

充分就业式衰退是短期还是长期现象？

核心观点

进入二季度以来，美国经济数据和就业数据持续性背离，前者超预期恶化而后者优于预期。核心原因是经济下行压力更多影响招工需求，但职位空缺自身基数较大对就业形成了保护作用，依然足以覆盖待业居民。职位空缺数高主要源于劳动力供给修复较慢，提前退休是当前阻碍劳动力供给修复的核心原因。如果剔除提前退休形成的结构性岗位缺口，就业安全垫可能在未来 2-3 个月内使用殆尽，就业数据可能将在 4 季度起逐步恶化，失业率可能领先非农新增就业人口率先恶化。

□ 就业与经济数据背离的最重要原因是职位空缺基数较高给就业市场提供安全垫

进入二季度以来，美国经济数据和就业数据持续性背离，美国 Q2 GDP 环比折年率-0.9%大幅低于市场预期，连续两个季度环比负增长；就业方面，Q2 失业率进一步下行至 3.5%回至 2019 年疫前最低水平，非农新增就业尤其是 7 月数据也大超市场预期，我们认为就业与经济数据的背离主要源自以下方面：

一是结构原因，经济下行压力更多影响招工需求，但职位空缺基数较大对就业数据形成了保护作用。就业需求取决于企业资本开支和招工意愿，就业供给取决于人口等长期因素和居民就业意愿，前者对短期经济波动敏感性更强，因此以 GDP 为代表的经济数据下行对就业需求冲击更为明显。今年以来，伴随经济下行压力加剧，美国就业总需求自 5 月起已呈现顶回落态势，但当前职位空缺数高达 1070 万个基数水平较高仍然足以覆盖待业居民，对就业数据形成了保护作用，具有劳动意愿的居民仍然可以就业。（举例说明：职位空缺数前值 100 个，待业居民数量 50 个，可以足额覆盖；招工需求下降后职位空缺数降至 80 个，待业居民数量仍为 50 个，依然可以足额覆盖不影响就业数据）。

二是质量原因，Q2 以来的就业修复主力集中在低薪行业，就业数量提升的同时收入质量小幅弱化。Q2 以来教育医疗以及休闲酒店行业的新增就业在整体就业增量中的占比接近 40%，但上述行业在美国整体就业结构中均属于低薪行业，非农整体平均时薪 33.86 美元，教育医疗和休闲酒店的平均时薪分别为 31.91 美元和 20.22 美元。

□ 今年驱动劳动力回归的核心因素是疫情常态化，导致劳动力损失的核心是退休

如上文所述，当前就业数据的安全垫主要源于劳动力供给不足背景下的职位空缺数。从劳动力的供给端来看，今年以来驱动劳动力回归就业市场的核心是疫情常态化，导致劳动力损失的核心是退休。根据美国商务普查局公布的家庭调查，2022 年 7 月中旬至今美国就业市场的劳动力净增量为 124.8 万人，其中疫情常态化对劳动力的增量贡献达到 600 万人以上（疫情痊愈后贡献劳动力 488.7 万人，不再担忧疫情返岗贡献劳动力 112.8 万人）；因退休损失 341.8 万人，因未披露原因损失 130.9 万人（部分非核心因素不再详述）。

□ 综合考虑提前退休导致的结构性岗位缺口，就业安全垫可能在 2-3 个月内耗尽

从数据可见，退休是当前阻碍劳动力供给修复的核心原因。我们曾于前期报告多次进行分析，除正常退休外，疫后美国还出现了大量提前退休人群，根据圣路易斯联储研究提前退休的原因主要源于疫情后金融资产和房屋的价格上涨削弱了工作动力（55-69 岁以及 70 岁以上家庭平均净资产的增长幅度分别达到 12%和 15%）。根据圣路易斯联储估计，疫情后约有 260 万提前退休人群，我们可以据此评估两方面影响：

劳动力参与率方面，从当前适龄劳动力数量来看（当前总数 6.4 亿人），提前退休对劳动力参与率的影响约为 1%。7 月美国劳动力参与率 62.1%，疫情前约为 63.4%，如据此估算剔除提前退休人群，未来劳动力参与率仍有 0.3%的修复空间。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

研究助理：林成炜

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

非农就业方面，当前共有 1070 万个职位空缺数，与疫情前相比仍高出 369 万个（以 2020 年 2 月作为基准）。假设 260 万个提前退休人群所留下的职位空缺属于结构性缺口短期较难填补，则仍有 109 万个短期可以填补的“岗位安全垫”，根据今年以来新增非农均值将在未来 2-3 个月内使用殆尽（2022 年以来平均每月新增非农 47 万人）。安全垫耗尽后，就业数据可能将在 4 季度起逐步恶化。

