

宏观点评 20230505

暂停加息了为何失业率还创新底？

2023年05月05日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《加够了还是加多了？美联储暂停加息那些事》

2023-05-03

《五一“爆款”、美国“暴雷”，后续市场怎么看？》

2023-05-03

- **本轮失业率会持续维持低位吗？**美联储刚在5月议息会议上暗示暂停加息，可是4月美国的失业率却继续创新低。但是别慌，由图2来看历史上这不足为奇：过去加息暂停时失业率也并未见底，甚至1995年与2018年开始降息时失业率也还未到低点。那么本轮新低的失业率有何特点？我们不妨从4月非农数据来一探究竟：
- **失业率受“再入者”影响难以上涨。**计入失业率计算公式中的“失业者”和“再入者”相互抵消，导致激增的失业人数难以体现在失业率上。但由图3可以看出，当前重新进入者已接近历史低位出现反弹，未来在持续上涨的动力下将推高失业率。
- **超额退休未见恢复，黄金年龄劳动力支撑有限。**疫后在健康问题及美国居民财富增加的影响因素下，大龄劳动力重返职场意愿低，导致55岁及以上类别的劳动参与率至今并未改善。同时，25-54岁的黄金年龄参与率已经恢复至疫情前水平，后续支撑或已见顶（图4）。
- **薪资增速动能放缓对缓解通胀效果仍待确认。**不可否认的是薪资增速同比已经从高位开始回落，但4月平均时薪环比增速继续上涨录得0.5%。因此当前薪资动能并未“全面放缓”，特别是就业密集型的服务部门：服务业增速居首位的休闲和酒店业在3月薪资同比增速6%，平均时薪环比增速升至0.8%（前值0.1%）。“最大雇主”的薪资上涨压力，为进一步雇佣和提高工资创造了动力，对通胀造成威胁（图5）。
- **职位空缺与非临时裁员需进一步降温。**从图6可以看出，职位空缺/非临时裁员的比例可以很好的解释工资通胀。当前此比例已经出现下滑，但需要继续减半才能使得工资通胀进一步降温。按住职位空缺/非临时裁员比例的反扑是打消工资-通胀上升担忧的第一步。
- **实际工资的上涨增加“软着陆”可能性。**从图7-8中可以看出，一方面名义工资增速的放缓要明显慢于通胀，导致实际工资增速上升，这也增加了美国经济实现“软着陆”的可能性。另一方面，当前的实际收入距NBER界定衰退下的实际收入水平仍有距离，美国年内经济陷入衰退的可能性低，降息条件难以被巩固。
- **由此来看，无论是失业率还是工资，超韧性就业远没有达到衰退-降息的条件。**4月非农数据再次体现劳动力市场的韧性，尤其是服务业需求黏性顽固。劳动力市场的稳健攻破市场衰退预期，也给予美联储更多空间让利率维持“更长、更久”来对抗通胀。也正如此前报告指出，年内降息的基础无法被满足。
- **风险提示：**劳动供给恢复快于预期；金融体系流动性风险超预期；恐慌情绪蔓延超预期；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

