

他们（那些消失的就业）还会回来吗？

证券研究报告

2021年12月27日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《风险定价-近期海外市场调整的原因》 2021-12-21
- 2 《调降 LPR 是什么信号？》 2021-12-21
- 3 《用加息预期打败加息》 2021-12-17

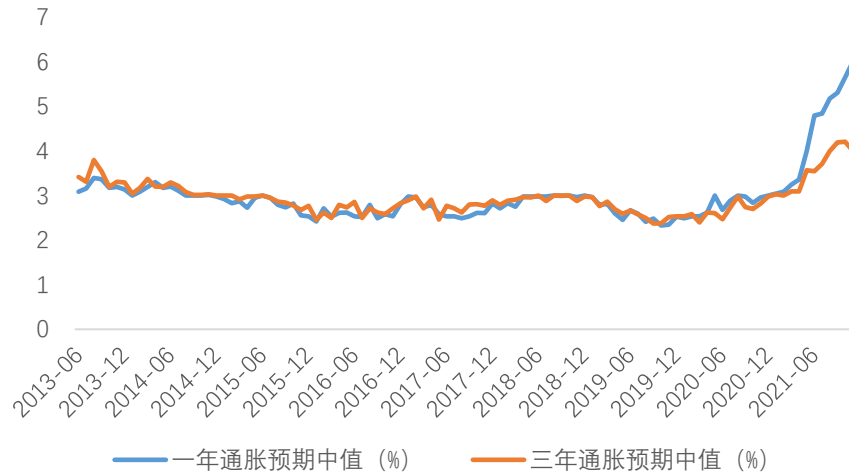
从劳动力短缺的行业、人口结构分析来看，影响美国劳动力供给的永久性因素主要是退休（年龄），外籍劳工短缺和育儿带来的女性就业拖累只是暂时的。因此，疫情冲击影响持久的主要是农业、能源开采行业这类外籍劳工占比较低，老年人群占比较高的行业。相反，年轻人、外籍员工就业比例高的住宿餐饮就业有望快速修复，交运仓储行业的就业较依赖联邦政府的防疫政策放松。

中低收入人群拥有的超额储蓄大致能够覆盖他们两个月的开销，这意味着，中低端劳动力市场在 2022 年初可能有进一步修复。

风险提示：美国财政刺激超预期，美国货币政策紧缩超预期，美国疫情超预期

纽约联邦储备银行公布的 11 月消费者调查（相当于美联储的“民调”）显示：随着经济从疫情引发的危机中复苏，美国消费者未来一年通胀的预期中值为 6%，创 2013 年 9 月以来最高水平。对未来三年通胀的预期略微回落至 4.0%。

图 1：纽约联储消费者通胀预期调查



资料来源：Federal Reserve Bank of New York, 天风证券研究所

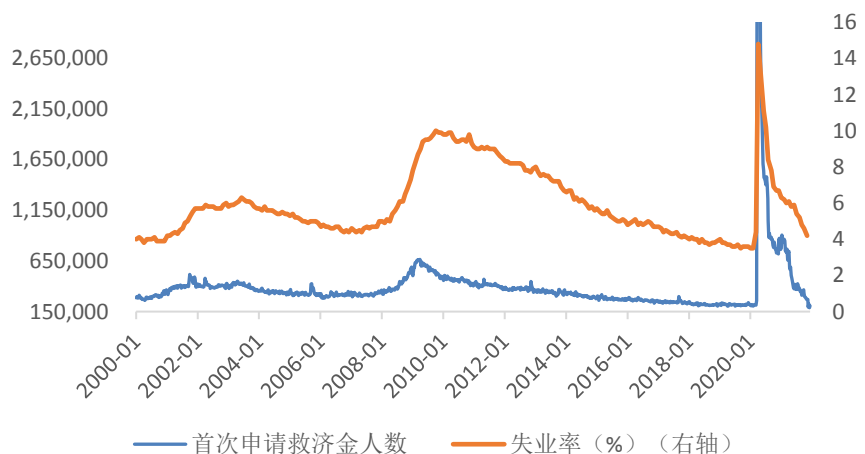
民众的真实通胀预期决定了通胀自我实现的特点，而联储最怕的就是通胀螺旋。如果相对高的通胀持续了一段时间，让居民认为生活成本提高了，需要企业加工资；让企业认为需要提价才能应对更高的工资和各种成本，那通胀最终将愈演愈烈。这其中，**通胀螺旋的关键是薪资增速和通胀预期的相互作用。**

相较于过往周期中，**薪资加速发生在劳动力市场就业饱和后**，本次疫情导致的**就业不足**，是薪资上升的直接原因，因此**就业缺口会否闭合是薪资增速会否回落的关键。**

一、 就业缺口的特征

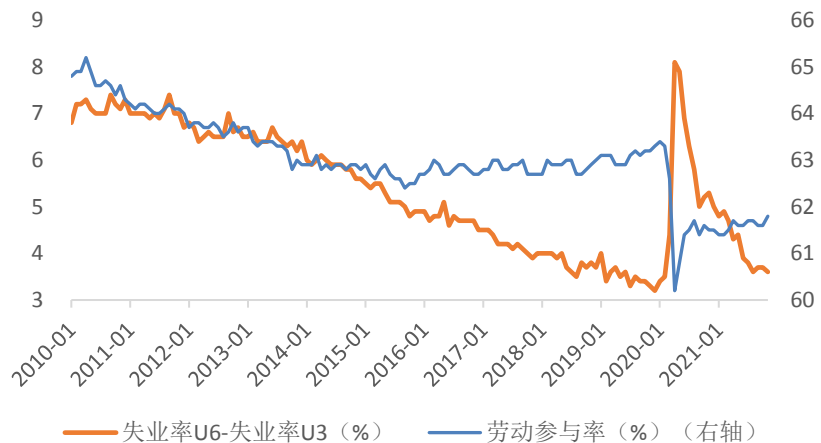
就业缺口的整体特征有两个。第一，**想回来的都回来了**——劳动力市场确实在改善，失业率已经迅速降至 4.2%，接近官方认为充分就业的 4%，申请救济金人数也创 1969 年以来新低；第二，**不想回来的还是没回来**——就业意愿仍然较低，劳动参与率比疫情前低 1.5%，且在不同人群中分化较大，这并非联储定义的“广泛而充分”的就业。

图 2：失业率和申请救济金人数创疫情后新低



资料来源：Fred, 天风证券研究所

图 3：失业率和劳动参与率



资料来源：Fred，天风证券研究所

具体到行业特征上，

住宿餐饮、教育、医疗等行业的职位空缺较多、就业修复较慢，说明劳动者不愿重返工作，与工作环境和收入水平有关。交通运输和制造业的职位空缺多、就业多，说明疫情下工作需求有绝对增长，但找不到人。

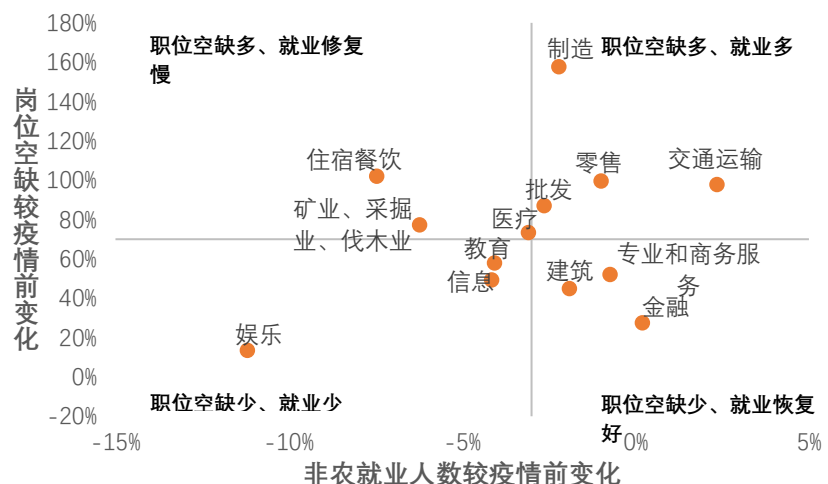
服务业的工作环境存在一定的病毒暴露风险，就业普遍存在较大摩擦。工资收入越低，从业者认为越不值得冒险，相应行业的就业摩擦也越大。比如工资较低的住宿餐饮业，在各类就业中表现出最高的摩擦性。

教育和医疗的就业情况好于住宿餐饮，但摩擦水平相比零售、商业服务和金融等服务业更高，也和工作环境的病毒暴露概率有关。

交通运输直接受益于疫情下财政刺激带来的实物消费和供应链紧张。以交通运输为例，就业已经超过疫情前水平，但岗位空缺数仍比疫情前高 98%。随着消费需求的恢复，在美国购物旺季到来之前，零售商订单不断增加带来大量进口以及本国运输需求，大量货物难以及时运送，表现为各大港口拥堵。港口的拥堵会将额外压力转移到空运、铁路运输和卡车运输上，交通运输人力需求和货运成本全面上升。

（详见《鲍威尔的困惑——是工作找不到人？还是人找不到工作？》）

图 4：各职业根据岗位空缺和就业修复水平分布（2021 年 10 月数据）



资料来源：Fred，天风证券研究所

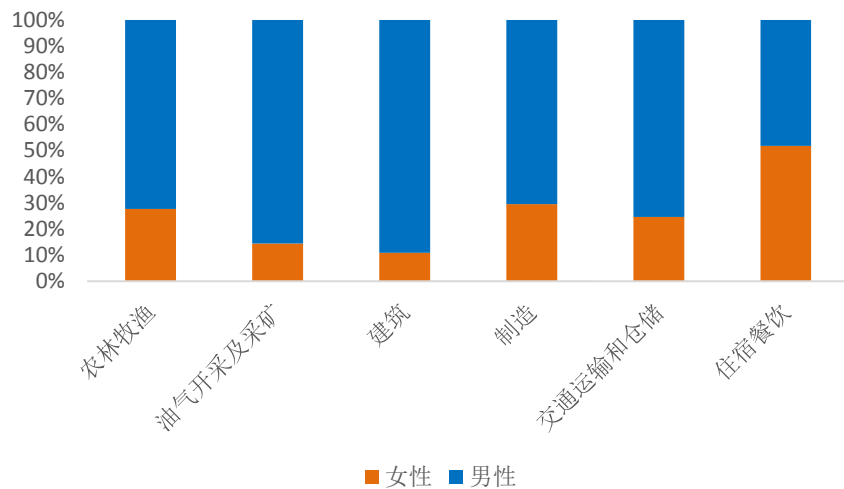
整体而言，就业缺口主要集中在低端服务业、医疗、交通运输、制造等行业。我们给这些行业对应的不愿回来工作的人群定义一个新名字——“尚未充分就业人群”。他们是什么画像特征？他们未来是否还会回归就业？

二、 尚未充分就业人群的画像特征

预测这些人是否会回归就业，我们先从就业人群的画像开始。

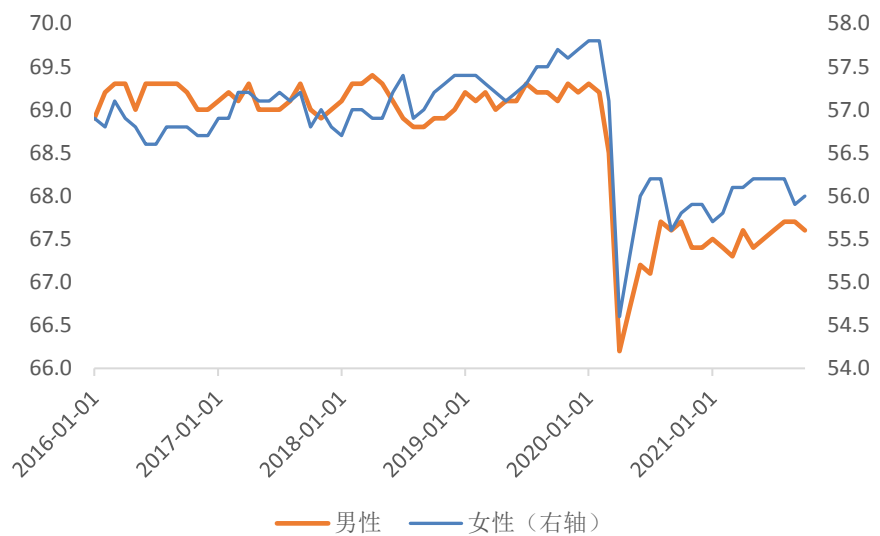
从性别看，男女劳动参与率均有不同程度的下滑，且尚未修复。疫情期间年龄介于 25-34 岁的女性劳动参与率降幅比其他人更大，这可能反映了儿童看护造成的压力，但这种差距在最近几个月基本消失。

图 5：低端就业性别分布



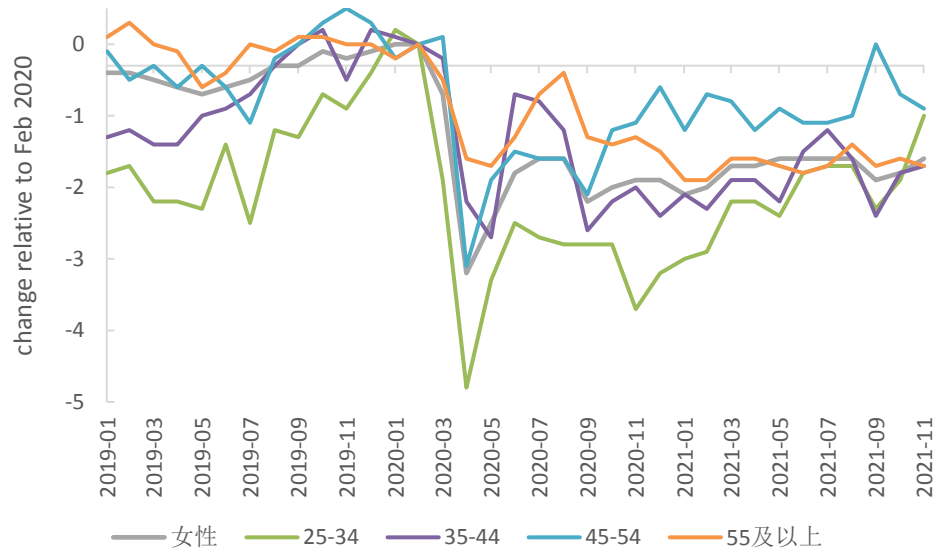
资料来源：BLS，天风证券研究所

图 6：不同性别劳动参与率变化 (%)



资料来源：Fred，天风证券研究所

图 7: 女性分年龄劳动参与率变化 (%)

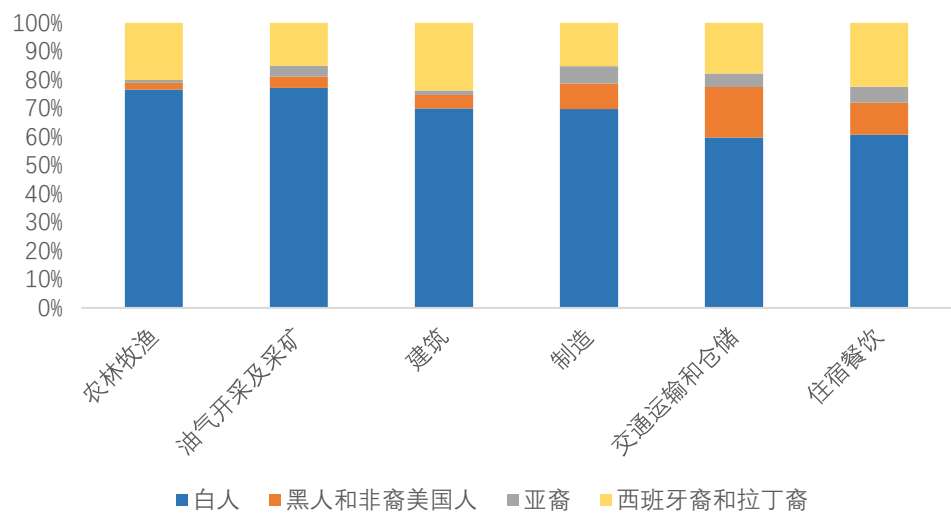


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

从族裔看, 亚裔恢复较为明显, 黑人、非裔美国人和拉丁裔近期修复有所放缓, 而白人劳动参与率一直没有太大起色。和疫情前相比, 拉丁裔和西裔劳动参与率下降最多(2.3%), 这导致移民占比较多的农业、建筑行业、餐饮服务、仓储和交通运输行业等低端行业面临严重的劳动力短缺。

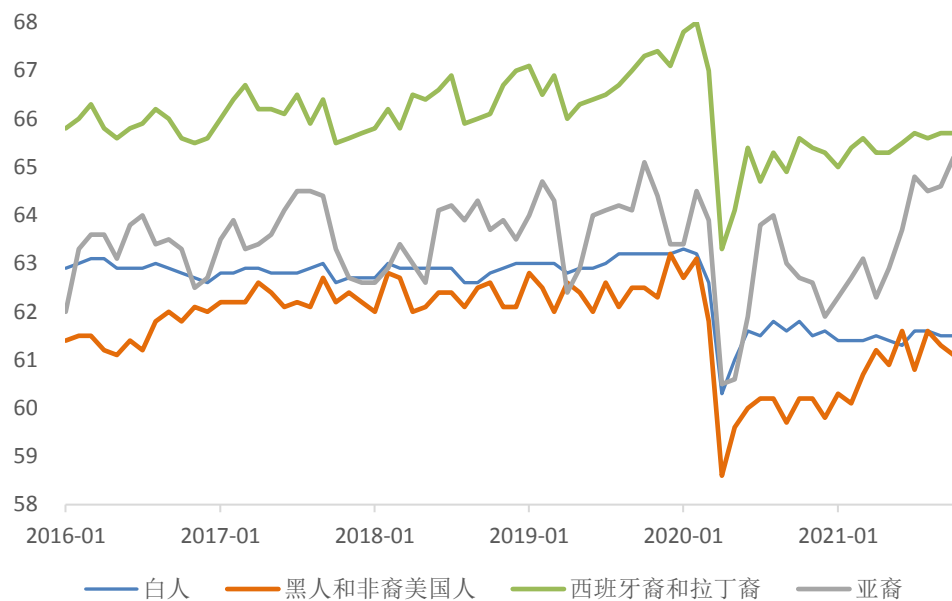
以交运行业为例, 美国供应链问题的一大原因是缺司机, 而新移民最容易从事的工作之一就是卡车司机, 美国交运行业一线工作人员中有 47.1% 为少数族裔, 20% 为移民, 但是疫情以来边境关闭和移民工作签证减少, 同时部分年长的卡车司机退休或转行, 让卡车司机出现大量职位空缺。

图 8: 低端就业种族分布



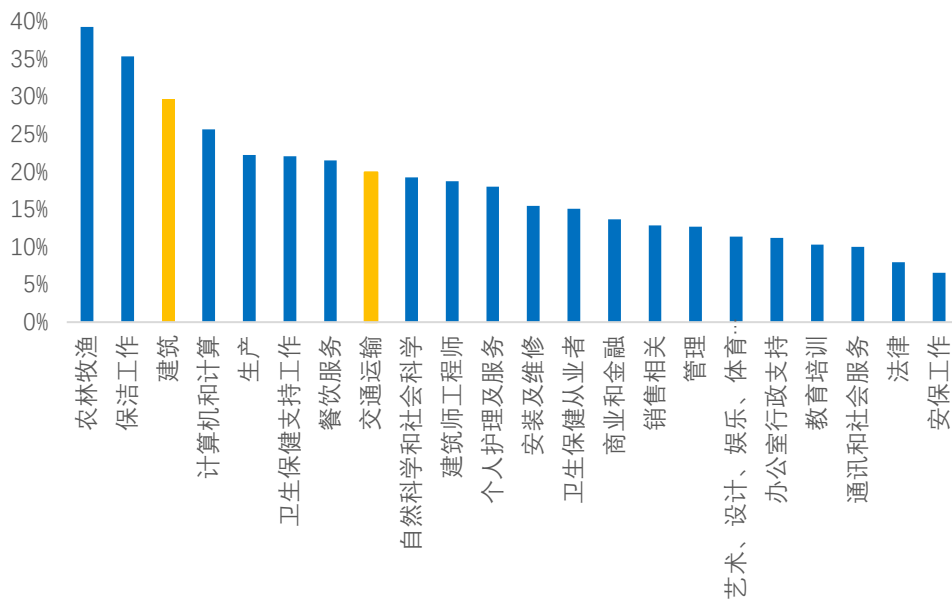
资料来源: BLS, 天风证券研究所

图 9：各族裔劳动参与率变化



资料来源：Fred，天风证券研究所

图 10：各行业就业人数中移民占比(2020 年数据)



资料来源：BLS，天风证券研究所

图 11: 劳动力短缺最严重的行业

Industries facing the biggest labor shortages rely on immigrants

Relative changes in job postings, comparing May-July 2019 to the same period in 2021

Industry	Increase in job postings	Share of workforce foreign-born
Average across all industries	41%	17%
Construction	77%	25%
Accommodation and food services	77%	21%
Transportation and warehousing	68%	21%
Other services	67%	21%

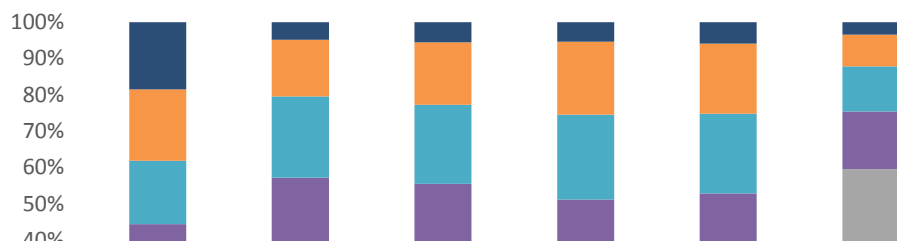
Source: New American Economy



资料来源: Vox, 天风证券研究所

从年龄看, 25-54 岁人群劳动参与率持续恢复, 距离疫情前高点仍有 1.3% 的差距, 而 55 岁以上的人群由于临近退休年龄, 劳动参与率出现下降趋势。根据堪萨斯城联储数据, 疫情期间 (2020 年 2 月到 2021 年 6 月), 美国退休人员数量增加了 360 万, 疫情前的预期是 150 万, 说明疫情带来的健康担忧导致 55 岁以上人群提前退休。

图 12: 低端就业的年龄分布



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_35180

