

# 宏观点评 20221007

## 9月非农为何不惧大幅加息？

2022年10月07日

- **2022年9月美国非农数据全面超预期：新增非农就业26.3万人（彭博一致预期25万人），1至9月月均新增非农就业人数高达42万人，失业率下降0.2%至3.5%（预期3.7%），劳动力参与率仅略降至62.3%。劳动力市场仍紧俏，薪资增速维持高位下，美联储加息的鹰派态度将更为坚定。数据发布后，联邦基金利率期货预测11月美联储加息75bp的可能性由85.5%升至92%，美股转跌，美元指数直线拉升。**
- **9月就业增长最为显著的行业仍为休闲和酒店业以及教育和保健服务业（图4）。休闲和酒店业就业9月增加了8.3万个工作岗位，持平于1-8月的均值，其中仅食品服务和饮酒场所就业增加6万人。不过鉴于休闲和酒店业就业人数与疫情前水平仍有差距，我们预计年内该行业的就业增长仍将维持强劲的姿态。9月医疗保健就业人数增加6万人，已恢复至2020年2月的水平。尽管9月存在青年劳动力返校的季节性逆风因素，但新增就业数仅略低于8月，美国劳动力市场仍旧强劲。**
- **4月以来，新增非农就业持续超预期，尽管职位空缺有所下降，但仍处高位，这意味着就业增长放缓的过程将是渐进的。美国劳动力市场仍具备韧性，亚特兰大联储模型显示，2022年1-8月美国月均新增非农就业人数远高于目标失业率为4%下所需的新增非农就业人数（图5）。而美国经济也仍旧强劲，亚特兰大联储对三季度美国实际GDP环比增速的预测已上修至2.7%（图6）。**
- **那么，美国紧俏的就业市场何时缓解甚至走弱？可以从四个维度进行观测：**
- **维度一：薪资上涨动能，若持续放缓将对通胀释放积极信号。**2022年9月，美国私人行业平均时薪同比增速放缓至5.0%（8月为5.2%），而修匀后的年化环比增速（3个月移动平均）降至4.4%（8月为4.8%）。尽管服务业薪资上涨也有所降温，但仍维持高位，如图7所示，增速居首位的休闲和酒店业在8-9月薪资同比增速均值回落至8%附近（5-6月为10%）。
- **维度二：劳动力供需两侧的缓解状况，重要指标包括职位空缺和离职率。**2022年4月以来，美国职位空缺数和离职率持续回落，8月休闲住宿业、教育和保健服务、专业和商业服务的职位空缺率较7月下降0.5至1个百分点，服务业就业需求的缓解有望使得薪资增速从高位回落（图8-图9）。
- **维度三：劳动力参与率改善的停滞。我们认为劳动力参与率的提升已基本见顶，8月劳动力参与率的提升得益于暑期青年人口参与情况的好转，属于季节性因素，鉴于黄金年龄段人口的就业率已恢复至疫情前水平，后续劳动参与率回升空间有限（图10）。**
- **维度四：先行指标初请失业金持续上升，预示着就业市场疲弱。**初请失业金人数作为高频数据，在劳动力市场走弱的情况下，该指标的持续上升通常领先于就业人数的稳步下降。尽管初请失业金人数持续大幅下降的趋势已经在2021年结束，但当前（2022年9月）仍然处于低位（图11）。
- **9月超预期的非农数据将进一步坚定美联储的鹰派态度。**如表1所示，美联储官员对抗通胀的态度坚决，不认为经济衰退是必然结果，鉴于紧俏的劳动力市场是高通胀背后的一大推手，官员们普遍可以容忍失业率上升至4%或更高。
- **而通胀压力的放缓需要疲弱的经济数据并且疲弱迹象持续一段时间。**紧俏劳动力市场的缓解不及预期意味着薪资增速的下降仍是缓慢的，如此来看服务业通胀缓解不及预期的可能性仍较大，11月加息75bp的概率进一步加大。我们在此前的报告中也指出，鉴于通胀出现意外上行的风险仍较大，政策利率的上行风险高于下行风险，因而9月美联储点阵图显示的2023年加息至4.6%的情形，仍可能被进一步上修。
- **风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动**

