

海外聚焦：经济衰退为何伴随强就业？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn



研究助理：马骏



相关报告

- 1 宏观专题 20220815:《芯片法案》如何影响进出口产业链？
- 2 宏观专题 20220918: 美国“衰退时钟”走到哪儿了？——海外经济系列之七
- 3 宏观专题 20220928: 拜登“中期选举”胜算多大？——海外经济系列之八
- 4 宏观专题 20221010: 新发展格局有何成效？——从国际环境看我国经济转型
- 5 宏观专题 20220928: 谁将接任英国首相？——海外经济系列之九
- 6 年度策略 20221201: 穷则思变——2023年海外宏观年度展望
- 7 外贸深度 20221202: 东盟能否“加持”我国出口？——基于产业价值链的视角

投资要点

- **就业市场表现强劲。**12月失业人数大幅下降，失业率持续回落。劳动力市场表现反常的原因并非受劳动力需求影响，而是因为**财政补贴退潮后居民储蓄大幅回落，劳动力供给有所回升，填补职位缺口。**疫情冲击后，职位空缺自2021年以来一直维持在高位，需求端虽因经济放缓持续回落，但幅度不大，使得总需求回落不明显，**目前需求并不是就业的主导因素。**
- **超额储蓄退潮加强劳动供给，从劳动力供给方面来看，在疫情方面，新毒株XBB.1.5对劳动力供给影响并不明显。而居民收入方面，随着美国财政补助退坡，居民超额储蓄也快速消耗。叠加经济衰退预期，居民被迫进入劳动力市场，使得供给侧表现强劲。总就业人数有所上升，录得近十个月来出现的最大涨幅。非农新增就业仍高，其中教育保健业和休闲酒店业新增就业人数最多，而政府的新增非农就业人数回落最为显著。时薪同比、环比双双下降，在各行业中，仅休闲酒店和金融业时薪增速略微上升。**
- **就业指标变化滞后，不再适宜用于判断经济现状。一方面，劳动力市场调整一般落后于经济变化，另一方面，本次新冠疫情导致的需求缺口始终未得填补，而财政补贴退坡及超额储蓄退潮或将使得供给强劲，当前出于劳动力供需缺口闭合阶段，判断经济形势或需观察其他的市场相关指标。**
- **加息放缓预期增强，停止紧缩为期不远。**劳动力市场虽然表现不弱，但其对经济形势判断滞后，市场对其反映较为钝化。鉴于通胀数据以及时薪增速在快速回落，联储或将降低加息幅度和终点利率，停止紧缩或为期不远。CME利率观察工具最新数据显示，市场预计美联储2月加息50基点的可能性为24.3%，低于非农数据公布前的37.4%，而加息25基点的可能性由62.6%上升至75.7%，目前市场预计的终端利率约5.1%。**股债齐涨，美元承压。**非农数据公布后，美国三大股市均现较大涨幅。国债收益率骤降，美元指数快速下行至103.9。往后看，我们预计，**美联储停止加息时间渐近，对美股和美债均有提振，而美元指数或也见顶，震荡中趋于回落。**
- **疫情：欧洲疫情持续转好。**截至1月3日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约264万，相较前一周下降**21.7%**；近一个月新增死亡病例约4.8万人，较上周同期上升**0.2%**。**美国疫情形式转好，本周新增约39万例，较上周下降21%。欧洲新增病例数持续下降，本周新增约42万，较上周下降39.5%。XBB.1.5感染力最强。**世卫组织证实，该毒株比目前所有其他变种都更具传播性。**多国入境防疫政策再度收紧。疫苗覆盖面持续扩大。**
- **海外：美欧加息态度坚定。**美联储12月会议纪要显示，将致力于抗击通胀，预计今年不会降息。**欧央行卡扎克斯预计未来两次会议将大幅加息。德国停止“友谊管道”的俄油进口。美国制造业持续萎缩，服务业跌破荣枯线。**美国12月ISM制造业PMI录得48.4，连续7个月延续下行趋势，服务业PMI录得49.6，为2020年6月以来首次进入萎缩区间。**欧元区通胀整体回落，拐点确认。**
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 深度聚焦：经济衰退预期下，为何失业率仍旧回落？ - 4 -
2. 疫情：欧州疫情持续转好，XBB.1.5 感染力最强..... - 8 -
3. 海外：美欧加息态度坚定，美国服务业 PMI 跌破荣枯线..... - 11 -

