

美联储下一个可能的错判

证券研究报告

2022年07月29日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

这一次劳动力市场表现出超越经济基本面的持续紧张。相较于经济基本面的衰退程度，失业率和劳动参与率的上升不明显。持续较紧的劳动力市场和薪资增速推高的通胀中枢，这个组合不排除联储可能再次作出误判，导致货币政策过紧、经济衰退提前和加深。

风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国劳动力市场走弱超预期

去年以来，美联储连续做出了两次错判，第一次是低估了通胀的持续性和高度，第二次是高估了用加息和衰退压制通胀的能力。从近几年几次议息会议纪要来看，联储可能正在犯第三次错误——过于依赖就业指标作为判断经济情况的依据，结果低估了衰退来临的时间。7月 FOMC 会议声明中虽然强调近期消费和生产的趋弱，但是就业市场依然紧张（extremely tight），这意味着总需求依然很强劲，因此鲍威尔在会后的发言中表示并不认为当前美国将要衰退。

美国官方用 NBER 判断衰退，而就业是 NBER 考虑的一个重要维度，指标包括失业率、就业人口、职位空缺率等，其中就业率尤为关键。目前，美国失业率仅为 3.6%，接近 50 年来最低水平，6 月美国新增非农就业人数较 5 月小幅下降至 37.2 万，较市场预期多增逾 10 万人，创五个月增幅新高。种种迹象来看，劳动力市场欣欣向荣，距离经济衰退定义甚远。

一般而言，PMI 拐点（经济拐点）约领先失业率拐点 2~4 个季度，领先薪资增速高点 1~3 个季度，本轮经济高点（PMI 高点）约在去年 10 月。但是过去 3 个季度，不管是失业率还是薪资增速并未放缓，劳动力市场表现的特征与过去不一样。

图 1： PMI 拐点领先失业率(%)拐点二到四个季度



资料来源：wind，天风证券研究所

表 2： 失业率拐点（低）对应 PMI 在 50~55 之间

轮次	PMI 在高点时间	失业率低点	失业率低点对应的 PMI	传导所需时间（月）
1	1988.06	1989.04	52.2	10
2	1994.09	1995.02	55.1	5
3	1999.11	2000.1	58.1	11
4	2000.03	2000.07	52.5	4
5	2004.05	2005.02	55.5	9
6	2007.03	2007.09	51	6
7	2011.06	2012.04	53.7	10

8	2014.1	2015.04	51.5	6
9	2019.06	2020.01	50.9	7
10	2021.1	?	?	?

资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2： PMI 拐点领先亚特兰大薪资同比增速(%)高点一到三个季度



资料来源：WIND，ATLANTA FED，天风证券研究所

表 2： PMI 拐点领先亚特兰大薪资同比增速高点一到三个季度

轮次	PMI 高点时间	薪资增长放缓时间	传导所需时间(月)
1	1988.06	1988.11	5
2	1994.09	1994.11	2
4	2000.03	2000.12	9
5	2004.05	2004.11	6
6	2007.03	2007.11	8
8	2014.1	2015.03	5
9	2019.06	2020.01	7
10	2021.1	?	?