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

### 相关研究

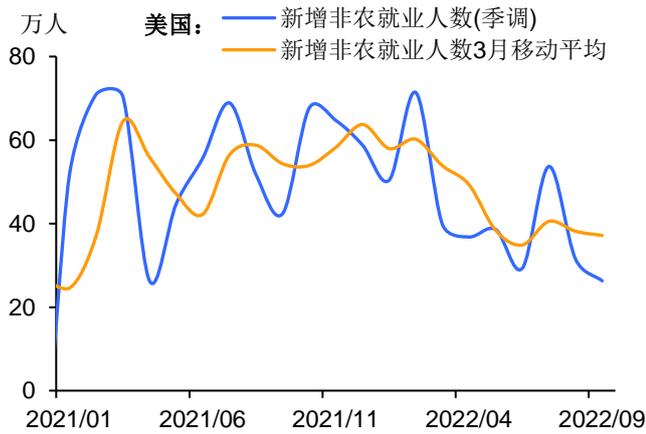
《假期市场又“嗨”了，这波反弹能持续多久？》

2022-10-06

《出口拐点的交叉验证》

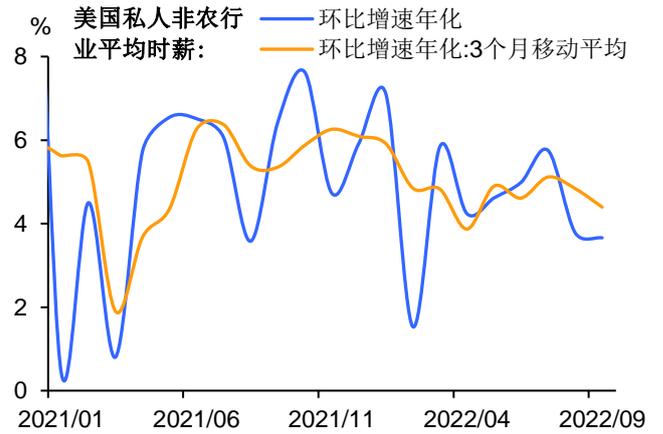
2022-09-30

图1: 美国新增非农就业人数



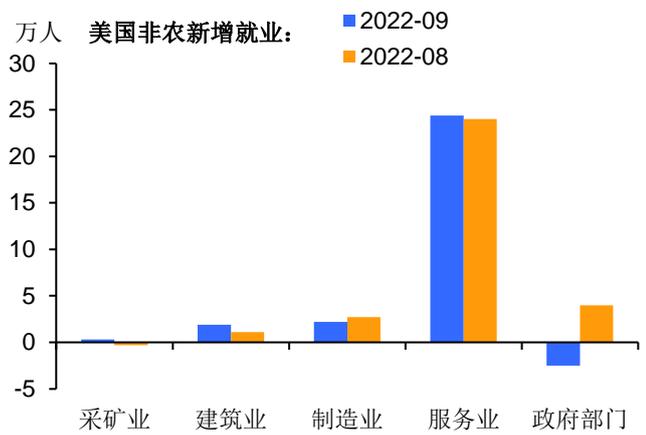
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 美国私人非农行业平均时薪年化增速



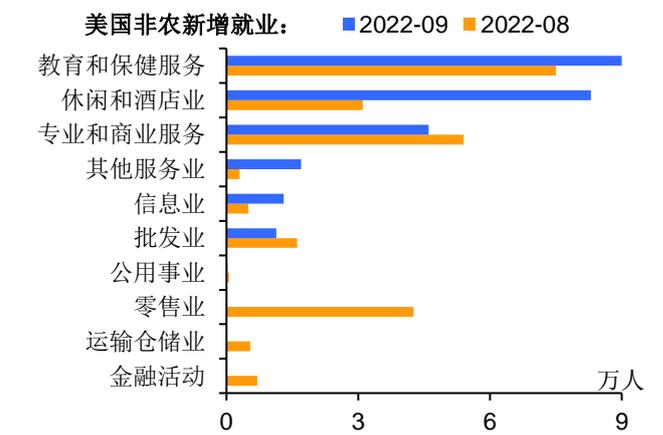
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国非农部门主要行业新增就业情况