图表目录

图表 1: 美国劳动力市场失业率和劳动参与率 (%)	- 4 -
图表 2: 美国劳动力市场职位空缺数与职位空缺率.....	- 4 -
图表 3: 美国居民超额储蓄情况.....	- 5 -
图表 4: 居民疫情后新增储蓄穷人分配更少 (%)	- 5 -
图表 5: 美国就业总人数 (万人)	- 5 -
图表 6: 美国各行业非农新增就业人数 (千人)	- 6 -
图表 7: 非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)	- 6 -
图表 8: 各行业平均时薪同比增长 (%)	- 7 -
图表 9: 失业率在衰退开始后显著上升 (%)	- 7 -
图表 10: 非农就业在衰退开始后开始下降 (万人)	- 7 -
图表 11: 市场预期美联储加息次数 (次)	- 8 -
图表 12: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 8 -
图表 13: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 9 -
图表 14: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 9 -
图表 15: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 10 -
图表 16: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 10 -
图表 17: 各国猴痘每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 11 -
图表 18: 主要经济体制造业 PMI.....	- 12 -
图表 19: 主要经济体服务业 PMI.....	- 12 -
图表 20: 欧元区主要经济体 CPI 通胀 (%)	- 13 -

1. 深度聚焦：经济衰退预期下，为何失业率仍旧回落？

就业市场表现仍强。自去年三季度以来，美国经济逐渐显露疲态，以内需为主的经济内生动力持续走弱，衰退预期不断攀升，理论上就业市场理应持续降温，与其他经济指标走势保持一致，但是近月以来，美国劳动力市场表现仍旧强劲，12月失业人数大幅下降27.8万至572.2万人，失业率甚至出现持续回落的现象。我们认为，劳动力市场表现反常的主要原因并非受劳动力需求影响，而是因为财政补贴退潮后居民储蓄大幅回落，劳动力供给有所回升。

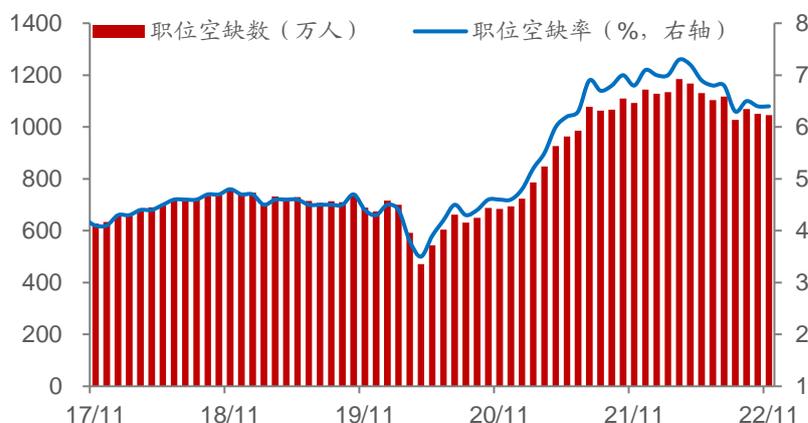
图表 1：美国劳动力市场失业率和劳动参与率（%）



来源：BLS，WIND，中泰证券研究所

需求短期不是主导因素。从需求面来看，在经济衰退的背景下，低迷的消费对企业的经营和盈利带来压力，劳动力需求理应降温。然而在疫情冲击后，职位空缺自2021年以来一直维持在高位，较疫情前仍多出近400万缺口，短期或难以快速回落至疫前水平。因此，需求端虽因经济放缓持续回落，但幅度不大，使得总需求回落不明显，目前需求并不是就业的主导因素。

