

就业的真相

——调查失业率为何与经济增长背离

相对市场表现

投资要点：

经济下行与调查失业率数据背离引发争议

自2021年二季度以来，中国经济的下行压力逐步增加，经济增速开始明显低于潜在增速水平。与此同时，城镇调查失业率却不升反降。劳动力市场状况究竟如何存在争议，这一判断也成为了当前宏观政策安排争议的主要根源之一。

对城镇调查失业率偏低三种解释孰是孰非？

对于调查失业率偏低，市场上存在三种主要解释：1) 出口偏强缓解就业压力；2) 疫情导致劳动参与率下降引发失业率下行，以及3) 调查失业率的统计不够准确。我们认为第一种解释未能准确理解潜在经济增速的含义；从近期以来服务价格的下行以及农村与城市服务业价格指数的相对差距来看，第二种解释也得不到证据的支持；第三种解释可能更接近于事实的真相。

消失的失业人群体现在哪里？

我们认为农村劳动力的回流、灵活就业对失业劳动力的吸纳，以及指标调查取样、统计方法等的局限性都可能导致城镇调查失业率未能完全反映劳动力市场的短期波动。而人口流入和流出省份社会消费品零售的背离，居民可支配收入中工资收入的负增长则为我们的解释提供了证据。

如何理解就业压力大和东南沿海用工荒并存？

如果将薪酬、工作环境和生活成本等多方面因素都纳入考量，沿海制造业工厂的工作岗位整体而言“性价比”并不高，因此离开城市服务业部门的农民工宁可回乡可能也不愿意接受这类工作实属正常。在经济学上，失业并不是完全找不到工作，而是无法找到与自身教育背景、薪酬预期等匹配的工作。失业是劳动力市场存在价格刚性才会出现的现象。

包括全面降息在内的更强有力的宏观政策亟待推出

中国的劳动力市场已经存在比较严峻的挑战。如果这一局面持续，不仅仅意味着劳动力资源的闲置，也会对中长期中国经济的增长和城镇化产生负面影响。我们认为包括全面降息在内的宏观政策亟待推出，也值得期待。我们也继续对利率债持有乐观的看法。

风险提示

宏观经济不及预期，劳动力市场不及预期，疫情反复

分析师 樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《先立后破，稳增长与高质量发展兼顾》— 2021.12.11
- 2、《稳增长信号释放，关注金融板块估值修复机会》— 2021.12.06
- 3、《生产有所加速，需求依然较弱》— 2021.11.15

正文目录

1.	经济下行与调查失业率之惑	3
2.	就业的真相	5
2.1.	失业率偏低的三种解释	5
2.2.	失业的劳动力去了哪里?	9
3.	如何理解就业压力大和东南沿海用工荒并存?	12
4.	更加强有力的宏观刺激措施亟待出台	13
5.	风险提示	14

