

宏观周观点

2022 年 11 月 7 日

非农就业偏强，加息是否边际放缓还需观察

宏观周观点 20221107

核心内容：

- **美联储加息可能边际放缓，利率终值还要提高：**11 月 2 日，美联储 FOMC 会议在 9 月核心 CPI 超预期后继续加息 75bps，联邦目标基金利率达到 3.75%-4.00%。会议对于加息路径最直接的两个表述就是鲍威尔第二次重申“未来放缓加息节奏是合适的”以及“近期数据显示利率终值可能比此前预测的更高”。放缓加息节奏基本意味着在名义通胀边际下行，核心通胀不再上升的情况下，12 月将加息 50bps。而利率终值可能比 9 月会议经济预测中的 4.6% 更高意味着 2022 年 2 月可能进一步加息 50bps。我们三种假设中的基准假设是通胀粘性保持但不再超预期，美联储将在 12 月放缓加息至 50bps，达到 4.25%-4.75%，2023 年 2 月加息 50bps，达到 4.75% 到 5.00%；但要警惕严厉情况（5.25%-5.50%）。美联储在 12 月加息前还有两份通胀数据可以观测，最终利率的路径还是取决于通胀的变化。
- **非农就业超预期，工资-价格螺旋暂难缓和：**10 月新增非农就业 26.1 万人，明显高于 20 万人的市场预期；失业率回升至 3.7%，远低于 4.43% 的长期自然失业率。私人非农时薪同比增速 4.72%，环比增速 0.37%，由于基数抬升略有放缓，但环比上行压力仍存；劳动参与率回落 0.1 至 62.2%。同时 9 月份非农数据进行了修改，从 26.3 万人上调至 31.5 万人，本就偏强的私人部门非农就业实际增加 3.1 万人至 31.9 万人。从近几个月的劳动数据来看，劳动市场的供给侧问题并没有显著改善，职位空缺率的高位和 55 岁以上人群劳动参与率的低位都意味着工资还有上行空间。劳动市场的供给侧问题不是加息能解决的，美联储只能通过打击总需求而迫使企业减少雇员，从需求端使劳动力的供需平衡。其 9 月 SEP 中给出的 2023 年 4.4% 的失业率预期在这种情况下显得不切实际，而 5% 甚至以上的失业率更有可能，因此短期不能期待就业数据的下滑改变美联储的紧缩路径。
- **市场利率下行，美元高位回落：**本周短期流动性宽裕，公开市场投放 1180 亿，回笼 8550 亿，净回笼 7370 亿，主要是上周央行在资金紧张期加大逆回购投放力度后的流动性回收：市场利率出现回落，DR007 本周五依低于 7 天逆回购利率 36.29bps。经济恢复观察期债券收益率难明显上行。美元从高位边际走弱，人民币汇率回升。
- **猪菜价格回落，大宗商品价格有所回升，高频数据较弱：**本周猪肉和蔬菜价格下行，菜价走低至历史正常水平。原油、煤炭和钢铁价格回升，库存继续下行但整体需求延续弱势。交通、航运和地产销售继续低于往年同期。

核心风险：疫情和防控政策超预期变化，中美欧经济更快下行

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	11月7日 (周一)	中国10月贸易帐-美元计价(亿美元), 进出口年率(%), 中国10月外汇储备(亿美元)
	11月9日 (周三)	中国10月CPI年率(%), 中国10月PPI年率(%)
	11月10日 (周四)	中国10月社会融资规模-单月(亿人民币), 中国10月M2货币供应年率(%), 中国10月人民币各项贷款余额年率(%)
欧洲	11月7日 (周一)	欧元区11月Sentix投资者信心指数, 德国9月季调后工业产出月率(%)
	11月8日 (周二)	欧元区9月零售销售月率(%), 法国9月贸易帐(亿欧元)
	11月9日 (周三)	---
	11月10日 (周四)	---
	11月11日 (周五)	德国10月CPI年率终值(%), 英国9月季调后商品贸易帐(亿英镑), 英国第三季度生产法GDP年率初值(%), 英国9月GDP月率(%), 英国9月工业产出月率(%)
美国	11月7日 (周一)	---
	11月8日 (周二)	---
	11月9日 (周三)	API和EIA原油与汽油库存变动
	11月10日 (周四)	美国10月CPI和核心CPI年率未季调(%), 美国截至11月5日当周初请和续请失业金人数(万)
	11月11日 (周五)	美国11月密歇根大学消费者信心指数初值, 美国截至11月11日当周全美钻井总数(口)
其他	11月11日 (周五)	---

目录

一、加息幅度可能边际放缓, 利率终值还要提高	3
二、非农就业再超预期, 工资-价格螺旋暂难缓和	4
三、市场利率下行, 美元高位回落	7
四、猪菜价格继续回落	9
五、大宗商品价格回升, 库存下行	11
(一) 原油价格上涨, 煤炭回升	11
(二) 钢铁价格小幅回升, 社会库存下行	12

一、加息幅度可能边际放缓，利率终值还要提高

11月2日，美联储FOMC会议在9月核心CPI超预期后继续加息75bps，联邦目标基金利率达到3.75%-4.00%。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT上限950亿为美元/月，流动性继续快速收紧。

FOMC会议声明和发布会中对经济、就业和通胀表述仅有细微变化，主要包括（1）经济放缓更加明显；（2）通胀数据超预期；（3）劳动参与率较年初仅有微弱改善；（4）美联储更加关注货币政策对通胀和经济滞后的效果。第四点可以被理解为一个边际鸽派的信号，也即在通胀不连续超预期下，5%左右的利率终值可能已经够高，只是见效还需时间。

美国经济更快放缓：在金融环境紧缩下，房贷和其他利率的寻上行导致房地产相关的商业固定资产投资快速下行，制造业投资同样边际放缓；消费虽然放缓，但仍然受到名义工资上行、低负债和信贷的支撑，在前三季度维持正增长；出口的改善可能依赖能源品出口。总体上，投资已经对高利率做出反应，服务消费是货币政策打击的重点。

通胀方面，8、9月份的CPI和PCE价格指数连续超预期，核心支出粘性凸显，9月核心CPI更是创下6.6%的新高，是推动美联储考虑更高加息终值的最重要原因。通胀在年内仍会面临较大压力。（1）随着冬季到来，能源部分难以继续下滑，有反弹可能；（2）尽管商品下滑快，服务部分有名义工资接近5%的增速以及劳动力短缺的支撑，运输和医疗服务冬季显著走弱概率较低；（3）居住部分由于统计滞后（8-14个月），整体的上行将持续至2023年二季度。因此，通胀整体的更快下行可能要等到2023年一季度末非核心部分进入负增长。

就业方面，职位空缺率和失业率之比位于1.8的高位，粗略估算的劳动供给缺口仍接近500万人。美国PMI数据显示制造业和服务业下滑偏慢，因此需求年内还难以大幅下行。同时，供给再劳动参与率没有显著改善的情况下难以增加，这种格局下ECI反映的工资增速还在5%附近。诚然，就业对利率和经济的反应都是滞后的，但目前核心通胀走弱的先决条件就是失业率走高与工资增速下跌。失业率在上行至4.4%以上后就有望引起美联储重视，但这并不意味着失业率增加在通胀显著回落前可以改变美联储的政策路径，关键还是通胀。

最后，美联储强调了对货币政策在通胀和经济方面的滞后影响，这是新增的表述。近期部分委员已经表示了对过度加息的担忧，这表明尽管利率终值比9月SEP中4.6%的还要再提高，但5%在没有新因素推升通胀之下可能就是顶部，只是这种高利率对通胀和经济的打击还需要更长时间反映在数据上。

图 1：长期通胀预期较为稳定（%）

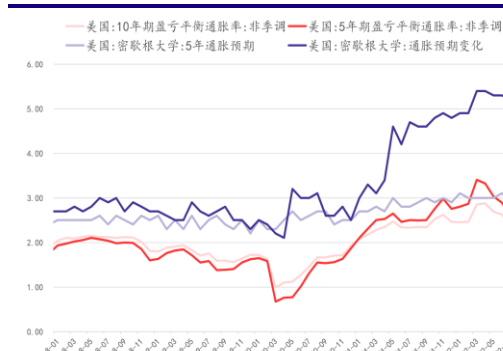
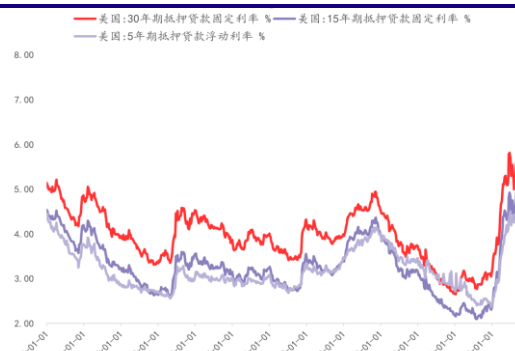


图 2：高利率率先打击房地产部门（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

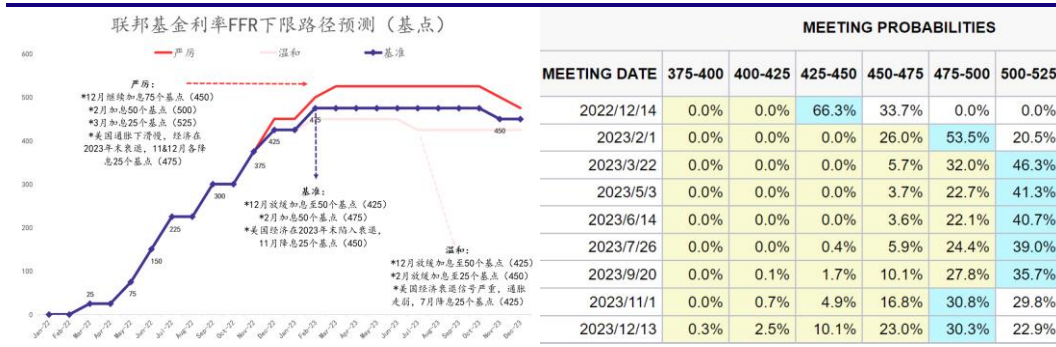
本次会议对于加息路径最直接的两个表述就是鲍威尔第二次重申“未来放缓加息节奏是合适的”以及“近期数据显示利率终值可能比此前预测的更高”。放缓加息节奏基本意味着在名义通胀边际下行,核心通胀不再上升的情况下,12月将加息50bps。而利率终值可能比9月会议经济预测中的4.6%更高意味着2022年2月可能进一步加息50bps而非25bps。结合美联储对货币政策滞后效果的强调,我们暂对联邦基金利率的路径做出三种假设。

- (1) 基准情况: 通胀粘性保持但不再超预期, 美联储将在12月放缓加息至50bps, 达到4.25%-4.75%, 2023年2月加息50bps, 达到4.75%到5.00%, 略高于4.6%的早先预期并保持一段时间不降息, 直至通胀回落(或严重金融风险爆发)。
- (2) 严厉情况: 通胀由于冬季能源问题和工资粘性超预期, 美联储在12月继续加息75bps, 达到4.50%-4.75%, 2023年2、3月份分别加息50bps和25bps, 达到5.25%到5.50%, 并保持一段时间不降息。
- (3) 温和情况: 通胀粘性年内维持, 2023年较快下行, 美联储在12月加息50bps, 4.25%-4.50%, 2023年2月加息放缓至25bps, 达到4.50%到4.75%, 同时美国上半年陷入严重衰退, 7月可能降息。

我们认为基准假设目前实现的概率最大, 但要警惕严厉情况, 温和情况发生的可能性较低。同时, 美联储在12月加息前还有两份通胀和就业数据可以观测, 最终利率的路径还是取决于通胀的变化。

图 3: 联邦基金利率路径展望 (%)

图 4: CME 加息预期上行 (%)



资料来源: 中国银河证券研究院整理

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES					
	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2022/12/14	0.0%	0.0%	66.3%	33.7%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	26.0%	53.5%	20.5%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	32.0%	46.3%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	22.7%	41.3%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	22.1%	40.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	24.4%	39.0%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.7%	10.1%	27.8%	35.7%
2023/11/1	0.0%	0.7%	4.9%	16.8%	30.8%	29.8%
2023/12/13	0.3%	2.5%	10.1%	23.0%	30.3%	22.9%

