

海外市场跟踪（第05期）

美国的“慢就业”与“快通胀”

■ 核心摘要

1、主题评论：美国的“慢就业”与“快通胀”。“就业”是现阶段美国财政和货币政策共同关注、且可能是最为关注的问题。拜登政府上台后力推的1.9万亿财政法案旨在“保就业”，美联储鸽派论调的基础也是“保就业”。

近期美国就业恢复整体仍然偏慢，即使2月非农数据好于预期。事实上，近三个月的新增非农平均值仅8万人、远低于疫情前水平（20万人），且2月非农就业仍有超过800万人的缺口。美国2月失业率为6.2%，低于疫情前水平（3.5%）以及鲍威尔所提及的关键水平（4.3%）。总结而言，目前美国就业市场尚未恢复至疫情前水平，而改善速度自2020年下半年起已经放缓。美国就业市场恢复之“慢”，与除就业外（领先指标、生产、消费、疫情等）经济指标恢复之“快”，形成了鲜明对比。

“慢就业”为何与其他经济指标所显示的“快复苏”背离？这一定程度上与美国大力度的财政补贴有关。2020年4月以来，美国个人政府社会福利收入月同比增幅约为疫情前水平的10倍，总收入增速是疫情前的2倍，但雇员报酬收入增速不及疫情前的1/2。同时，疫情后美国劳动参与率显著下降，但职位空缺率在2020年下半年以来已经上升至疫情前水平。因此，美国大规模居民补贴和失业救济有“过犹不及”之嫌，居民的就业意愿或被抑制，形成了“快复苏”背景下的“慢就业”现象。

“慢就业”最终带来的经济问题可能是“快通胀”。主要基于两层逻辑：一是，居民就业意愿不足，或导致阶段性“用工荒”，迫使企业进一步提高工资水平、生产成本与物价中枢。二是，“慢就业”可能释放“慢复苏”的错误信号，诱导政策盲目加码。而过度的政策刺激可能使就业恢复再降速，“强刺激”与“慢就业”形成恶性循环，进一步提升“快通胀”乃至经济滞胀的风险。对于资本市场而言，“快通胀”不仅可能促使美债收益率攀升、引发美股市场波动，还可能加剧市场对于美联储政策维持宽松的怀疑，使市场波动加剧乃至引发严重的金融风险，值得持续关注。

2、海外重点跟踪：1）美国参议院通过1.9万亿法案。预计未来一周将于众议院通过、并获拜登总统签署生效。截至目前，美国经济已经出现了良性变化，但是即将签署的法案（虽在细节上有所调整）仍维持了1.9万亿的超大规模。我们认为，美国政策刺激过度与经济过热的风险正在上升。**2）海外疫情与疫苗跟踪。**截至3月7日，全球平均每天接种765万剂，美国近一周平均每日接种216万剂。据Bloomberg测算，照此速度，美国仍需要6个月的时间，才能让75%的人群每人接种2剂疫苗。

3、全球资产表现：全球股市——大部分市场温和回暖，美股再经历大幅波动。美股扰动主要发生在3月3-4日，主因仍是美债收益率攀升。近期美股风格切换值得关注，一方面是成长板块的高估值属性使其在美债利率攀升之际更显脆弱，另一方面是近期以金融和能源为代表的周期板块逆势上涨。纳指连跌三周后，市值已蒸发1.6万亿美元。**全球债市——美债收益率继续回升，大部分债市回暖。**3月5日，10年期美债收益率收于1.56%，创自2020年2月19日以来的新高。美联储官员已经开始关注债券市场的波动，但整体态度仍是“乐见美债利率上行”。美联储布拉德称，通胀水平一段时间处于2.5%是可以接受的。**商品市场——油价继续上涨，金属价格下降。**近期国际油价上涨主要由供给侧的消息主导。“铜博士”价格触顶回落。**外汇市场——美元阶段性走强的逻辑显现。**3月5日美元指数收于91.997、接近92关口，为近三个月以来的最高。可能原因：1）1.9万亿法案落地+疫情改善，美国经济复苏加速；2）美债收益率攀升，市场对于美联储提前收紧政策（加息）的预期有所加强；3）美欧经济与政策力度的差距仍在扩大，历史上美欧之间的“经济差”扩大是美元指数走强的重要驱动力。

