

总量研究

就业供需依然紧张，美联储难“转向”

——2022 年 9 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-10-08）

要点

事件：美国劳工统计局发布 9 月非农就业数据，美国 9 月非农就业人口增 26.3 万人，预期增 25 万人，前值增 31.5 万人；9 月失业率报 3.5%，预期 3.7%，前值 3.7%；平均时薪同比增长 5.0%，预期增长 5.0%，前值 5.2%。

超预期的非农数据公布后，美国市场迎来“股债双杀”，主要股指创三周内最大日跌幅，美债收益率提升，美元指数上涨。

核心观点：

9 月非农数据显示，美国就业市场依然在以温和但稳健的速度增长。需求端，医疗保健、餐饮服务、就业服务是新增就业的主要支撑；供给端，随 9 月进入开学季，青年群体退出劳动力市场，劳动参与率再度回落，始终难以补足疫后因 55 岁+居民退休意愿上升，造成的供给缺口。

需求持续复苏但供给受限，供需结构维持紧张，导致劳动力供需缺口在 9 月再次扩大，失业率下滑至疫后低点，时薪同比增速维持高位。基于当前超预期的就业数据，短期难以看到支撑美联储“转向”的证据，预计 11 月美联储大概率维持 75bp 加息路径，继续完成其抗击通胀的目标。

新增非农高于预期，主要来自于医疗保健、餐饮服务、就业服务等服务业。

一是，教育和保健服务业新增 9.0 万人，其中医疗保健服务新增 6.0 万人。临近秋冬，美国疫情反复风险上升，医疗需求旺盛，相关就业人员持续上升。二是，休闲和酒店行业新增 8.3 万，其中餐饮服务新增 6 万人。8 月美国食品饮料服务的销售额同比增 7.2%，显著高于 2019 年月均水平，显示居民线下消费和服务需求仍然较强。三是，专业和商业服务新增 4.6 万人，其中就业服务新增 2.1 万人，指向雇员回到办公室，居民返回城市，相关专业服务需求提升。

劳动力参与率再次回落，供需关系维持紧张，失业率降至低位。

劳动参与率在 8 月回升、但在 9 月再次回落，主要是受到了 16 岁至 19 岁青年群体在 8 月临时寻找工作、9 月开学季退出市场的影响。目前，劳动力参与率始终与疫情前存在 1%左右的缺口。我们认为，缺口主要来自于 55 岁+群体的拖累，一是，近年美国老龄化率快速提升，二是疫情和疫后多轮财政补贴，催化了 55 岁+居民退休意愿。因此，该部分缺口短期难以补上。

供给有限而需求温和复苏，导致失业率在 8 月的基础上再次回落，重回 2020 年 1 月以来的低点 3.50%，时薪增速同比增速虽然小幅回落，但依然维持高位。

超预期的就业数据下，11 月加息 75bp 依然是大概率事件。

10 月以来多位美联储官员集体放“鹰”，重申美联储当前目标是控制通胀，当前的数据并不足以支撑政策“转向”。考虑到美国全年通胀中枢约为 8%左右，依然远高于美联储 2%的通胀中枢目标，预计年底两次会议，美联储将依然维持大步加息的节奏。根据 CME fed watch 工具，9 月非农数据公布后，市场预期 11 月和 12 月美联储加息 75bp 和 50bp 的概率分别为 81.1%和 63%，预计年末利率将达到 4.25%至 4.5%。

风险提示：全球大宗商品价格出现波动，全球疫情反复情况超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebscn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogegge@ebscn.com

相关研报

美国 8 月非农降温，加息节奏是否会放缓？

——2022 年 8 月美国非农数据点评兼光大宏观周报（2022-09-04）

鲍威尔的坚定不移——2022 年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会点评（2020-08-27）

