

美联储下一个可能的错判

证券研究报告

2022年07月29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

这一次劳动力市场表现出超越经济基本面的持续紧张。相较于经济基本面的衰退程度，失业率和劳动参与率的上升不明显。持续较紧的劳动力市场和薪资增速推高的通胀中枢，这个组合不排除联储可能再次作出误判，导致货币政策过紧、经济衰退提前和加深。

风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国劳动力市场走弱超预期

去年以来，美联储连续做出了两次错判，第一次是低估了通胀的持续性和高度，第二次是高估了用加息和衰退压制通胀的能力。从近几年几次议息会议纪要来看，联储可能正在犯第三次错误——过于依赖就业指标作为判断经济情况的依据，结果低估了衰退来临的时间。7月 FOMC 会议声明中虽然强调近期消费和生产的趋弱，但是就业市场依然紧张（extremely tight），这意味着总需求依然很强劲，因此鲍威尔在会后的发言中表示并不认为当前美国将要衰退。

美国官方用 NBER 判断衰退，而就业是 NBER 考虑的一个重要维度，指标包括失业率、就业人口、职位空缺率等，其中就业率尤为关键。目前，美国失业率为 3.6%，接近 50 年来最低水平，6 月美国新增非农就业人数较 5 月小幅下降至 37.2 万，较市场预期多增逾 10 万人，创五个月增幅新高。种种迹象来看，劳动力市场欣欣向荣，距离经济衰退定义甚远。

一般而言，PMI 拐点（经济拐点）约领先失业率拐点 2~4 个季度，领先薪资增速高点 1~3 个季度，本轮经济高点（PMI 高点）约在去年 10 月。但是过去 3 个季度，不管是失业率还是薪资增速并未放缓，劳动力市场表现的特征与过去不一样。

图 1： PMI 拐点领先失业率(%)拐点二到四个季度



资料来源：wind，天风证券研究所

表 2： 失业率拐点（低）对应 PMI 在 50~55 之间

轮次	PMI 在最高点时间	失业率低点	失业率低点对应的 PMI	传导所需时间（月）
1	1988.06	1989.04	52.2	10
2	1994.09	1995.02	55.1	5
3	1999.11	2000.1	58.1	11
4	2000.03	2000.07	52.5	4
5	2004.05	2005.02	55.5	9
6	2007.03	2007.09	51	6
7	2011.06	2012.04	53.7	10

8	2014.1	2015.04	51.5	6
9	2019.06	2020.01	50.9	7
10	2021.1	?	?	?

资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2： PMI 拐点领先亚特兰大薪资同比增速(%)高点一到三个季度



资料来源：WIND，ATLANTA FED，天风证券研究所

表 2： PMI 拐点领先亚特兰大薪资同比增速高点一到三个季度

轮次	PMI 高点时间	薪资增长放缓时间	传导所需时间(月)
1	1988.06	1988.11	5
2	1994.09	1994.11	2
4	2000.03	2000.12	9
5	2004.05	2004.11	6
6	2007.03	2007.11	8
8	2014.1	2015.03	5
9	2019.06	2020.01	7
10	2021.1	?	?

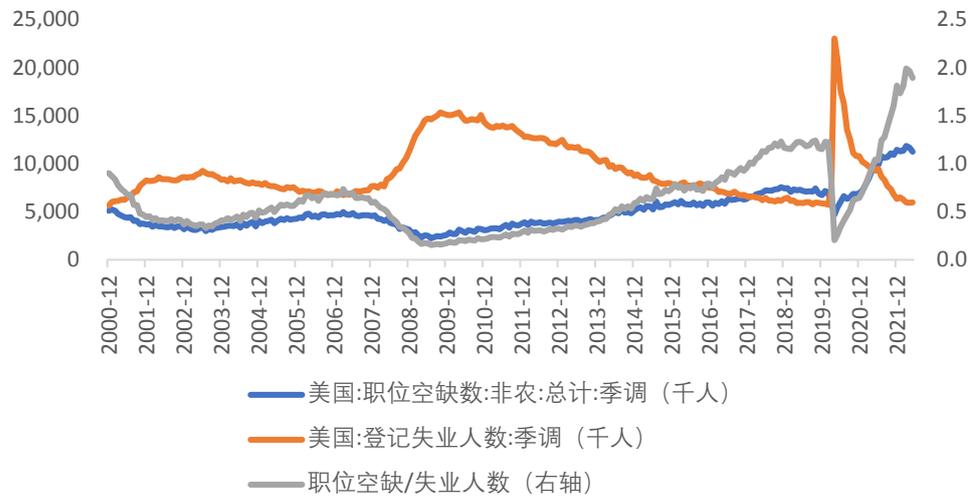
资料来源：WIND，ATLANTA FED，天风证券研究所

这一次劳动力市场表现出超越经济基本面的持续紧张。

第一，职位空缺与失业人数之比远远高于过去数轮周期，每个求职者大概对应两个职位空缺，而在上一轮经济周期高点 2017-2018 年，这个数字仅 1.2。第二，劳动参与率比疫情前整体低 1.2%，相当于少了 313 万就业人口。BLS 数据显示，相比 2019 年，2021 年脱离劳动力市场的人数增加了 460 万人。其中 20-24 岁和 55-65 岁这两个年龄段人群

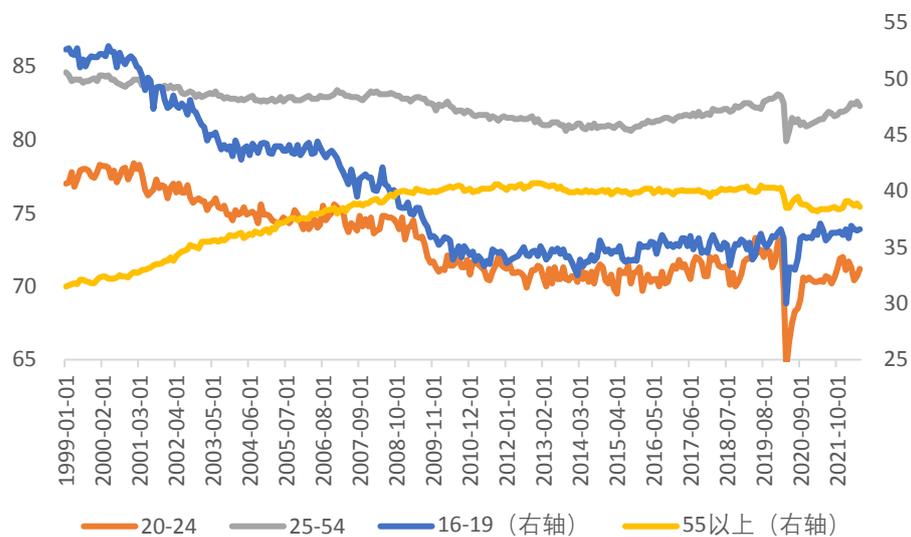
的劳动参与率比疫情前分别低了 2%和 1.7%，与之对应的娱乐、餐饮（年轻人就业占比高）和采矿业（年长人群就业占比高）的就业尚未恢复到疫情前水平，分别存在 8.3%、7.2%和 9.4%的就业缺口。

图 3：职位空缺相比失业人数水平远远高于过去几轮周期



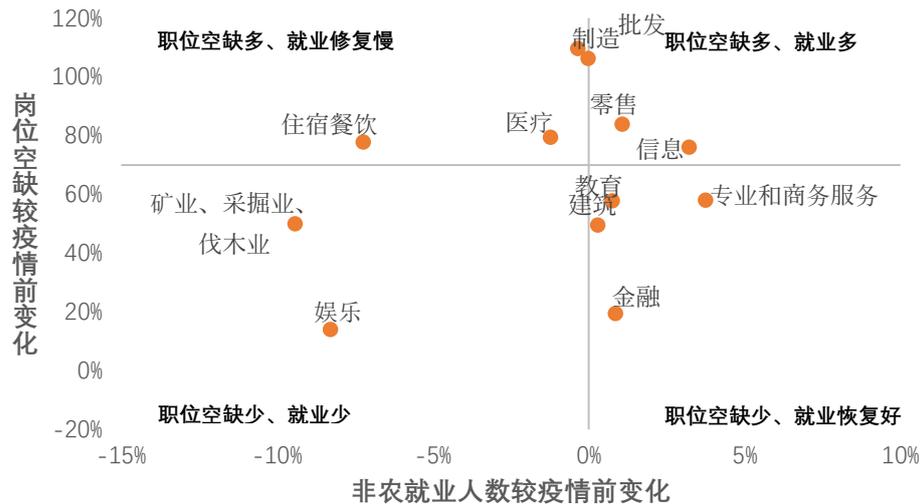
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：20-24 岁和 55 岁以上人群劳动参与率（%）明显低于疫情前（2020 年 2 月）



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 5：不同行业职位空缺和就业修复情况



资料来源：FRED，天风证券研究所

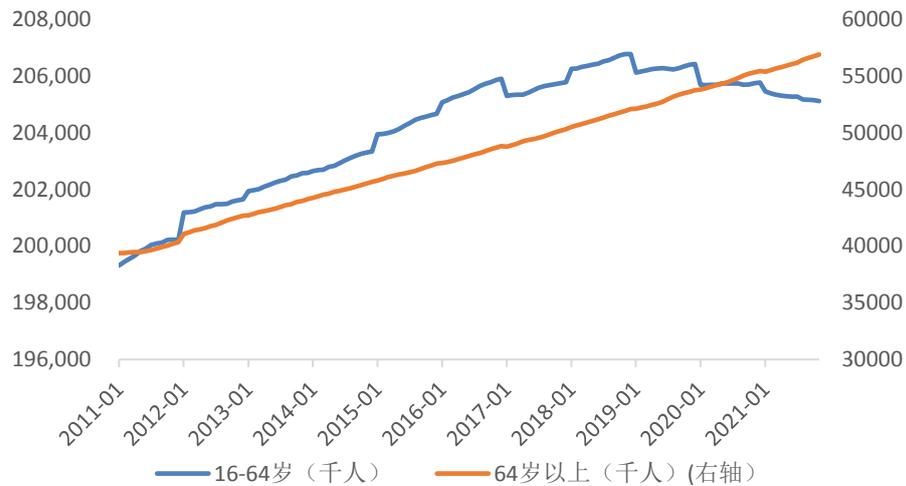
劳动力供给短缺不是暂时的，存在结构性和持续性问题，像原油的供求矛盾一样，劳动力短缺也会成为这个时代的主要矛盾之一。如果说原油的供求矛盾，来自于能源发展权与环境可持续性的对立，以及产油国与非产油国对于国际秩序定价权的争夺。那么劳动力市场的矛盾，来自于打破人与自然之间平衡的全球大流行。

疫情在几个维度持续影响就业：不能工作，不想工作，想要更安全的工作，想要更灵活的工作。

不能工作：新冠后遗症影响了人群的健康情况，从而削弱他们的工作能力。美国众议院小组委员会在 2022 年 7 月 19 日举办的“了解和解决长期新冠及其后果”的听证会上提供数据称，美国目前感染过新冠病毒的成年人中约有五分之一仍带有“长新冠”(long-covid) 症状，大约有 100 万美国人受相关症状（主要包括呼吸短促、认知功能障碍以及疲劳）拖累而被迫离开就业市场。Hannah Davis 主导的柳叶刀研究表明，大多数 (>91%) 新冠患者案例恢复时间超过 35 周，与患病前相比，1700 名受访者（占比 45.2%）要求减少工作时间表，另有 839 名受访者（22.3%）因病在调查时没有工作。布鲁金斯学会研究员凯蒂·巴赫在书面证词中认为目前美国约有 1600 万美国患有“长新冠”病，其中约有 25%-65% 的患者（约占美国就业人口的 2.4%）的工作能力因此遭到削弱。类似地，英国央行委员表示，英国 16-64 岁人口的劳动参与率下降了 1.3%，可能与“长新冠”症状有关。

提前退休和老龄化。自 2019 年以来，16-64 岁美国人口趋势性回落，老龄化导致的劳动力供给减少。进一步细分这部分群体的年龄结构可以发现，真正在疫情后没有恢复的，主要来自 55-64 岁的群体，最主要的原因是考虑提前退休，这一比例占到了 50%。对于 55 岁以上的年长者而言，疫情环境下个人身体健康的风险愿高于年轻人，技能不匹配导致再就业压力更大，且美国政府的三轮财政刺激养老金等居民财富大幅增加，降低了这个年龄群体返回劳动力市场的意愿。因此劳动供应和成本结构受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。

图 6：美国人口老龄化：16-64 岁人口（劳动力人口）趋势回落



资料来源：BLS，天风证券研究所

部分工作因为疫情而减少或者消失。旅行、酒店行业和电影放映在疫情期间需求遭到重创。根据 BLS 预测，电影放映员岗位到 2029 年将减少 11.2%，酒店服务员人数预计减少 22%，旅行社岗位将减少 25.9%。同时，疫情加速了消费的线上化和自动化，根据万事达卡经济研究所的数据，在 2020 年疫情高峰期，电子商务占美国所有零售额的 22%，高于疫情前的 11%。最近 24 个州的最低工资上涨也让一些雇主考虑用自助结账机取代收银员。

想要更安全的工作：住宿餐饮行业缺人的原因是工资太低不够覆盖感染风险和儿童看护。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虽然好于住宿餐饮，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。为此，酒店住宿和教育医疗疫情以来时薪增速分别达 19.3%和 13.7%，以吸引就业和补偿感染风险。

图 7：不同行业时薪、时薪增速



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_44539