风险提示：病毒变异与影响超预期，疫苗效用与推广不及预期，美联储货币政策变化超预期。

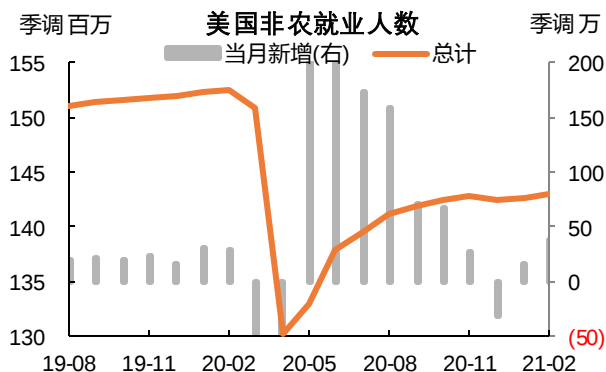
一、主题评论：美国的“慢就业”与“快通胀”

“就业”是现阶段美国财政和货币政策共同关注、且可能是最为关注的问题。拜登政府上台后力推的 1.9 万亿财政法案，重点在于为居民提供充足的失业救济、以及在失业情况严峻的背景下通过直接发钱以保障居民的生活起居。近期美国财长耶伦表达了一个十分明确的观点：判断财政刺激计划成功与否，须看美国失业率是否能快速恢复到疫情前的水平。这说明，拜登政府对疫情冲击后美国就业形势高度重视，这也是其急于实施大规模财政刺激的关键原因。美联储方面，近期鲍威尔多次强调就业恢复的不确定性，“就业”是其鸽派论调的重要基础。此外，鲍威尔在国会发言时明确表示，未来加息的必要（非充分）条件是“失业率降至 4.3% 以下、通胀水平与通胀预期超过 2%”。注意到，近期 5 年期 TIPS 隐含的通胀预期已达 2.5%，而由于基数原因今年美国通胀水平达到 2% 并不难，叠加美联储推出“平均通胀目标制”以给予通胀更多容忍，这些均意味着，“就业”在美国货币政策决策框架中正在扮演更重要的角色。

近期美国就业恢复整体仍然偏慢，即使最新非农数据好于预期。

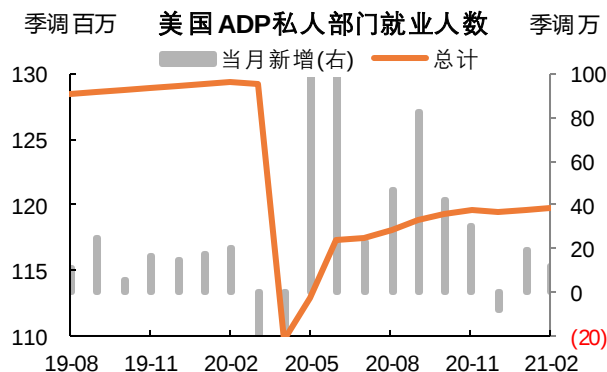
3 月 5 日公布的非农数据显示，美国 2 月新增非农就业人口为增加 37.9 万人，预期增加 20 万人，被市场称为“远超预期”。但需注意，看似超预期的非农数据并非意味着美国就业形势已经快速恢复。2 月非农增幅较大的背景是，其前两个月非农数据较差，2020 年 12 月和 2021 年 1 月的新增非农分别为 -30.6 万和 6.6 万，近三个月的新增非农平均值仅 8 万人，而疫情前（以 2019 年 3 月至 2020 年 2 月的数据为例）每月新增非农平均为 20 万人左右。如果看总数，疫情前非农就业总数在 1.51 亿人以上，而 2 月该数字仅为 1.43 亿人，仍有超过 800 万人的就业缺口（图表 1）。如果看“小非农”数据，3 月 3 日公布的美国 2 月 ADP 就业人数为增加 11.7 万人，低于预期的 20 万人和前值 17.4 万人。不仅增幅不及预期，从总数看，2 月 ADP 私人部门就业总数与疫情前保持着约 1000 万人的差距（图表 2）。