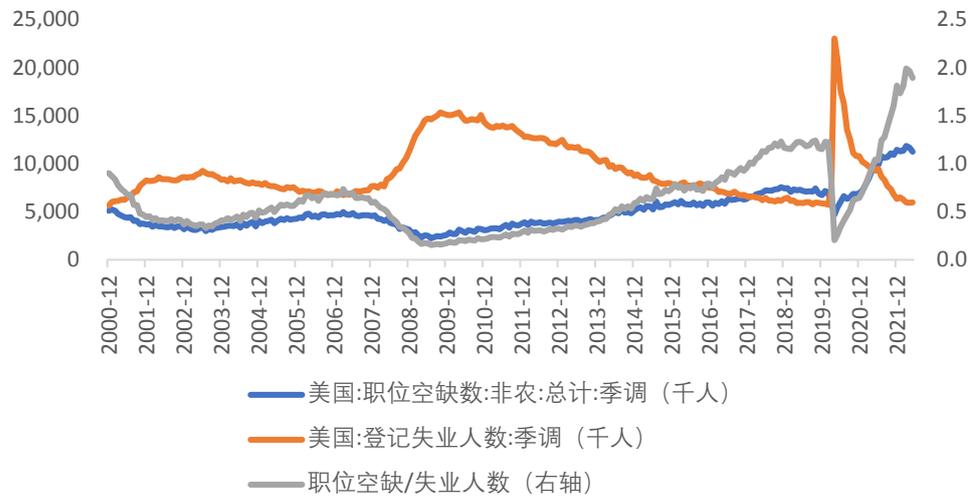
资料来源：WIND，ATLANTA FED，天风证券研究所

这一次劳动力市场表现出超越经济基本面的持续紧张。

第一，职位空缺与失业人数之比远远高于过去数轮周期，每个求职者大概对应两个职位空缺，而在上一轮经济周期高点 2017-2018 年，这个数字仅 1.2。第二，劳动参与率比疫情前整体低 1.2%，相当于少了 313 万就业人口。BLS 数据显示，相比 2019 年，2021 年脱离劳动力市场的人数增加了 460 万人。其中 20-24 岁和 55-65 岁这两个年龄段人群

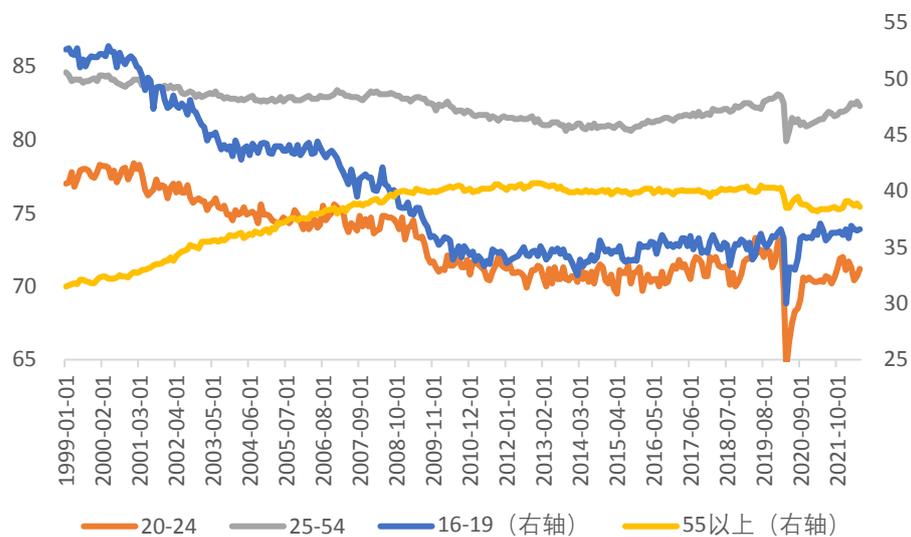
的劳动参与率比疫情前分别低了 2%和 1.7%，与之对应的娱乐、餐饮（年轻人就业占比高）和采矿业（年长人群就业占比高）的就业尚未恢复到疫情前水平，分别存在 8.3%、7.2%和 9.4%的就业缺口。

图 3：职位空缺相比失业人数水平远远高于过去几轮周期



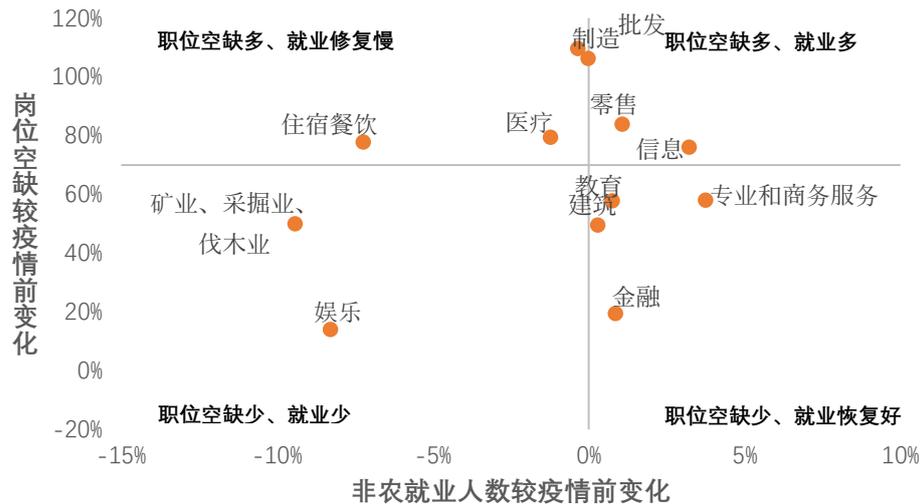
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：20-24 岁和 55 岁以上人群劳动参与率（%）明显低于疫情前（2020 年 2 月）



