



王涵：“躺平”后的海外 劳动力损失



意见领袖 | 王涵、卓泓等



投资要点

近期，美欧通胀状况仍然严重，经济增长、劳动力供给等问题却逐渐显现，这让货币政策如何施行面临挑战。《疫后海外那些事儿》将系列讨论海外疫后经济状况和复苏策略，本篇报告我们将聚焦海外疫情后就业市场的情况。

美欧的共同困境：缺人导致的核心通胀粘性。

海外核心矛盾：更陡峭的紧缩←核心通胀粘性←劳动力供不应求。

美欧处于防疫逐步放开后就业市场的第三阶段：就业强劲、但很缺人。

聚焦美国：劳动力市场症结在于参与率缺口。美国就业人数已填补完缺口，但仍非常缺人——就业在总人口中占比较疫前还有 1% 缺口，即劳动力市场供给回到疫前水平还需补充至少 1%（约 350 万）的人参与劳动市场。

周期性原因：低端劳动力拿了补助不愿回来工作。参与率缺口主要集中在低端劳动力：财政发钱带来暂时不找工作“底气”。虽然回归速度较慢，但逻辑上来说，这部分人不可能永远不工作，大概率终将回归劳动力市场。

阶段性原因：需警惕疫情对就业供给的中期冲击。除了周期性原因，可能还有一些疫情带来的阶段性影响，这可能使得工资回落的速度会更滞后于失业率的恶化速度。疫情的影响主要体现在：

因 Covid 健康原因缺勤增加、工时减少、甚至直接退出劳动力市场；

“Long Covid” 后遗症对劳动力供应产生的负面冲击；

学校关停和在家教育对家长工作效率和劳动参与的冲击；

65 岁以上老年人就业意愿大幅下降，且返回劳动力时长难度较大。

菲利普斯曲线陡峭化，意味着对抗通胀需要更大的牺牲。与此前长达十年的“Great Moderation”时期相比，劳动力市场的弹性更大，在未能

确保价格稳定时，稍有放松可能会面临通胀失控的风险。

欧洲不仅服务业缺人还有能源短缺问题，美强欧弱格局预期继续支撑美元。“北溪-1”的停止供气加剧了市场对于欧洲冬季供暖的担忧，能源价格持续处于高位也使得欧洲通胀居高不下。欧洲更高的通胀、更脆弱的基本面，使得欧央行的紧缩代价可能更大。

对美联储而言，就业数据仍是货币政策核心关注变量。参考历史上的历次降息周期的开启，当通胀处于 6%高位的时候，失业率至少要到 5%以上才会开启降息。由于本轮通胀联储的响应已晚，持续存在货币政策超调的风险。

风险提示：通胀持续性超预期，劳动力市场供需变化程度超预期。

正文

美欧的共同困境：

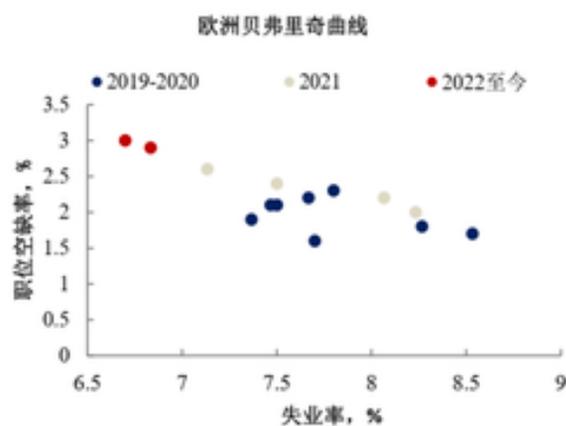
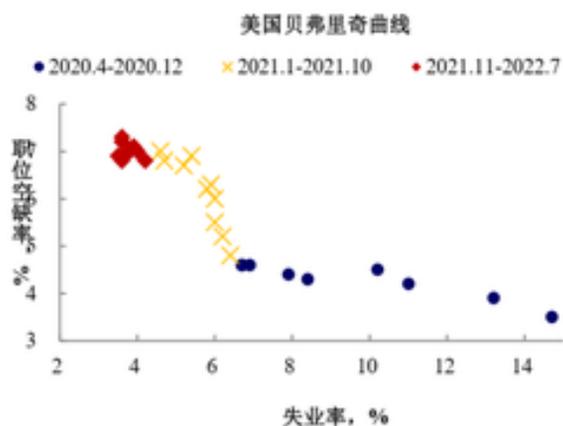
缺人导致的核心通胀粘性

海外当前核心矛盾：更陡峭的紧缩←核心通胀粘性←劳动力供不应求。近期海外市场大幅波动，核心矛盾在于美欧央行都采取了更为陡峭的曲线对抗通胀（详参《美元站上 114 之后》）。探究通胀居高不下的原因，需求的贡献其实已经降温（美债 10Y-2Y 利差倒挂深度已基本和 2000 年持平），供给端看，油价和供应链的冲击也在持续改善。但核心依然在劳动力市场的供需失衡。我们正在此前《就业才是关键》等多篇报告中讨论过，疫后

美国劳动力市场修复问题对联储决策的指示意义。在本篇中，我们想聚焦美国疫后一些阶段性因素对劳动力供应的扰动，基于此，我们能更好地理解当前美欧高通胀的困境。

美欧处于防疫逐步放开后就业市场的第三阶段：就业强劲、但很缺人。贝弗里奇曲线是我们观察当前海外经济矛盾的很好指标，它衡量了失业率与职位空缺率之间的关系。在正常的经济周期中，劳动力市场往往表现为“经济景气——职位空缺上升——失业率下降”，反之亦然。疫情封控逐步放开后，美欧劳动力市场修复均经历了类似的三段变化：第一阶段，解封后相当部分人返回工作岗位，失业率快速下行，但因为摩擦较小的自由匹配阶段，并未显著缺人；第二阶段，失业率改善斜率放缓，同时因为政府大规模补助以及疫情导致的一些损耗（后文讨论），缺人情况陡峭恶化，这一阶段工资涨幅尚不显著——因为企业在周期中倾向于先让在岗员工加班、之后才会涨薪招人（详参《美国工资的正确打开方式》）。而从 21 年底至现在，美欧均处于第三阶段：虽然经济开始趋弱但失业率持续处于历史低位区间，同时缺人的情况未见显著改善。

图表 1: 美国劳动力市场贝弗里奇曲线呈现三段变化 图表 2: 今年以来欧洲贝弗里奇曲线也变得陡峭化



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

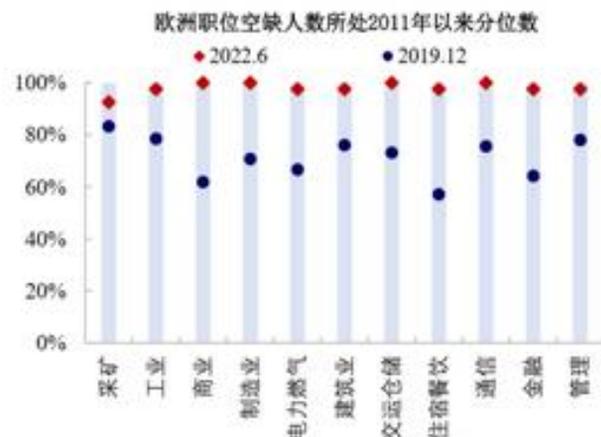
数据来源: eurostat, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: 在缺人的初始阶段, 企业通常会先选择提升在职员工工作时长



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 与疫情前比, 美国各行业职位空缺明显上升 图表 5: 与美国相似, 欧洲职位空缺处于较高分位数



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

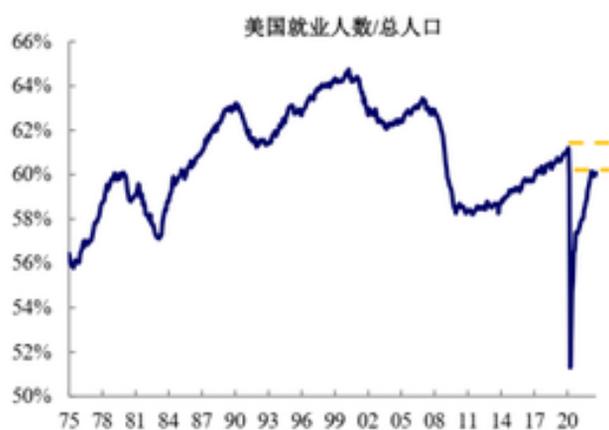
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

聚焦美国：

劳动力市场症结在于参与率缺口

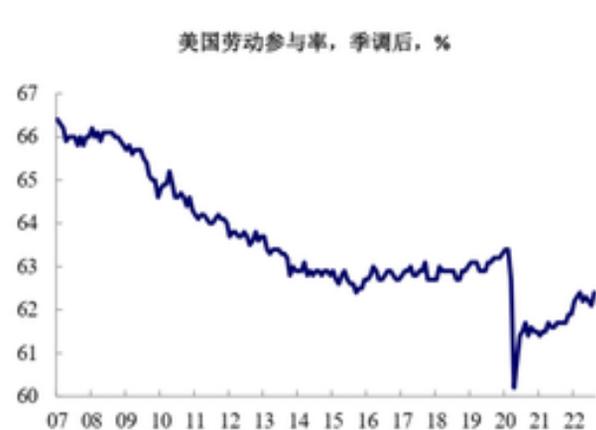
虽然就业人数已经补齐疫情砸坑，但缺人的核心在于劳动参与率缺口。疫情使得非农就业砸坑后，2020年4月以来缺口逐渐补充，就业人数2022年8月填补完缺口。那么如何理解现在仍然缺人？如果只看就业人数，其实隐含的假设是过去几年企业是不扩张的，这显然与现实不符，因此我们还需要看就业人数/总人口。2010年以来这个比率是持续上行的，即隐含的假设是企业是持续扩张的，就业人数比例也需要持续上行。疫情前就业人数/总人数的水平为61%，而当前的比例为60%，换言之，美国劳动力市场的供给还需要补充至少1%的总人口。这其实就是劳动参与率的概念，先要有一部分人决定找工作，再讨论这部分人的就业/失业问题。

图表 6：美国就业人口/总人口还未完全补齐缺口



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7：美国劳动参与率缓慢恢复



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

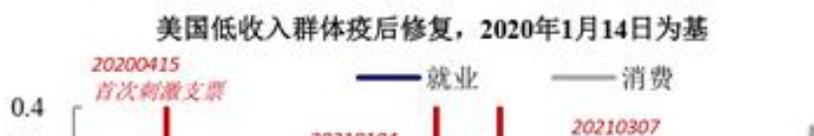
周期性原因：

低端劳动力拿了补助不愿回来工作

参与率缺口主要集中在低端劳动力：财政发钱带来暂时不找工作“底气”。与疫情前相比，当前 20-24 岁年龄段的劳动参与率缺口为 2.9%，是劳动参与率缺口最大的年龄段。分学历来看，高中及以下学历的劳动参与率较疫情前仍有 2%左右的缺口，随着学历的提升，劳动参与率缺口逐渐缩小。

由于这部分人本身收入就较低，所以较大规模刺激支票叠加失业补助金的发放，使得他们疫后找工作的紧迫性快速放缓，这对应着疫后到 21 年上半年劳动参与率基本未见改善。但逻辑上来说，即使有超额储蓄的支撑，但总有花完的时候，且现在可能绝大部分人已经接近消耗殆尽的终点，这些年轻人总会回来工作——我们在 21 年四季度以来也观察到劳动参与率开始逐步回升。但截至目前，仍有 1%左右的缺口未能补齐，这可能说明，除了周期性原因，可能还有一些疫情带来的阶段性影响，这可能使得工资回落的速度会更滞后于失业率的恶化速度。

图表 8：疫情后三轮财政刺激推后了低收入人群返回劳动力市场的意愿



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_46650