图表1 美国 2 月非农就业总数比疫情前约少 800 万



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 美国 2 月 ADP 就业总数比疫情前约少 1000 万

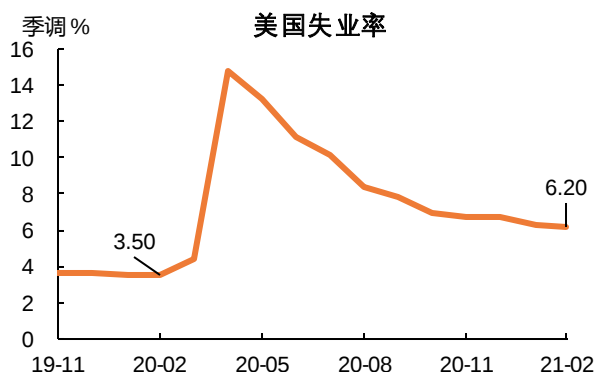


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3 月 5 日公布的美国 2 月失业率为 6.2%，仅比前值少了 0.1 个百分点，无论是与疫情前水平（3.5%）比较，还是与鲍威尔所提及的关键水平（4.3%）比较，目前失业率水平仍高且改善速度缓慢（图表 3）。每周更新的美国持续领取失业金人数仍高于疫情前水平，且下降势头不足（图表 4）。

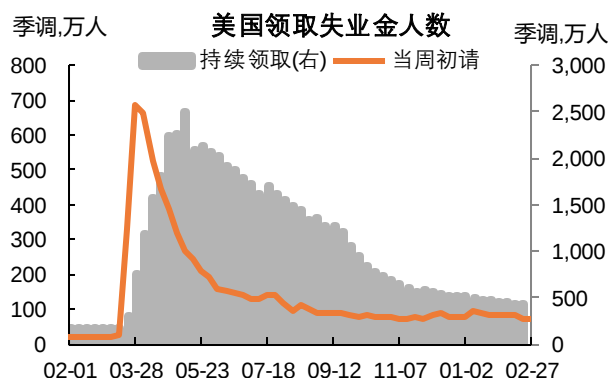
总结而言，目前美国就业市场尚未恢复至疫情前水平、且差距显著，而改善速度自 2020 年下半年起就已经明显放缓。

图表3 美国失业率仍然高企、改善速度缓慢



资料来源: Wind, 平安证券研究所

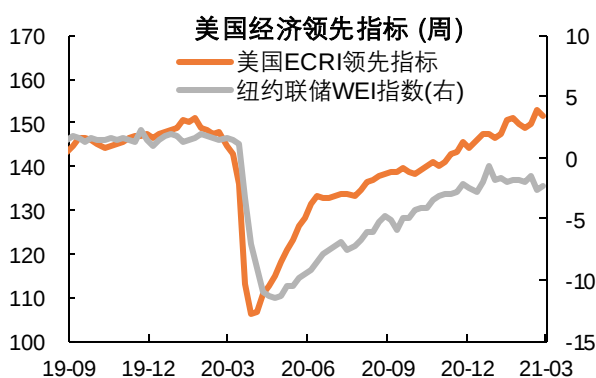
图表4 美国持续领取失业金人数仍高于疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