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 5：不同行业职位空缺和就业修复情况



资料来源：FRED，天风证券研究所

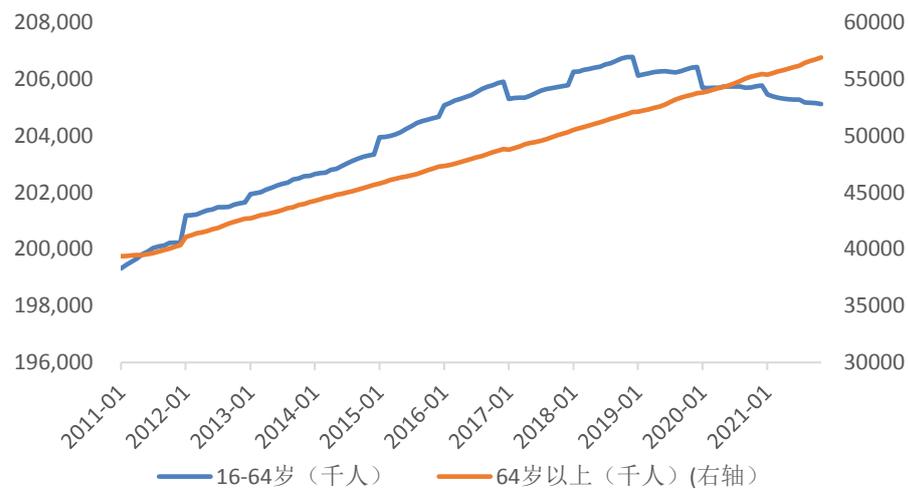
劳动力供给短缺不是暂时的，存在结构性和持续性问题，像原油的供求矛盾一样，劳动力短缺也会成为这个时代的主要矛盾之一。如果说原油的供求矛盾，来自于能源发展权与环境可持续性的对立，以及产油国与非产油国对于国际秩序定价权的争夺。那么劳动力市场的矛盾，来自于打破人与自然之间平衡的全球大流行。

疫情在几个维度持续影响就业：不能工作，不想工作，想要更安全的工作，想要更灵活的工作。

不能工作：新冠后遗症影响了人群的健康情况，从而削弱他们的工作能力。美国众议院小组委员会在 2022 年 7 月 19 日举办的“了解和解决长期新冠及其后果”的听证会上提供数据称，美国目前感染过新冠病毒的成年人中约有五分之一仍带有“长新冠”(long-covid) 症状，大约有 100 万美国人受相关症状（主要包括呼吸短促、认知功能障碍以及疲劳）拖累而被迫离开就业市场。Hannah Davis 主导的柳叶刀研究表明，大多数 (>91%) 新冠患者案例恢复时间超过 35 周，与患病前相比，1700 名受访者（占比 45.2%）要求减少工作时间表，另有 839 名受访者（22.3%）因病在调查时没有工作。布鲁金斯学会研究员凯蒂·巴赫在书面证词中认为目前美国约有 1600 万美国患有“长新冠”病，其中约有 25%-65% 的患者（约占美国就业人口的 2.4%）的工作能力因此遭到削弱。类似地，英国央行委员表示，英国 16-64 岁人口的劳动参与率下降了 1.3%，可能与“长新冠”症状有关。

提前退休和老龄化。自 2019 年以来，16-64 岁美国人口趋势性回落，老龄化导致的劳动力供给减少。进一步细分这部分群体的年龄结构可以发现，真正在疫情后没有恢复的，主要来自 55-64 岁的群体，最主要的原因是考虑提前退休，这一比例占到了 50%。对于 55 岁以上的年长者而言，疫情环境下个人身体健康的风险愿高于年轻人，技能不匹配导致再就业压力更大，且美国政府的三轮财政刺激养老金等居民财富大幅增加，降低了这个年龄群体返回劳动力市场的意愿。因此劳动供应和成本结构受疫情冲击影响持久的主要是农业、能源开采行业这类外籍劳工占比较低，老年人群占比较高的行业。