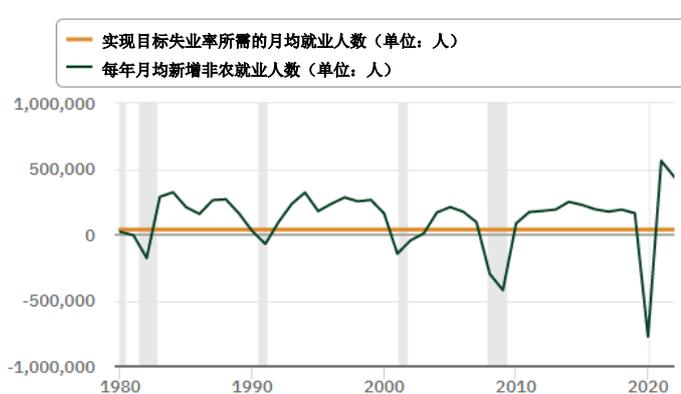
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国服务业子行业新增就业情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

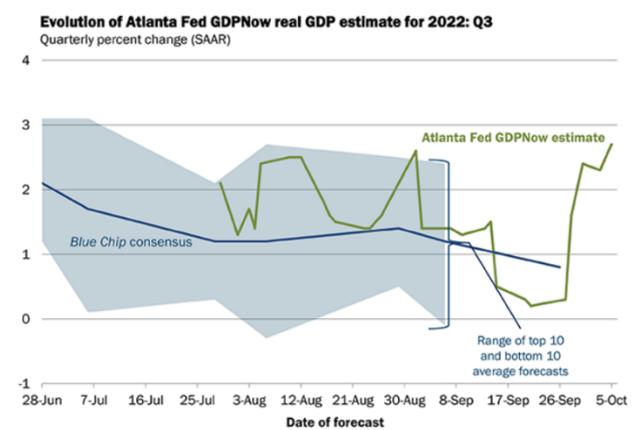
图5: 目标失业率4%下的月均新增非农就业人数



注: 2022 年使用 2022 年 1 至 8 月数据

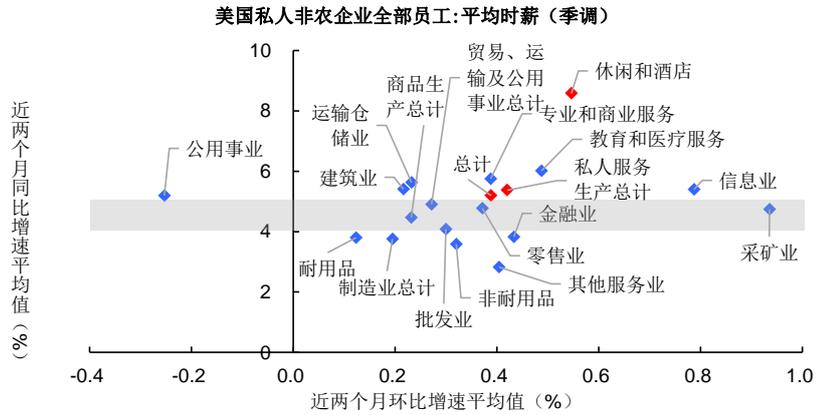
数据来源: 亚特兰大联储, 东吴证券研究所

图6: 亚特兰大联储 GDP Now 模型