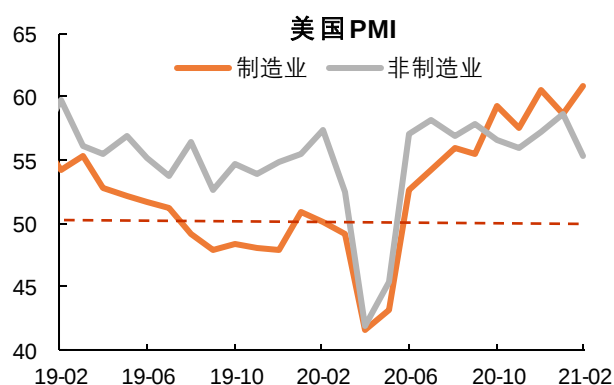
美国的“慢就业”是否意味着经济的“慢复苏”？似乎不然。美国除就业外的一系列经济指标都指向经济的快速复苏。美国经济领先指标快速恢复，ECRI 领先指标在 2020 年 12 月已经基本恢复至疫情前水平并保持高位，纽约联储 WEI 指数虽暂未达到疫情前水平、但与之差距不大（图表 5）。美国生产活动已经强势恢复，制造业和非制造业 PMI 自 2020 年 6 月已经回升至枯荣线 50 点上方，其中表现更好的制造业 PMI 甚至连续超过疫情前水平（图表 6）。美国消费活动亦快速恢复，零售销售数据自 2020 年 6 月保持同比正增长（图表 7）。美国疫情在拜登上台后迅速改善，目前新增确诊数（7 日中心移动平均）已降至 7 万人以下，比 2021 年 1 月的高点下降了四分之三（图表 8）。美国就业市场恢复之“慢”，与美国领先经济指标恢复、生产和消费活动恢复、以及疫情改善与疫苗推广速度之“快”，形成了鲜明对比。

图表5 美国经济领先指标快速恢复



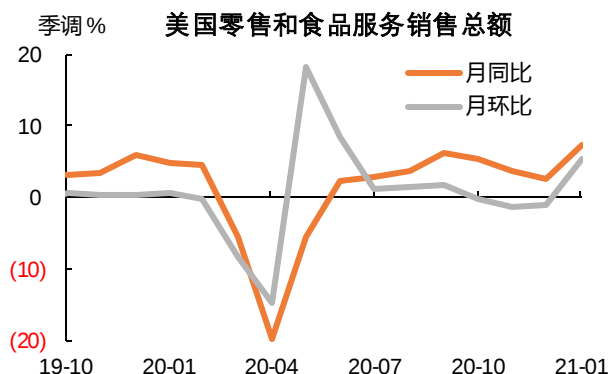
资料来源: Wind, 纽约联储, 平安证券研究所

图表6 美国 PMI 自 2020 年 6 月已回升至枯荣线上方



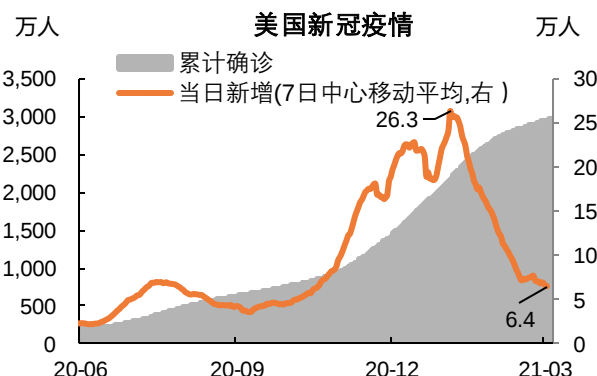
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 美国零售数据自 2020 年 6 月保持同比正增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国新增确诊数快速下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

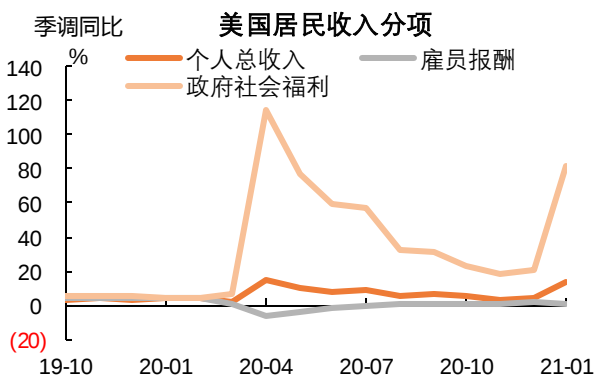
“慢就业”为何与其他经济指标所显示的“快复苏”背离？我们认为，这一定程度上与美国大力度的财政补贴有关。

2020 年特朗普政府的第一轮财政计划包含 2680 亿美元失业补助，法案实施后，其补贴力度一度引发争议，例如美国独立调查网站 FiveThirtyEight 在 2020 年 5 月的报告中指出，68% 的失业者能从政府得到超过其失业前工资的补助。而特朗普第二轮财政法案为失业保障池增蓄 1200 亿美元。

