



宏观研究

【粤开宏观】美国“强就业”与“浅衰退”的背离

2022年08月09日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】中国台湾经济 2022：形势与问题》2022-08-04

《【粤开宏观】财税中国系列：江西“中等生”的突围》2022-08-06

《【粤开宏观】31 省份财政收支差全面转负：地方财政形势及展望》2022-08-06

《【粤开宏观】财税中国系列辽宁篇：东北老工业基地财政之“困”》2022-08-09

《【粤开宏观】财税中国系列湖南篇：中部重要增长极的财政债务形势与出路》2022-08-09

摘要

近期美国经济陷入技术性衰退，美国实际 GDP 连续两个季度环比负增长，而就业市场依然强劲，7 月新增非农就业超预期，失业率降至 3.5% 的低点。当前美国就业走势为什么与经济形势发生背离？“强就业”与“浅衰退”后续将有何变化？

一、当前美国就业和经济出现背离的原因

当下美国就业尚未充分反映经济动能减弱，二者背离主要是由于就业数据滞后性与经济出现行业分化。

1、劳动力市场数据滞后于经济周期。一是单月新增非农就业数据波动较大，对经济周期的指示意义有限，1970 年代经济衰退期也出现过非农就业仍持续增长的例子。二是失业率指标通常也滞后于经济周期。在衰退早期，可能会有一部分沮丧劳动者，不再寻找工作，退出劳动力市场，反而带来失业率下降，在 2001 年、2007 年经济衰退开始后前两个月，失业率都出现回落。

2、疫情后劳动力供给恢复缓慢，进一步加大了滞后性。今年以来，非农劳动力参与率于 3 月 62.4% 见顶后持续下行。疫情冲击后劳动力供给不足，使得实际就业对需求变化不敏感，就业可能更加滞后于经济走弱。

3、经济的结构分化导致就业的分化。服务生产对就业的正向拉动较强，大于商品生产对就业的拖累作用。美国服务就业、服务消费距离疫情前仍有修复空间。今年以来，美国消费从商品切换到服务，带动服务业就业大增。7 月服务业新增就业 40.2 万人，占全部新增非农就业的 76%。而商品消费和地产投资负增长，尚未明显拖累制造业、建筑业就业。

4、部分就业指标已经体现出需求弱化。一是企业招聘需求降温，职位空缺率从 3 月 7.3% 下降至 6.6%，平均每个失业人员对应的岗位缺口从 3 月的 2.0 小幅回落至 6 月的 1.8。二是住户调查的新增就业数据显示劳动力市场需求或已放缓。7 月住户调查新增就业人数 17.9 万，远远低于新增非农就业数 52.8 万。

二、未来展望：劳动力市场跟随经济降温，加息周期延长或加大衰退风险

1、“强就业”不可持续，未来仍会跟随经济动能走弱而衰减。美国企业同时面临需求收缩和成本高企，PMI 新订单指数步入收缩区间，企业利润也出现负增长，指示未来就业需求或将大幅降温，或将带动失业率上升。

2、“浅衰退”或有变数，美联储或继续加息将加大经济衰退幅度。当前劳动力供不应求带动名义工资持续上涨，工资通胀螺旋风险加大通胀粘性。7 月工资-通胀螺旋指数继续升至 15.3%，接近 1970 年代的高峰。美联储面临“沃克尔时刻”，抗通胀是美联储当前的核心任务，或将通过更大力度的紧缩，才能给通胀降温，进而加大实体经济衰退幅度。



风险提示：大宗商品上涨导致通胀超预期；美联储加息超预期。



目 录

一、当前美国就业和经济出现背离的原因	4
1、劳动力市场数据滞后于经济周期变化.....	4
2、劳动力市场供给受限，导致就业对需求变化不敏感.....	5
3、经济结构不均衡造成就业行业上的分化.....	6
4、部分就业指标已经体现出需求弱化	7
二、未来展望：劳动力市场跟随经济降温，加息周期延长或加大未来衰退的幅度	8
1、企业利润空间收窄，未来就业将跟随经济走弱	8
2、工资通胀螺旋风险加大，经济衰退风险上升.....	9