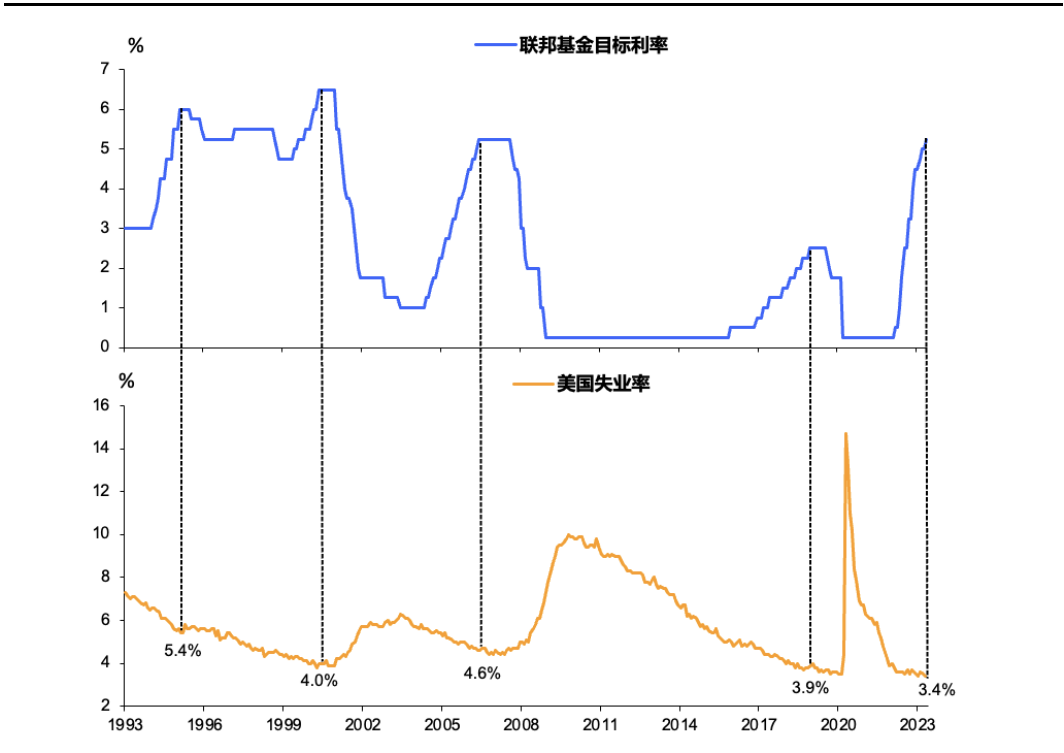
图1: 美国劳动力市场总览

		平均薪资增速同比 (%)	当前就业 (百万人)	疫情前就业 (百万人)	相较疫情前就业 (%)	当前职位空缺率 (%)	疫情前平均职位空缺率 (%)	当前职位空缺率 vs 疫情前平均水平倍数	相较平均水平裁员	就业占比 (%)
	总计	4.2	133.1	127.1	4.7	6	3.8	1.6	低	83.4
商品、供应链及IT业	采矿业	4.6	0.6	0.7	-8.9	5.1	2.6	2.0	低	0.5
	建筑业	5.4	7.9	7.5	6.0	4.1	2.5	1.7	低	5.9
	制造业	3.9	13.0	12.7	2.3	5.1	2.6	1.9	低	9.8
	运输仓储业	4.2	6.7	5.7	18.6	4.8	3.3	1.4	正常	5.1
	信息业	5.5	3.1	2.9	8.3	5.7	3.7	1.6	正常	2.3
服务业	金融业	3.9	9.1	8.8	3.9	4.6	3.5	1.3	低	6.9
	专业和商业服务	4.4	22.9	21.2	8.1	7.0	3.5	2.0	低	17.2
	教育和医疗服务	3.9	25.1	24.1	4.3	6.8	4.3	1.6	低	18.9
	休闲和酒店	6.1	16.5	16.0	3.3	8.3	4.5	1.8	低	12.4
	其他服务业	3.1	5.8	5.8	0.8	4.8	3.4	1.4	低	4.4

注: 数据均截止至 2023/04, 疫情前就业选取时间区间为 2019/02-2020/02; 平均职位空缺率的时间区间选取为 2001/03-2023/02。