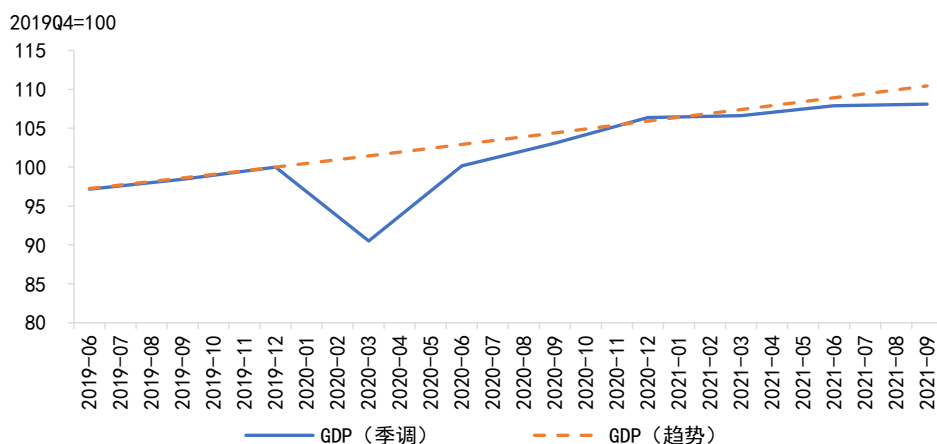
图表目录

图表 1:	中国的潜在增长水平和实际增长	3
图表 2:	中国产出缺口及预测	3
图表 3:	中国调查失业率和大城市调查失业率	4
图表 4:	一亿 GDP (可变价) 可以创造的就业岗位: 第一、第二和第三产业	5
图表 5:	CPI 服务业指数今年二三季度以来显著下滑	6
图表 6:	2005-2020 年疫情爆发前中国经济四次主要的下滑	7
图表 7:	非制造业 PMI 服务业销售价格二三季度以来明显下滑	7
图表 8:	CPI 生活用品和服务季调环比: 城市 VS 农村	8
图表 9:	美、加、澳、意、土、巴疫情前后的劳动参与率	8
图表 10:	日本、韩国疫情前后的劳动参与率	9
图表 11:	全国居民人均季度可支配收入: 工资性收入经季调	11
图表 12:	居民消费倾向向疫情前回归	13

1. 经济下行与调查失业率之惑

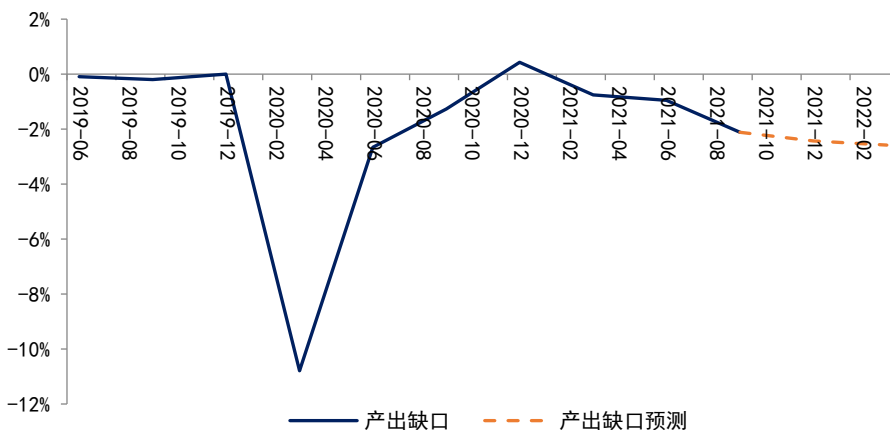
中国经济在抗击疫情率先取得成功之后在全球主要经济体中首先经历了强劲复苏，2020 年四季度的 GDP 同比增速达到了 6.5%；从产出缺口的角度来看，2020 年四季度也是本轮经济复苏的顶点。此后，由于疫情扰动、从去年二季度开始货币政策调整的滞后影响等多方面因素，今年一季度以来，中国的经济增长就开始向潜在产出水平下方回落。特别是 2021 年三季度，中国的负产出缺口显著扩大。从目前的情况来看，我们预计中国的负产出缺口可能还会在未来两个季度持续扩大。

图表 1：中国的潜在增长水平和实际增长



来源：Wind、国联证券研究所

图表 2：中国产出缺口及预测

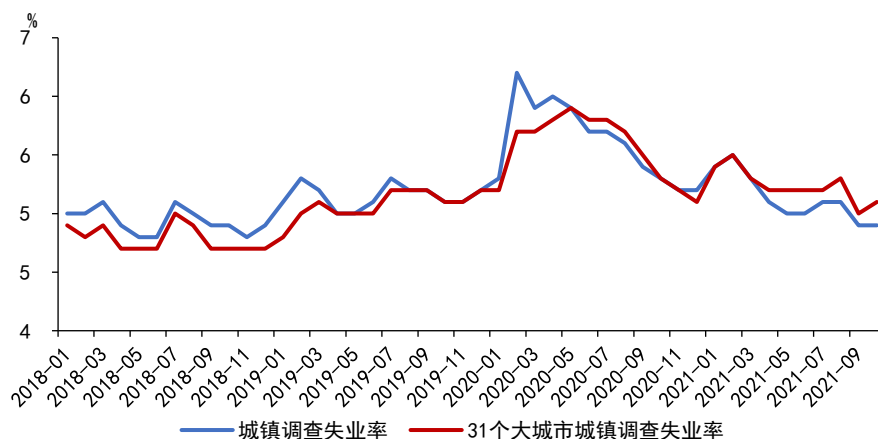


来源：Wind、国联证券研究所

在经济下行的过程中，中国就业市场的数据却显得非常异常——调查失业率不升反降，10 月份仅有 4.9%，11 月份也不过是 5.0%，均低于疫情前 2019 年的水平。按照人民银行一篇工作论文的估计，十四五期间中国的潜在经济增速在 5.0-5.7%之

间¹，2021 年应该接近于 5.7%，但实际上中国 2021 年第三季度的 GDP 两年平均增速只有 4.9%，显著地低于了潜在经济增速的水平。从定义上看，潜在经济增速是一个经济体包括劳动力在内的各种资源充分使用所需要达到的经济增速，低于这个增速就意味着存在资源的闲置——对劳动力而言就应该存在失业问题。那么，到底是央行对潜在产出的估计存在错误，还是统计局对就业的统计不够全面呢？

图表 3：中国调查失业率和大城市调查失业率



来源：Wind，国联证券研究所

事实上，对劳动力市场状况不同的判断也成为了当前宏观政策安排争议的主要根源之一。虽然中央经济工作会议已经定调“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，明年经济工作要“稳字当头”。但是政策调整的力度应该有多大仍然有着非常不同的声音。如果就业确实问题不大，那么温和的刺激政策似乎也就够了；反过来，全面降息等更强有力的政策刺激措施似乎就很有必要。

¹ 人民银行调查统计司课题组《十四五期间我国潜在产出和增长动力测算研究》，人民银行工作论文，2021 年第一号

2. 就业的真相

我们认为，由于多方面原因，中国城镇调查失业率数据未能很好反映出劳动力市场的变动。中国实际的就业形势相当严峻。

2.1. 失业率偏低的三种解释

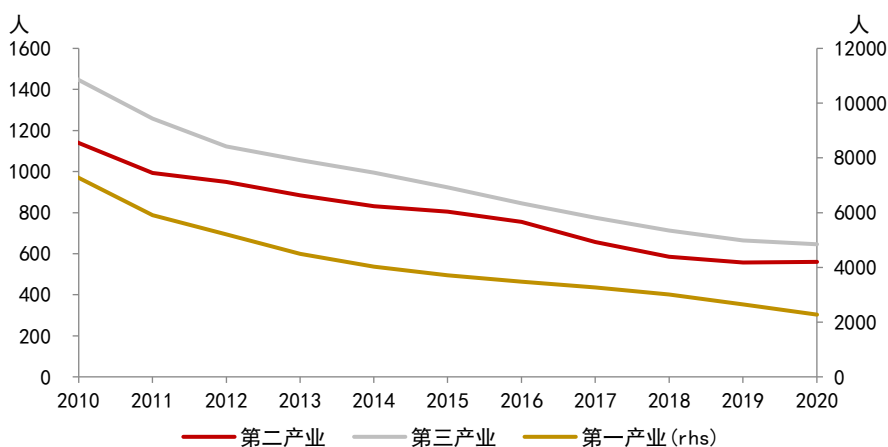
市场对城镇调查失业率的异常有三种解释：第一种解释认为由于今年中国的出口部门表现非常强势，吸纳了大量劳动力，导致失业现象并不明显；第二种解释认为疫情的存在使得一些人不愿意或者不能够进入就业市场，劳动参与率有所降低，劳动力供给的不足导致了较低的失业率——与美国当前出现的情况类似；第三种解释则认为由于多方面的因素，统计局调查失业率的数据没能够灵敏的捕捉劳动力市场的最新变动，导致统计失真，中国的就业形势实际上远远要比调查失业率数据显示的要严峻。

我们认为第三种解释可能更接近于事实的真相。

我们认为第一种解释未能清楚理解潜在经济增速的含义。实际上，出口部门的高景气已经包含在了 GDP 两年增速 4.9% 的数据中；如果不是出口部门的高景气，中国经济增速会更低，而负产出缺口会更大，应该会有更加严重的失业问题。

当然，如果对于同样一个单位的 GDP，出口部门吸纳的就业比当前严重下滑的服务业部门更多，也许中国经济可以通过较低的增长实现更好的就业。然而，这个假说与现实不符。数据显示同样一个单位的 GDP，服务业吸纳的就业高于工业或制造业。考虑到出口企业主要集中在制造业部门；而且很大程度也是与出口部门的强势有关，疫情之后中国出现了第二产业占比上升和第三产业占比下降的产出结构变动；理论上中国需要更高的经济增长（超过 5.7%）才能实现充分就业。

图表 4：一亿 GDP（可变价）可以创造的就业岗位：第一、第二和第三产业



来源：Wind，国联证券研究所

那么值得认真考虑的就是第二和第三种解释谁比较合理。到底是不是因为疫情等原因，中国的劳动力市场出现了明显的供给冲击，供给的不足导致了失业率的下行？还是需求不足仍是劳动力市场面临的主要挑战？

我们认为，如果存在明显的供给冲击，应该能够观察到：

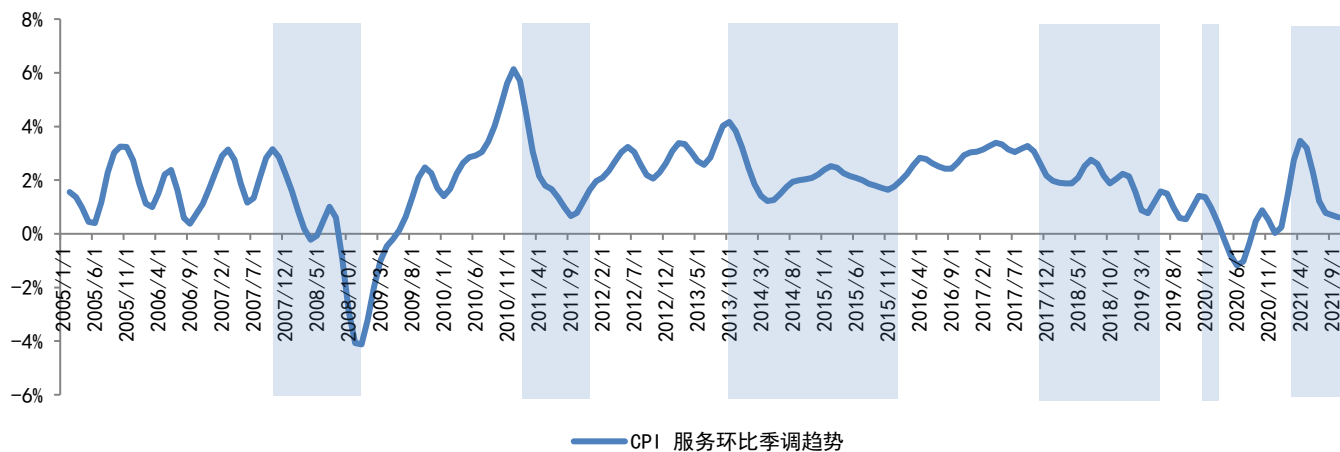
- 很大程度受到劳动力价格影响的服务业价格应该存在明显的上行压力；
- 中国的劳动力流动趋势是从农村涌入城市（当然，也从小城市涌入如北京、上海等大城市）。如果疫情确实抑制了劳动者找工作的意愿，有理由相信城市相对农村存在更加严重的劳动力短缺，特别是低端劳动力短缺。含有低端服务价格的价格指数应该展现出城市涨幅快于农村的特性；

反过来，劳动力供给的问题如果不是主导因素，那么伴随着总需求比较显著的下滑，我们应该看到：

- 服务业价格应该有下行压力；
- 含有低端服务价格的价格指数应该看不出城市与农村的差异；

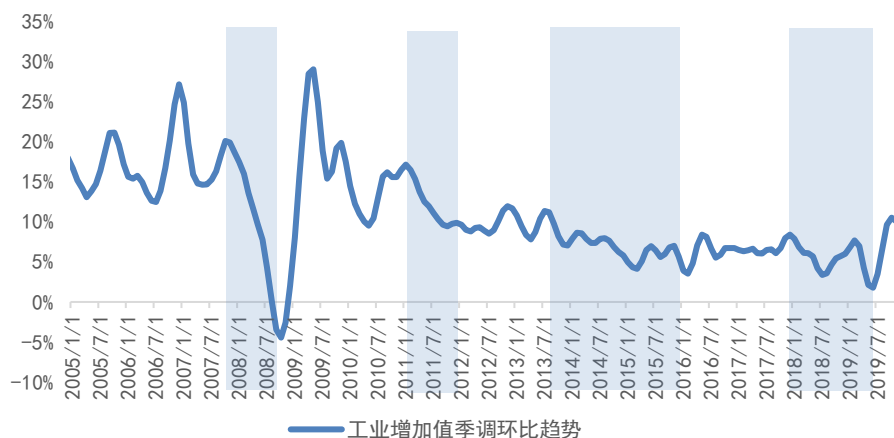
我们没有观察到劳动力市场存在明显供给冲击的证据。首先，生活服务业的价格今年二三季度以来下滑明显。统计局公布的 CPI 服务业价格是公认的代表广谱生活服务业的价格指数。从经过季调之后的数据来看，2021Q2 中后期特别是 2021Q3 以来，该指数出现了非常明显的下滑。实际上，在 2021 年前十五年间中国经历的五轮需求主导的经济下滑中，该指数几乎都出现了非常明显的下滑。本轮的下滑与需求的下滑再度同时发生。

图表 5：CPI 服务业指数今年二三季度以来显著下滑



注：阴影部分表示中国经济的下行时期（主要参考工业增加值的数据绘制，参见图表 6，下同）。来源：Wind，国联证券研究所

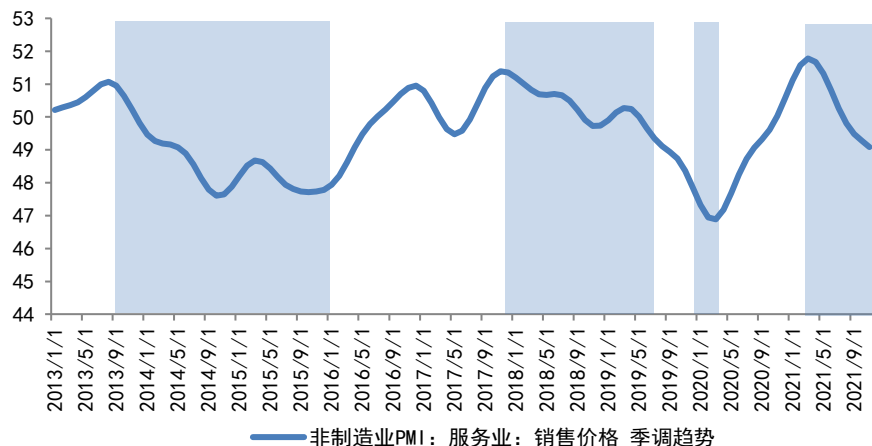
图6：2005-2020 年疫情爆发前中国经济四次主要的下滑²



注：阴影部分表示中国经济主要的下行区间。来源：Wind，国联证券研究所

其次，含有生产服务业的价格指数也有明显下滑。非制造业 PMI 系列指数含有服务业销售价格子指数，该子指数除了包含部分生活服务业的价格数据之外，还包含了大量生产服务业的价格数据。从经过季节调整的数据来看，今年二三季度以来指数也出现了非常明显的下滑；且历史上在经济进入下行区间之际，该指数也常常出现下滑。

图7：非制造业 PMI 服务业销售价格二三季度以来明显下滑



注：阴影部分表示中国经济主要的下行区间。来源：Wind，国联证券研究所

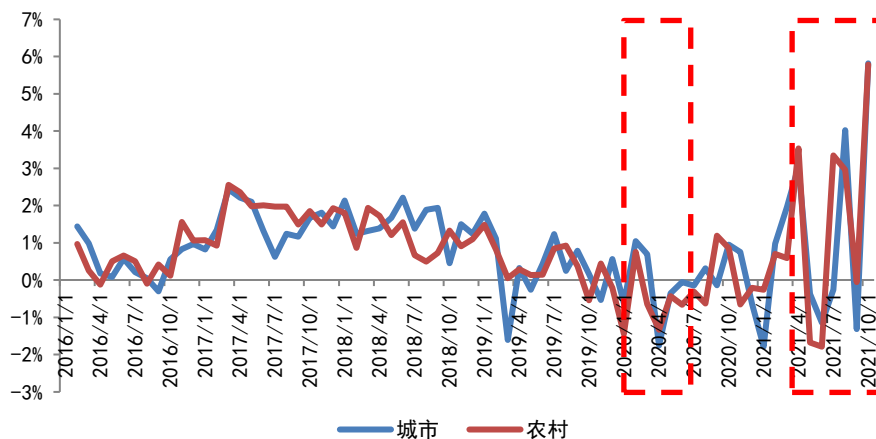
最后，低端服务业的价格也并没有出现城市涨幅快于农村的现象。统计局同时公布了 CPI 生活用品与服务分项城市与农村的价格水平——其中含有低端服务业（家政服务）的价格。由于生活用品在城市和农村之间可以自由的流通，其价格一般不应该有显著的系统性差异，我们认为劳动力供给在城乡之间的系统性差异因此可以显示在这个分项价格之中。

我们注意到二、三季度以来，该 CPI 分项指数并没有非常明显地表现出城市价

² 由于新冠疫情对工业生产产生了非常大的冲击，这种冲击甚至可能影响统计软件对于季节性的估计，所以我们这里只估算了2020年以前的数据。2020年以来中国经济的下行区间主要包括两个，一是2020年1-2月疫情导致的停工停产；二是2021年二三季度以来产出缺口转负、经济下行。

格涨幅高于农村价格的现象；实际上，这个区间大多数时间农村的价格上涨的速度可能更高一些。反过来，在 2020 年疫情爆发的一季度乃至整个上半年，由于封城封村的原因，农村劳动力难以流入城市，当时这个分项指数明显展现出城市地区的涨幅高于农村地区的特征。

图表 8：CPI 生活用品和服务季调环比：城市 VS 农村



来源：Wind，国联证券研究所

综上所述，我们倾向于认为中国的劳动力市场可能并不存在明显的供给冲击。实际上，有关劳动力市场的国际比较研究表明，疫情冲击过去之后固然有一些国家劳动参与率明显下降，如美国、澳大利亚、巴西；也有一些国家劳动参与率反而稳中有升，如日本、韩国³。

图表 9：美、加、澳、意、土、巴疫情前后的劳动参与率



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_31497