从数据上看，归功于美国的几轮财政刺激，2020 年 4 月至 2021 年 1 月期间，美国个人政府社会福利收入月同比增幅平均为 51%，约为疫情前水平的 10 倍。大幅增长的福利收入引发两个“怪相”：一方面，疫情后的美国居民比原来更“有钱”了，2020 年 4 月至 2021 年 1 月期间，美国个人总收入月同比增幅平均接近 8%，约为疫情前水平的 2 倍。另一方面，美国个人雇员报酬收入同比水平却不及疫情前，2020 年 3 月以来，该数字最高不超过 1.5%，而疫情前水平约为 4% 左右（图表 9）。进一步观察劳动力市场，可以发现，疫情后美国劳动参与率显著下降，与疫情前保持着 2 个百分点的差距，对应着约 400 万人退出了劳动力市场，但职位空缺率在 2020 年下半年以来已经上升至疫情前水平（图表 10），这意味着“慢就业”的原因并非就业机会的缺乏、更可能是就业意愿不足。

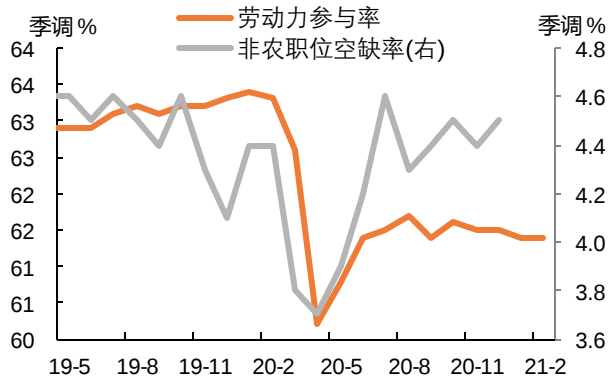
至此，我们的逻辑进一步得到验证：美国大规模财政计划的居民补贴和失业救济有“过犹不及”之嫌，居民的就业意愿或被抑制，形成了“快复苏”背景下的“慢就业”现象。

图表9 美国居民福利收入大幅增长、雇员报酬收入不足



资料来源: Wind, 平安证券研究所

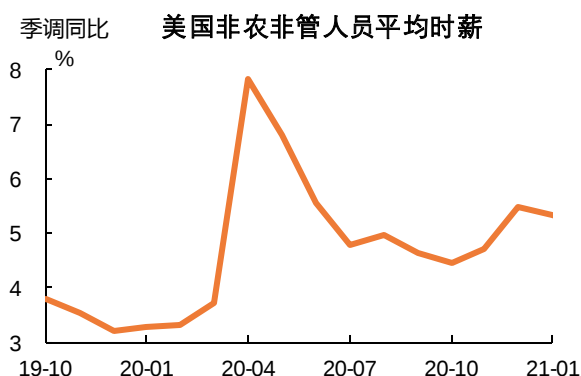
图表10 美国劳动参与率下降、职位空缺率却高企



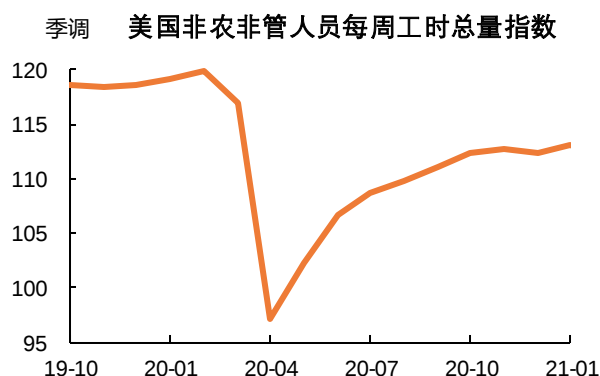
资料来源: Wind, 平安证券研究所

“慢就业”最终带来的经济问题可能是“快通胀”。这一判断主要基于两层逻辑：一是，居民就业意愿不足、大量人口退出劳动力市场，或导致阶段性“用工荒”，继而迫使企业进一步提高工资水平。这一逻辑，我们在前期报告《2021年美国通胀前瞻：三个角度》中作了详细阐述。目前从数据看，疫情后美国时薪增速水平已经抬升（图表 11），而员工工时总量水平有所下降（图表 12），足以体现当前美国劳动力市场供给偏紧。需注意的是，工资水平历来是“易升难降”，即工资增长一旦加快则可能长期持续并推升整体通胀。