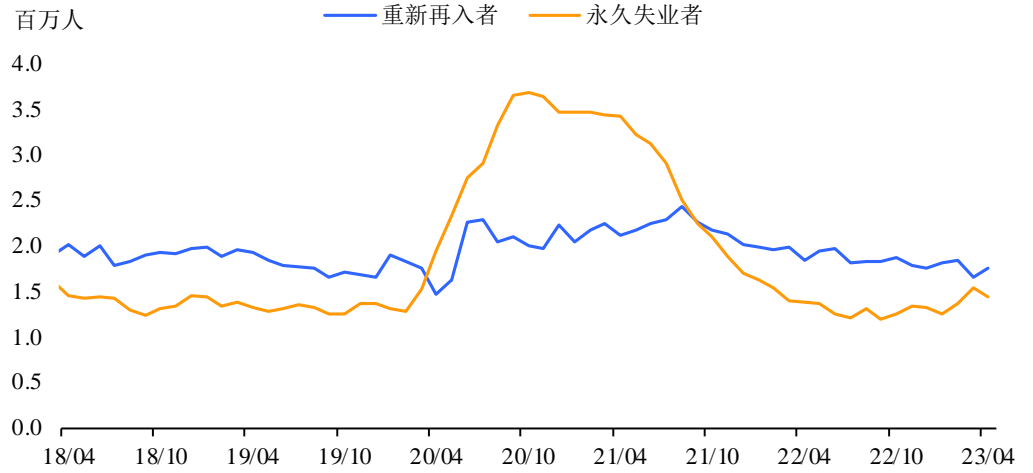
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图2: 历次加息暂停时失业率并未见底



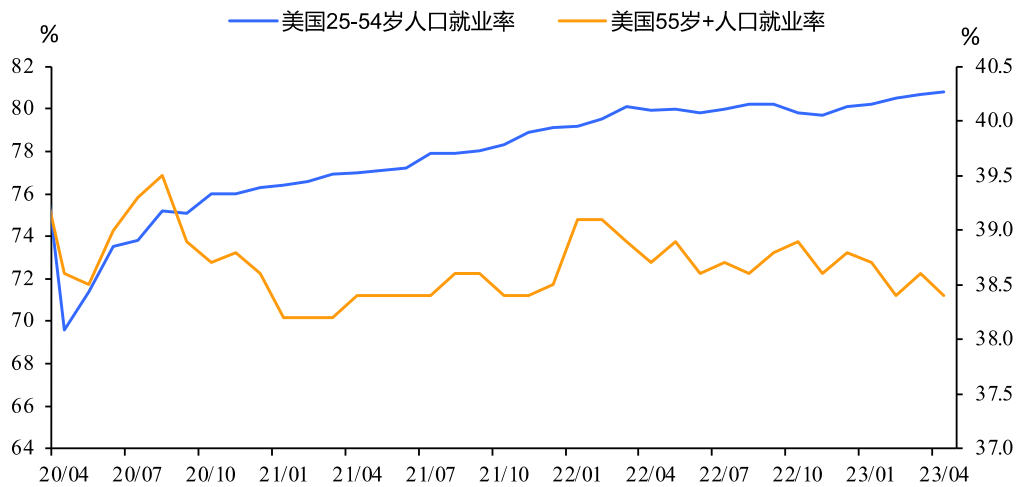
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 重新再入者的下降阻止失业率上涨



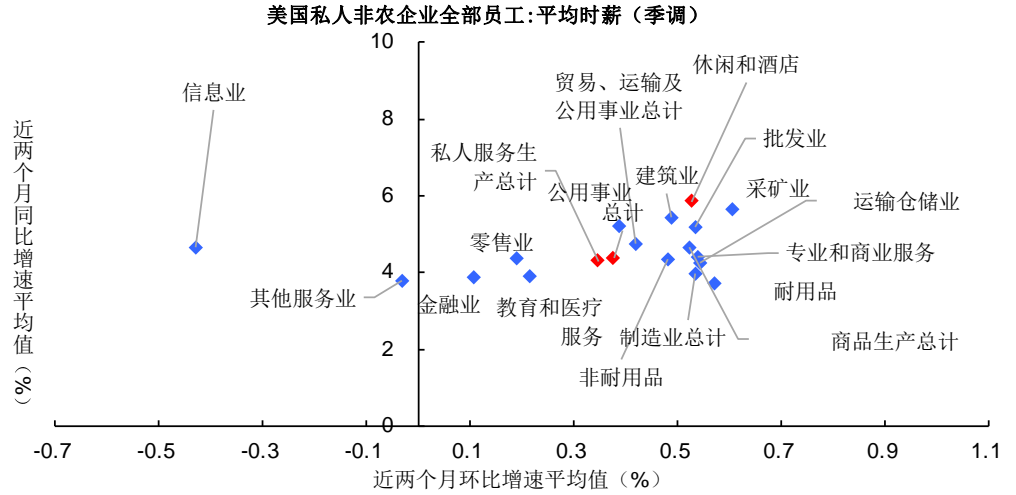
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图4: 超额退休未见恢复, 黄金年龄劳动力支撑有限