图 6：美国人口老龄化：16-64 岁人口（劳动力人口）趋势回落

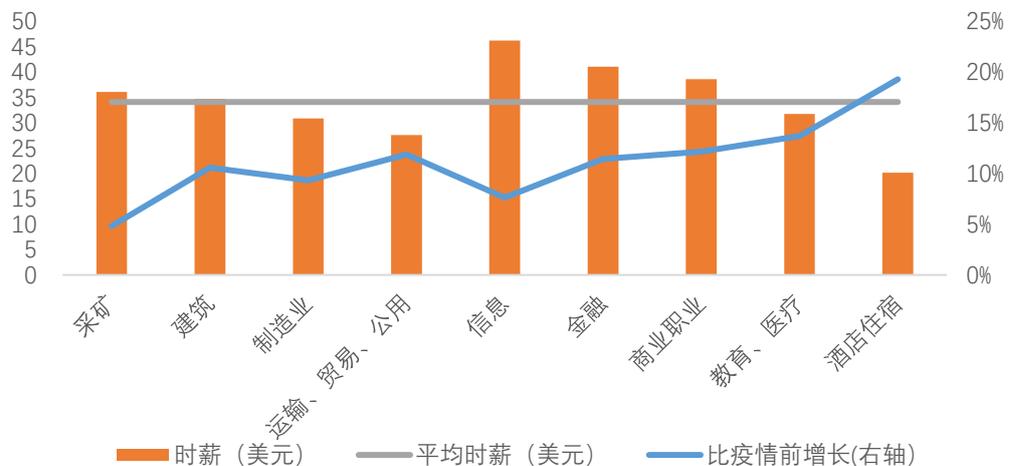


资料来源：BLS，天风证券研究所

部分工作因为疫情而减少或者消失。旅行、酒店行业和电影放映在疫情期间需求遭到重创。根据 BLS 预测，电影放映员岗位到 2029 年将减少 11.2%，酒店服务员人数预计减少 22%，旅行社岗位将减少 25.9%。同时，疫情加速了消费的线上化和自动化，根据万事达卡经济研究所的数据，在 2020 年疫情高峰期，电子商务占美国所有零售额的 22%，高于疫情前的 11%。最近 24 个州的最低工资上涨也让一些雇主考虑用自助结账机取代收银员。

想要更安全的工作：住宿餐饮行业缺人的原因是工资太低不够覆盖感染风险和儿童看护。服务业的工作环境存在一定的病毒暴露风险，就业普遍存在较大摩擦。工资收入越低，从业者认为越不值得冒险，相应行业的就业摩擦也越大。比如工资较低的住宿餐饮业，在各类就业中表现出最高的摩擦性。教育和医疗的就业情况虽然好于住宿餐饮，但摩擦水平相比零售、商业服务和金融等服务业更高，也和工作环境的病毒暴露概率有关。为此，酒店住宿和教育医疗疫情以来时薪增速分别达 19.3%和 13.7%，以吸引就业和补偿感染风险。

图 7：不同行业时薪、时薪增速



资料来源：BLS，天风证券研究所

想要更灵活的工作：千禧一代和 Z 世代人群不喜欢传统工作模式，更愿意灵活就业。疫情

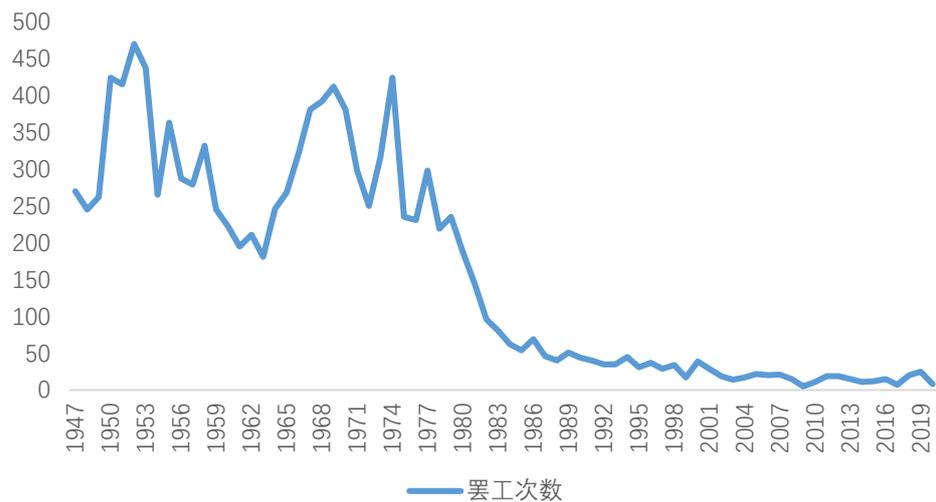
给第四次工业革命带来了几个催化，其中包括新的商业模式和就业形式，比如短视频创作（tiktok）、流量红人（micro-influencer）和远程工作。Adobe 调查数据显示，57% 的 Z 世代和 54% 的千禧一代感到随时待命的压力最大，并且这样的工作最有可能被他们认为是重复和无聊。**不要小看了这种就业形态的变化对于传统劳动力市场的分流。**年轻人不仅信任有影响力的人，他们还想成为他们：根据研究公司 Morning Consult 对 2,000 名 13 至 38 岁的美国人进行的影响者（influencer）文化的调查报告，接受调查的 Z 世代和千禧一代中有 86% 会发布赞助内容以获取金钱，如果有机会，54% 的受访者希望成为网红。事实上，网红市场规模从 2016 年的 17 亿美元增长到 2020 年的 97 亿美元，2021 年飙升至 138 亿美元，今年预计将扩大到 164 亿美元。