美国通胀超预期回落，美联储是否因此转鸽？——2022 年 7 月美国 CPI 数据点评（2022-08-11）

美国非农大超预期，货币紧缩势在必行——2022 年 7 月美国非农数据点评兼光大宏观周报（2022-08-06）

美联储如期加息，9 月或持续紧缩步伐——2022 年 7 月美联储议息会议点评（2022-07-28）

美国 6 月通胀全面升温，加息预期迅速走高——2022 年 6 月美国 CPI 数据点评（2022-07-14）

强势的非农，疲软的劳动参与率——2022 年 6 月美国新增非农数据点评（2022-07-09）

美联储明确紧缩态度，剑指通胀——2022 年 6 月美联储议息会议纪要点评（2022-07-07）

如何看待美国滞胀和美股走势？——美联储观察系列九（2022-07-05）

目 录

一、就业供需依然紧张，美联储难“转向”	4
1.1 9月非农超预期，服务业仍是主要支撑	5
1.2 就业供给端恢复空间有限，供需结构依然紧张	6
1.3 薪资增速继续小步回落，但维持高位	7
1.4 11月加息75bp依然是大概率事件	8
二、全球观察	9
2.1 海外疫情：欧洲疫情确诊数有所抬升	9
2.2 金融与流动性数据：美债与欧洲10年期国债收益率上行	10
2.3 全球市场：大宗商品价格分化，全球股市普遍上涨	11
2.4 央行观察：美联储释放继续加息的信号	11
2.5 海外新闻：美国发布对华芯片出口新限制	12
三、国内新闻	13
3.1 国庆假期内重点政策和新闻	13
3.2 上游：原油价格环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比上涨	13
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大	14
四、财经日历	15
五、风险提示	15

图目录

图 1：9 月新增非农就业超市场预期	4
图 2：教育和保健服务、休闲和酒店、专业和商业服务新增就业是 9 月非农数据的主要贡献项	5
图 3：7 月至 8 月，服务业（尤其是教育保健）职位空缺数持续回落	5
图 4：9 月全美每日新增新冠死亡人数稳定在 300 人至 500 人	6
图 5：9 月，就业供需缺口较 8 月再度小幅回升	6
图 6：7 月至 9 月，16 岁至 19 岁青年群体就业参与率出现波动	7
图 7：求职意愿上升推升劳动力参与率，但始终与疫情之前（2020 年 2 月）有 1%左右的缺口	7
图 8：非农时薪同比增速 5%，维持高位	7
图 9：CME fed watch 对于美联储加息预期	9
图 10：预计全年美国 CPI 中枢约为 8%	9
图 11：全球疫情基本稳定（7 天移动平均）	9
图 12：欧洲疫情确诊数抬升，美、亚洲病例数下降（7 天移动平均）	9
图 13：美国 10 年期国债收益率及通胀预期均有所上行	10
图 14：英法德国债收益率上行，日本国债收益率下降	10
图 15：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差略有扩大	10
图 16：美国投资级企业债利差减小	10
图 17：美联储资产规模下降	11
图 18：日央行资产规模有所下降，欧洲央行资产规模增加	11
图 19：大宗商品价格分化，原油价格明显上涨	11
图 20：除俄罗斯外，全球股市普遍上涨	11
图 21：国庆期间全国单日新增逐步增加	13
图 22：内蒙古、广东、四川三个省份，疫情出现散发	13
图 23：布伦特原油价格环比上涨	14
图 24：WTI 原油价格环比上涨	14
图 25：铜价环比下跌，库存同比下降	14
图 26：铝价环比上涨，库存同比下降	14
图 27：商品房成交面积跌幅扩大	15
图 28：土地供应面积同比增速由负转正	15

表目录

表 1：9 月下旬至 10 月上旬，多位美联储官员继续发表鹰派讲话	8
表 2：下周重点事件及数据	15

一、就业供需依然紧张，美联储难“转向”

事件：

美国劳工统计局发布 9 月非农就业数据，美国 9 月非农就业人口增 26.3 万人，预期增 25 万人，前值增 31.5 万人；9 月失业率报 3.5%，预期 3.7%，前值 3.7%；平均时薪同比增长 5.0%，预期增长 5.0%，前值 5.2%。

市场反应：

超预期的非农数据公布后，美国市场迎来“股债双杀”，主要股指创三周内最大日跌幅，道指、标普 500 指数、纳指分别下跌 2.11%、2.8%、3.8%；美债收益率提升，10 年期美债涨 6 个基点至 3.88%，2 年期美债收益率上涨 7 个基点至 4.31%。美元指数上涨 0.48%，收于 112.8。

核心观点：

9 月非农数据显示，美国就业市场依然在以温和但稳健的速度增长。需求端，医疗保健、餐饮服务、就业服务是新增就业的主要支撑；供给端，随 9 月进入开学季，青年群体退出劳动力市场，劳动参与率再度回落，始终难以补足疫后因 55 岁+居民退休意愿上升，造成的供给缺口。