图表目录

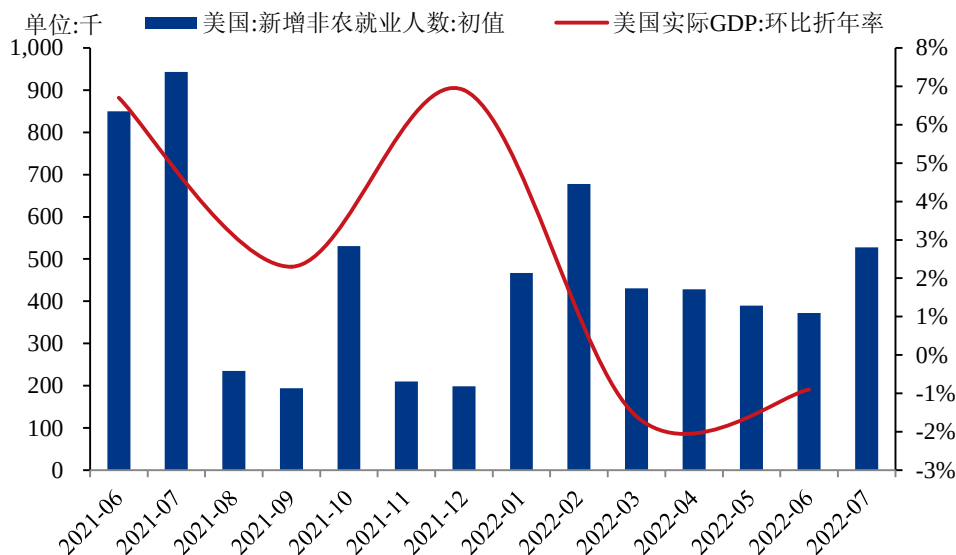
图表 1：美国今年非农新增就业并未跟随 GDP 走向衰退	4
图表 2：美国非农就业存量同比与 GDP 同比变化趋势	5
图表 3：美国失业率在经济衰退到来后快速上升	5
图表 4：美国私人企业就业较疫情前的趋势线仍有较大距离.....	6
图表 5：美国服务业是非农新增就业的主要贡献	6
图表 6：美国服务业是非农新增就业的主要贡献	7
图表 7：美国平均每个失业人员对应 1.8 个岗位缺口	7
图表 8：新增就业人数同新增非农就业数向背离	8
图表 9：美国制造业 PMI 新订单指数已经跌至荣枯线以下	9
图表 10：美国企业利润同比负增长.....	9
图表 11：美国工资—通胀螺旋指数持续攀升	10



一、当前美国就业和经济出现背离的原因

近期美国经济陷入技术性衰退，而就业市场依然强劲，经济与就业的背离引发市场争论。美国实际 GDP 连续两个季度环比负增长，7 月新增非农就业数新增超预期，失业率降至 3.5%，与疫情前的低点持平。当前美国就业走势为什么与经济形势背离？“强就业”与“浅衰退”的组合后续将有何变化？

