

2022 年 12 月 4 日

美联储或迈向更高加息终点——美国 11 月非农就业

宏观研究团队

数据点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● 美国劳动力市场韧性较足，薪资增速再度提速

1. 新增就业数量保持较高位，劳动力市场韧性较足

11 月新增非农就业 26.3 万人，高于市场预期的 20 万。总的来看，当前美国新增非农就业数量继续保持较高位，总体保持强劲，近期就业数量边际放缓的速度也较慢，显示出当前美国劳动力市场韧性较为充足。

2. 服务业仍是新增就业的主要贡献项，薪资增速逆势上扬

(1) 从行业分布来看，服务业依旧占据了本次就业的绝大部分。后续来看，我们认为美国新增非农就业数量仍会减少，但是下降斜率或将较为缓慢。一则 12 月份因圣诞节假期缘故，美国居民对于相关的休闲和酒店业的需求将会继续提升；二则疫情传播还未结束，相关的医疗服务需求还将有所保持。

(2) 就业结构上，11 月各族裔及群体失业率有升有降，劳动参与率 62.1%，较 10 月回落 0.1 个百分点。我们认为劳动力参与率持续低迷，显示当前美国劳动供给情况可能难有明显改观，用工紧张问题或将延续。

(3) 薪资增长同比增速逆势上扬，“工资—通胀螺旋”可能再度升温。往后看，我们认为服务业当前仍有一定的职位空缺，其工资水平预计仍将保持较快涨幅，随着节假日的不断到来，相关缺口可能扩大，在此情况下，美国“工资—通胀螺旋”升温的可能性再度提升。

● 美联储本轮加息终点或将“更高”

1. 劳动力市场紧张态势未有明显缓解

10 月 LOJTS 数据显示，职位空缺数较 9 月减少 35 万人，职位空缺率下降 0.2 个百分点至 6.3%，目前每个求职者对应约 1.72 个工作岗位。从每个求职者对应的岗位数依旧较高来看，当前美国劳动力市场的紧张态势仍未有明显的改善。考虑到年底即将到来的节假日带来的服务业需求的提升，我们认为当前美国就业市场的火热状态或将持续，从而带来更强的薪资上涨的压力。

2. 美联储可能提升本轮加息的终端利率

当前的数据并不会改变 12 月份的加息幅度，但是可能会使得美联储更进一步提升本轮加息的终端利率，因劳动市场的韧性超出预期，可能会带动通胀难以顺畅回落。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

相关研究报告

目 录

1、美国劳动力市场韧性较足，薪资增速再度提速.....	3
1.1、新增就业数量保持较高位，劳动力市场韧性较足.....	3
1.2、服务业仍是新增就业的主要贡献项，薪资增速逆势上扬.....	3
2、美联储本轮加息终点或将“更高”.....	6
2.1、劳动力市场紧张态势未有明显缓解.....	6
2.2、美联储可能提升本轮加息的终端利率.....	7
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1: 美国 11 月新增就业数量保持较高位.....	3
图 2: 11 月服务业构成新增就业的主要部分.....	4
图 3: 11 月劳动参与率下降，失业率与 10 月持平.....	4
图 4: 11 月成年男子失业率上升.....	5
图 5: 11 月西班牙裔失业率下降较多.....	5
图 6: 11 月时薪同比增长逆势上扬.....	5
图 7: 11 月零售业、休闲和酒店业薪资同比增速较快.....	6
图 8: 11 月职位空缺数与空缺率仍然较高.....	6

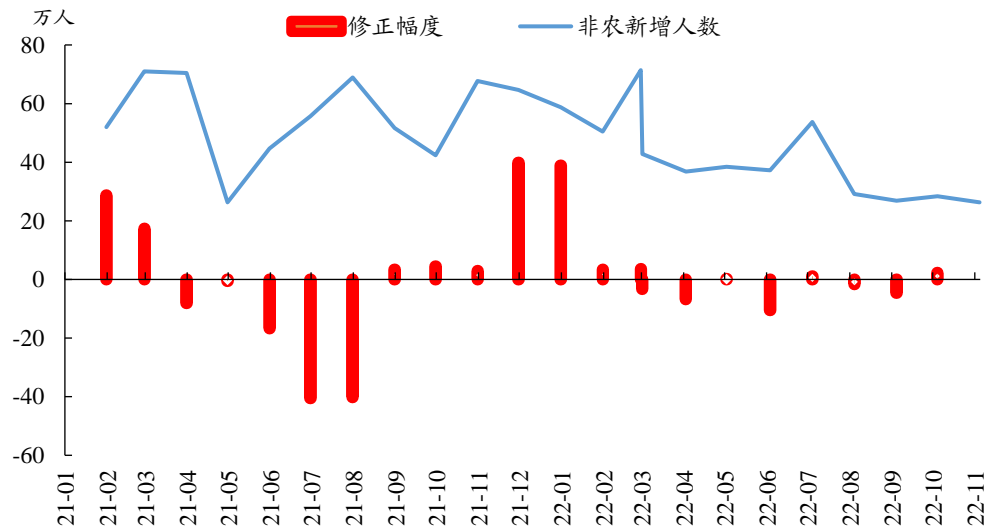
美国公布 11 月最新就业数据。其中新增非农就业 26.3 万，超过市场预期的 20 万；劳动参与率为 62.1%，低于市场预期；平均时薪同比增长 5.1%，超过市场预期。

