
Jerome H. Powell	美联储主席*	8 月 26 日	将通胀率恢复到 2% 的目标是美联储的首要任务，不可过早让货币政策放宽。9 月加息决策将取决于数据，认为美联储在一段时期内保持对经济增长有限制性的高利率水平是有必要的。
Tom Barkin	里士满联储行长	8 月 30 日	美联储将尽一切努力将通胀恢复到 2% 的目标，但此过程很可能会带来经济衰退的风险。
John C. Williams	纽约联储行长*	8 月 30 日	预计利率将继续走高并保持在当前水平，直到通胀受到抑制。降低通胀需要实际利率转正。
Loretta J. Mester	克利夫兰联储行长*	8 月 31 日	预计基准利率将提高至 4% 以上，实际利率将提升为正，今年不会政策转向。

资料来源：FED、国信证券经济研究所整理

8 月底联储官员的一系列鹰派讲话强化了市场 9 月会议的加息预期。截至 9 月 6 日，市场预期 9 月加息 75bp 概率为 68%，加息 50bp 概率为 32%。同时，市场对今年加息的幅度逐渐确定，年底利率最有可能加息至 3.75%-4% 的区间。预计接下来 3 次会议分别加息 75bp、50bp、25bp。

图 7: 市场预期 9 月加息概率 (截至 9 月 6 日)



图 8: 市场预期 2022 年内加息幅度概率 (截至 9 月 6 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\\_45808](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45808)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn