



靳毅：美国经济能软着陆吗？



意见领袖 | 靳毅

美国经济韧性的背后是当下火热的就业市场，当下美国就业市场之强的背后实际上是劳动力供需关系之紧。截至 2022 年 9 月，美国劳动力市场依然存在约 400 万人的缺口，原因有二：

1) 劳动力供给难以回补，约解释疫后 72% 的就业缺口。一方面老龄人口提前退休且再未重返就业市场，另一方面，美国移民长期下降，加剧结构性就业缺口；

2) 劳动力需求的增加，约解释疫后 28% 的就业缺口。原因主要在于目前美国企业盈利情况仍不差。

我们认为 4 季度，美国“薪酬-通胀”螺旋仍将保持韧性。一方面目前企业盈利预期仍在历史高位，另一方面，近期“涨薪”议题的关注度有所上升。

面对美联储激进加息，2022 年 4 季度美国经济有进一步下行压力。而美联储始终认为经济有软着陆的可能性，主要来自于两点：首先，本轮劳动力供给短缺，意味着职位空缺率的下降未必会带来失业率的大幅上升。其次，居民资产负债表健康，安全垫“丰厚”，需求侧难以出现断崖式下降。

近期市场对“鹰派”联储预期强烈，节奏上，目前 4.20% 水平上下的美债利率或许已经“基本到位”，年内美债利率或许将在目前水平上下维

持震荡。然而，如果美国经济“软着陆”的逻辑能进一步兑现，则美联储有望在 2023 年一季度加息至 5.00%，即便 2 年与 10 年利差倒挂 40BP，美债利率也仍有进一步上行空间。



1、美国经济怎么看？

我们在今年 6 月份的报告《美国经济是否出现衰退迹象？》中详细讨论了当时美国经济的韧性。时至今日，美国经济成色如何？截至 6 月份，美国 GDP 已经连续两个季度环比为负，陷入“技术衰退”，但事实真的如此吗？

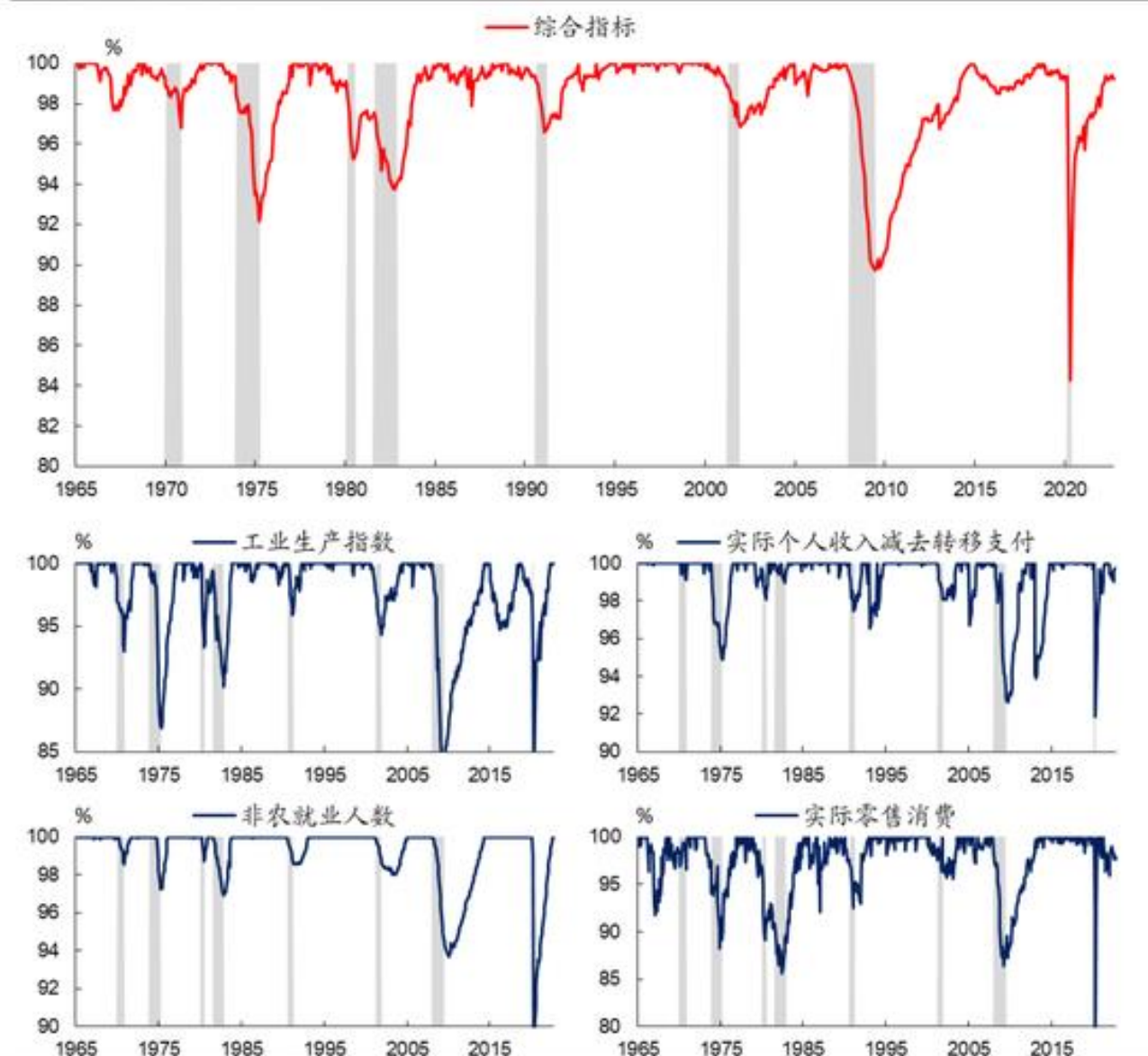
图 1：美国经济的“技术型衰退”



资料来源：Wind、国海证券研究所

我们曾指出 NBER 在考核经济是否衰退时，GDP 仅是参考维度之一，更重要的是从生产、就业、收入、消费等四大维度来综合评判。截至 9 月份，四大指标中仅有消费略有下滑，剩余 3 项均保持在相当强劲的水平，美国经济的“体感温度”并不冷。

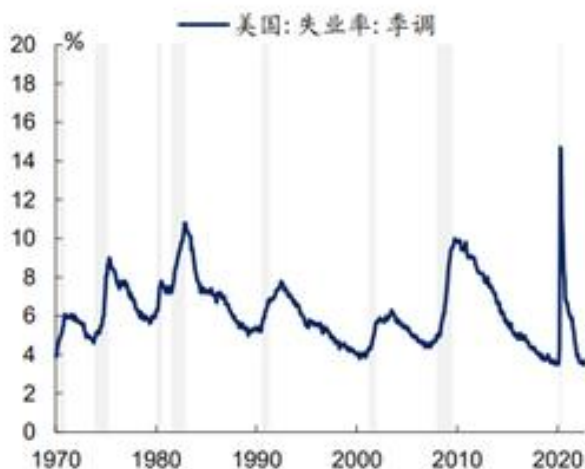
图 2: NBER 关心的四项指标追踪



资料来源: Fred、国海证券研究所

就业、生产和收入的表现强劲，均将矛头指向了当下火热的美国就业市场，而这也恰恰是美联储目前面临的两难抉择。一方面，过度加息或将大幅推高美国失业，使得经济陷入实质性衰退，另一方面，面对过“紧”的劳动力市场，加息过慢使得薪酬不断上涨，令通胀易上难下。

图 3: 经济衰退往往伴随着失业率的大幅上升



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 美国薪酬水平不断上行



资料来源: Wind、国海证券研究所

我们认为，下阶段美国经济的主线之一将正是就业市场，美联储是否有可能完成“手术刀”式的就业通胀两头抓呢？本期报告，我们将进行简要讨论。

2、就业市场的“结”与“解”