需求持续复苏但供给受限，供需结构维持紧张，导致劳动力供需缺口在 9 月再次扩大，失业率下滑至疫后低点，时薪同比增速维持高位。基于当前超预期的就业数据，短期难以看到支撑美联储“转向”的证据，预计 11 月美联储大概率维持 75bp 加息路径，继续完成其抗击通胀的目标。

图 1：9 月新增非农就业超市场预期

(单位：千人)	2022/03	2022/04	2022/05	2022/06	2022/07	2022/08	2022/09	前三个月滚动平均
新增非农总计	398	368	386	293	537	315	263	382
私人部门	385	368	331	346	448	275	288	356
商品生产	85	64	61	43	63	35	44	47
采矿业	5	8	7	8	5	-3	3	3
建筑业	22	-5	35	10	21	11	19	14
制造业	58	61	19	25	37	27	22	30
耐用品	41	32	8	10	30	25	16	22
汽车及零部件	18	7	-7	2	8	4	8	5
非耐用品	17	29	11	15	7	2	6	8
服务生产	300	304	270	303	385	240	244	309
批发业	26	28	13	10	16	16	11	14
零售业	-23	0	-44	22	16	43	-1	27
运输和仓储业	4	49	38	16	18	5	-8	13
公用事业	-1	1	1	0	1	1	0	1
信息业	18	21	26	26	16	5	13	16
金融活动	11	31	10	5	7	7	-8	6
专业和商业服务	94	40	69	90	84	54	46	76
临时服务	8	-11	5	7	13	13	27	11
教育和保健	51	62	78	94	122	75	90	97
医疗、社会救助	38	51	57	82	89	60	75	77
休闲和酒店业	104	59	69	43	89	31	83	54
其他服务	15	13	10	-4	17	3	17	5

资料来源：WIND，光大证券研究所；注：“前三个月滚动平均”指 2022 年 6-8 月平均值

备注：单月格的颜色是指，横向对比来看，红色数值代表偏热，绿色数值表示偏冷

1.1 9月非农市场预期，服务业仍是主要支撑

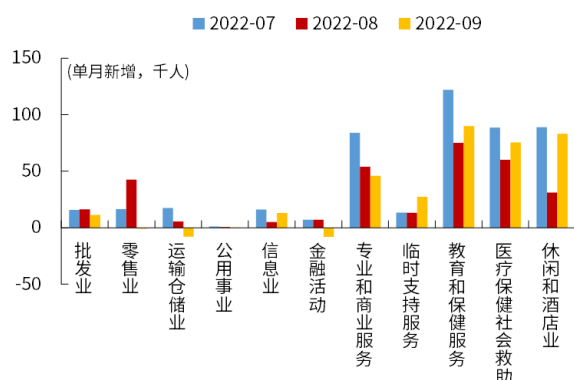
9月非农就业人口增26.3万人，预期增25万人，低于8月的31.5万人。从绝对值来看，9月单月新增非农已经降至2021年4月以来的最小月度增幅，但依然在以温和但稳健的速度增长。分行业来看，服务业是主要支撑，主要贡献项为教育和保健服务、休闲和酒店、专业和商业服务。

教育和保健服务业新增9.0万人（前值7.5万，前值为8月，下同），其中医疗保健服务新增6.0万人（前值4.8万）。9月19日，拜登总统宣布美国新冠疫情已经结束，但9月全美每日仍有300至500人因新冠疫情死亡，医疗需求旺盛，相关就业人员持续上升。就业不断恢复，也使得教育和保健行业的职位空缺数在近期出现大幅回落，劳动力供需紧张有所缓解。

休闲和酒店行业新增8.3万（前值3.1万），其中餐饮服务新增6万人（前值2.6万），娱乐和赌博服务业新增1.3万人（前值0.7万）。8月美国食品饮料服务的销售额同比增7.2%，仍显著高于2019年月均水平（3.3%），显示居民线下消费和服务需求仍然较强。然而向前看，在高通胀压力下，居民收入增速不及消费支出增速，零售消费大概率向下。预计度过圣诞消费旺季后，年后休闲和酒店行业新增就业数量会快速回落。

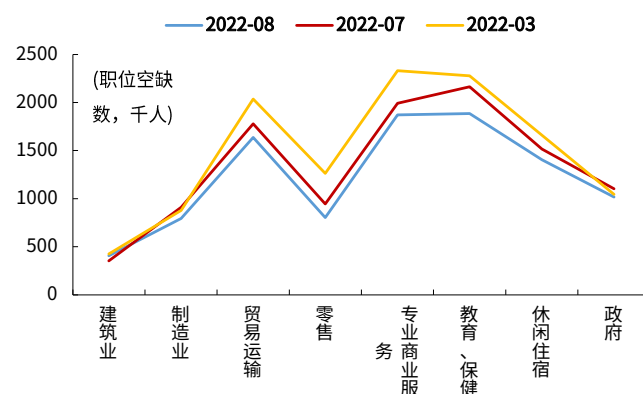
专业和商业服务新增4.6万人（前值5.4万），其中就业服务新增2.1万人（前值1.6万人）、调查和安全服务新增0.9万（前值0.5万）、建筑物和住宅服务新增0.8万（前值0.7万）。专业和商业服务业就业持续恢复，显示在疫情消退的背景下，雇员回到办公室，居民返回城市，提升各类专业服务需求。

图2：教育和保健服务、休闲和酒店、专业和商业服务新增就业是9月非农数据的主要贡献项



资料来源：WIND，光大证券研究所

图3：7月至8月，服务业（尤其是教育保健）职位空缺数持续回落



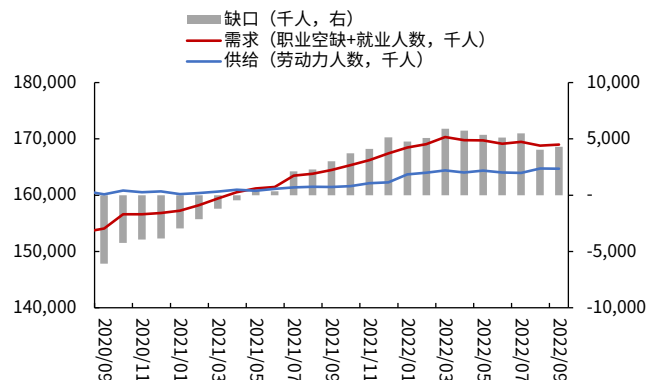
资料来源：WIND，光大证券研究所，数据更新至2022年8月

图 4：9 月全美每日新增新冠死亡人数稳定在 300 人至 500 人



资料来源：WIND，光大证券研究所；注：数据截至 2022 年 10 月 7 日

图 5：9 月，就业供需缺口较 8 月再度小幅回升



资料来源：WIND，光大证券研究所，9 月职位空缺数未公布，假设其与 8 月相同

1.2 就业供给端恢复空间有限，供需结构依然紧张

劳动参与率在 8 月回升、但在 9 月再次回落，主要是受到了 16 岁至 19 岁青年群体在暑期临时进入劳动力市场的影响。8 月，劳动参与率自 7 月的 62.1% 上行至 62.4%，16 岁至 19 岁群体就业参与率自 7 月的 35.8% 上升至 37.7%，其余年龄群体则波动不大。9 月，劳动参与率再次回落至 62.3%，除 16 岁至 19 岁群体劳动参与率从 37.7% 下滑至 36.7%，其余年龄群体则波动不大。这表明，8 月劳动力供给增加，主要是因为青年群体在暑期临时性的寻找工作。进入 9 月开学季，这一群体则退出了劳动力市场。受此影响，9 月劳动力人口比 8 月减少了 5.7 万，就业人口增加 20.4 万，失业人口减少 26.1 万。

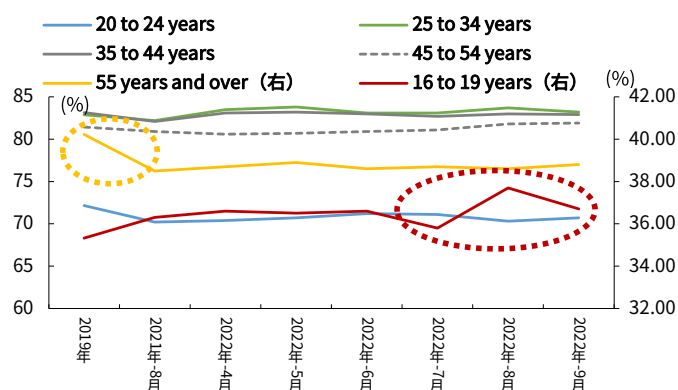
劳动力参与率始终与疫情前（2020 年 2 月）存在 1% 左右的缺口。劳动参与率（LFPR）由劳动力人口除以 16 岁以上非机构平民人口¹得出，考察的是在劳动适龄总人口内，劳动力和非劳动力的比例。今年 3 月和 8 月，LFPR 两度上行至 62.4% 的年内高点，但难以进一步上行，始终与疫情前 63% 左右的水平，存在 1% 的缺口。