以上几个方面变化造成劳动力持续短缺，会造成长期影响。

第一，就业市场紧张可能持续更久，薪资增速下滑可能较慢较缓，叠加能源供应、供应链稳定、全球化重构、地缘政治等多方面造成的供给缺口，通胀中枢正在系统性抬高。

第二，正在兴起的“大辞职潮”（Great resignation）不是意外，这是社交媒体时代的 70 年代大罢工。劳动力通过社交媒体再次联合起来，工会已经成为了历史。

图 8：1970 年代是工会罢工高峰，21 世纪工会已经成为了历史



资料来源：BLS，天风证券研究所

第三，相较于经济基本面的衰退程度，失业率和劳动参与率的上升不明显。持续较紧的劳动力市场和薪资增速推高的通胀中枢，这个组合不排除联储可能再次作出误判，导致货币政策过紧、经济衰退提前和加深。

第四，劳动力的收入分配趋势性提升。近几十年来，劳工收入占总产出的比重在西方国家逐渐降低，劳动力短缺可能正在逆转这一趋势，收入分配朝着有利于劳动力的方向倾斜。薪资在企业支出占比上升，对应着资本回报的下降，企业在薪资和借贷双重成本压力下的利润增速会出现下降，也意味着企业出现信用风险的压力正在增加。

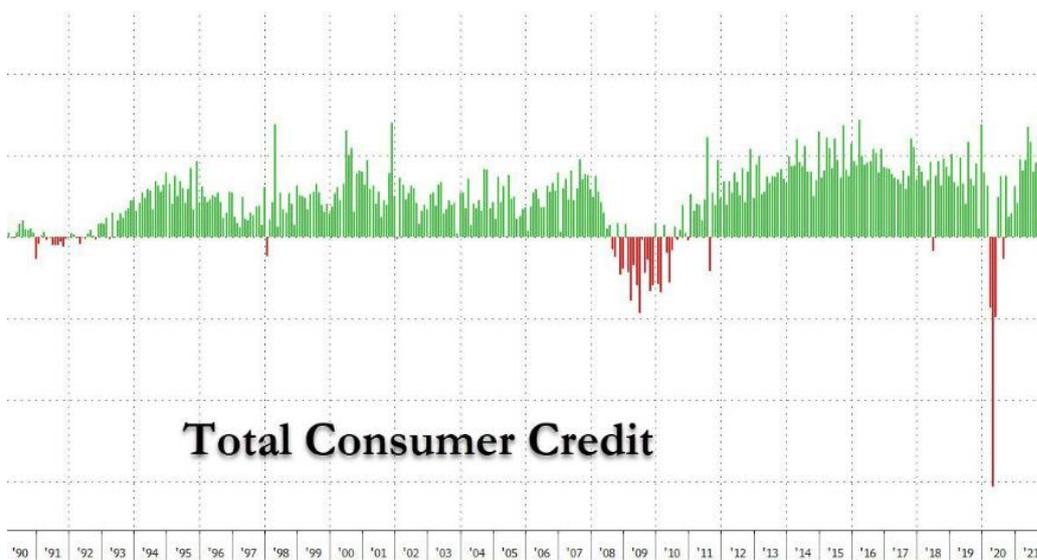
图 9：劳动支出占比近两年出现加速反转上行



资料来源：FRED，天风证券研究所

第五，更高的社会消费水平。劳动力市场的持续供给紧张给劳动者更强的工作安全感，加上拜登上调最低工资等保障，支撑了居民的社会消费水平。尽管受油价和加息的影响，消费出现明显回落，但消费率（1-储蓄率）并不低。相比疫情期间的谨慎，居民也更敢于借贷消费，包括信用卡在内的循环信贷余额增加 178 亿美元，飙升至有记录以来的第二新高。

图 10：美国居民消费贷今年飙升



资料来源：华尔街见闻，天风证券研究所

第六，更低的储蓄率。更能花、更敢借、老龄化，这些都对应了一个结果，就是更低的储蓄率。目前美国居民储蓄率已下降至 5.4%，比疫情前 7% 的平均水平更低。储蓄率下降意味着实际利率虽然仍可能维持负增长，但中枢会有所抬升。

图 11：储蓄率在疫情后有下降趋势



资料来源：FRED，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com