图表 11 疫情后美国时薪增速水平抬升



图表 12 疫情后美国员工工时总量水平下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是，“慢就业”可能向政府和市场释放“慢复苏”的错误信号，容易诱导政策盲目加码，提升政策刺激过度 and 未来经济过热的风险。正如上文所述，一方面，在“慢就业”背景下，美国财政刺激即将加码、美联储表态持续偏鸽。另一方面，我们或已有足够理由怀疑美国财政和货币政策在“保就业”方面的精准性和有效性，过度的政策刺激更可能使就业恢复再降速，“强刺激”与“慢就业”形成恶性循环，进一步提升“快通胀”乃至经济滞胀的风险。未来一段时间，随着拜登 1.9 万亿法案落地，“慢就业”、“强刺激”与“快通胀”三者之间的相互作用及其背后的风险，格外值得关注。

对于资本市场而言，“快通胀”或加剧市场对于美联储政策维持宽松的怀疑、继而加剧市场波动。假设未来一段时间，美国就业恢复仍然缓慢、与美国财政与货币政策的目标仍保持差距，但通胀预期乃至实际通胀水平超预期走高（例如上升至 2.5% 甚至 3% 以上），届时美债收益率或攀升至 2013-2014 年水平（2.5-3%），“股债跷跷板”效应下，容易引发美股市场大幅波动、甚至引发较严重的金融市场动荡。美联储货币政策的天平一端是“慢就业”、另一端是“快通胀”，货币政策的松紧将极难平衡。退一步而言，就算美联储选择保持鸽派以“保就业”，市场对于美联储政策取向的怀疑与担忧，亦可能进一步导致市场波动加剧。因此，美国就业形势与通胀水平的进一步演绎，值得持续关注。

二、海外重点跟踪

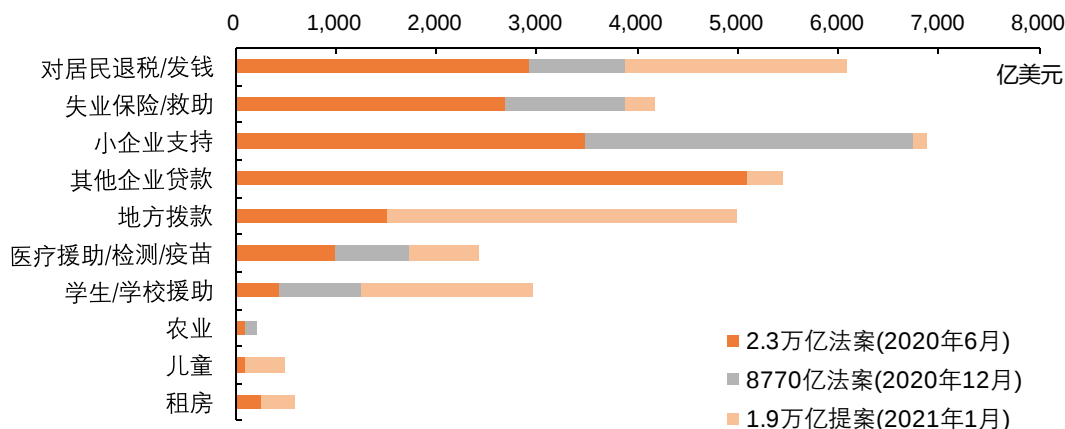
美国：参议院通过 1.9 万亿法案

美国时间 3 月 6 日，美国参议院以 50 票比 49 票通过了一份略有修改的法案，由于法案有所变动，预计 3 月 9 日（周二）众议院将重新投票，预计 3 月 14 日前将由拜登总统正式签署。从众议院到参议院，经历了一些变化：1）有关最低工资调整的内容（时薪从 7.25 美元提高到 15 美元）未被纳入参议院最终审批的法案；2）每周失业救济金从 400 美元下调至 300 美元，但福利截止日期从今年 8 月 29 日延长至 9 月 6 日；3）缩小了 1400 美元现金支票发放的人群范围，包括年收入上限由 10 万美元调低至 8 万美元、家庭年收入上限由 15 万美元调低至 12 万美元、联合申报人年收入上限由 20 万美元调低至 16 万美元。