图表 2：美国劳动力市场职位空缺数与职位空缺率

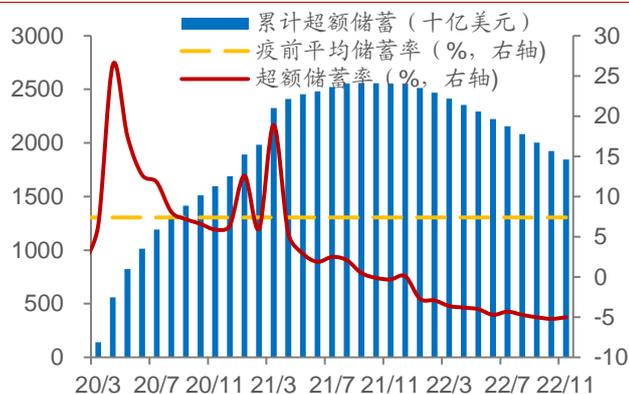


来源：WIND，中泰证券研究所

超额储蓄退潮，劳动供给增强。从劳动力供给方面来看，自新冠疫情爆发以来，影响居民就业意愿和能力的两大主要因素是疫情和收入。在疫情方

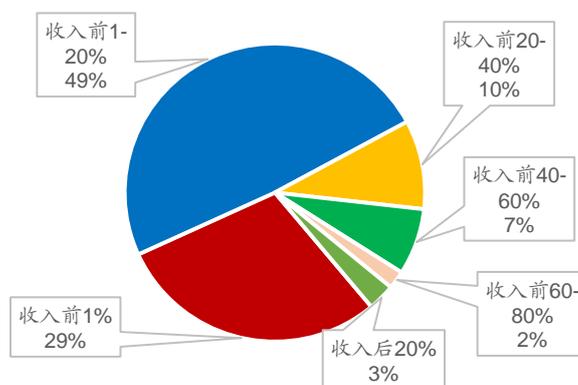
面，近期虽然新毒株 XBB.1.5 在美国快速扩散，但其对劳动力供给影响并不明显。而居民收入方面，随着美国财政补助退坡，居民超额储蓄也快速消耗。具体来看，疫情后的居民新增储蓄中，低收入者新增储蓄更少，因此超额储蓄退潮对于中低收入居民影响最为严重。在储蓄下降叠加经济衰退预期下，居民被迫进入劳动力市场，增加了劳动力供给。

图表 3: 美国居民超额储蓄情况



来源: CEIC, 中泰证券研究所

图表 4: 居民疫情后新增储蓄穷人分配更少 (%)

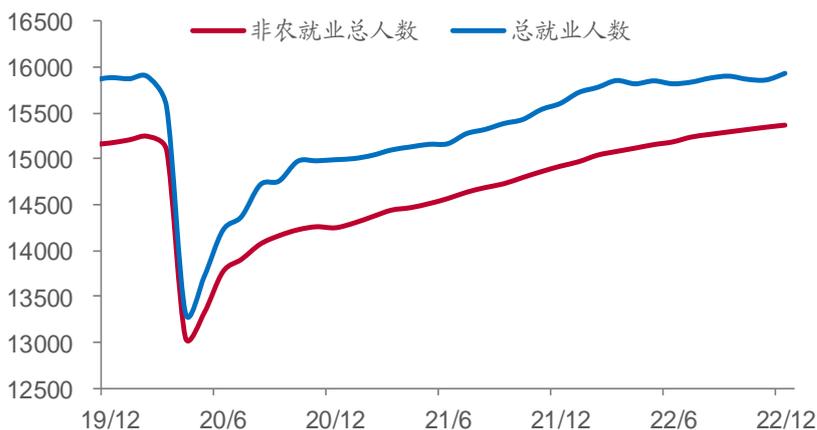


来源: 美联储, 中泰证券研究所

供给侧表现强劲。一方面，无论是家庭调查还是机构调查的就业人数和非农就业人数均持续上升。另一方面，就业意愿增强下，劳动力供给增多，供需缺口持续弥合，带动工资增速持续回落。

总就业人数有所上升。12月美国来自家庭调查的总就业人数和来自机构调查的非农就业总人数持续上行，分别录得 1.59 亿和 1.54 亿人。总就业人数在 12 月上升约 71.7 万人，是近十个月来出现的最大涨幅，而 12 月非农新增就业仍高，总体指向劳动力市场仍然强劲。

图表 5: 美国就业总人数 (万人)

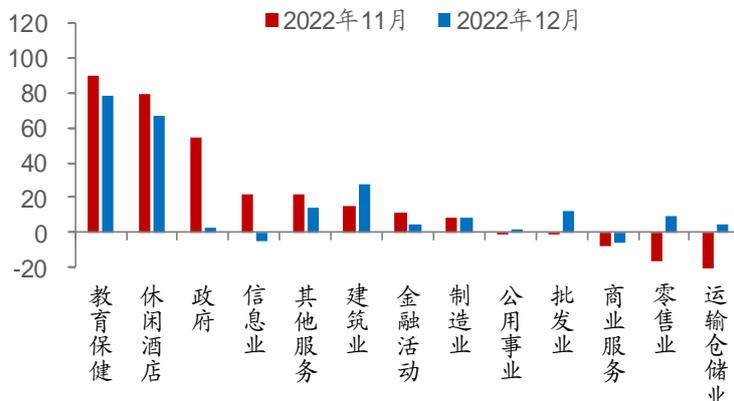


来源: BLS, WIND, 中泰证券研究所

非农新增就业仍高。美国 12 月新增非农就业人数为 22.3 万人，仍高于疫情前平均水平，指向美国劳动力市场仍然强劲。分行业来看，教育保健业和休闲酒店业新增就业人数最多，12 月分别新增 7.8 万和 6.7 万人，但增幅均小于上月。运输仓储业较上月增幅改善最大，由 11 月的 -2.2 万人上升至 0.5 万人，而政府的新增非农就业人数回落最为显著，由 11 月的 5.4 万人下

降至 0.3 万人。

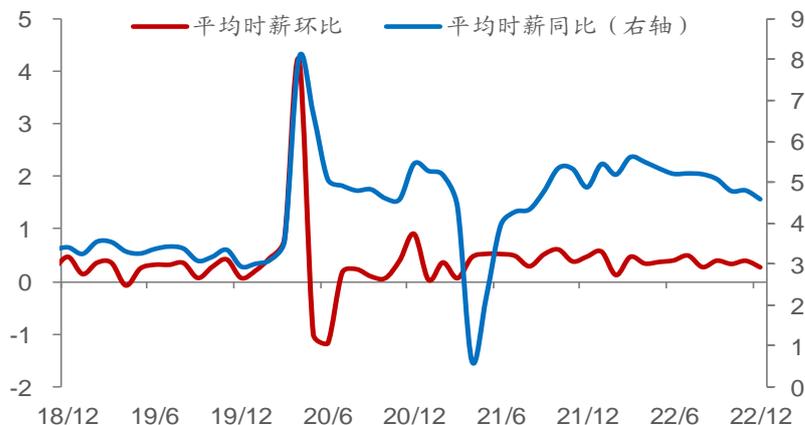
图表 6: 美国各行业非农新增就业人数 (千人)



来源: BLS, WIND, 中泰证券研究所

时薪同比、环比双双下降。12月美国非农就业平均时薪同比增速较11月下降0.2个百分点,录得4.6%,前值修正为4.8%。同时环比增速录得0.3%,较上月小幅回落0.1%。非农薪资增幅下降反映出劳动力市场供需缺口在逐步缩小,通胀中服务分项压力减少。

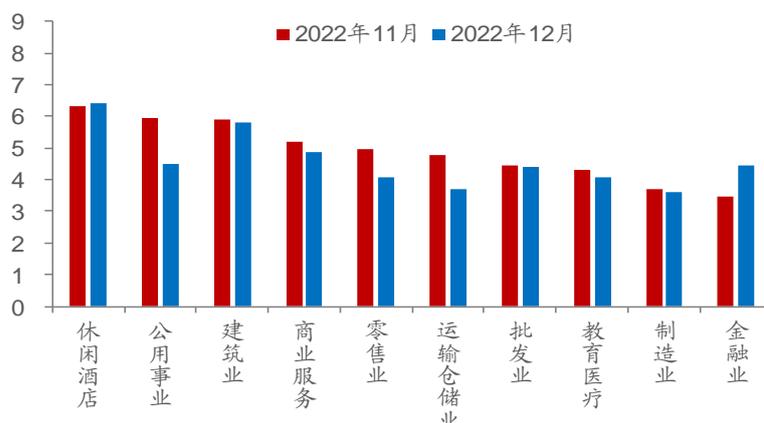
图表 7: 非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)



来源: BLS, WIND, 中泰证券研究所

各行业时薪多数回落。分行业来看,本月仅休闲酒店和金融业时薪增速略微上升,分别较上月上升0.1和0.9个百分点。其他行业时薪增速均有所下降,其中公用事业时薪增速回落幅度最大,较上月下降1.4个百分点。

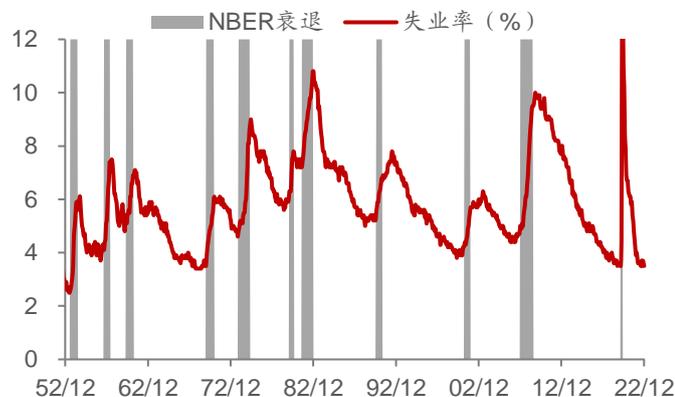
图表 8: 各行业平均时薪同比增长 (%)



来源: BLS, WIND, 中泰证券研究所

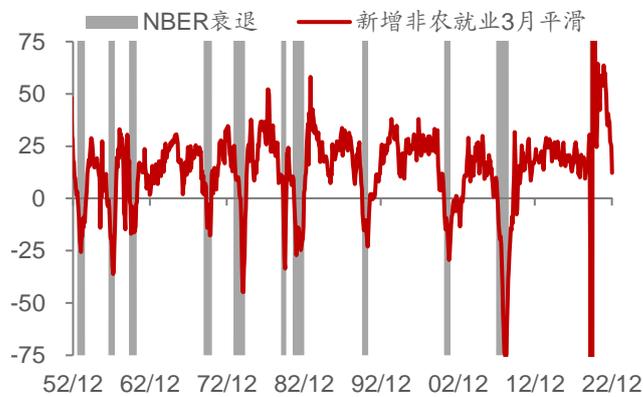
就业指标变化滞后。通过就业市场指标判断经济现状不再合适。一方面，劳动力市场调整一般落后于经济变化。从历史数据来看，失业率只有在进入衰退之后才显著提升，而非农就业人数也只有在进入衰退之后才开始下降。因此，只有当经济活动普遍降温，经济全面步入衰退，寻找工作变得困难时，就业数据才会开始明显下行。另一方面，本次新冠疫情导致的需求缺口始终未得填补，这使得需求即便受经济放缓影响，也很难快速回落至疫前水平，此时供给因素成为劳动力市场的主导，而财政补贴退坡及超额储蓄退潮对供给构成支撑，故对经济形势判断可能需要观察其他市场相关指标。

图表 9: 失业率在衰退开始后显著上升 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 10: 非农就业在衰退开始后开始下降 (万人)



来源: WIND, 中泰证券研究所

加息放缓预期增强，停止紧缩为期不远。最新的非农就业数据显示，新增就业维持高位，失业率持续下行，而薪资增速继续回落，反映出劳动力供给涌入市场填补职位缺口。总的来看，劳动力市场虽然表现不弱，但其对经济形势判断滞后，市场对其反映较为钝化。鉴于通胀数据以及时薪增速在快速回落，**联储或将降低加息幅度和终点利率，停止紧缩或为期不远。**CME利率观察工具最新数据显示，市场预计美联储2月加息50基点的可能性为24.3%，低于非农数据公布前的37.4%，而加息25基点的可能性由62.6%上升至75.7%，目前市场预计的终端利率约5.1%。

图表 11: 市场预期美联储加息次数 (次)



来源: CME, 中泰证券研究所, 单次加息 25bp。

股债齐涨, 美元承压。非农数据公布后, 美国三大股市均现较大涨幅, 其中纳斯达克涨幅最高近 2.6%, 标普 500 指数和道指分别收涨约 2.3%和 2.1%。黄金期货价格同样上行, 日内高点达到 1875 美元, 为近 6 个月以来新高。国债收益率骤降, 10 年期国债利率大幅下行至 3.57%, 同时, 美元指数快速下行至 103.9。往后来看, 我们预计, 美联储停止加息时间渐行渐近, 对美股和美债均有提振, 而美元指数或也见顶, 震荡中趋于回落。

2. 疫情: 欧洲疫情持续转好, XBB.1.5 感染力最强

欧洲疫情持续转好。截至 1 月 3 日, 全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约 264 万, 相较前一周下降 21.7%。美国疫情形式转好, 本周新增约 39 万例, 较上周下降 21%。欧洲新增病例数持续下降, 本周新增约 42 万, 较上周下降 39.5%。法国本周新增约 12 万例, 较上周下降 43%。俄罗斯本周新增约 29900 例, 较上周下降 31.8%。东南亚国家疫情持续降温。印尼本周新增约 3400 例, 较上周下降 29.5%。泰国本周新增约 2100 例, 较上周下降 27.2%。

图表 12: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)

80 美国 法国 日本 350

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_50947