我们认为，这部分缺口主要来自于 55 岁+群体的拖累，短期难以补充。纵观各年龄段群体的劳动参与率，其余年龄群体基本与疫情之前持平，但 55 岁+人群劳动参与率始终低于 2019 年水平。一是，近年美国老龄化率在快速提升，二是疫情对于长者身体健康影响幅度更大，叠加美国政府疫后发放了多轮财政补贴，催化了 55 岁+居民退休意愿。

供给有限而需求温和复苏，供需缺口再次扩大，失业率降至疫后低位。在供给有限、需求温和复苏的背景下，9 月就业市场的供需缺口自 8 月的 4,039 万人回升至 4,300 万人。市场供需结构维持紧张，导致失业率在 8 月的基础上再次回落，重回 2020 年 1 月以来的低点 3.50%，低于预期值和前值 0.2 个百分点。

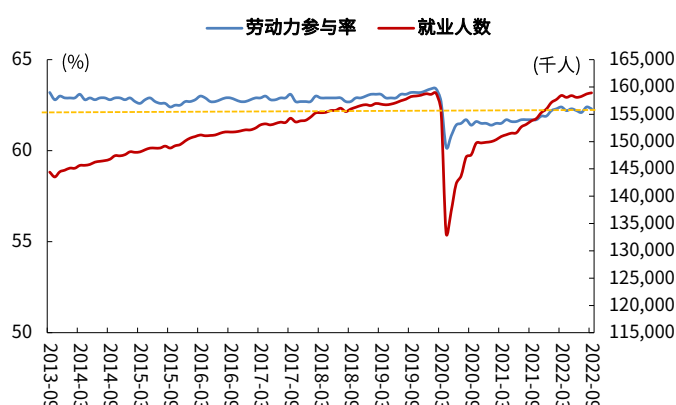
¹ “16 岁以上非机构平民”指 16 岁以上、不属于监狱、精神病院、老人院，并且不在美国武装部队服役人口，劳动力人口则由失业人口和就业人口组成。

图 6：7 月至 9 月，16 岁至 19 岁青年群体就业参与率出现波动



资料来源：美国劳工部，光大证券研究所

图 7：求职意愿上升推升劳动力参与率，但始终与疫情之前（2020 年 2 月）有 1% 左右的缺口



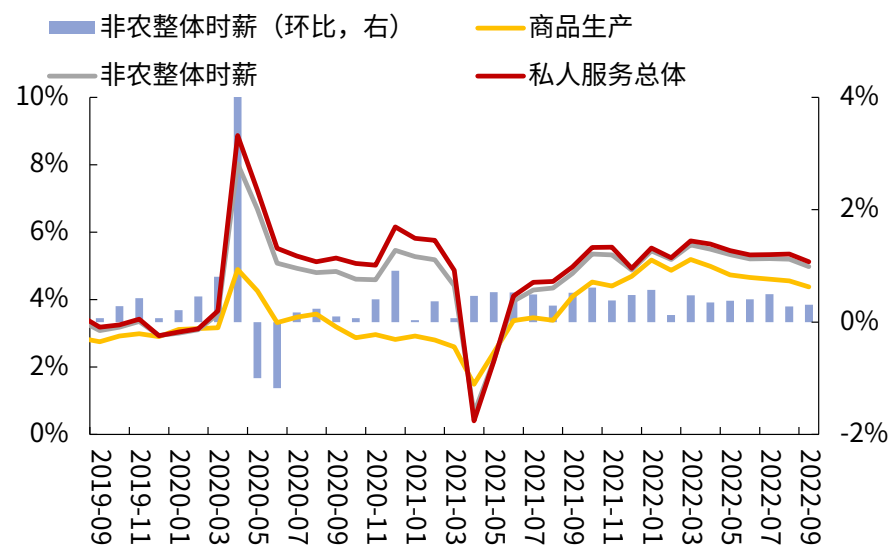
资料来源：WIND，光大证券研究所，数据更新至 2022 年 9 月。黄色虚线对应劳动参与率在今年以来的平均水平