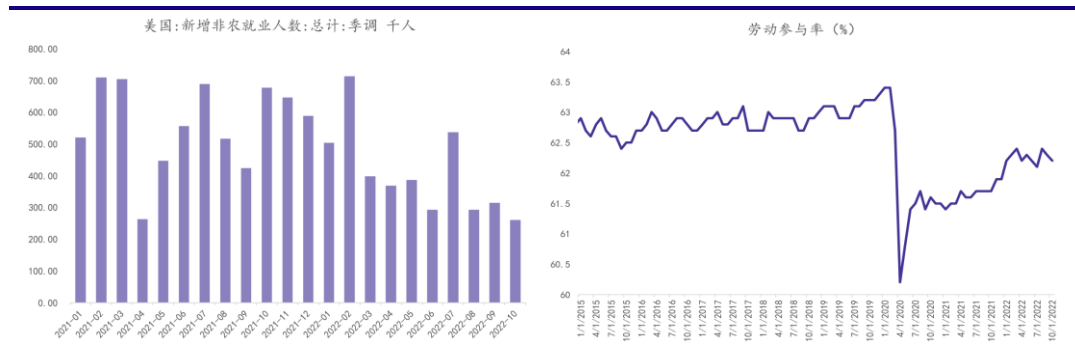
二、非农就业再超预期, 工资-价格螺旋暂难缓和

美国劳工数据局(BLS)11月4日公布了10月非农就业相关数据并对9月数据做出上修。10月新增非农就业26.1万人, 明显高于20万人的市场预期; 失业率回升至3.7%, 远低于4.43%的长期自然失业率。私人非农时薪同比增速4.72%, 环比增速0.37%, 由于基数抬升略有放缓, 但环比上行压力仍存; 劳动参与率回落0.1至62.2%。同时9月份非农数据进行了修改, 从26.3万人上调至31.5万人, 本就偏强的私人部门非农就业实际增加3.1万人至31.9万人。从近几个月的劳动数据来看, 劳动市场的供给侧问题并没有显著改

善，职位空缺率的高位和 55 岁以上人群劳动参与率的低位都意味着工资还有上行空间。尽管在基数效应下时薪同比增速在缓慢走弱，但环比动力依然偏强，同时失业率处于历史低位，工资-服务价格的螺旋暂时难以缓和。对美联储来说，较强的非农数据支持紧缩延续，虽然劳动数据对加息的反应滞后，美联储仍可能在 12 月 FOMC 会议降低加息的幅度，但市场面临的金融压力并不会缓解。

图 5：新增非农就业（千人）

图 6：劳动参与率没有改善（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

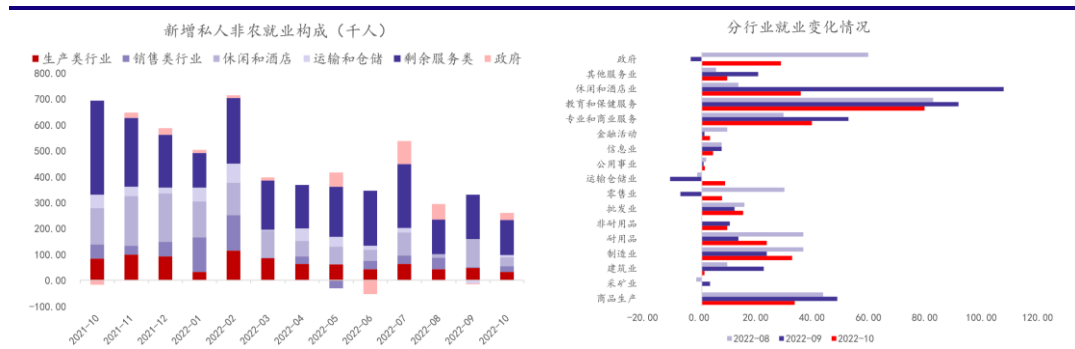
资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

从结构上看，服务类是 10 月新增就业放缓的主要区域，可能由于旅游季节过后休闲和酒店业的就业机会季节性减弱：比起 9 月，教育和保健服务少增了 1.2 万人，休闲和酒店业少增了 7.2 万人，专业和商业服务少增了 1.3 万人，下滑比较明显。非服务业中，主要是建筑业比上月少增 2.1 万人，制造业则多增 0.9 万人，和 10 月 PMI 中就业指数的小幅回暖相符。

整体上，新增就业的变化和美国三季度 GDP 体现出的结构一致，即房地产和建筑业率先受到打击，制造业和商品消费一起处于缓慢下行的通道，而服务消费仍然在供给短缺的格局下保持粘性。美联储的紧缩向包括工资在内的劳动数据的传导是滞后的，目前就业仅展现出边际走弱的特征，失业率在职位空缺不减少、劳动参与率不增加的情况下还难以大幅上行，服务部门通胀压力仍在。

图 7：新增私人非农就业构成（千人）

图 8：各行业新增就业人数变化（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

私人部门工资增速的同比因去年基数上行而回落，环比增速保持，三季度 ECI 显示雇佣成本增速仍在 5% 附近，并不利于核心通胀走低。从细项的变化看，商品和服务生产行业的时薪都保持了上行，环比增速较快的有建筑业、批发业、公用事业、专业和商业服务、

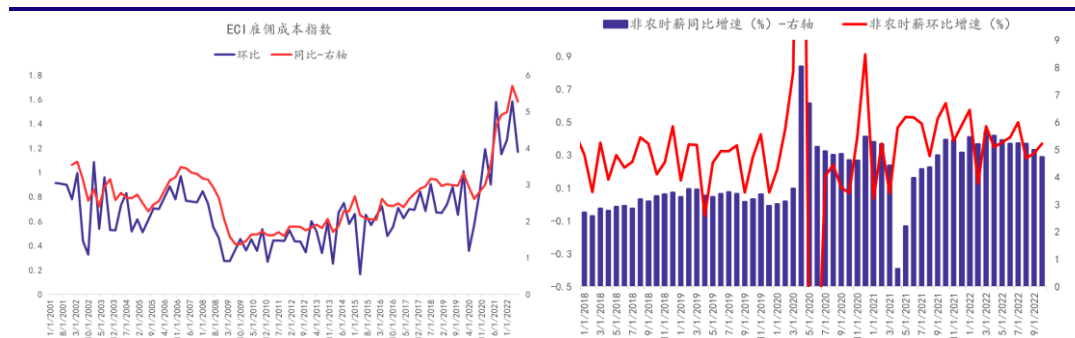
休闲酒店业和其他服务业。工资增速有明显放缓趋势的仅有采矿业，制造业有一定边际缓和，而服务业仍保持着较强的增速，这也和制造业 PMI 弱于服务业是匹配的。

我们仍然认为推升核心通胀的至少有三大因素，首先是名义工资在劳动供不应求下的上行，其次是家庭负债低位而资产高位导致加杠杆的空间，最后是信贷对加息反应滞后而推升消费。非农数据显示名义工资这一首要因素并未有缓和，这是由结构性的高职位空缺和低劳动参与造成的。美国的劳动短缺并不仅仅由于疫情和后遗症减少了劳动力，更因为婴儿潮一代在疫情后加速退休，减少劳动供给的同时增加了需求，另外疫情对于美国通过各类移民补充劳动力也有阻碍，所以劳动市场的供给侧问题不是加息能解决的。美联储只能通过打击总需求而迫使企业减少雇员，从需求端使劳动力的供需平衡。美联储 9 月 SEP 中给出的 2023 年 4.4% 的失业率预期在这种情况下显得不切实际，而 5% 甚至以上的失业率更有可能，因此短期不能期待就业数据的下滑改变美联储的紧缩路径。

非农就业数据公布后，美股反而出现上涨，美债收益率上行不大，这反映出市场对美联储的加息预期在 FOMC 鹰派表态过后并没有明显提高。美股的利率风险定价相对充分，下跌的压力还是来自于紧缩下利润下行以及相关的信用和流动性风险，未来如果 CPI 低于预期则有反弹机会。美债在 CPI 仍有超预期可能的情况下有上探的概率，财政部是否会回购国债也还不清晰，因此虽然展现出配置价值，等待美联储加息见顶更为稳妥。美元由于欧央行加息掣肘因素更多，缩表继续进行，仍会在明年一季度前保持强势。

图 9：非农时薪增速（%）

图 10：雇佣成本指数增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：非农数据概览

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调(美元)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2022-10	2022-09	2022-08	2022-10	2022-09	2022-08	2022-09	2022-08	2022-07	
非农总计	261.0	315.0	292.0				-858.0	478.0	97.0	
非农私人合计	233.0	319.0	233.0	32.6	32.5	32.4	-798.0	399.0	228.0	
商品生产	33.0	48.0	43.0	32.8	32.7	32.6				
采矿业	0.0	3.0	-2.0	36.6	36.5	36.6	-3.0	1.0	-1.0	
建筑业	1.0	22.0	9.0	35.3	35.1	34.9	-83.0	-6.0	78.0	
制造业	32.0	23.0	36.0	31.2	31.1	31.0	-108.0	55.0	-40.0	
耐用品	23.0	13.0	36.0	32.8	32.7	32.6	-66.0	35.0	-17.0	
非耐用品	9.0	10.0	0.0	28.5	28.4	28.4	-42.0	20.0	-23.0	
服务生产	200.0	271.0	190.0	32.5	32.4	32.3				
批发业	14.6	11.6	15.1	28.0	27.9	27.8	-12.0	22.0	-24.0	
零售业	7.2	-7.6	29.3	35.5	35.3	35.3	-154.0	127.0	7.0	
运输仓储业	8.2	-11.3	-1.7	23.2	23.1	23.0				
公用事业	1.1	0.6	1.5	28.4	28.4	28.2				
信息业	4.0	7.0	7.0	48.1	47.9	47.2	-19.0	20.0	-9.0	
金融活动	3.0	1.0	9.0	47.5	47.7	47.2	-31.0	13.0	33.0	
专业和商业服务	39.0	52.0	29.0	42.1	42.1	41.8	4.0	-119.0	93.0	
教育和保健服务	79.0	91.0	82.0	39.2	39.0	38.9	-101.0	58.0	-52.0	
休闲和酒店业	35.0	107.0	13.0	32.1	32.0	32.0	-242.0	170.0	117.0	
其他服务业	9.0	20.0	5.0	20.4	20.3	20.3	-18.0	30.0	6.0	
政府	28.0	-4.0	59.0							

单元格标红：大于前值

资料来源: Wind, BLS, 中国银河证券研究院整理

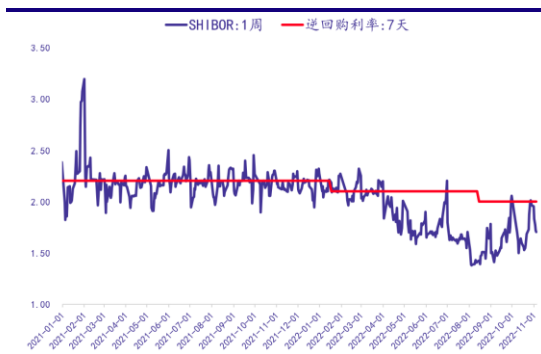
三、市场利率下行，美元高位回落

本周短期流动性宽裕，公开市场投放 1180 亿，回笼 8550 亿，净回笼 7370 亿，主要是上周央行在资金紧张期加大逆回购投放力度后的流动性回收：市场利率出现回落，DR007 本周五依低于 7 天逆回购利率 36.29bps。央行平价等量续作 10 月到期的 5000 亿元 MLF，11 到 12 月 MLF 的到期 1.5 万亿，如果没有降准则更可能平价等量续作。10 月新冠确诊人数略高于 9 月，影响生产，严重冲击消费，房地产尚未底部企稳，政策见效还需时间，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率暂时难上行。

11 月 4 日，SHIBOR 隔夜收于 1.3860%，比上周上行 5.90bps，7 天利率收于 1.7020%，比上周下行 26.10bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.6371%，比上周下行 32.87bps。11 月 4 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 1.7631%、2.2857%和 2.4813%，分别比上周变化+2.00bps、+4.87bps、+4.47bps，10 年期国债收益率收于 2.6949%，比上周上行 2.32bps。

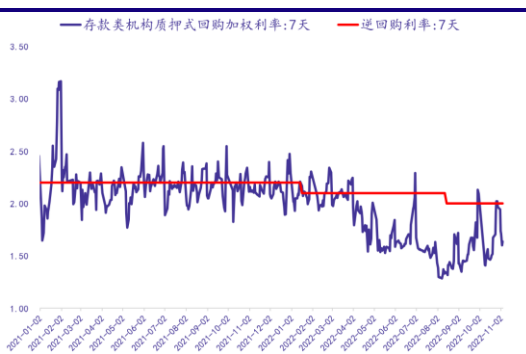
债券收益率小幅回升，货币市场流动性在上周的缴税和专项债发行过去后继续回到宽裕状态。在经济没有明确好转、信贷渠道不畅的情况下，货币市场大概率保持整体宽松；通胀并不成为制约货币政策的因素。由于人民币汇率压力，近期降息可能性低，降准仍有概率。

图 12: SHIBOR 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿)

图 15: 国债收益率 (%)

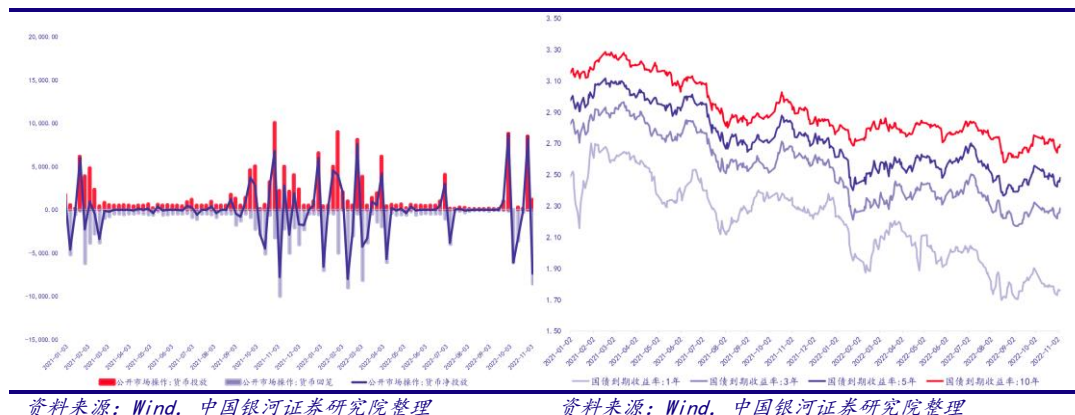
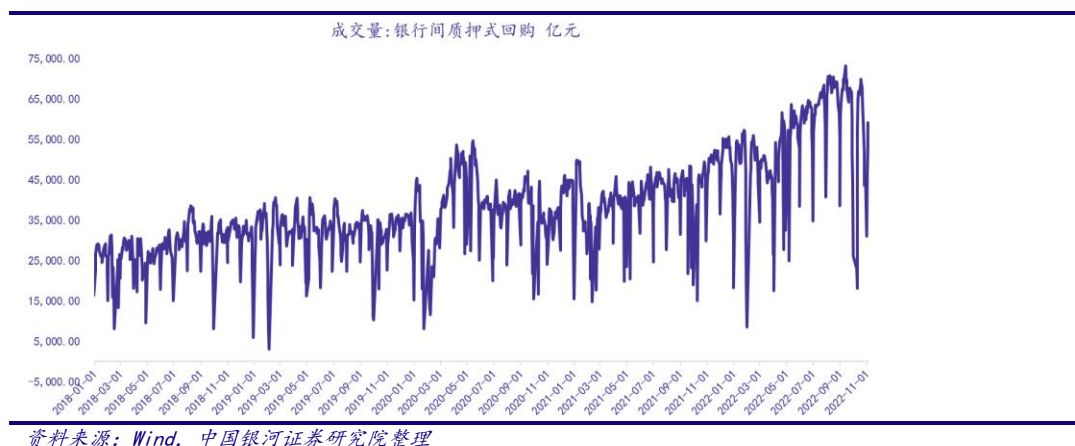


图 16: 银行间质押式回购成交量 (亿)



美元指数保持 110.78，本周美联储 FOMC 会议上鲍威尔表示 12 月可能放缓加息，利率终值要比此前的 4.6% 更高，10 月新增非农就业再超预期，支撑美元强势的因素暂无变化。欧央行方面，在上周的会议被市场理解为转鸽信号后，拉加德鹰派表态“温和的衰退不会阻止欧央行加息”，欧元小幅走强，但在欧洲滑向衰退、南欧债市紧张的情况下难有大的升值机会。英央行本周同样加息 75bps，但认为市场预期的 5.25% 利率终值过高，会将英国推向二战后最长时间的衰退，这意味着英央行会比美联储更温和，英镑可能将继续在低位

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_48414