1、美国劳动力市场韧性较足，薪资增速再度提速

1.1、新增就业数量保持较高位，劳动力市场韧性较足

11 月新增非农就业 26.3 万人，高于市场预期的 20 万。10 月新增非农就业人数上修 2.3 万至 28.4 万人，9 月新增非农就业由 31.5 万人下修至 26.9 万人，两个月累计下修 2.3 万人，过去三个月平均就业人数为 27.2 万人。失业率为 3.7%，较 10 月持平，继续保持在历史较低水平。劳动参与率为 62.1%，较 10 月下降 0.1 个百分点。时薪同比上涨 5.1%，较 10 月提升 0.4 个百分点，高于市场预期的 4.6%；环比上涨 0.6%，超过市场预期的 0.3%。总的来看，当前美国新增非农就业数量继续保持较高位，2022 年以来平均每月新增就业超过 40 万，总体保持强劲，近期就业数量边际放缓的速度也较慢。每月新增就业数量虽然持续低于 30 万，但当前美国总体就业数量已经超过疫情前水平，各行业已经基本处于充分就业状态，因此新增就业的数量回落缓慢，显示出当前美国劳动力市场韧性较为充足。薪资同比 11 月逆势上扬，显示出当前美国薪资增长压力较大。

图1：美国 11 月新增就业数量保持较高位



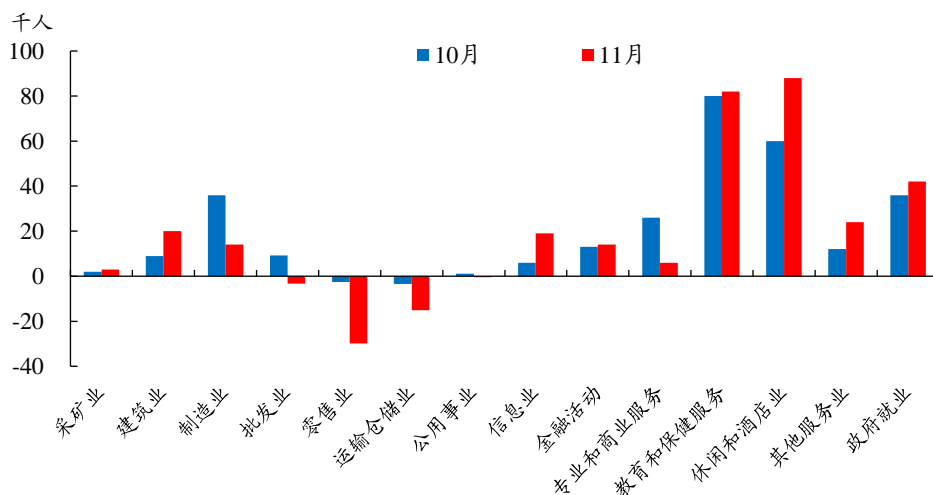
数据来源：BLS、开源证券研究所

1.2、服务业仍是新增就业的主要贡献项，薪资增速逆势上扬

(1) 从细分行业来看，11 月新增非农就业的主要行业为：政府就业 4.2 万，教育和保健服务新增就业 8.2 万，休闲和酒店业新增就业 8.8 万，三项合计新增 21.2 万，占全部新增非农的 80.6%。其它新增就业较多的则为建筑业（新增 2 万）和其他服务业（新增 2.4 万），零售业和运输仓储业则出现了新增就业的减少。从行业分布来看，服务业依旧占据了本次就业的绝大部分。具体来看：一是教育和保健服务继续保持较多新增就业，我们认为这可能与冬季来临，流感高发以及新冠病毒传播仍未结束带动的医疗服务需求旺盛有关；二是休闲和酒店业新增就业同 10 月相比多增 2.2 万人，可能是与感恩节（11 月 24 日）等节假日的到来，带动相关的服务消费提

升有关；三是零售业、运输仓储业新增就业数持续为负，显示当前美国零售行业正在积极行动以应对经济增速的放缓。后续来看，我们认为美国新增非农就业数量仍会减少，但是下降斜率或将较为缓慢。一则12月份因圣诞节假期缘故，美国居民对于相关的休闲和酒店业的需求将会继续提升；二则疫情传播还未结束，相关的医疗服务需求还将有所保持。

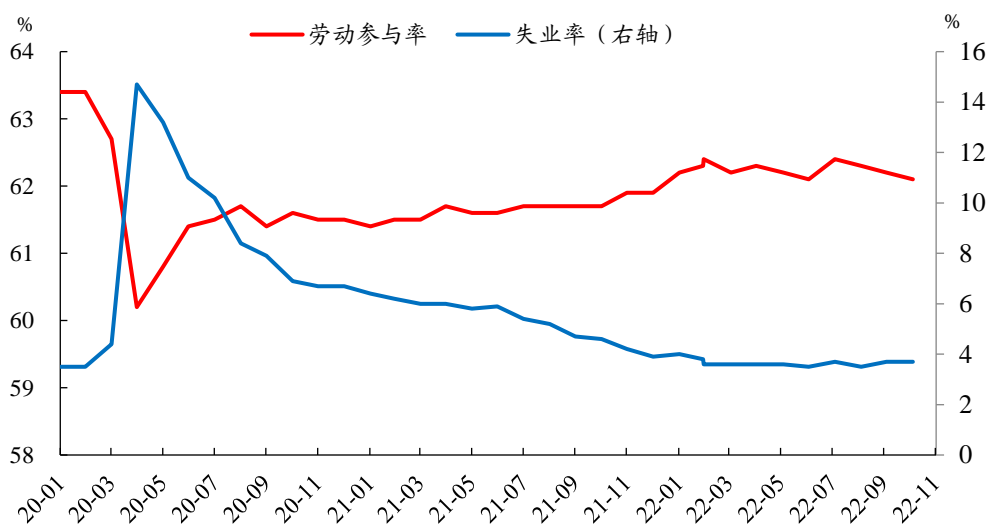
图2: 11月服务业构成新增就业的主要部分



数据来源: BLS、开源证券研究所

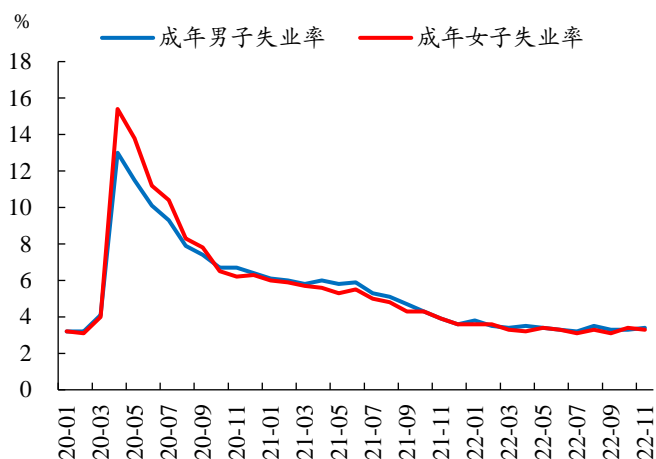
(2) **就业结构上**，11月各族裔及群体失业率有升有降，西班牙裔失业率下降较多。11月失业率录得3.7%，同10月持平，保持在历史较低位。劳动参与率62.1%，较10月回落0.1个百分点，低于市场预期。我们认为劳动力参与率持续低迷，显示当前美国劳动供给情况可能难有明显改观，用工紧张问题或将延续。各群体失业率方面：11月成年女性失业率为3.3%，较10月下降0.1个百分点；成年男性失业率上升0.1个百分点至3.4%。11月白人、黑人、亚裔、西班牙裔失业率分别为3.2%、5.7%、2.7%、3.9%，分别较10月持平、下降0.2、下降0.3、下降0.2个百分点。