1.3 薪资增速继续小步回落，但维持高位

美国 9 月平均每小时工资同比增 5%，预期增 5.1%，8 月增 5.2%；9 月平均每小时工资环比增 0.3%，预期增 0.3%，8 月增 0.3%。整体来看，美国时薪同比增速自今年 4 月以来，持续缓步下行，但依然处于历史高位。

劳动力市场的供需结构修复缓慢，这使得非农时薪同比增速仍在高位，制约了通胀同比增速下滑的速度。二季度以来，美国多地出现罢工活动，码头工人、钢铁工人、教师、记者等群体纷纷要求重新谈判工资。9 月 19 日，白宫为阻止铁路大罢工，与两工会 SMART 和 BLET 达成临时协议，其中包括五年内 24% 的加薪幅度。在目前劳动力供给相对紧张的背景下，假如通胀势头不得到遏制，可能会进一步激化罢工活动、刺激工人谈判工资，加速“工资-通胀”螺旋上升。

图 8：非农时薪同比增速 5%，维持高位



资料来源：WIND，光大证券研究所

1.4 11月加息 75bp 依然是大概率事件

美联储持续释放鹰派信号，显示出将不惜短期经济代价、抗击通胀的坚定信心。在 8 月杰克逊霍尔央行会议上，鲍威尔表示，即使“降低通胀可能需要一段持续的低于趋势水平的增长，并削弱劳动力市场，也会给家庭和企业带来一些痛苦”，但高通胀“将意味着更大的痛苦”。美联储将下定决心，采取行动，直到确信任务已经完成——“*We will keep at it until we are confident the job is done*”。

（详情请参考我们 8 月 27 日的外发报告《鲍威尔的坚定不移——2022 年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会点评》）

而 9 月 FOMC 点阵图显示，2022 年末联邦基金利率中值达 4.4%，相对 6 月的 3.4% 出现显著抬升，意味着年内还有 125bp 的加息幅度（详情请参考我们在 9 月 22 日外发报告《美联储短期将维持大步加息——2022 年 9 月 FOMC 会议点评》）。

9 月下旬至 10 月上旬，多位美联储官员继续发表鹰派讲话，重申美联储首要目标依然是抗击通胀，并表示目前的经济数据还不足以支撑美联储“转向”。

表 1：9 月下旬至 10 月上旬，多位美联储官员继续发表鹰派讲话

时间	官员	内容
9 月 22 日	FOMC 票委，圣路易斯联储主席布拉德 (James Bullard)	“我们在今年大幅提高了政策利率，而且还会进一步加息。”
9 月 27 日	明尼阿波利斯联储主席卡什卡利	美联储应该继续收紧货币政策，直到看到核心通胀率下降的有力证据，然后“保持耐心”，同时他也承认美联储可能面临路径过于激进的风险。
10 月 6 日	克利夫兰联储主席梅斯特	美联储将继续提高利率，以抑制不可接受的高通胀。
10 月 6 日	美联储理事库克	美国的通胀仍然“顽固且高得令人无法接受”，需要继续加息以确保其开始下降。最近职位空缺减少、租金涨幅放缓和其他一些数据显示价格压力缓解并不足以断定美联储的抗通胀努力已经接近尾声。
10 月 6 日	美联储理事沃勒	“货币政策的重点必须是抗击通胀，我们有工具来应对任何金融稳定的担忧，不应为此而寻求货币政策（的转向）。”
10 月 6 日	芝加哥联储主席埃文斯	“我们预计到明年某个时候利率将达到 4.5% 至 4.75%。考虑到我们加息的速度，这个时间点很可能是春天。”
10 月 6 日	明尼阿波利斯联储主席卡什卡利	美联储还没有完成降低通胀的任务，离加息周期结束还有“相当长的一段路”
10 月 7 日	纽约联储总裁威廉姆斯	随着时间的推移，联邦基金利率需要升至 4.5% 左右，但加息的步伐和最终高峰将取决于美国的经济表现

资料来源：智通财经，澎湃新闻，华尔街见闻，光大证券研究所

现阶段对于美联储而言，首要目标是控制通胀。考虑到全年美国 CPI 中枢依然维持高位，大幅高于美联储 2% 的预期增速目标，预计美联储短期大步加息路径难以改变。根据 CME fed watch 工具，在 9 月非农数据公布后，市场预期 11 月和 12 月美联储加息 75bp 和 50bp 的概率分别为 81.1% 和 62%。预计年末利

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_47005