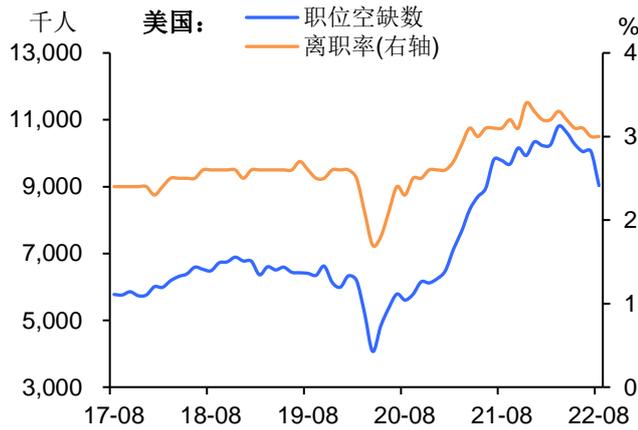
数据来源: 亚特兰大联储, 东吴证券研究所

图7: 美国私人非农行业平均时薪增速



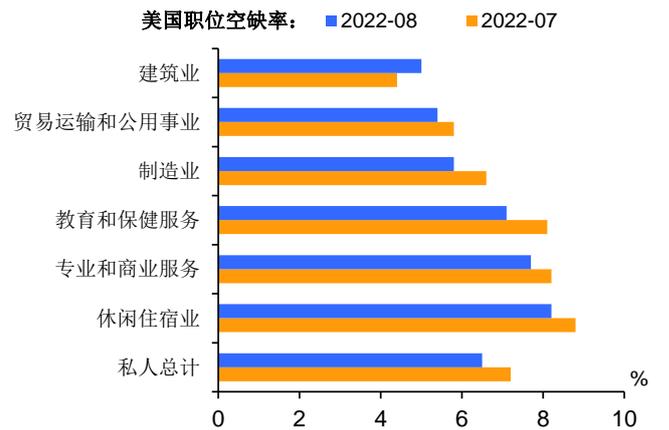
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国职位空缺数和离职率均从高位回落



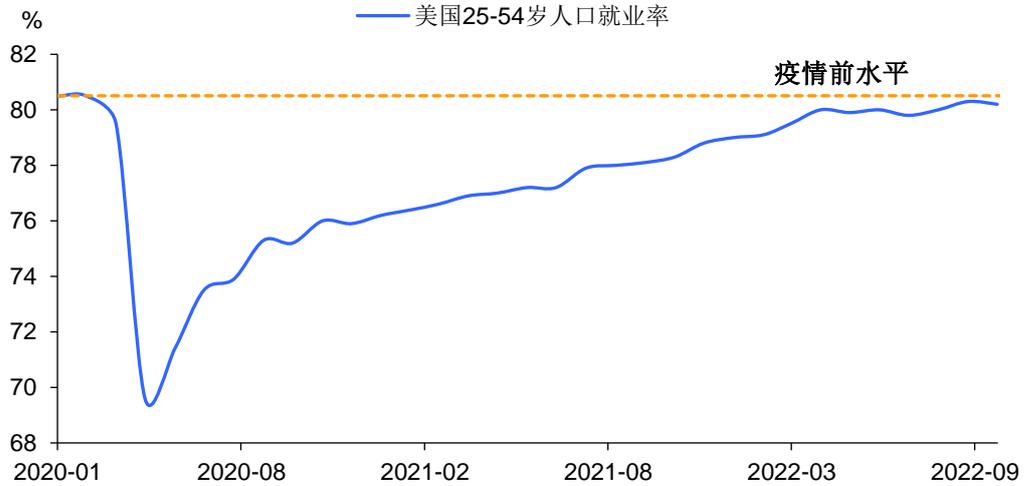
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2022年8月美国服务业职位空缺率普遍回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

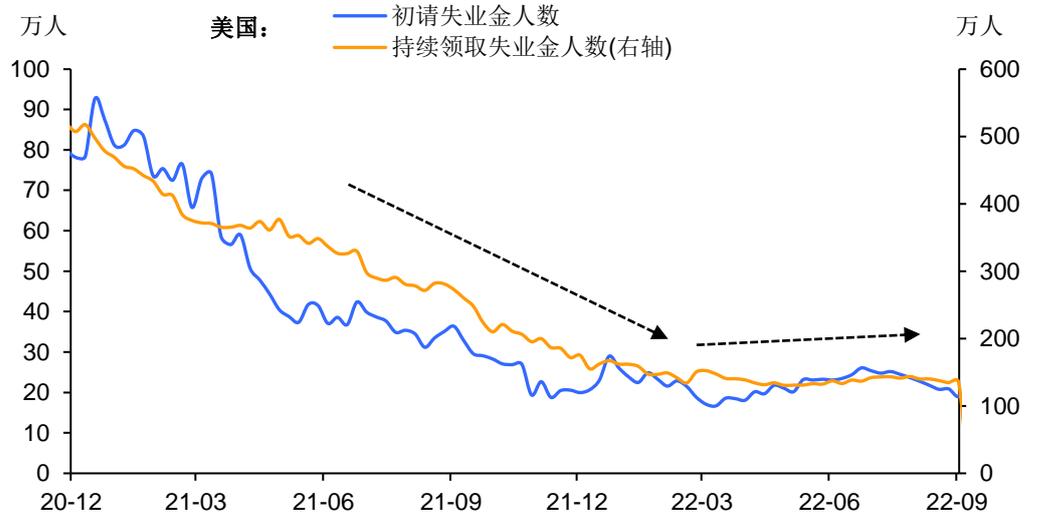
图10: 美国黄金年龄段人口的劳动参与率已经回升至疫情前水平



注: 黄金年龄段指 25 至 54 岁

数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图11: 美国领取失业金人数



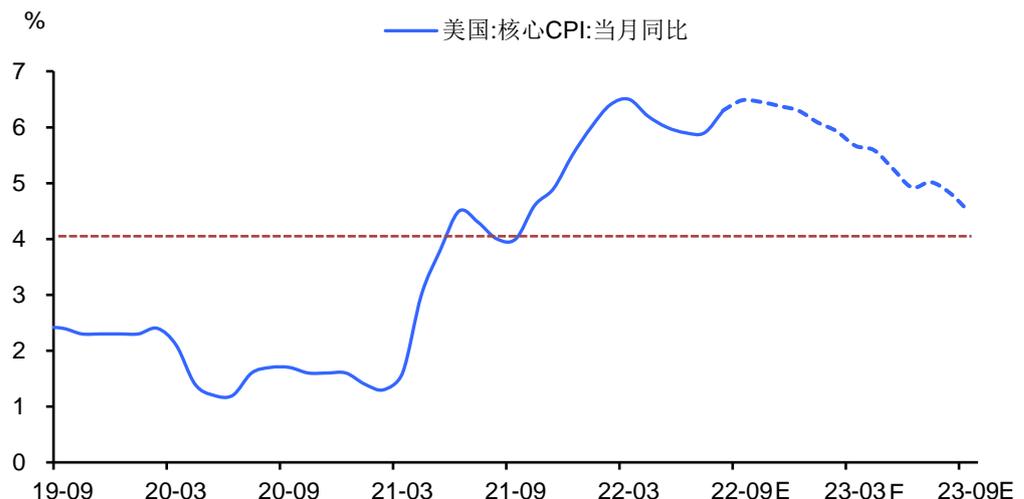
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 2022年9月末以来, 美联储官员表态梳理

官员	日期	美联储官员表态	职位	2022FOMC 投票权	2023FOMC 投票权
梅斯特	2022/10/7	<b>相信失业率会小幅上升。</b> 目前来讲, 关注通货膨胀是美联储的义务, 需要把关注点放在通胀上。在减缓通胀方面, 美联储还有更多工作要做。在通胀降至2%之前, 我们不会退出紧缩政策。 <b>预计明年不会降息, 要消除高通胀还需要一段时间。</b>	克利夫兰联储行长	有	无
库克	2022/10/7	<b>完全支持此前大幅加息75个基点的举措, 同意实施前置收紧货币政策以加速实现通胀目标的政策, 关键是要阻止通胀预期根深蒂固</b>	美联储理事	有	有
埃文斯	2022/10/7	随着美联储提高借贷成本以降低过高的通货膨胀率, <b>美联储的政策利率可能在2023年春季前升至4.5%-4.75%。</b> 在加息方面我们还有进一步的路要走。现在通胀很高, 我们需要更具限制性的货币政策。	芝加哥联储行长	无	有
博斯蒂克	2022/10/6	价格压力仍然普遍存在, 这场通胀之战可能仍处于早期。我的基线展望是, 2022年下半年GDP将增长约0.25%, 2023年增长约1%。 <b>2022年底的失业率将在3.7%左右。我并不主张加息后迅速降息, 如果通胀率没有迅速地回落到2%的范围, 即使我们看到经济活动有所放缓, 委员会也不应该反应过度。</b>	亚特兰大联储行长	无	无
戴利	2022/10/5	有必要进一步加息, 将利率提高到限制性区间, 之后将在该水平保持一段时间, 直到通胀接近2%, <b>而不是加息后立刻降息, 但目前还需要进行更多的政策调整才能使利率具有限制性。</b>	旧金山联储行长	无	无
博斯蒂克	2022/10/4	<b>希望美联储在年底前实现4%到4.5%的利率。</b> 警告不要过早地改变方向。如果通胀没有迅速回到2%, 美联储不应反应过度, 基线预期是经济可以承受4%到4.5%的利率。	亚特兰大联储行长	无	无
梅斯特	2022/9/30	11月的加息幅度将取决于数据的演变。美联储官员将在某个时候开始平衡对增长的担忧与其通胀目标, 但要等到通胀明显回到2%。稳定价格仍然是首要任务。 <b>美联储计划将利率提高至4%的中间区间, 然后将利率维持在该区间。</b>	克利夫兰联储行长	有	无
戴利	2022/9/30	<b>我认为需将利率提高到4.5%-5%, 并在2023年底之前保持在该区间, 才能控制通胀。</b>	旧金山联储行长	无	无
梅斯特	2022/9/29	我的预测可能略高于9月份预测所反映的中间路径。 <b>美联储还没有到应该考虑停止加息的地步, 因为我们甚至还没有到利率的限制性区间。</b>	克利夫兰联储行长	有	无
博斯蒂克	2022/9/28	通胀太高, 下降速度不够快。 <b>我倾向于年底前利率达到4.25%-4.5%的区间, 基线是11月将加息75bp, 12月加息50bp。我不认为美国经济衰退是必然的结果, 因为失业率只上升到4.1%。</b>	亚特兰大联储行长	无	无
梅斯特	2022/9/27	目前利率政策尚未达到中性, 我们需要突破这个水平, <b>预计失业率会上升但不会达到5%。</b>	克利夫兰联储行长	有	无
埃文斯	2022/9/27	大多数美联储政策制定者预计到明年年底美联储最高政策利率为4.5%至4.75%, 到3月我们将达到这一区间, 我自己的观点与评估中值大致相符。 <b>尽管美联储的行动导致经济增长低于趋势水平, 但我认为未来不会出现类似衰退的失业率数字。</b> 供应方面的修复可能继续进展缓慢, 货币政策可能无法充分控制通胀。	芝加哥联储行长	无	有
布拉德	2022/9/27	美联储快速加息增加了经济衰退的风险, 但这很可能是由外部冲击造成的, 而不是由仍具有韧性的美国经济崩溃造成的, 经济衰退是全球性的而非仅美国范围的。美联储通胀目标的可信度面临风险。美国政策利率目前可以说处于限制性区间, 未来的会议上会出现更多的加息, <b>政策利率的峰值可能在4.5%左右。</b>	圣路易斯联储行长	有	无

数据来源: 路透, 彭博, 东吴证券研究所

图12: 美国核心CPI预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

