



高瑞东：美国失业率下行不抵 Omicron 冲击，拖累美债收益率 ——2021年11月美国新增非农 数据点评



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东

事件:

12月3日10年期美债收益率下行10bp至1.349%，从11月25日Omicron变种发酵以来，已经累计下行29bp。

美国11月新增非农就业人口21万人，前值53.1万人，市场预期50万人。失业率4.2%，前值4.6%，市场预期4.5%。

时薪环比增0.3%，预期0.4%，同比增4.8%，预期5.0%。劳动参与率61.8%，前值61.6%。就业人口率59.2%，前值58.7%。9月和10月新增非农共上修8.2万人

核心观点：11月16日，我们发布报告《美债收益率上行空间有限，利好风险资产》，一是预判拜登财政刺激将进一步缩水，对未来美国经济支撑力下降；二是预判拜登干预下油价承压，美国通胀上行空间有限。

随着Omicron冲击到来，经济预期下行和通胀预期承压，这两个支撑被进一步夯实，双重压制更加明显，10年美债收益率自11月25日起已快速下行29bp至1.35%，其中，实际收益率下行22bp，通胀预期下行7bp。

站到现在时间点，我们坚持美债收益率低位震荡观点，上有双重压制，下有就业复苏支撑。在此背景下，中美利差相对稳定，中国货币政策跨周期自主性更强，经济下行压力下，宽松窗口再次打开，降准政策预计很快落地，叠加房地产维稳政策加码，利好风险资产。

受 Omicron 冲击，美国经济和通胀预期双双下滑，拖累美债收益率。

虽然 11 月美国失业率超预期下行，但 Omicron 再度冲击市场对美国经济的预期，导致美债收益率自 11 月 25 日以来显著下行。我们在 11 月 16 日报告中就判断，10 年美债收益率上行空间有限，主要受市场对经济预期下行所致，参考报告《美债收益率上行空间有限，利好风险资产》。

一方面，拜登 1.75 万亿美元财政刺激法案悬而未决；另一方面，11 月 25 日在南非发现的变异 Omicron 病毒显著冲击市场对经济修复和通胀的预期。可以看到，10 年美债收益率自 11 月 25 日起已快速下行 29bp 至 1.35%，其中，实际收益率下行 22bp，通胀预期下行 7bp。向前看，我们认为，在尚未有针对性疫苗和特效药推出的背景下，Omicron 将拖累供应链和劳动力修复节奏，持续压制经济预期。

通胀方面，基于 Omicron 对能源价格的压制，叠加拜登对控制通胀的政治需求，通胀预期上行速度将有所放缓。一则，11 月末在南非出现的 Omicron 病毒会暂时压制石油需求，带动石油价格下行，短期内缓解通胀上行的压力。第二，因政治需求，拜登不会允许通胀持续升温，并且会联合其他国家，多措并举，抵制能源价格上行，缓解通胀压力。综上所述，通胀预期短期内承压，无法支撑美债收益率持续走高。