图3: 11月劳动参与率下降，失业率与10月持平



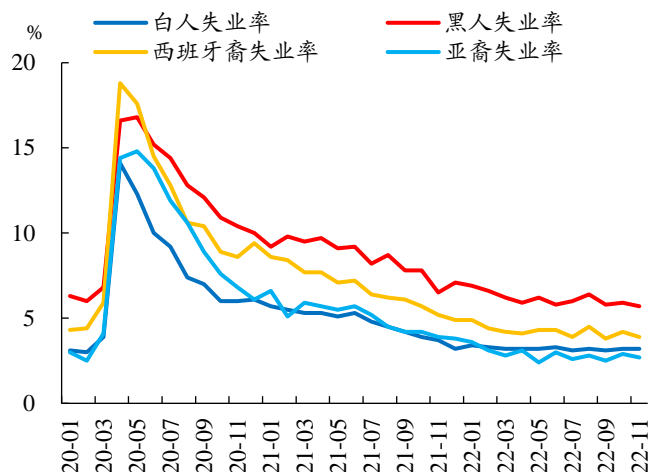
数据来源: BLS、开源证券研究所

图4: 11月成年男子失业率上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

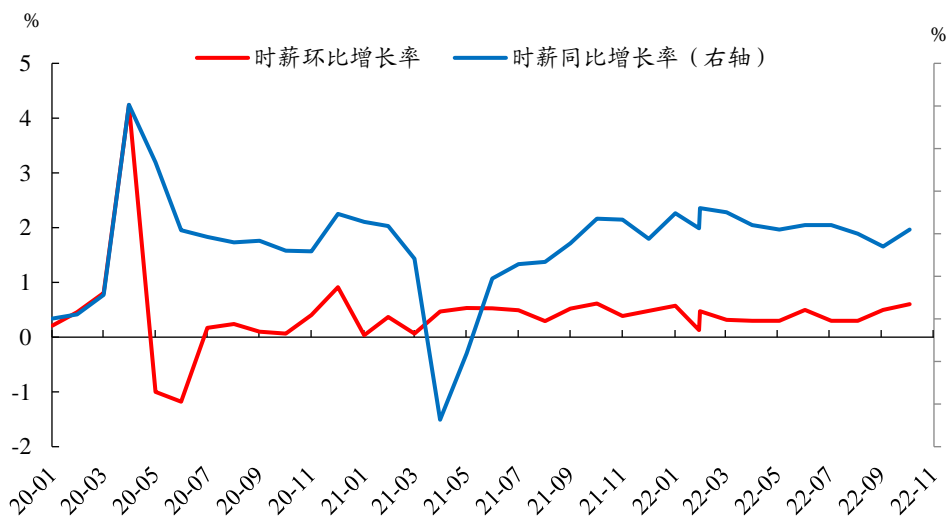
图5: 11月西班牙裔失业率下降较多



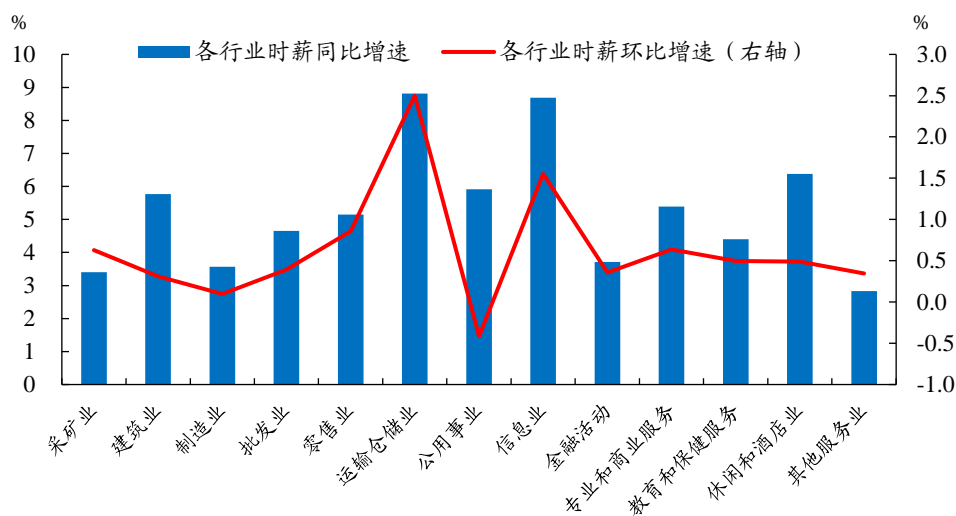
数据来源: Wind、开源证券研究所

(3) 薪资增长同比增速逆势上扬,“工资—通胀螺旋”可能再度升温。11月份平均时薪为32.82美金,同比增长5.1%,较10月上升0.4个百分点,高于市场预期的4.6%;环比上涨0.6%,增速较10月提升0.1个百分点;平均周工作时长为34.4小时,较10月下降0.1小时。结构上来看,11月休闲和酒店业、信息业、运输仓储业薪资同比增长较多,而休闲和酒店业、信息业占11月就业比重相对较多,因此11月薪资同比增速保持坚挺,甚至逆势上扬。往后看,我们认为服务业当前仍有一定的职位空缺,其工资水平预计仍将保持较快涨幅,随着节假日的不断到来,相关缺口可能扩大,在此情况下,美国“工资—通胀螺旋”升温的可能性再度提升。

图6: 11月时薪同比增长逆势上扬



数据来源: Wind、开源证券研究所

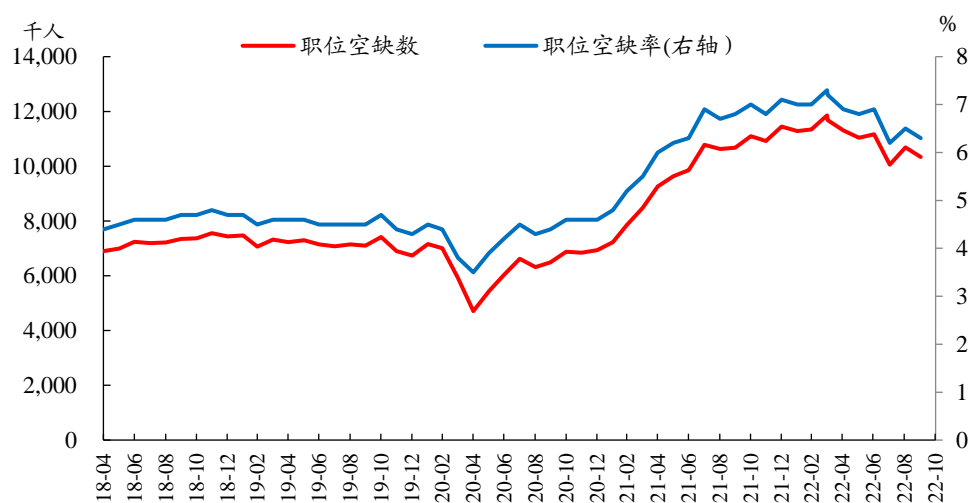
图7：11月零售业、休闲和酒店业薪资同比增速较快


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、美联储本轮加息终点或将“更高”

2.1、劳动力市场紧张态势未有明显缓解

