

2022 年 10 月 23 日

专题研究

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001

jiny01@ghzq.com.cn

联系人: 周子凡 S0350121010075

zhouzf@ghzq.com.cn

美国经济能软着陆吗？

——2022 年海外经济观察系列（七）

相关报告

《2022 年区域城投面面观系列（九）：从土地市场看江西城投》*靳毅，姜雅芯——2022-09-30

《2022 年区域城投面面观系列（七）：江西城投全景解析》*靳毅，姜雅芯——2022-09-29

《2022 年区域城投面面观系列（八）：江西省城投债务面面观》*靳毅，姜雅芯——2022-09-29

《——2022 年海外经济观察系列（六）：三个逻辑看美国通胀拐点》*靳毅——2022-09-26

《——探秘利率中枢（二）：利率下行还有多少空间？》*靳毅——2022-09-20

- 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。
- 风险提示 全球经济超预期衰退，全球通胀超预期上行，新冠疫情传播超预期，历史经验推演存在误差。

目录

1、 美国经济怎么看？	4
2、 就业市场的“结”与“解”	6
2.1、 美国就业市场为何强劲？	6
2.2、 “薪酬-通胀”的粘性	9
3、 软着陆是否有可能？	10
4、 风险提示	13

图表目录

图 1: 美国经济的“技术型衰退”	4
图 2: NBER 关心的四项指标追踪	5
图 3: 经济衰退往往伴随着失业率的大幅上升	6
图 4: 美国薪酬水平不断上行	6
图 5: 美国就业缺口（占适龄工作人口比重）	7
图 6: 劳动力参与率缺口	7
图 7: 没有工作意愿的适龄工作人口（按年龄）	7
图 8: 适龄劳动力移民下降	8
图 9: 移民人口在各行业中占比	8
图 10: 美国职位空缺率处于 2000 年以来高位	9
图 11: 二季度美股业绩披露情况	9
图 12: 9 月份 CPI 贡献增量	9
图 13: 美国职位空缺情况分行业	9
图 14: 企业盈利预期和职位空缺率高度相关	10
图 15: Google 搜索“涨薪”数量回升	10
图 16: 地方联储调查领先美国制造业 PMI 3 个月	11
图 17: 职位空缺率和失业率呈负相关	11
图 18: 贝弗里奇曲线之争	11
图 19: 美国居民部门杠杆率	12
图 20: 美国居民部门超额储蓄	12
图 21: CME Fed Watch Tool 预期加息节奏	13
图 22: 加息见顶前，政策利率难与 10 债利率倒挂	13
图 23: 历史上 2Y-10Y 美债利差极限倒挂 40BP 左右	13

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？

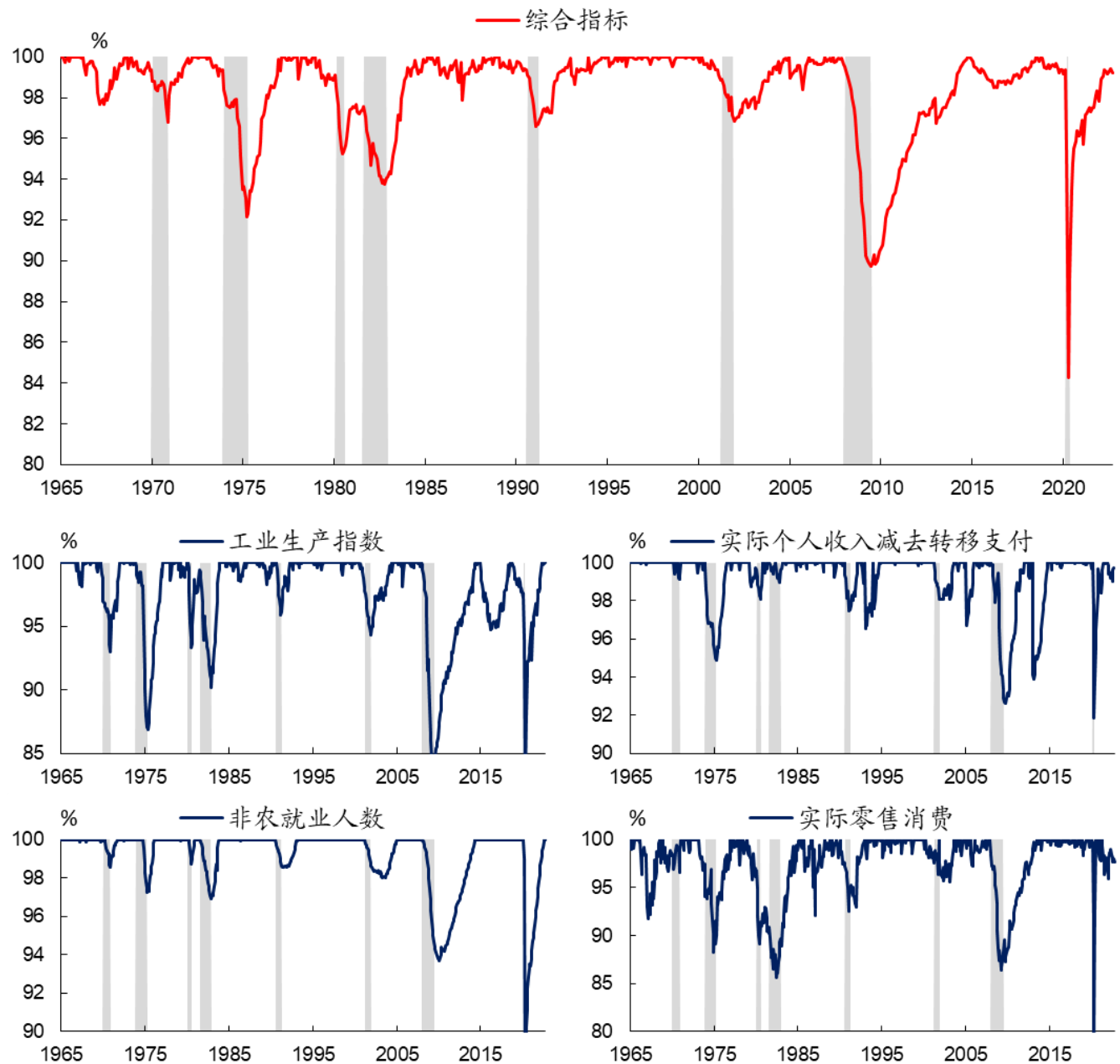
图 1：美国经济的“技术型衰退”



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。

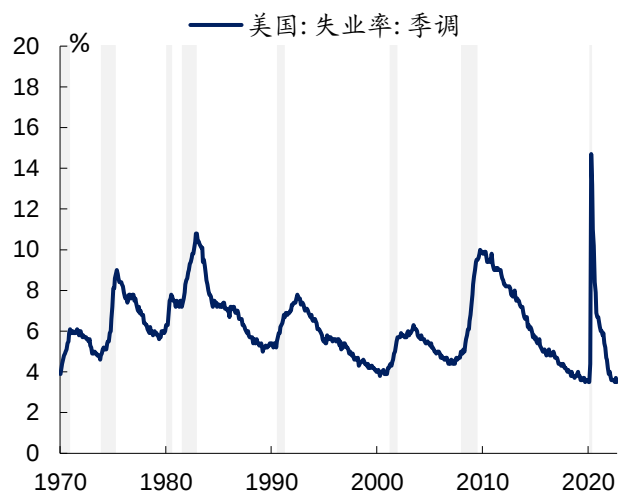
图 2: NBER 关心的四项指标追踪



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。

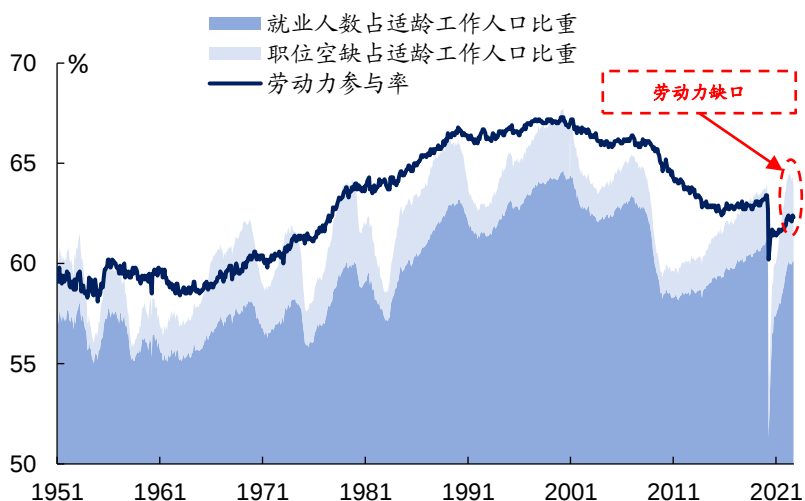
2、就业市场的“结”与“解”

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)



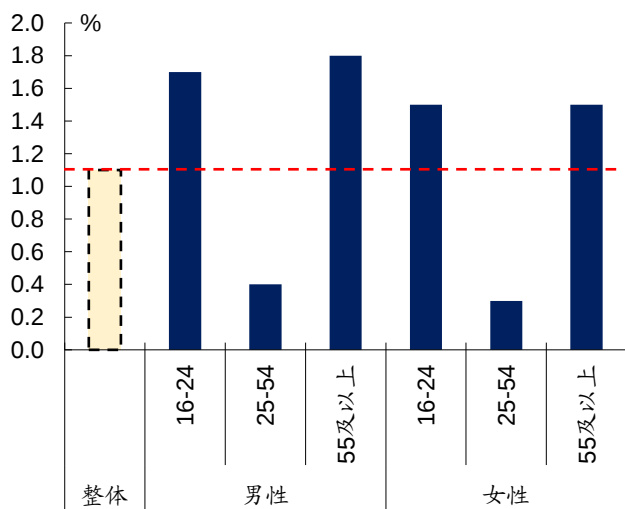
资料来源: Wind、国海证券研究所

- 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。

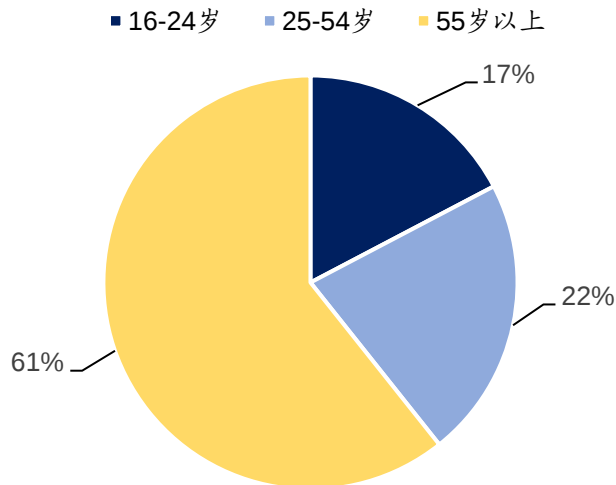
图 6: 劳动力参与率缺口



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)



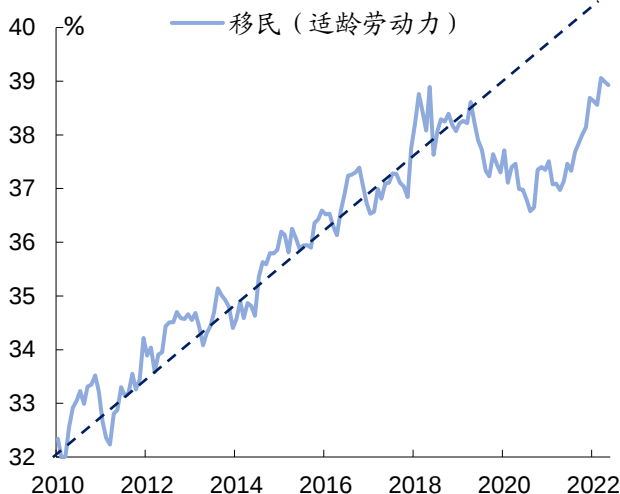
资料来源: BLS、国海证券研究所

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。

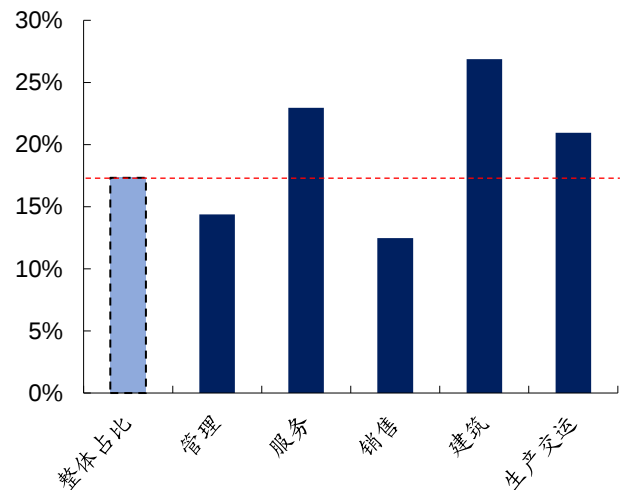
从移民在各行业中的占比情况来看，移民人口在美国服务业、建筑业和生产交运行业中扮演者举足轻重的地位。这也意味着“缺工现象”或许在服务业中更为明显。我们认为，短期内移民的短缺也较难弥补这部分劳动力供给缺口。

图 8：适龄劳动力移民下降



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 9：移民人口在各行业中占比



资料来源：BLS、国海证券研究所

注：选取 2021 年就业结构

2) 劳动力需求的增加，约解释疫后 28% 的就业缺口。除了供给方面的因素，当下过于火热的招工需求也是劳动力短缺的另一大主要原因。而背后的原因主要在于目前美国企业盈利情况仍不差。

截至 2022 年 2 季报，我们以标普 500 为研究样本，统计得出全市场仍有超过 60% 的企业盈利超预期，超过 10% 的企业盈利复合预期，仅有不到四分之一的企业盈利不及预期。

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_47615