我们在前期报告《2021 年美国通胀前瞻：三个角度》中指出，无论是纵向比较（与金融危机后奥巴马 7870 亿法案）、横向比较（2020 年美国“财政礼包”占 GDP 比重为 16.7%，显著高于发达国家 12.7% 的平均水平）还是与产出缺口比

较（1.9万亿占2019年美国GDP比重为8.9%，而OECD预测2021和2022年美国产出缺口分别为4.6%和3%），如此大规模的财政计划似乎都超过了“必要”水平。此外，拜登法案的大头（约1万亿美元）用于直接或间接支持美国居民（图表13），法案于今年1月首次提出，其背景是2020年底美国疫情反扑，就业与消费复苏步伐放缓。然而，截至目前美国经济已经出现了良性变化，美国消费已经开始恢复、就业亦有转好趋势。然而，即将签署的法案（虽在细节上有所调整）仍维持了1.9万亿的超大规模。我们认为，美国政策刺激过度与经济过热的风险正在上升，需提高警惕。

图表13 对比美国于疫情后提出的财政刺激法案，拜登1月提出的1.9万亿计划更侧重于补贴居民



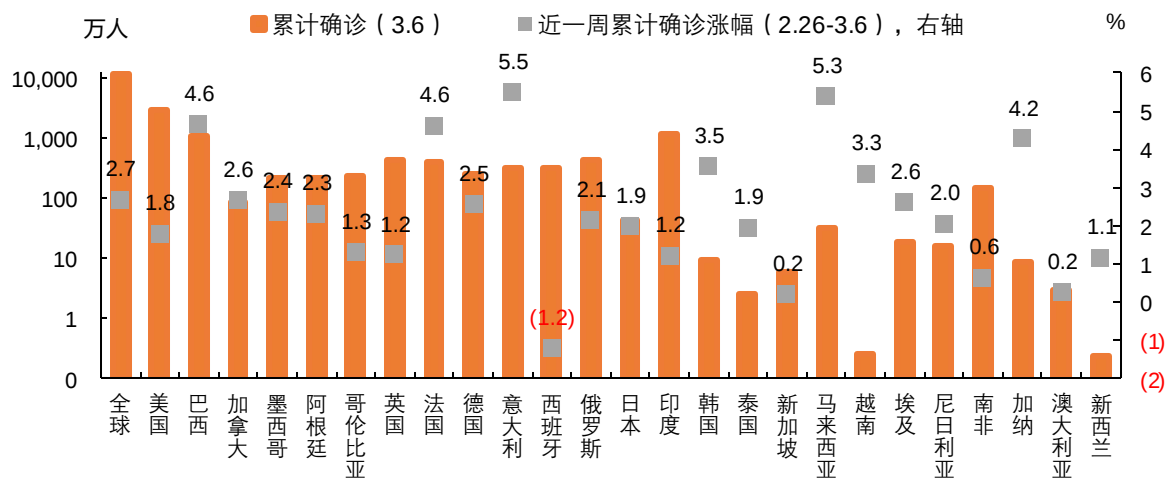
资料来源: IMF, NCSL, The Washington Post, CNN, 平安证券研究所

注：图中类别并非法案涉及的所有类别；可获得补贴的居民人数按照 The Washington Post 提供的数据（1.58 亿人）推算

海外疫情与疫苗跟踪：疫苗接种再提速

截至2021年3月6日，全球新冠累计确诊近1.17亿人，近一周全球累计确诊增长2.7%，前值2.4%。近一周，累计确诊增长最明显的国家是意大利（5.5%，前值3.9%）、马来西亚（5.3%，前值6.5%）、法国（4.6%，前值4.2%）和巴西（4.6%，前值3.7%）。英国和美国作为疫苗接种“领跑国”，累计确诊增速分别为1.2%和1.8%，明显低于全球水平且保持下降趋势。在多个欧洲国家疫情状况有所恶化时，西班牙近一周累计确诊已为负增长（-1.2%，前值1.7%）（图表14）。

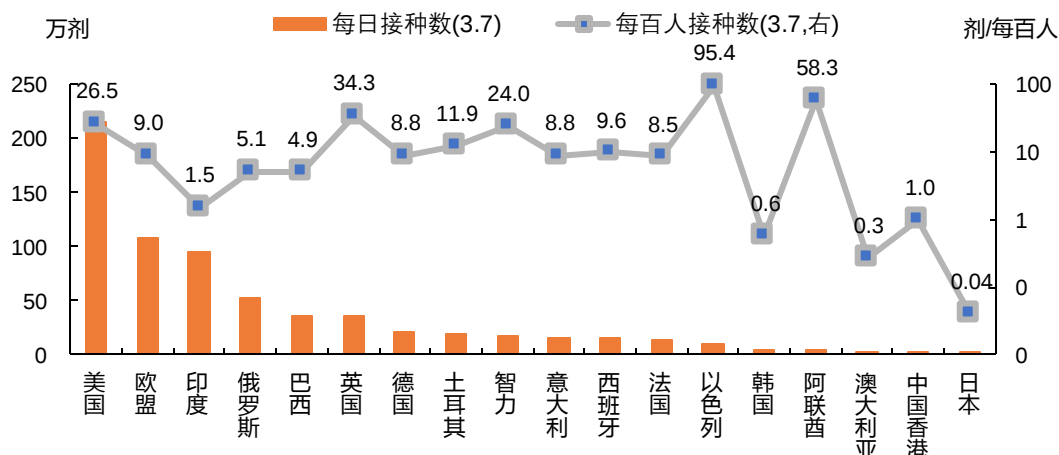
图表14 近一周各国新冠疫情发展情况一览（截至3月6日）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

据 Bloomberg 统计，截至北京时间 3 月 8 日，全球已经有 111 个国家接种了近 3 亿剂疫苗，全球平均每天接种 765 万剂（前一周为 617 万剂），疫苗接种重新提速。其中，美国已经注射超过 8790 万剂疫苗，近一周平均每日接种 216 万剂（前一周约 150 万剂），每百人接种数达 26.5。强生疫苗投入使用后，美国疫苗推广再一次明显提速。据 Bloomberg 测算，照此速度，美国仍需要 6 个月的时间，才能让 75% 的人群每人接种 2 剂疫苗。但考虑到疫苗接种速度仍可加快、且强生疫苗只需接种 1 剂，预计美国实现“群体免疫”将快于这一测算。欧盟累积接种近 4000 万剂、每百人接种数达 9.0，英国每百人接种数达 34.3。日韩疫苗接种于上周起步（每百人接种数仅 0.02），但近一周韩国（每百人接种数达 0.6）接种速度明显领先日本（每百人接种数仅 0.04）（图表 15）。

图表 15 海外新冠疫苗接种进度一览（截至 3 月 7 日）



资料来源: Bloomberg (数据获取日为北京时间 3 月 8 日), 平安证券研究所

三、全球资产表现

全球股市——大部分市场温和回暖，美股再经历大幅波动

近一周（截至 3 月 5 日），全球股指涨跌互现，美中成长板块领跌，大部分市场温和回暖。主要股指中，表现较好的是俄罗斯 RTS、英国 FT100 和富时东盟 40 指数，周涨幅均超 2%。美国纳指（-2.1%）、中国创业板指（-1.4%）和沪深 300（-1.4%）领跌，A 股继前一周的大跌后仍未“缓过神”。美股和 A 股中的成长板块继续跑输周期板块。

美股方面，扰动主要发生在 3 月 3-4 日，主因仍是美债收益率攀升。标普 500 波动率指数（VIX）显示，2 月 25 日以来美债利率的几次上涨均加剧了市场恐慌（图表 18）。近期美股风格切换值得关注，一方面是成长板块的高估值属性使其

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_17678