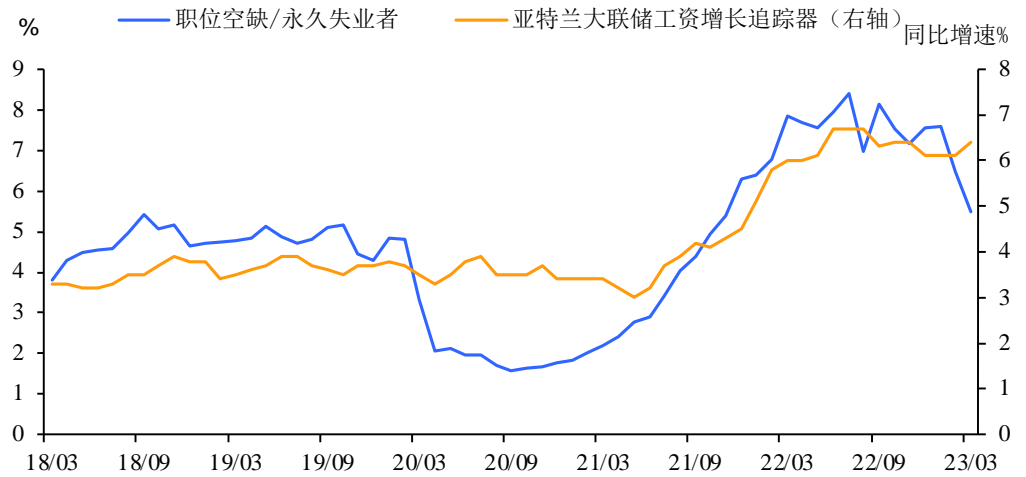
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图5: 美国私人非农行业平均时薪增速



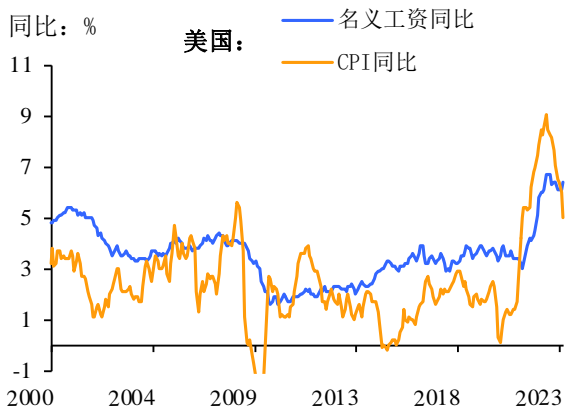
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 职位空缺/永久失业解释工资通胀



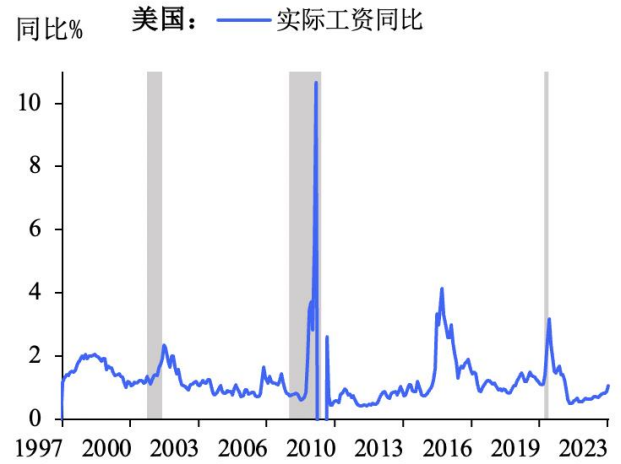
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图7: 名义工资回落速度慢于通胀回落速度



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 实际工资同比加速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