图表1：美国今年非农新增就业并未跟随 GDP 走向衰退



资料来源：wind、粤开证券研究院

我们认为，当下美国就业尚未充分反映经济动能减弱，二者背离主要是由于就业数据滞后性与经济出现行业分化。

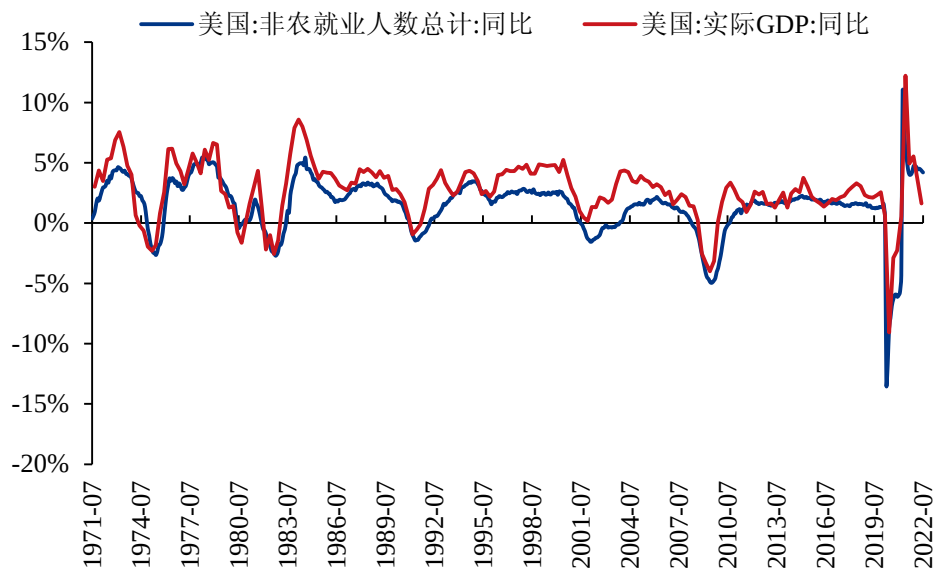
首先，就业本身滞后于经济变化，疫情后劳动力供给恢复缓慢进一步加大了滞后性；其次，经济复苏的不均衡导致就业的分化，服务生产对就业的正向拉动较强，大于商品生产对就业拖累作用。最后，部分就业指标已经出现需求弱化的迹象，体现在职位空缺率、住户调查就业数下降。

1、劳动力市场数据滞后于经济周期变化

一是历史上出现过非农就业增长滞后于经济增长。单月新增非农就业数据波动较大，对经济周期的指示意义有限，而采用非农就业存量同比衡量的就业增长与 GDP 增长的同步性更高，1970 年代经济衰退前期也出现过非农就业仍持续正增长的例子。今年 Q2 美国 GDP 同比已经快速下行，而非农就业增速尚未跟随下行。二是失业率指标通常也滞后于经济周期。失业率可能在衰退期之初变化不明显，到了深度衰退时期波动才会突然加大。在衰退早期，可能会有一部分沮丧劳动者，不再寻找工作，退出劳动力市场，带来失业率下降，在 2001 年、2007 年经济衰退开始后前两个月，失业率反而都出现了回落。

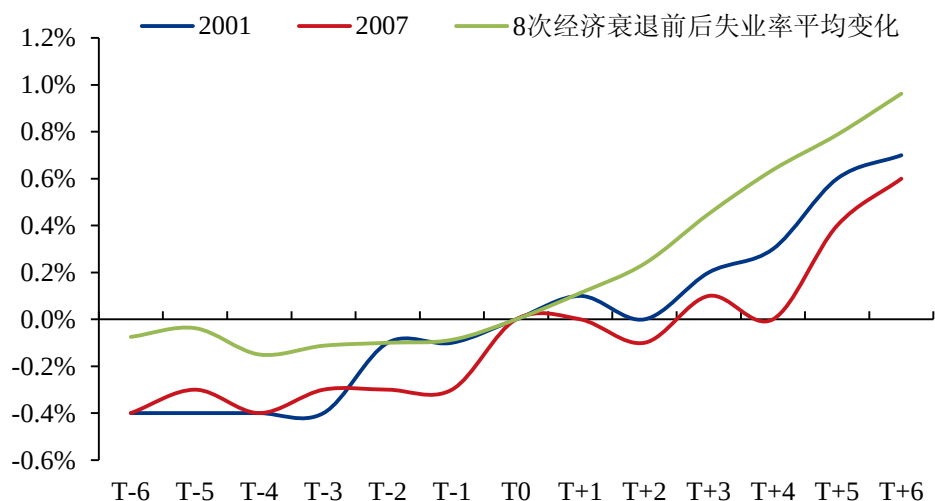


图表2：美国非农就业存量同比与 GDP 同比变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院（阴影部分为NBER 衰退期）

图表3：美国失业率在经济衰退到来后快速上升



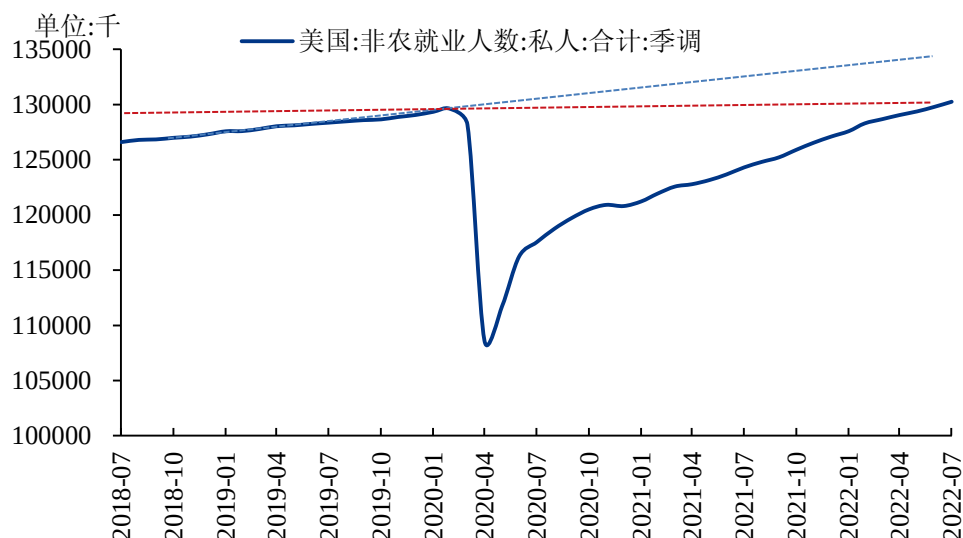
资料来源：wind、NBER、粤开证券研究院（注：T 对应 NBER 认定的历次衰退期的起点，均取值取自 1960-2008 年的 8 次衰退期失业率）

2、劳动力市场供给受限，导致就业对需求变化不敏感

当前美国劳动力供给恢复较慢，就业进一步滞后于经济。美国劳动力市场错配严重，供不应求。疫情冲击导致部分中老年劳动力提前退休，还会导致接触性行业的就业意愿低迷，叠加人口老龄化等因素影响，美国劳动力供给的恢复较为缓慢。本轮经济复苏周期中，非农企业部门就业人数略高于疫情前水平，但依然低于疫情前的趋势线。今年以来，非农劳动力参与率于 3 月 62.4%见顶后持续下行，7 月劳动参与率较疫情前仍有超 1.3 个百分点的缺口。疫情冲击后劳动力供给修复路径拉长，劳动力缺口仍大，可能使得就业对需求变化不敏感，使得就业走弱的时点更晚出现。



图表4：美国私人企业就业较疫情前的趋势线仍有较大距离



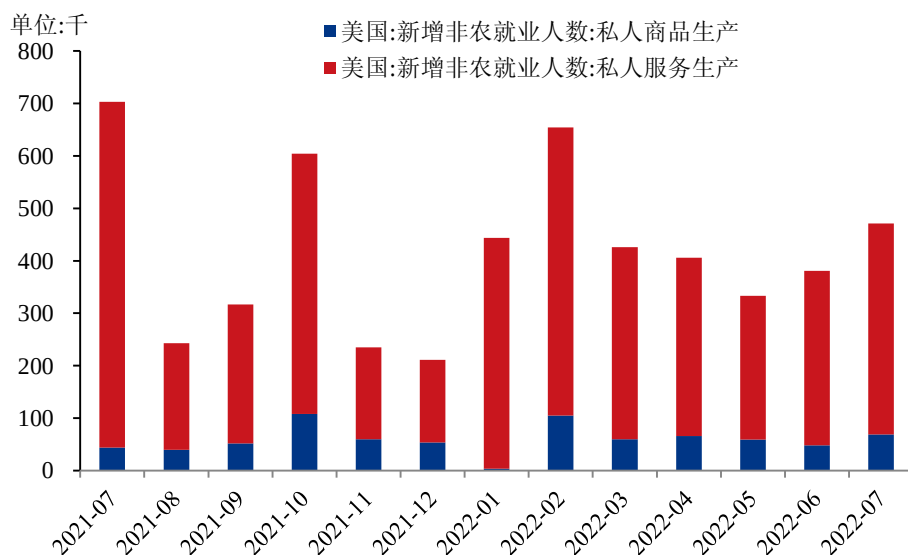
资料来源：wind、粤开证券研究院

3、经济结构不均衡造成就业行业上的分化

一是美国服务消费引起服务就业局部过热。服务生产企业的就业占全部非农就业人数的 80%，而服务消费约占全部个人消费的 60%。今年年初以来，伴随疫情影响消退，美国消费从商品切换到服务，服务消费成为增长主力。服务业景气也是就业市场的主线，7 月服务业新增就业 40.2 万人，是新增就业的主要来源，占全部新增非农就业的 76%，细分行业上主要来自于医疗保健业（+9.66 万）、休闲酒店业（+9.6 万）、专业和商业服务业（+8.9 万）。

二是商品消费和地产投资尚未明显拖累制造业、建筑业就业。当前美国经济补库存放缓，Q2 库存变化拖累 GDP 环比多达 2 个百分点；而企业也面临库存挤压，但尚未开始削减招聘计划，商品生产相关制造业和服务业就业尚未大幅下滑，7 月制造业、批发业、零售业新增非农就业数依然保持正增长。Q2 住宅投资拖累 GDP 环比 0.7 个百分点，但建筑业就业也未出现明显恶化，7 月新增就业反而边际增加。

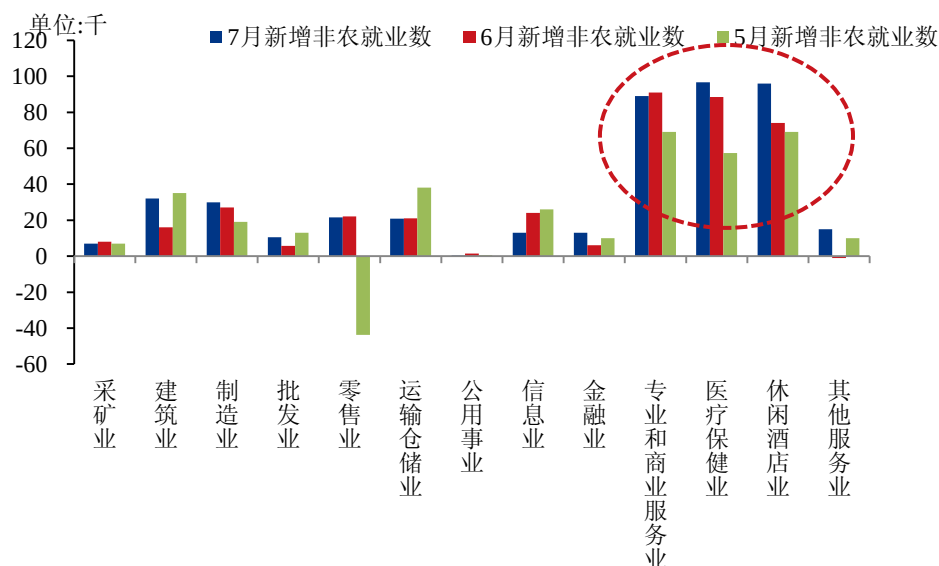
图表5：美国服务业是非农新增就业的主要贡献





资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：美国服务业是非农新增就业的主要贡献



资料来源：wind、粤开证券研究院

4、部分就业指标已经体现出需求弱化

一是经济形势不容乐观，劳动力市场需求指标已经开始走弱。经济放缓并未直接导致裁员，而是使企业招聘需求降温，体现在职位空缺数从高位回落。美联储加息后，职位空缺率从3月7.3%下降至6月的6.6%，职位空缺数降至1070万，平均每个失业人员对应的空缺岗位数从3月的2.0小幅回落至6月的1.8。

图表7：美国平均每个失业人员对应1.8个岗位缺口