- **美国就业人数的绝对值已正式回归疫前水平，未来失业率的拐点可能率先出现**
7 月过后美国非农就业人数正式回归至疫前水平（2022 年 7 月非农就业人数 15254 万，2020 年 2 月末 15250 万），本轮美国疫后的就业修复正式完成。

从结构数据来看，上文已指出 Q2 以来就业修复的主力行业是教育医疗和休闲酒店行业，上述行业也是疫情以来美国最严重的就业缺口行业。7 月过后教育医疗完成填坑，休闲酒店尚有 100 万的就业缺口，未来可能继续成为非农就业的支撑，综合考虑“就业安全垫”非农就业人数未来仍然存在超预期的可能性。

从失业率的角度来看，作为一个相对指标由就业市场的供需两端共同驱动。从历史数据来看，劳动力供需缺口（劳动力总需求-劳动力总供给）和失业率呈现高度负相关关系，当前美国劳动力供需缺口已收窄至历史极值水平，在经济下行驱动招工需求下行、疫情常态化驱动劳动力供给抬升的背景下，预计供需缺口将再次扩大（劳动力市场供过于求的情况将恶化），失业率将趋于反弹。

- **就业数据削弱美联储未来加息掣肘，实际加息幅度仍需观测未来两月通胀水平**
7 月美国非农就业数据优于预期削弱了美联储进一步大幅加息的掣肘，市场在就业数据公布后也大幅提升对 9 月加息 75BP 的概率定价，当前联邦基金利率期货定价 9 月加息概率达到 65%。

我们认为就业数据仅是加息幅度的制约因素，9 月加息幅度的核心决定因素仍是通胀，在 9 月议息会议前尚有 7、8 两月的通胀数据待公布，通胀情况在当前美联储“放弃”前瞻指引后将基本决定 9 月加息幅度。

当前市场一致预期 7 月 CPI 同比增速将回落至 8.7%-8.8% 附近，与我们的预测数据基本一致。如果 7、8 两月通胀数据连续回落，则 9 月美联储加息 50BP 的概率仍然较大；如果 7、8 月通胀数据再次高于预期，则美联储可能再次加息 75BP。**考虑当前通胀形势，我们对未来美联储货币政策暂时维持前期判断：预期 9 月加息 50BP，进入 Q4 后加息力度可能回至 25BP；如果美国就业市场恶化超预期或者欧洲债务风险出现，加息可能在 Q4 暂停。**

- **美债收益率大方向趋于下行&美股 Q3 完成筑底&黄金 Q3 是重要配置窗口期**
美债方面，预计收益率年底将逐步回落至 2.5% 附近。展望年底，美联储紧缩预期将逐步趋缓；经济数据预计仍将进一步恶化，在此背景下美债利率预计将逐步回落至 2.5% 附近；10 年期 2 年期美债收益率可能在下半年持续倒挂。2.5% 作为中性利率水平，在通胀水平进一步回落前 10 年期利率趋势性下破 2.5% 的难度较大。

美股方面，预计将在 Q3 完成筑底，Q4 逐步反弹。伴随短期美股二季报业绩逐步公布并下修全年增长预期，紧缩预期导致的估值压力和衰退预期导致的盈利下修将进入尾声。紧缩力度边际趋缓带动利率水平回落将对美股形成提振，从风格上看我们认为纳斯达克仍将有优于道指的表现。

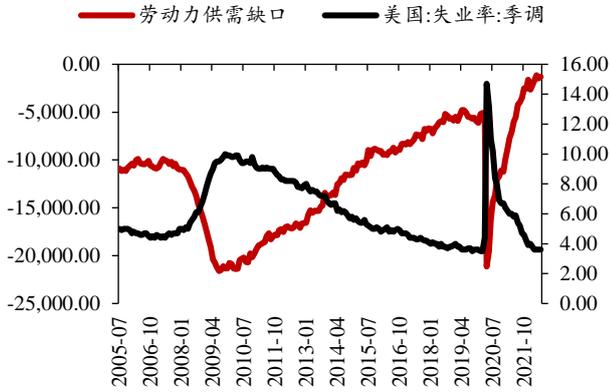
美元方面，中性场景下预计将逐步拐头向下，年末可能回至 100 附近。如果欧洲出现主权债务危机，则美元走势可能转头向上继续挑战 110。我们曾在前期报告中多次指出，俄乌冲突背景下，能源供给紧张将使得欧洲面临经济增长和债务风险的双重压力，欧央行 7 月给出的 TPI 工具受制于通胀约束并未很好打消市场对于债务压力的忧虑。

黄金方面，我们认为 Q3 是重要的配置窗口期，下半年伦敦金可能挑战年内前高。从下半年宏观环境的潜在演化路径来看，黄金是下半年我们重点看好的大类资产。如果欧洲债务压力发酵，则从 2010 年的经验来看避险情绪将推升金价上行（详情请参考前期报告《欧洲主权债务压力是否需要关注》）；如果欧债问题得以平稳解决则美元和美债实际收益率的回落同样利好黄金。

- **风险提示**
欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化

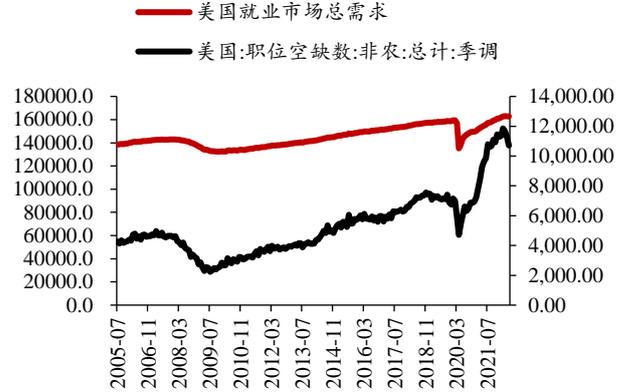
1.重要图表

图1：美国失业率和供需缺口呈反向关系（千人、%）



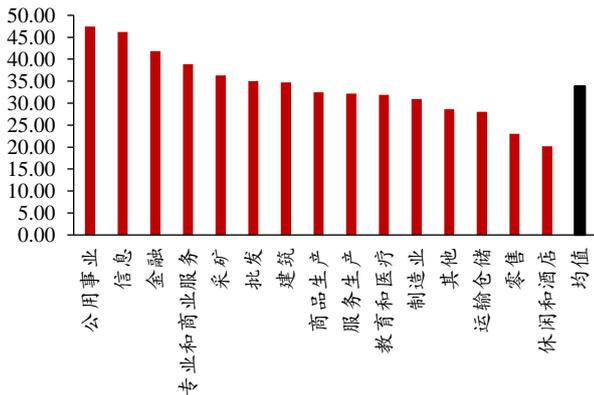
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：美国当前职位空缺数仍位于历史高位（千人）



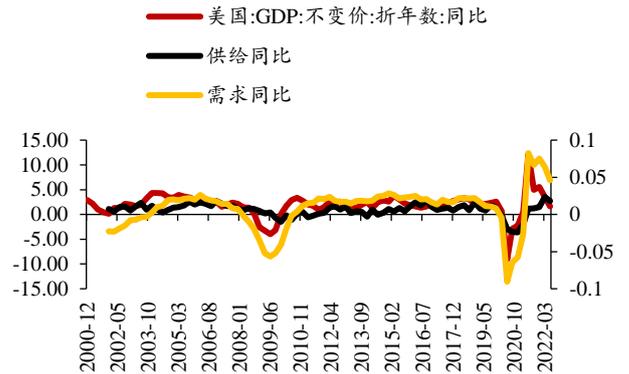
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：休闲酒店和教育医疗行业时薪低于均值水平（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：经济增长对企业招工需求作用更为直接（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1：2022年以来各行业非农修复情况

	今年平均每月修复速度	就业人数距疫前缺口（千人）	3月以来占非农修复比例
服务	0.16%	1046	79.11%
教育和医疗	0.21%	58	22.08%
休闲和酒店	0.25%	-1002	17.74%
专业和商业服务	0.19%	983	17.20%
商品生产	0.14%	150	14.58%
制造	0.10%	31	8.15%
运输仓储	0.21%	792.4	7.68%
信息	0.35%	126	5.00%
建筑	0.18%	177	4.64%
金融	0.05%	144	3.57%
批发	0.08%	-24	3.42%

其他	0.07%	-221	2.20%
采矿	0.59%	-58	1.79%
公用事业	0.07%	-7.1	0.20%
零售	0.00%	196.7	0.02%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: 2022年以来不愿工作居民的原因统计

不愿工作的原因	22年6月29日-22年7月11日	21年12月29日至-22年1月10日	变化人次
合计	106,054,283	107,302,764	-1,248,481
没有工作意愿	5,453,314	5,642,090	-188,776
自己染病或照顾新冠患者	3,866,164	8,753,923	-4,887,759
照顾儿童	6,128,935	5,327,065	801,870
照顾老人	2,307,157	1,957,618	349,539
担心感染新冠疫情	2,088,661	3,216,579	-1,127,918
生病无法工作(新冠以外)	7,478,597	7,071,305	407,292
退休	44,439,125	41,020,609	3,418,516
因为疫情暂时休假	2,695,289	3,485,220	-789,931
雇主因为疫情歇业	1,026,177	1,929,868	-903,691
雇主因为疫情破产	1,372,736	1,480,755	-108,019
缺乏到工作地点的交通工具	1,402,491	932,478	470,013
其他原因	21,375,163	21,046,334	328,829
不愿透露原因	6,420,475	5,438,922	981,553

资料来源: 美国商务普查局, 浙商证券研究所

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_45004



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn