



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号：S0120121090005

邮箱：zhangjiw3@tebon.com.cn

相关研究

#2022 年供应链&通胀特辑专题系列

《哪些因素会导致美国通胀风险失控——供应链&通胀特辑#1》

《失控 or 回落？美国通胀如何预测——供应链&通胀特辑#2》

《从联储通胀框架看加息能否有转机——供应链&通胀特辑#3》

#2021 年海外通胀专题系列

《美国通胀：供需错配如何博弈——海外通胀专题之一》

《如何刻画美国供应链问题——海外通胀专题之二》

《为何鲍威尔坚定看空明年通胀——海外通胀专题之三》

“长疫情”如何冲击美国劳务市场？ 供应链&通胀特辑#4

投资要点：

- **核心观点。**长疫情对美国劳务市场的冲击具有明显的结构性特征。**需求方面**，在经历了近 3 年的共存期后，美国的医保、信息技术、运输仓储行业劳务需求不仅完全修复，甚至较疫情前出现了明显的增量需求，休闲餐旅行业因其密接的工作性质呈现出当前需求修复不充分但潜在需求较强的特点。**供给方面**，长疫情的最大冲击在于加速老年群体的退休潮，背后是疫情对老年群体更大的健康威胁、疫情期间退休的老年群体难以再就业等因素，长疫情的特点也意味着超量退休趋势短期内难以逆转。
- **长疫情对美国劳务市场的冲击具有明显的结构性特征。**需求方面，在长疫情的影响下，美国的医保（公共卫生需求系统性增多）、信息技术（线上办公需求增加）、运输仓储（前期国内运需求激增而需要大量招聘卡车司机）三个行业的劳务需求修复非常快速甚至出现了增量的岗位需求，休闲餐旅则是典型的当前需求修复不充分但潜在需求较强的行业，或与行业密接的工作性质有关。供给方面，长疫情的最大冲击在于加速老年群体的退休潮，背后是疫情对老年群体更大的健康威胁、疫情期间退休的老年群体难以再就业等因素，长疫情的特点也意味着超量退休趋势短期内难以逆转。而疫情对总供给的冲击不仅在于就业人数，也会作用于在职者的工作效率。长疫情所带来的一系列长期症状——疲劳、呼吸急促和所谓的“脑雾”均会对劳动生产率产生一定的负面影响。
- **长疫情对美国劳务市场的供给冲击或意味着美国通胀中枢的系统性抬升。**近期数据显示，商品通胀在供应链的加速改善下已出现明显下行，居住服务各类先行指标已出现的下行意味着其拐点的出现只是时间问题，但正如 Powell 演讲稿的标题<Inflation and Labor Market>所示，美国通胀当前面临的挑战是“短期内难以逆转的超量退休→劳务总供给的持续收缩→劳务供需的持续失衡→与 2%通胀目标持续不匹配的工资增速”。如果美国长期的劳务总供给缺乏修复的可能，那实现 2%的通胀目标将意味着更明显的劳务总需求的收缩。短期来看，这或意味着兑现 2%通胀目标的承诺将不得不历经一场经济衰退，而长期来看，长期总供给的收缩将意味着更高的通胀中枢。
- **国家虽有别，疫情无国界，长疫情对美国劳务市场的影响值得我国借鉴。**我国刚进入与病毒全面共存的阶段，这意味着疫情对经济的许多影响才刚刚拉开序幕。虽然中美两国在资源禀赋、疫苗接种、人口结构与抗疫节奏上均有不同，但我们认为国家虽有别、但疫情无国界。疫情的影响主体主要是人，因此对劳务市场的冲击应存在较大的共性。
- **风险提示：**美联储加速紧缩货币政策风险，俄乌冲突失控风险，疫情恶化风险，通胀失控风险，美元流动性挤兑风险。

内容目录

1. 长疫情对美国劳务市场的冲击	4
1.1. 需求冲击.....	5
1.2. 供给冲击.....	7
2. 长疫情对劳务市场冲击的启示	10
2.1. 美国：长期通胀中枢难回 2% 目标.....	10
2.2. 中国：国家虽有别，疫情无国界	11
3. 风险提示	11

图表目录

图 1: 美国劳务总供给与总需求.....	4
图 2: 美国各行业非农就业总人数与 2019 年 12 月水平比较.....	5
图 3: 美国各行业最新当前需求与潜在需求缺口一览.....	6
图 4: 美国劳动参与率 1949 年以来走势	7
图 5: 美国劳动参与率 2016 年以来走势	7
图 6: 各年龄段美国劳动参与率与 2000 年 1 月相比的变化情况.....	8
图 7: 各年龄段美国劳动参与率与 2019 年 12 月相比的变化情况.....	8
图 8: 与 2020 年 2 月相比美国非劳动力人口占比变化情况, 按理由划分	9
图 9: 美国退休人口占 16+ 以上总人口的比重 (实际 vs 预期)	9
图 10: 与长疫情相关的身体 & 认知障碍.....	10
图 11: 美国因病无法工作的人数	10

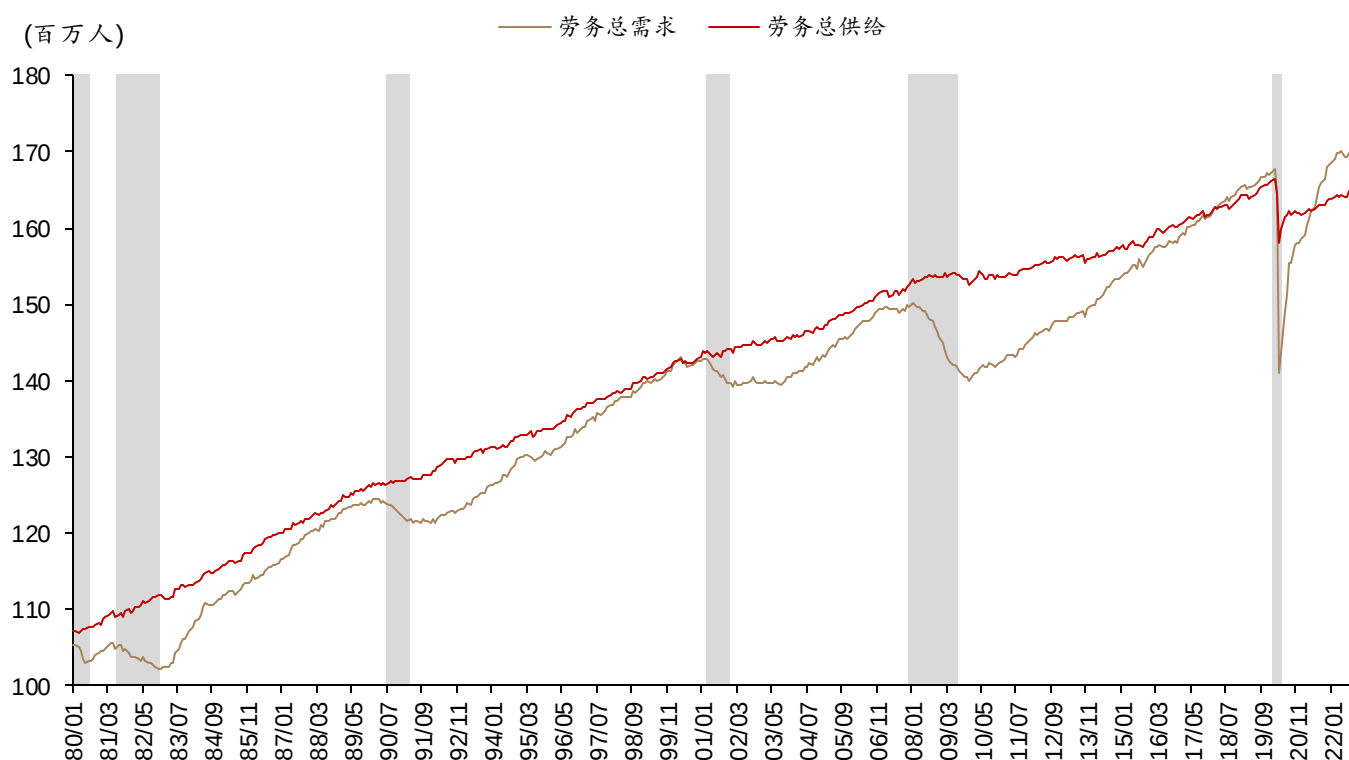
随着国内防疫政策全面转向，与疫共存的影响逐步显现。虽然当前 Omicron 系列毒株较首轮 Covid-19 杀伤力明显降低，但“长疫情 (Long COVID)”对经济的影响仍然值得重视。根据美联储学者 Price¹，长疫情包含一系列长期症状，通常包括疲劳、呼吸急促和所谓的“脑雾”(指大脑难以形成清晰思维和记忆的现象)。这些症状使得长疫情不断影响着微观个体，并最终汇总成对宏观经济的持续冲击。

由于疫情的主要作用对象是人，所以疫情对劳务市场的冲击最为明显。因此，本报告主要侧重分析长疫情对美国劳务市场的冲击。一方面，考虑到长疫情的持久性，其冲击对美国劳务市场所衍生出的工资-通胀问题或是持久性的；另一方面，虽然各国的资源禀赋、疫苗接种、人口结构与受疫情冲击的时间不同，但病毒本质上是无国界的。因此，疫情对美国劳动力市场的冲击同样值得我国借鉴。

1. 长疫情对美国劳务市场的冲击

11 月 30 日，Powell 就通胀与劳务市场主题发表讲话²。在其讲话稿中，Powell 将对美国劳务市场的分析拆分为供给与需求两个维度。如图 1，劳务市场的总供给由当月最新的劳动力总人数构成；而劳务市场的总需求由当月最新的居民就业总人数与前月最新的职位空缺总数组成，前者代表当前已满足的劳务市场需求，后者表征尚未被满足的潜在劳务需求。

图 1：美国劳务总供给与总需求



资料来源：FED，德邦研究所；阴影部分为 NBER 界定的经济衰退期，劳务总需求 = 当月新增居民就业 + 前月新增职位空缺数，劳务总供给为当月劳动力人数

长周期视角下，美国劳务供给相对稳定，劳务供需均衡的变化主要由需求的边际变化主导。但本轮疫情危机以来，美国劳务总供给受到了较强的冲击，而劳务总需求则在财政与货币双重刺激下出现了明显过热，最终导致严重的供需失衡。

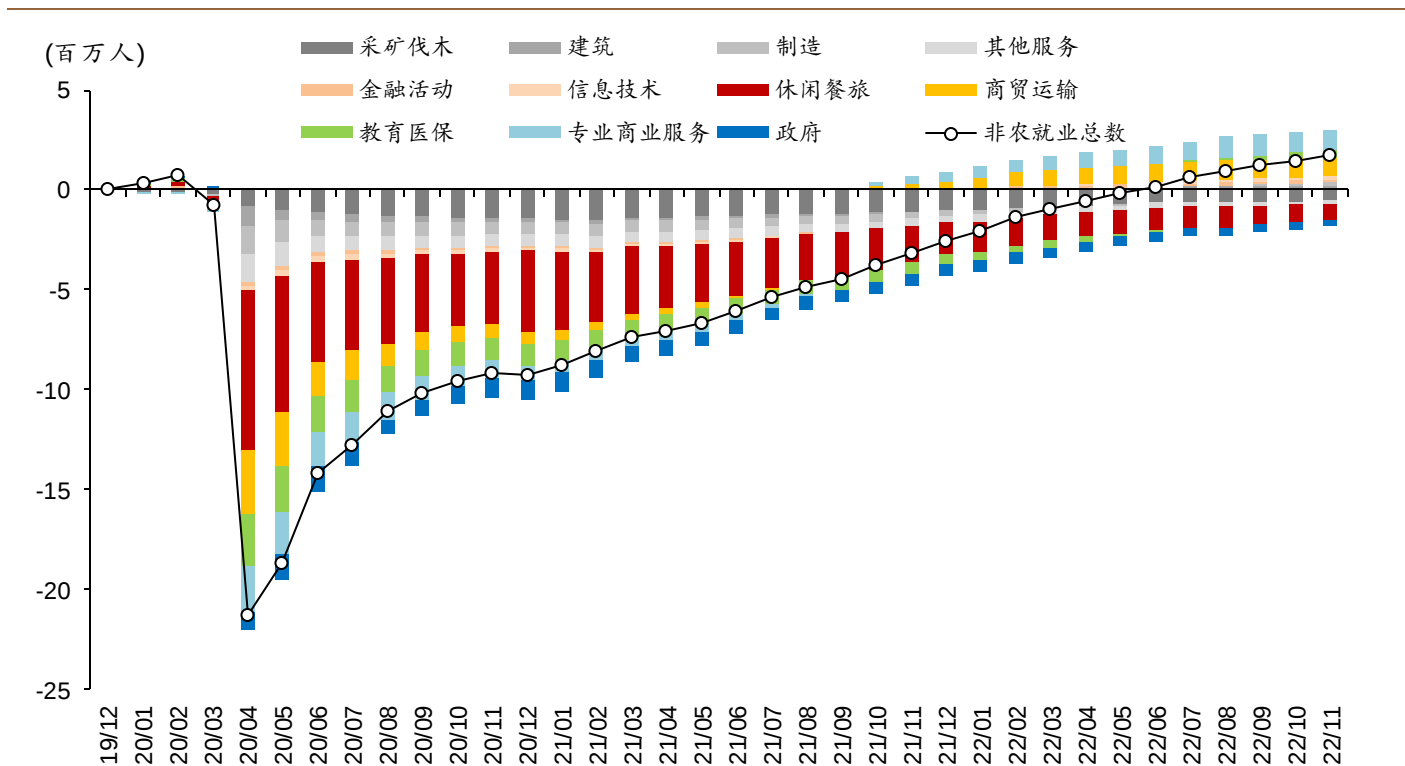
¹ Price, Brendan M. (2022). "Long COVID, Cognitive Impairment, and the Stalled Decline in Disability Rates," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, August 5.

² Chair Jerome H. Powell. (2022). "Inflation and Labor Market," At the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, Brookings Institution, Washington, D.C.

1.1. 需求冲击

由于劳务需求总量层面的变化主要来自货币与财政政策的刺激，因此，为了更好地分析疫情对美国劳务需求的冲击，我们需要拆解出不同行业在疫情冲击后的需求修复情况。图2中，我们将不同行业的非农就业总人数与2019年12月进行比较，可发现疫情对美国当前劳务需求的冲击具有明显的结构性特征。

图2：美国各行业非农就业总人数与2019年12月水平比较



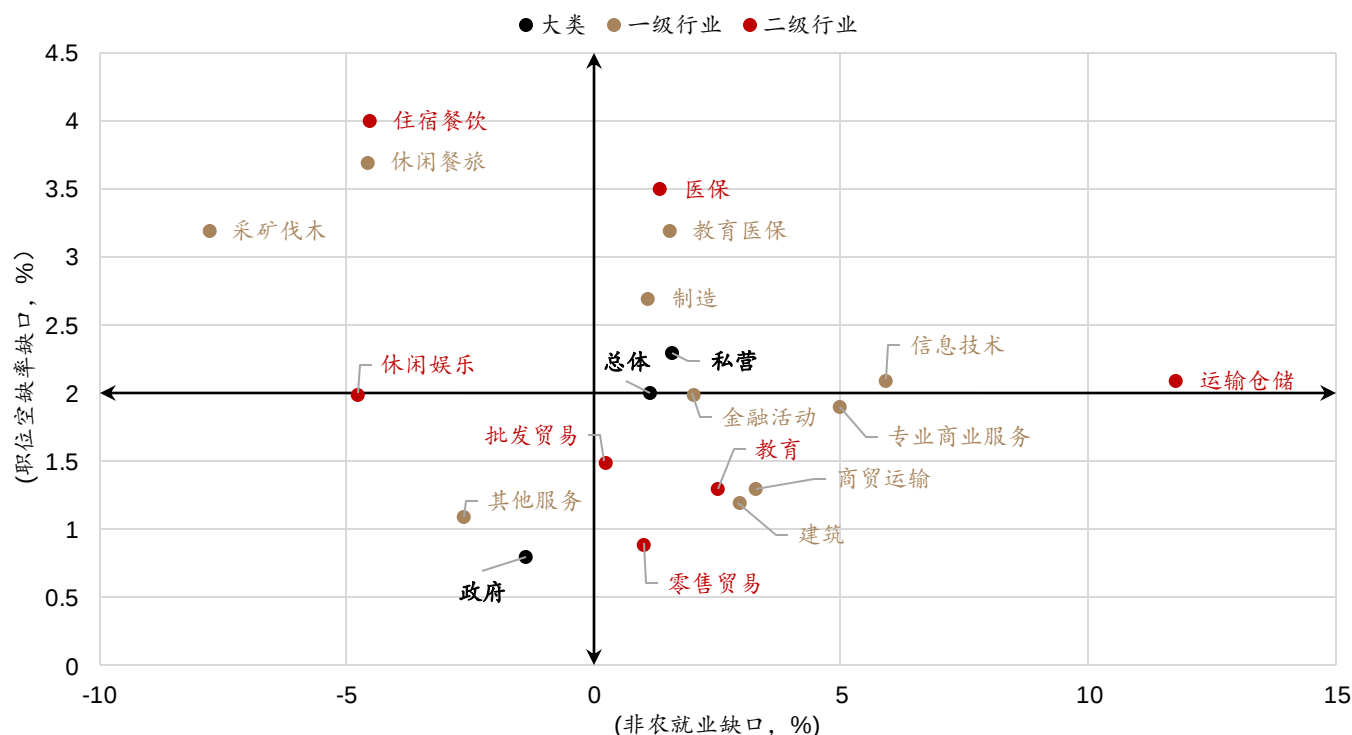
资料来源：彭博，德邦研究所

图2可见，由于初期的疫情冲击伴随着经济衰退，故所有行业的非农就业总数均出现了明显收缩。总量层面上，在疫情冲击最严重的2020年4月，美国非农就业总人数较2019年12月出现了14%的缺口。而随着经济复苏，这部分缺口逐步开始收敛，并于2022年6月完全闭合，即收复了疫情冲击以来的全部失地。

尽管总量层面已完全修复，但疫情对美国当前劳务需求结构性的冲击仍然存在。在劳务需求完全修复的2022年6月，不同行业的需求修复程度差异明显——完全修复并进入过热的主要是商贸运输、信息技术、专业商业服务三个行业，三者与2019年12月的总就业人数相比分别多增了3.25%、3.97%与4.17%。而截至到最新的2022年11月，三者与2019年12月各自的总就业人数相比则分别多增了3.28%、5.91%与4.97%。

商贸运输多增的就业主要来自运输仓储。如图3，截至最新2022年11月，该二级行业较2019年12月的总就业人数相比多增了11.76%，这主要来自对卡车司机较高的需求。而商贸运输的其他两个二级行业——批发贸易与零售贸易较2019年12月仅多增了0.22%、1.02%的就业。我们在去年的专题《如何刻画美国供应链问题——海外通胀专题之二》中曾写道，史诗级的政策刺激与疫情对线下消费场景的限制使得美国居民购置了远超历史需求水平的耐用品，导致2021Q4以来美国运输供应链陷入瘫痪，大量的进口商品因缺乏运力而滞留。为加速供应链的修复，美国政府启动了6个月的卡车司机学徒制以加速人员到岗，最终导致卡车司机的就业人数较疫情前出现了明显的超额增长。

图 3：美国各行业最新当前需求与潜在需求缺口一览



资料来源：彭博，德邦研究所；非农就业缺口 = 最新总就业 / 2019 年 12 月总就业 - 1，职位空缺率缺口 = 最新职位空缺率 - 2019 年 12 月职位空缺率

信息技术与专业商业服务多增的就业则主要来自疫情对办公环境的冲击。一来，这两个工种由于其非密接的特性，本身具备线上办公的优势。根据美国劳工部截至最新 2022 年 9 月的数据，信息技术与专业商业服务在过去四周因为疫情而远程办公的人群分别占各自行业总人数的 16.3% 与 10.8%³。因此这两个行业通过线上办公较好地淡化了疫情带来的冲击，使得其需求修复路径较为顺畅；二来，线上办公需求的增加本身也反过来给这两个行业创造了更多的岗位，导致二者甚至较疫情前出现了更多的岗位需求。

根据 Powell 的演讲，劳务总需求由当前需求与潜在需求两部分构成。因此，除了分析当前已被满足的劳务需求外（图 2），还需同时关注尚未被满足的潜在需求。图 3 中，我们用非农就业缺口（当前非农就业人数与 2019 年 12 月的偏离度）表征当前劳务需求缺口，用职位空缺率缺口（当前职位空缺率与 2019 年 12 月相减）表征潜在的劳务需求缺口（由于供需失衡，全美职位空缺率均较疫情前有提升，我们以 2% 为界来衡量潜在需求的相对提升水平），可依据四个象限将当前行业需求特征分为四类：

- ① 第一象限：当前需求缺口 > 0%，潜在需求缺口 > 2%。行业就业水平已超过疫情前，甚至存在显著的增量就业需求，即疫情不仅未对这些行业的就业带来影响，甚至还给其带来了显著的增量需求；
- ② 第二象限：当前需求缺口 < 0%，潜在需求缺口 > 2%。行业就业水平尚未恢复至疫情前，但存在显著的增量就业需求并未被满足，这些行业要么在将潜在需求逐步转化为当前需求的修复过程中，要么因为劳务供给限制使得潜在需求迟迟无法转化为新增岗位；
- ③ 第三象限：当前需求缺口 < 0%，潜在需求缺口 < 2%。行业就业水平尚未恢复至疫情前，增量的就业需求虽然存在但并不显著，这些行业或因疫情冲击而出现中长期的需求不足；

³ 劳工部问卷调研问题为 “At any time in the LAST 4 WEEKS, did you telework or work at home for pay BECAUSE OF THE CORONAVIRUS PANDEMIC?”

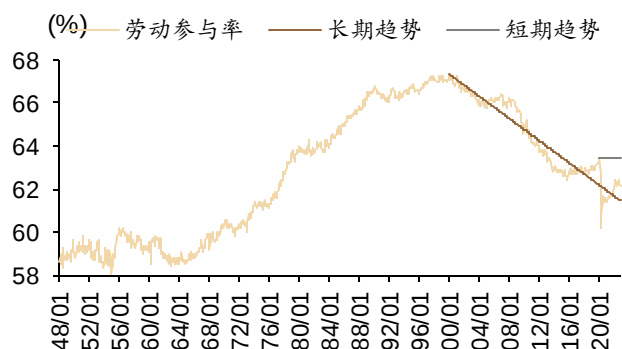
- ④ 第四象限：当前需求缺口 $>0\%$ ，潜在需求缺口 $<2\%$ 。行业就业水平已超过疫情前，增量的就业虽然需求存在但并不显著，这些行业已出现较为明显的修复，但未来可修复的增量空间不大。

汇总来看，处于第一象限的运输仓储（当前缺口 11.76%、潜在缺口 2.1%）、信息技术（当前缺口 5.91%、潜在缺口 2.1%）、医保（当前缺口 1.33%、潜在缺口 3.5%）之所以能在行业缺口完全修复的情况下仍然存在较高的潜在缺口，离不开疫情给这些行业带来的基本面支撑。处于第二象限的住宿餐饮（当前缺口-4.54%、潜在缺口 4%）与休闲娱乐（当前缺口-4.78%、潜在缺口 2%）则是仍然在修复过程中的行业。由于二者均是密接性的行业，因此其当前需求修复的不充分或一定程度来自行业供给的不充分，休闲餐旅行业较低的工资水平与密接的行业特点或是造成行业极高职位空缺率缺口的关键所在。而大部分的行业需求则是落在了第四象限，即当前需求已出现了明显的修复，且不存在过于明显的潜在需求增量，这与美国当前处于过热周期末端的经济形势相吻合。

1.2. 供给冲击

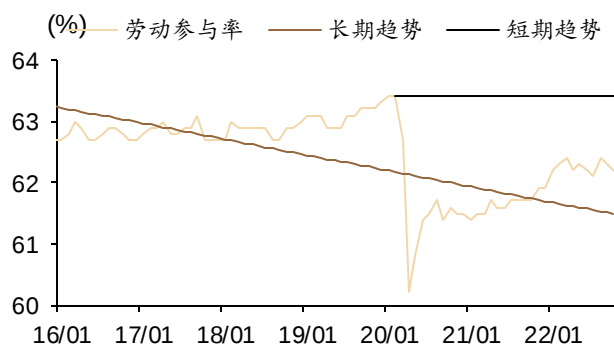
除去对需求的冲击外，疫情同样冲击着美国的劳务总供给。虽然美国劳动参与率的收缩自本世纪以来便存在一个长期下行的趋势（图 4），但疫后劳务总供给不充分的修复程度（图 5）离不开长疫情持续的影响。2022 年以来，美国劳务劳动参与率一直在[62.1%, 62.4%]区间波动，似乎无法回到疫情前 63.4%的水平。

图 4：美国劳动参与率 1949 年以来走势



资料来源：彭博，德邦研究所；长期趋势以 2000 年以来数据为样本制作趋势线，短期趋势线取疫情前的高点

图 5：美国劳动参与率 2016 年以来走势



资料来源：彭博，德邦研究所；长期趋势以 2000 年以来数据为样本制作趋势线，短期趋势线取疫情前的高点

要将清疫情对劳动总供给的冲击，首先需要明确为何本世纪以来劳动参与率

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_50792