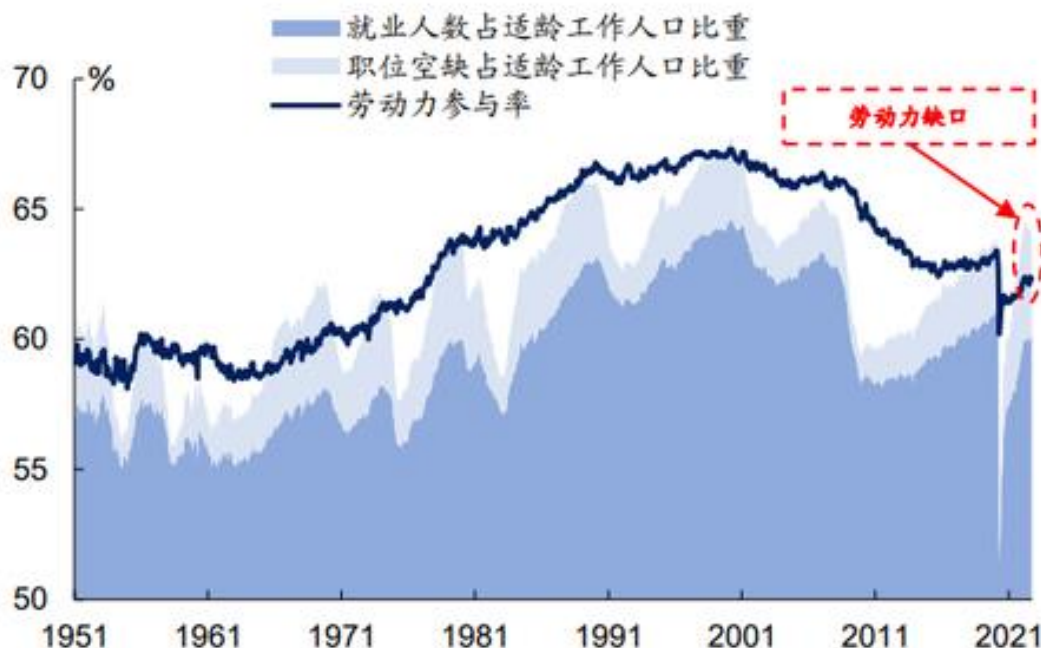
2.1

美国就业市场为何强劲？

为了回答“强就业”还能持续多久，我们首先需要认识到，当下就业市场之强的背后实际上是劳动力供需关系之紧。

经我们测算，截至 2022 年 9 月份，美国劳动力市场依然存在约 400 万人的缺口，这也是为什么美国劳动力薪酬有持续上行的动力。对于这个问题，我们不妨从供给和需求两个维度来进行解释：

图 5: 美国就业缺口 (占适龄工作人口比重)



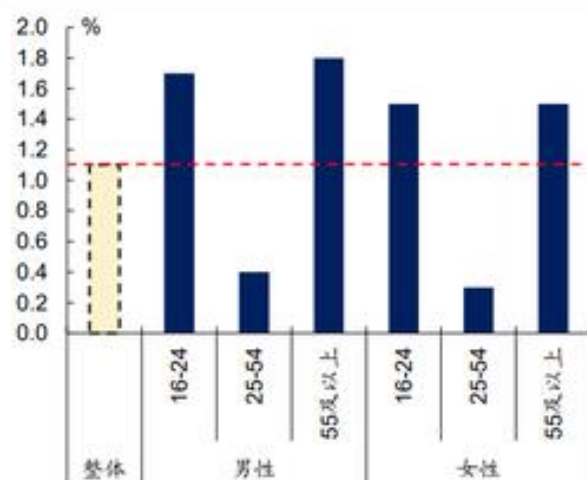
资料来源: Wind、国海证券研究所

1) 劳动力供给的减少, 约解释疫后 72% 的就业缺口。背后主要有两大原因: ① 老龄人口提前退休后便再也没有回到就业市场。

从劳动力参与率来看, 目前 25-54 岁适龄工作人口的劳动力参与率已经几乎回到疫情前水平, 而参与率下降的“重灾区”在于 16-24 岁青少年和 55 岁以上的老年劳动力人口, 其中, 老龄人口的退出, 是目前劳动力短缺的核心原因。

疫情后, 美国财政“大放水”是老年劳动力选择提前退休的主要原因。实际上, 从 2021 年上半年开始, 美国财政补贴就已经停止, 时隔一年, 伴随薪酬和物价的持续上涨, 并没有能“说服”这些老龄人口重返就业市场。因此, 我们认为短期内, 老龄人口退出带来的就业缺口仍将持续。

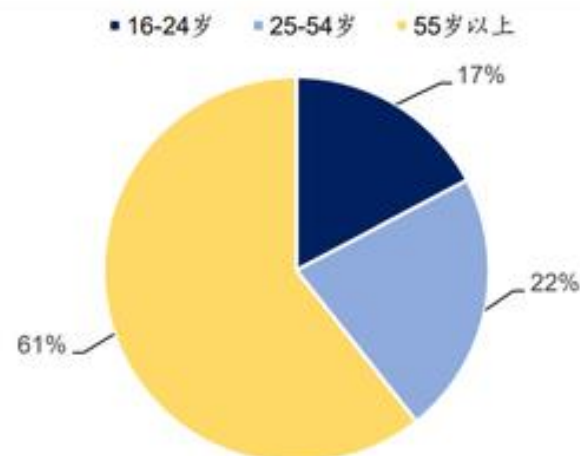
图 6: 劳动力参与率缺口



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

注: 劳动力参与率缺口为 2020 年 2 月与 2022 年 9 月值差额。

图 7: 没有工作意愿的适龄工作人口 (按年龄)



资料来源: BLS、国海证券研究所

注: 截至 2022 年 9 月

②移民减少, 无法满足大量服务性行业招工需求。2019 年, 美国收紧移民政策叠加疫情后对边境的严格管控, 使得疫情后美国的移民数量锐减, 远远低于长期潜在增长。

从移民在各行业中的占比情况来看, 移民人口在美国服务业、建筑业和生产交运行业中扮演者举足轻重的地位。这也意味着“缺工现象”或许在服务业中更为明显。我们认为, 短期内移民的短缺也较难弥补这部分劳动力供给缺口。

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_47706