非农低预期，失业率超预期，原因为何？

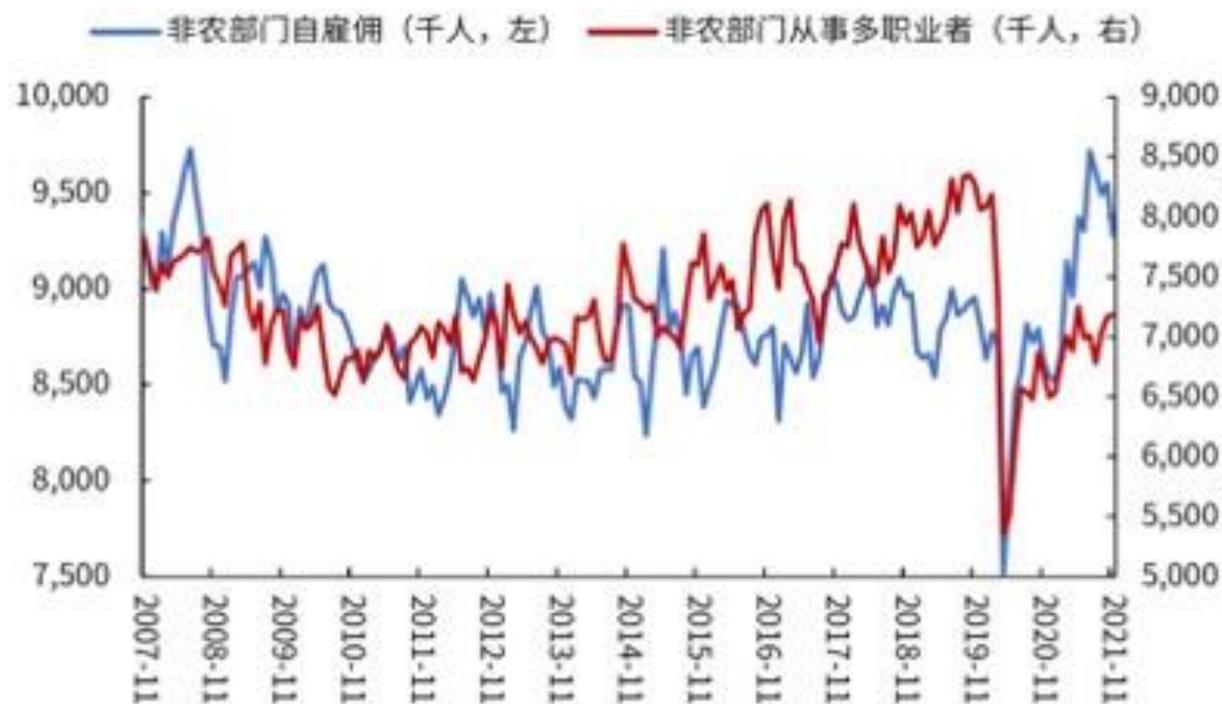
11 月失业率与新增非农的背离主要源于两者统计方式的不同。11 月

失业率大幅下行 0.4 个百分点至 4.2%，就业人数上行 110 万，与新增非农 21 万人显著背离，主要原因在于，失业率来自入户调查 (Fousehold Survey)，无薪酬人士、农场工作者、自雇佣者都属于有工作人群，不算在失业率口径中。可以看到，11 月美国自雇佣者和农场工作者增加 92.6 万人，显著超出新增非农人数。

新增非农的统计基于机构岗位统计 (Established Survey)，只有在工资表上注册的人群才能算作新增就业，这也导致许多被入户调查包括的就业人口没有被机构岗位统计。因此，我们看到失业率和新增非农数据背离。

现阶段，自雇佣者数量大幅高于疫情前水平，而从事多项职业者数量大幅低于疫情前水平，表明疫情发生之后，居民就业的逻辑发生了改变。一种情况是被动性改变，疫情导致的封锁和隔离限制，许多线下工作被迫取消，在疫情得到有效控制之后，这些岗位就会恢复至原来水平。另一种情况是主动改变，比如部分劳工因担心疫情，选择提前退休，自主创业，回到自家农场，或者直接转行 (不再从事线下工作)。在这种情况下，失业率和非农数据可能会持续背离。

图 1: 自雇佣人数疫后显著反弹, 多职业者人数疫后持续低迷



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截止 2021 年 11 月

图 2: 11 月美国自雇佣和农场工作者新增人数显著超出新增非农

	2021 年月度新增 (千人)										1-11 月	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	月度平均
新增非农就业人数	233	536	785	269	614	962	1,091	483	379	546	210	555
新增农业工人/自雇佣/其他	-32	-328	-176	59	-170	-980	-48	26	147	-187	926	-69
新增总计	201	208	609	328	444	-18	1,043	509	526	359	1,136	486

资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

11 月就业修复进程放缓, 劳动力供需矛盾加剧。

11 月美国就业复苏, 主要贡献项为专业和商业服务、运输和仓储业和制造业。

11月专业和商业服务新增就业9万人,为此次非农最大贡献项。其中,行政和废物处理服务(administrative and waste services)增4.2万人,为主要拉动项。在8月以来,专业和商业服务月均增11.5万人,显示在疫情消退,企业逐步要求员工回到办公室上班的背景下,促进行政类服务需求。

运输和仓储行业新增人数延续上行走势,11月新增5万人,较2020年2月时水平高出21万人。其中,信件传送服务(+2.7万人)和仓储服务(+9千人)为主要拉动项,显示疫情影响下,居民对线上购物和送货上门服务的需求。

11月建筑业新增3.1万人,其中,贸易承包商新增1.3万人,建筑施工增1万人,重型工程建筑增8千人。建筑业新增动力主要来自于房屋补库需求。现阶段,美国房屋库存持续下行,反映建筑业补库仍面临供应链和劳动力两方面的压力。在需求稳定、房屋价格上行的背景下,预计建筑业补库将持续至明年上半年,对就业形成支撑。

制造业就业新增3.1万人,主要受耐用品制造(+1万人)和金属制品(+8千人)拉动。另一方面,机动车和零部件制造(-1万人)。美国10月汽车库存和库销比持续下滑,分别从9月的77.2万辆和0.50下降至61.7万辆和0.39,显示美国汽车制造商仍面临补库困难问题,供给短缺叠加需求旺盛导致新车价格持续上行,对于车企来说,应该是提高雇佣人数的时期。因此,我们认为,机动车行业新增非农下行并不是企业雇佣需求下行

导致，而是受劳动力供给不足所致。

休闲与酒店业新增就业 2.3 万人，远低于 10 月的 16.4 万人。拆分来看，外出餐饮服务增 1.1 万人、住宿增 6600 人，远低于 10 月的 12.2 万人和 2.5 万人，显示疫情反复仍然限制线下活动。向前看，Omicron 的出现可能会进一步压制居民线下消费意愿，预计休闲与酒店就业复苏节奏将较前期有所放缓。

图 3：11 月各行业新增非农节奏放缓



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_30614