我们曾指出，美国经济2022年以来逐步放缓，但尚未陷入衰退，就业作为滞后指标，因此表现出了较强的韧性。而就业市场屡超预期原因一是疫情仍未结束，带动健康护理等就业岗位持续增加；二是服务业的持续恢复。从10月份的LOJTS数据来看，目前职位空缺数为1033.4万人，较10月小幅减少35万人，职位空缺率亦下降0.2个百分点至6.3%，目前每个求职者对应约1.72个工作岗位，较10月略有缓解。但是我们需要看到，2022年以来职位空缺数常有反复，且从每个求职者对应的岗位数依旧较高来看，当前美国劳动力市场的紧张态势仍未有明显的改善。考虑到年底即将到来的节假日带来的服务业需求的提升，我们认为当前美国就业市场的火热状态或将持续，从而带来更强的薪资上涨的压力。

图8：11月职位空缺数与空缺率仍然较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、美联储可能提升本轮加息的终端利率

从 11 月份的就业数据来看，当前美国劳动力市场保持了较强的韧性，薪资同比增速的逆势上扬，对应着核心服务通胀的坚挺，从而对整体通胀起到较为明显的支撑作用。从美联储主席鲍威尔近期的发言来看，其较为合意的每月新增非农就业数量为 10 万左右，在此基础上薪资增长也将有所放缓，并与美联储合意的通胀水平相符合。但从近期就业数据来看，不仅新增就业数量超过美联储的期望值，薪资增速的逆势上扬也显示劳动力市场重归均衡还有很长的路要走。作为 12 月 FOMC 会议前的最后一份就业数据，我们认为当前的数据并不会改变 12 月份的加息幅度，但是可能会使得美联储更进一步提升本轮加息的终端利率，因劳动市场的韧性超出预期，可能会带动通胀难以顺畅回落。截至 12 月 3 日，利率期货显示美联储 12 月份加息 50bp 概率为 78.2%。

3、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn