

2021 年 08 月 22 日

宏观研究团队

不要低估美国经济的韧性

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaowei1@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

7 月以来，美债利率及部分商品价格的回落，引发市场对美国经济大幅下滑的担忧。美国经济真实的动能如何？本文从就业市场出发、对此作出全面剖析，供参考。

● 美国经济现状：就业表现指向经济增长动能强劲

作为美国经济的“晴雨表”，美国就业市场年初以来持续加速修复。1 月以来，美国非农新增就业月均达到 61.7 万人，远高出 2017 年至 2019 年的均值水平。就业总量高增的同时，美国就业质量也大幅提升，临时工占比持续下滑。高景气的就业市场，源源不断地吸引着美国居民重返劳动力市场，劳动参与率大幅反弹。尽管就业加速修复、但仍未能充分满足美国强劲的内需需要，美国企业遭遇了有史以来最严重的“用工荒”。1 月至今，美国企业的职位空缺数持续上升，并自 2 月起连续 4 个月刷新历史新高。职位空缺数高企背后，反映了美国就业的修复速度仍未能充分满足内需需要。为缓解“用工荒”，美国企业不得不大幅加薪招人。

● 就业市场，释放的经济信号：疫情等干扰了不同部门修复进程

美国部分服务业、政府部门就业修复相对缓慢，反映了疫情的扰动持续存在。虽然总量就业表现亮眼，但美国不同行业之间的就业修复存异。其中，出租车、机场后勤、海运、博物馆、KTV 等对病毒暴露风险较大的行业，就业修复明显更慢。不仅如此，疫情也持续拖慢了政府部门中教育、交运等相关岗位的就业修复。

美国女性劳动参与率持续低企、影响整体就业及经济表现背后，是疫情及防疫政策等导致很多中小学未能复课。3 月至今，尽管重返劳动力市场的美国居民大幅增加，但女性劳动力参与率仅由 56.2% 小幅升至 56.4%。女性劳动力未能明显增加背后，或与美国近一半的学区未能正常复课、导致妈妈们必需照顾小孩有关。

● 就业修复前景，对市场影响：就业修复进一步加快、推动美联储加速转鹰

伴随着疫苗接种重新提速、疫情逐步可控，美国就业修复或将进一步加快。7 月中旬以来，美国前期疫苗接种率低、新一波疫情集中爆发所在的共和党州，疫苗接种重新提速。结合英国等抗疫经验，大规模疫苗接种将帮助美国走出疫情、经济活动加速恢复正常。受益于疫情改善带动交运、娱乐、政府教育等就业，以及帮助学校复课、推高女性劳动参与率，美国就业未来修复速度有望进一步加快。

以史为鉴，就业修复趋势加快下，需警惕美联储政策立场加速转鹰、引发资本市场波动加大。一直以来，美联储都将就业的修复进程，作为自身政策立场转向的核心考量因素。本轮周期，中性情形下，美国前期因疫情而萎缩的就业，有望在 2022 年初恢复至 100%。参照历史经验，美联储将随之具备退出 QE 及准备启动加息的基础。考虑到大部分资产估值较贵，美联储越快转鹰，市场波动可能越大。

● 风险提示：病毒变异导致疫苗失效等。

相关研究报告

《宏观经济点评-信用“收缩”远未结束》-2021.8.11

《宏观经济专题-从大历史观，看通胀演绎》-2021.8.11

《宏观经济点评-货币政策的“稳字当头”》-2021.8.10

目 录

1、 周度专题：不要低估美国经济的韧性——来自就业市场的证据	4
1.1、 美国经济现状：就业表现指向经济动能强劲	4
1.2、 就业市场，释放的经济信号：疫情等干扰不同部门修复进程	6
1.3、 就业未来修复前景，对市场影响：就业修复或将进一步加快，并可能使美联储更加鹰派、加大市场波动	9
2、 大类资产回溯：全球主要股指普跌	13
3、 重点关注：美国 7 月核心 PCE 物价指数	15
4、 数据跟踪：美国 7 月零售销售环比降幅超预期	15
4.1、 美国数据	15
4.1.1、 美国 7 月零售销售环比降幅超预期，主要受零售分项下降影响	15
4.1.2、 美国 7 月工业产出环比高于预期，采矿业、制造业、建筑业产出环比均改善	16
4.1.3、 美国 7 月新屋开工总数低于预期，营建许可总数高于预期	16
4.1.4、 当周 EIA 原油库存继续去化，当周初请失业金人数持续下降	17
4.2、 欧洲数据	17
4.2.1、 欧元区 2 季度 GDP 终值下修，7 月 CPI 同比创 2018 年 10 月以来新高	17
5、 风险提示	18

图表目录

图 1： 美国就业市场是经济的“晴雨表”	4
图 2： 年初以来，美国月均非农新增就业超 60 万人	4
图 3： 因为经济原因而从事临时工的人群占比下滑	5
图 4： 其中，因为开工不足而从事临时工的人群占比下滑	5
图 5： 近期，越来越多的居民重返劳动力市场	5
图 6： 近期，美国劳动力参与率上升，失业率下降	5
图 7： 美国职位空缺数接连刷新历史新高	6
图 8： 美国主要行业的职位空缺数远超疫情前水平	6
图 9： 美国在岗劳动力的工作强度持续高企	6
图 10： 美国劳动力平均时薪环比高于历史同期均值	6
图 11： 美国就业恢复率已达到 75%	7
图 12： 交运仓储行业中，出租车等就业恢复缓慢	7
图 13： 美国报纸书刊出版、博物馆动物等就业恢复缓慢	7
图 14： 美国交运设备、纺织等制造业就业，修复进程普遍慢于木制品、电子电气设备、化工等行业	7
图 15： 交运设备、纺织等行业的产能利用率较低	8
图 16： 木制品、电子电气设备等行业的产能利用率较高	8
图 17： 美国州和地方政府的就业，恢复较为缓慢	8
图 18： 美国女性劳动参与率持续低企	9
图 19： 截至 8 月 20 日，美国仅有一半的学区正式复课	9
图 20： 美国疫苗接种重新提速	9
图 21： 疫情反弹的共和党州，疫苗接种速度大幅提升	9
图 22： 参考英国、印度经验，美国有望迎来疫情拐点	10
图 23： 8 月下旬起，美国剩余 50 个学区也将陆续迎来开学季	10
图 24： 越来越多的劳动力回归，叠加经济增长势能强劲、企业招工需求旺盛，美国就业有望恢复至疫前水平以上	11
图 25： 2021 年 4 月至 7 月，美国月均新增就业约 70 万	11

图 26:	美国整体就业有望在 2021 年初恢复疫情前水平.....	11
图 27:	参考历史, 就业修复进程对美联储政策立场往往影响较大.....	12
图 28:	全球主要权益市场的估值多处于历史高位	13
图 29:	当周, 美元上涨, 欧元、英镑下跌	13
图 30:	当周, 美元指数上涨	13
图 31:	当周, 主要国家 10Y 国债收益率普遍下行.....	14
图 32:	当周, 10Y 美债收益率震荡下行	14
图 33:	当周, 全球主要股指普遍下跌	14
图 34:	当周, 纳斯达克、恒指双双下跌	14
图 35:	当周, WTI、Brent 原油价格双双大跌	15
图 36:	当周, COMEX 黄金价格上涨.....	15
图 37:	美国 7 月零售销售环比降幅超预期	16
图 38:	主要分项中, 零售、食品服务环比双双回落	16
图 39:	美国 7 月工业产出环比高于预期	16
图 40:	其中, 采矿业、制造业、建筑业产出环比均改善.....	16
图 41:	美国 7 月新屋开工、营建许可总数表现分化	17
图 42:	美国 8 月 NAHB 房地产市场指数低于预期.....	17
图 43:	美国当周 EIA 原油库存继续去化.....	17
图 44:	美国当周初请失业金人数持续下降	17
图 45:	欧元区 2 季度 GDP 终值下修	18
图 46:	欧元区 7 月 CPI 同比创 2018 年 10 月以来新高	18
表 1:	就业修复加快下, 已经有越来越多的美联储官员开始吹风 Taper, 甚至提前为加息操作“预热”	12
表 2:	海外重点数据发布日期情况	15

1、周度专题：不要低估美国经济的韧性——来自就业市场的证据

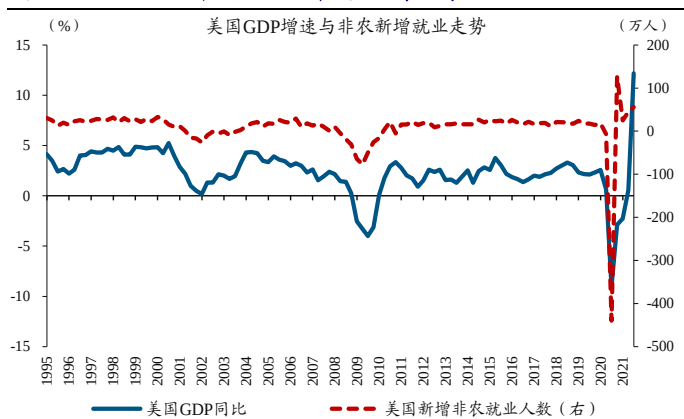
事件：年初以来，美国就业市场快速修复，月均非农新增就业超过 60 万人。

资料来源：Wind、BLS

1.1、美国经济现状：就业表现指向经济动能强劲

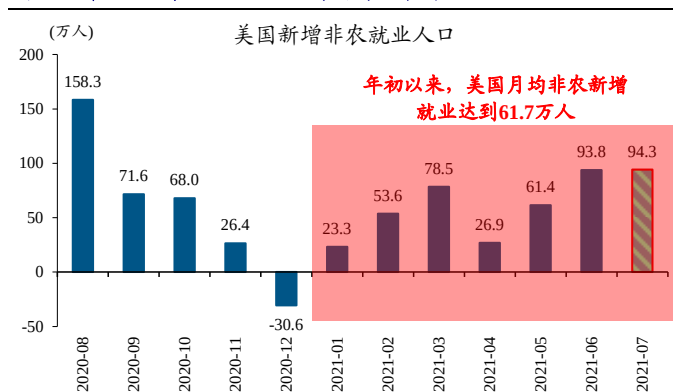
作为经济的“晴雨表”，美国就业市场年初以来持续加速修复，月均非农新增就业超过 60 万人。历史经验显示，美国就业市场的起伏，可以很好地反映美国经济的景气波动。比如，2020 年疫情爆发后，随着政府实施“封锁”措施，大部分经济活动陷入停滞，美国非农就业人数在 2 个月内大幅减少了 2153 万人，占总就业人数的比重高达 15 个百分点。与之相反，2021 年以来，伴随着疫情形势稳定、各州有序推动各类经济活动解封，美国非农就业持续加速修复。1 月至 7 月，非农新增就业月均达到 61.7 万人，远远高出了 2017 年至 2019 年的均值水平。

图1：美国就业市场是经济的“晴雨表”



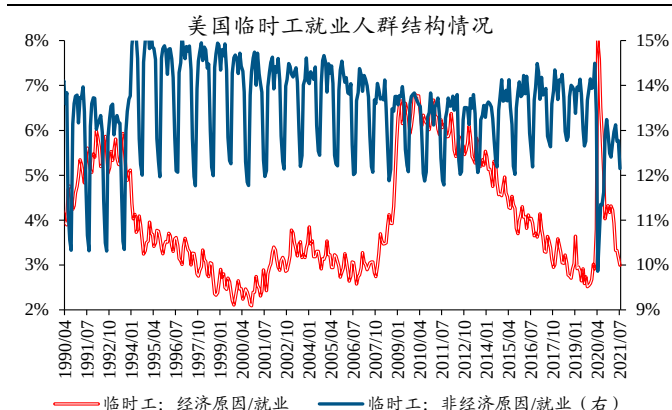
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：年初以来，美国月均非农新增就业超 60 万人

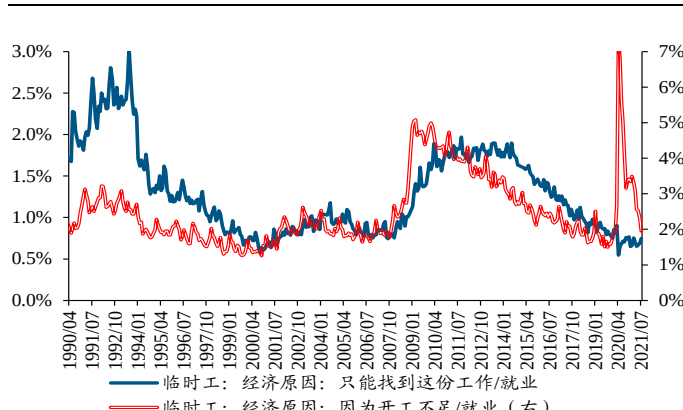


数据来源：Wind、开源证券研究所

不仅就业总量高增，美国就业质量也大幅提升，临时工占比持续下滑。美国就业群体，可以分为全职就业者和临时工。回溯历史，美国经济处于高景气状态时，就业群体中，全职就业者占比往往大幅抬升，临时工占比则持续下滑；相反，美国经济景气持续下滑时，临时工占比一般显著上升。2020 年疫情爆发后，伴随经济回落，美国临时工占比大幅抬升，并刷新了历史新高。与 2020 年不同的是，当下美国就业群体中，临时工占比持续大幅下滑。不仅如此，临时工群体中，因企业开工不足等而只能获得临时性工作的就业者占比骤降，进一步表明美国经济活动正在加速恢复。

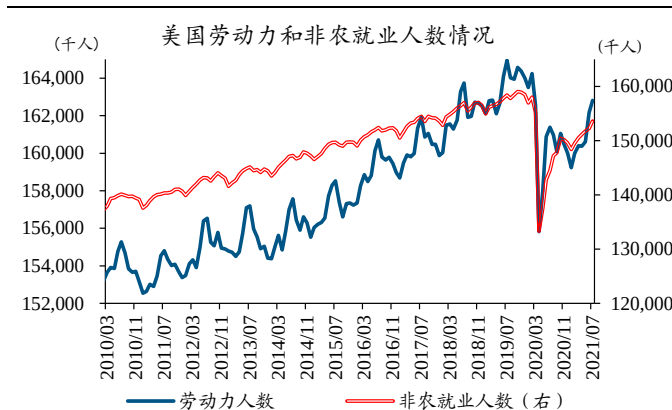
图3：因为经济原因而从事临时工的人群占比下滑


数据来源：BLS、开源证券研究所

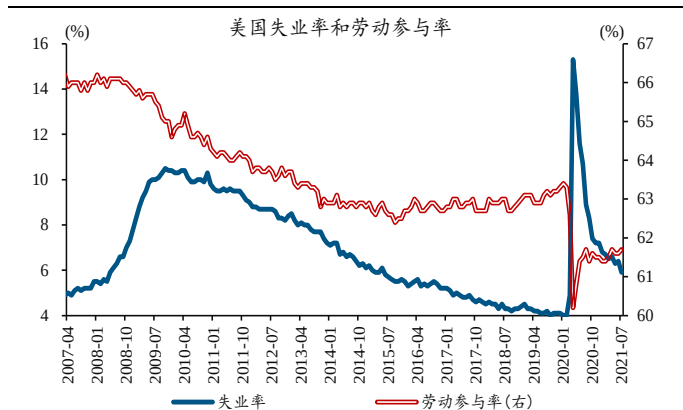
图4：其中，因为开工不足而从事临时工的人群占比下滑


数据来源：BLS、开源证券研究所

高景气的就业市场，源源不断地吸引着美国居民重返劳动力市场，劳动参与率大幅反弹。1月至今，美国劳动力人数“止跌反弹”，由1.59亿人持续增长至1.63亿人。1.63亿的劳动力人数，与疫情前水平，仅差了不到142万人，抹平差距“指日可待”。高景气的就业市场，在吸引越来越多的居民回归劳动力市场的同时，还成功“压低”了失业率，后者在前7个月由6.3%持续回落至5.4%。从最新的调查数据来看，受益于绝佳的就业状况，美国求职者的心态变得越来越积极。

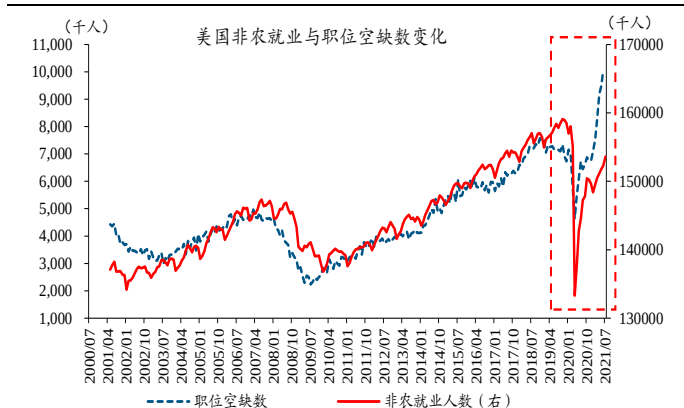
图5：近期，越来越多的居民重返劳动力市场


数据来源：Wind、开源证券研究所

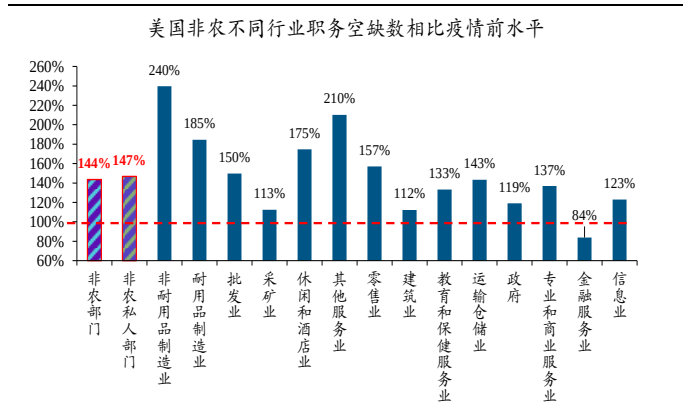
图6：近期，美国劳动力参与率上升，失业率下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

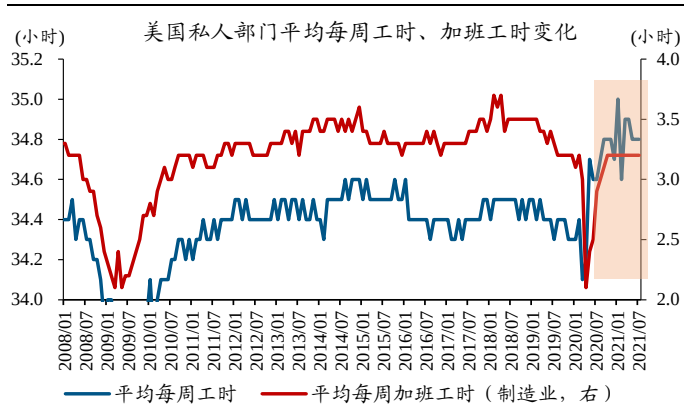
值得注意的是，尽管找工作的劳动力加速增长，但受美国内需增长势能强劲影响，美国企业依然遭遇了有史以来最严重的“用工荒”。美国劳工统计局公布的职位空缺数数据，可以直接反映企业的用工情况，职位空缺数越高、企业用工越紧张。1月以来，虽然重返劳动力市场的美国居民加速增长，但美国的职位空缺数同步大幅抬升，并自2月起连续4个月刷新历史新高。职位空缺数高企背后，反映了美国就业的修复速度，一直没有能充分满足美国内需扩张的需要。为了缓解“用工荒”，美国企业不得不大幅加薪招人，劳动力平均时薪环比增速持续位居历史同期高位。

图7：美国职位空缺数接连刷新历史新高


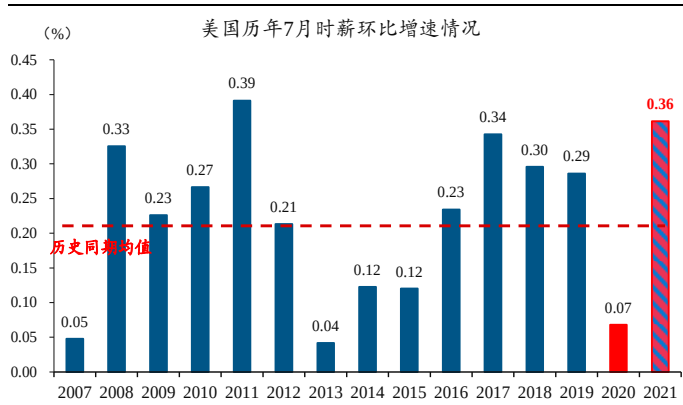
数据来源：Wind、BLS、开源证券研究所

图8：美国主要行业的职位空缺数远超疫情前水平


数据来源：Wind、BLS、开源证券研究所

图9：美国在岗劳动力的工作强度持续高企


数据来源：Wind、开源证券研究所

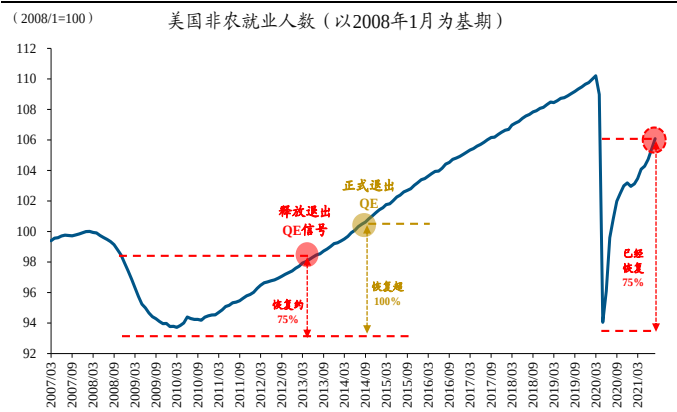
图10：美国劳动力平均时薪环比高于历史同期均值


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、就业市场，释放的经济信号：疫情等干扰不同部门修复进程

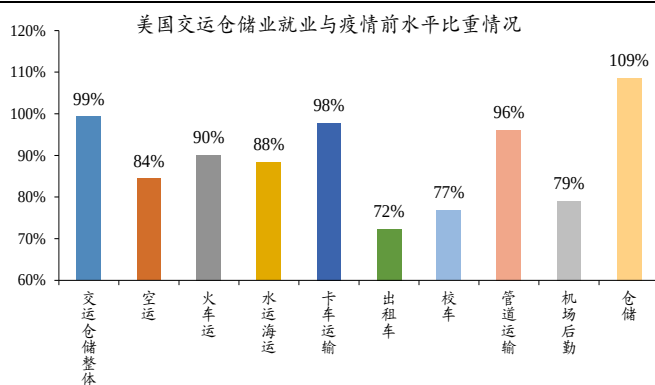
美国交运仓储、休闲酒店等部分服务业的就业修复进度相对滞后，反映了疫情仍在制约相关经济活动或影响劳动力就业信心。美国就业总量表现亮眼，但不同行业的就业表现存在一定差异。比如，交运仓储业中，出租车、机场后勤、空运、海运等的就业恢复速度，不及仓储、卡车运输、管道运输等。同样的，休闲酒店业中，博物馆、动物园、KTV等的就业修复，慢于餐饮食宿等。不难发现，这些就业修复相对较慢的行业，都是对病毒暴露风险较大的行业。截至目前，疫情仍在干扰这些行业经营活动的正常展开，或影响劳动力从事这一工作的信心。

图11: 美国就业恢复率已达到 75%



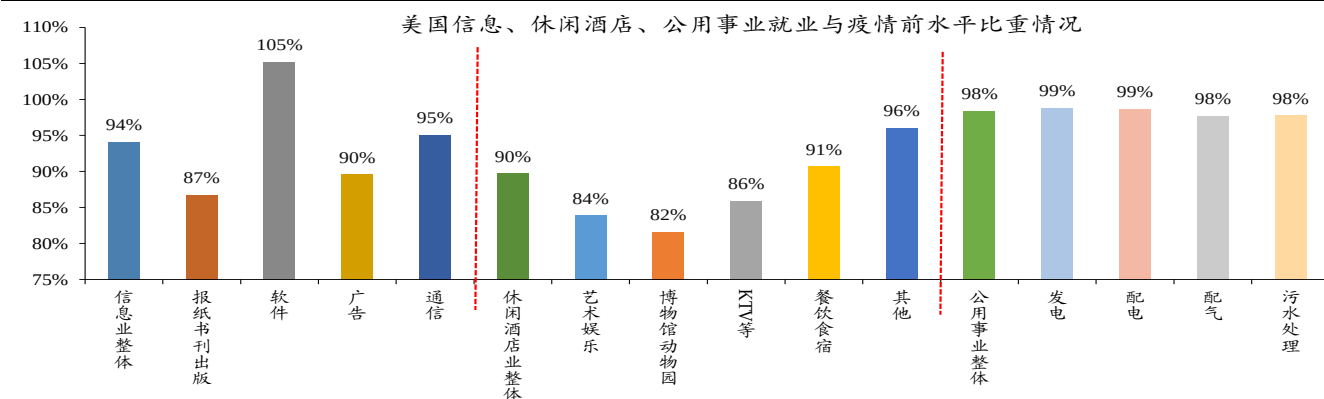
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 交运仓储行业中，出租车等就业恢复缓慢



数据来源: Wind、BLS、开源证券研究所

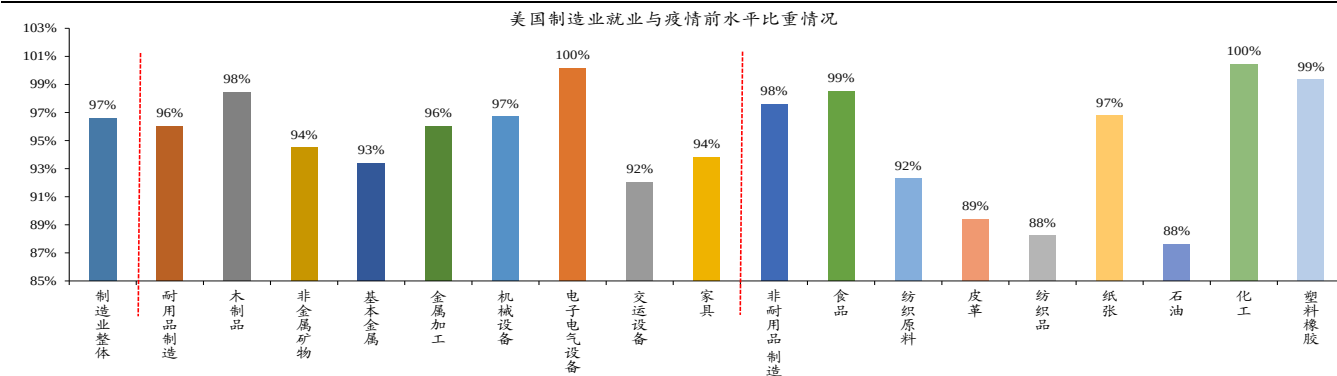
图13: 美国报纸书刊出版、博物馆动物等就业恢复缓慢



数据来源: Wind、BLS、开源证券研究所

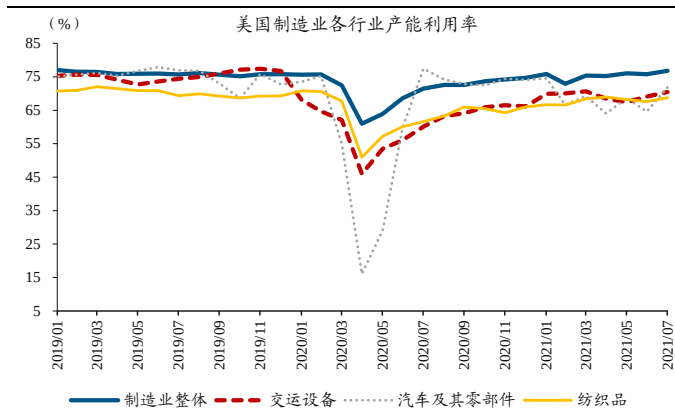
美国交运设备、纺织等制造业就业的修复进程也较为缓慢，背后或与生产原料供应短缺、开工不足等有关。与服务业的情况相似，美国制造业内不同行业就业的修复进程不一。不过，不同制造业行业就业的修复速度存异，可能更多与生产原料供应、开工率等有关。比如，耐用品制造业中，“缺芯”、矿石价格大涨，分别拖累了交运设备制造、基本金属制造的就业修复。同时，非耐用品制造业中，因为疫情引发了企业破产潮，石油加工、纺织品制造的就业修复，远落后于食品加工、化工品制造等。

图14: 美国交运设备、纺织等制造业就业，修复进程普遍慢于木制品、电子电气设备、化工等行业



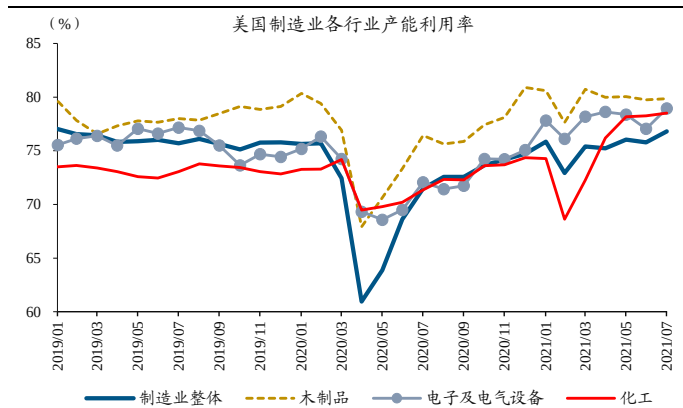
数据来源: Wind、BLS、开源证券研究所

图15: 交运设备、纺织等行业的产能利用率较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

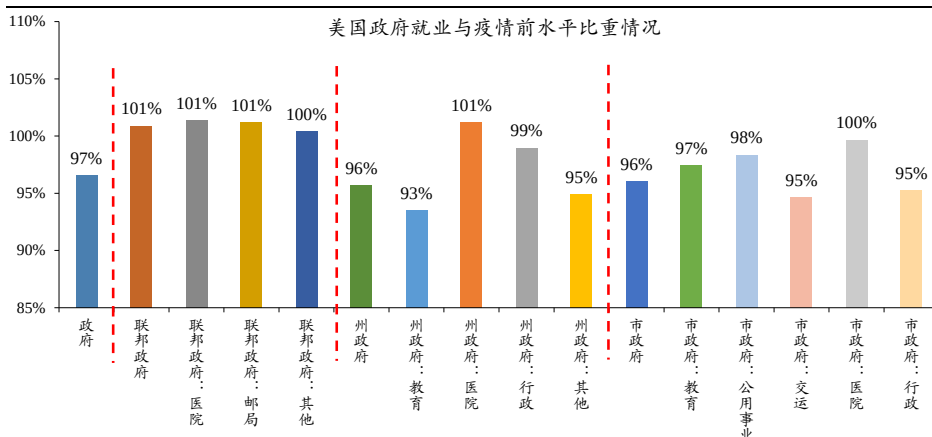
图16: 木制品、电子电气设备等行业的产能利用率较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

美国政府部门中部分岗位的就业修复较慢，可能是受疫情、地方防疫政策等影响。美国政府部门，可以进一步细分为联邦政府、州政府和市政府部门。截至7月，美国联邦政府吸纳的就业规模，已经超过了疫情之前。相反，美国州政府、市政府的就业水平，依然不及疫情前。与教育、交运等相关的就业恢复较慢，是州政府及市政府就业修复慢于联邦政府的主因。这背后，可能与地方防疫政策导致众多学校停课，以及疫情本身干扰了地方邮储业重启进程等有关。

图17: 美国州和地方政府的就业，恢复较为缓慢



数据来源: Wind、BLS、开源证券研究所

美国上述就业恢复缓慢，主要受地方防疫政策影响，以及疫情本身干扰了地方邮储业重启进程等有关

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_25402

