



宏观研究

【粤开宏观】美国“强就业”与“浅衰退”的背离

2022年08月09日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】中国台湾经济 2022：形势与问题》2022-08-04

《【粤开宏观】财税中国系列：江西“中等生”的突围》2022-08-06

《【粤开宏观】31 省份财政收支差全面转负：地方财政形势及展望》2022-08-06

《【粤开宏观】财税中国系列辽宁篇：东北老工业基地财政之“困”》2022-08-09

《【粤开宏观】财税中国系列湖南篇：中部重要增长极的财政债务形势与出路》2022-08-09

摘要

近期美国经济陷入技术性衰退，美国实际 GDP 连续两个季度环比负增长，而就业市场依然强劲，7 月新增非农就业超预期，失业率降至 3.5% 的低点。当前美国就业走势为什么与经济形势发生背离？“强就业”与“浅衰退”后续将有何变化？

一、当前美国就业和经济出现背离的原因

当下美国就业尚未充分反映经济动能减弱，二者背离主要是由于就业数据滞后性与经济出现行业分化。

1、劳动力市场数据滞后于经济周期。一是单月新增非农就业数据波动较大，对经济周期的指示意义有限，1970 年代经济衰退期也出现过非农就业仍持续增长的例子。二是失业率指标通常也滞后于经济周期。在衰退早期，可能会有一部分沮丧劳动者，不再寻找工作，退出劳动力市场，反而带来失业率下降，在 2001 年、2007 年经济衰退开始后前两个月，失业率都出现回落。

2、疫情后劳动力供给恢复缓慢，进一步加大了滞后性。今年以来，非农劳动力参与率于 3 月 62.4% 见顶后持续下行。疫情冲击后劳动力供给不足，使得实际就业对需求变化不敏感，就业可能更加滞后于经济走弱。

3、经济的结构分化导致就业的分化。服务生产对就业的正向拉动较强，大于商品生产对就业的拖累作用。美国服务就业、服务消费距离疫情前仍有修复空间。今年以来，美国消费从商品切换到服务，带动服务业就业大增。7 月服务业新增就业 40.2 万人，占全部新增非农就业的 76%。而商品消费和地产投资负增长，尚未明显拖累制造业、建筑业就业。

4、部分就业指标已经体现出需求弱化。一是企业招聘需求降温，职位空缺率从 3 月 7.3% 下降至 6.6%，平均每个失业人员对应的岗位缺口从 3 月的 2.0 小幅回落至 6 月的 1.8。二是住户调查的新增就业数据显示劳动力市场需求或已放缓。7 月住户调查新增就业人数 17.9 万，远远低于新增非农就业数 52.8 万。

二、未来展望：劳动力市场跟随经济降温，加息周期延长或加大衰退风险

1、“强就业”不可持续，未来仍会跟随经济动能走弱而衰减。美国企业同时面临需求收缩和成本高企，PMI 新订单指数步入收缩区间，企业利润也出现负增长，指示未来就业需求或将大幅降温，或将带动失业率上升。

2、“浅衰退”或有变数，美联储或继续加息将加大经济衰退幅度。当前劳动力供不应求带动名义工资持续上涨，工资通胀螺旋风险加大通胀粘性。7 月工资-通胀螺旋指数继续升至 15.3%，接近 1970 年代的高峰。美联储濒临“沃克尔时刻”，抗通胀是美联储当前的核心任务，或将通过更大力度的紧缩，才能给通胀降温，进而加大实体经济衰退幅度。



风险提示：大宗商品上涨导致通胀超预期；美联储加息超预期。



目 录

一、当前美国就业和经济出现背离的原因	4
1、劳动力市场数据滞后于经济周期变化.....	4
2、劳动力市场供给受限，导致就业对需求变化不敏感.....	5
3、经济结构不均衡造成就业行业上的分化.....	6
4、部分就业指标已经体现出需求弱化	7
二、未来展望：劳动力市场跟随经济降温，加息周期延长或加大未来衰退的幅度	8
1、企业利润空间收窄，未来就业将跟随经济走弱	8
2、工资通胀螺旋风险加大，经济衰退风险上升.....	9

图表目录

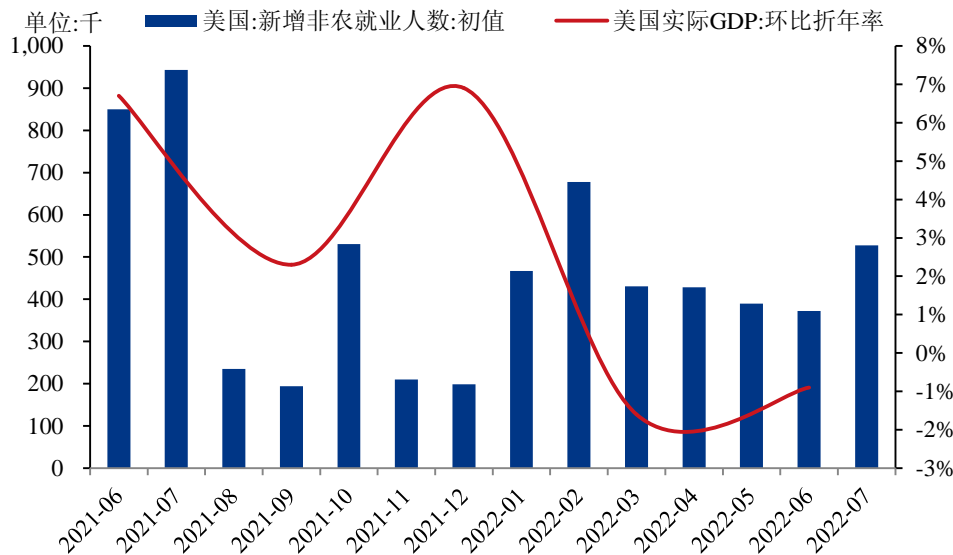
图表 1：美国今年非农新增就业并未跟随 GDP 走向衰退	4
图表 2：美国非农就业存量同比与 GDP 同比变化趋势	5
图表 3：美国失业率在经济衰退到来后快速上升	5
图表 4：美国私人企业就业较疫情前的趋势线仍有较大距离.....	6
图表 5：美国服务业是非农新增就业的主要贡献.....	6
图表 6：美国服务业是非农新增就业的主要贡献.....	7
图表 7：美国平均每个失业人员对应 1.8 个岗位缺口	7
图表 8：新增就业人数同新增非农就业数向背离.....	8
图表 9：美国制造业 PMI 新订单指数已经跌至荣枯线以下	9
图表 10：美国企业利润同比负增长.....	9
图表 11：美国工资—通胀螺旋指数持续攀升	10



一、当前美国就业和经济出现背离的原因

近期美国经济陷入技术性衰退，而就业市场依然强劲，经济与就业的背离引发市场争论。美国实际 GDP 连续两个季度环比负增长，7 月新增非农就业数新增超预期，失业率降至 3.5%，与疫情前的低点持平。当前美国就业走势为什么与经济形势背离？“强就业”与“浅衰退”的组合后续将有何变化？

图表1：美国今年非农新增就业并未跟随 GDP 走向衰退



资料来源：wind、粤开证券研究院

我们认为，当下美国就业尚未充分反映经济动能减弱，二者背离主要是由于就业数据滞后性与经济出现行业分化。

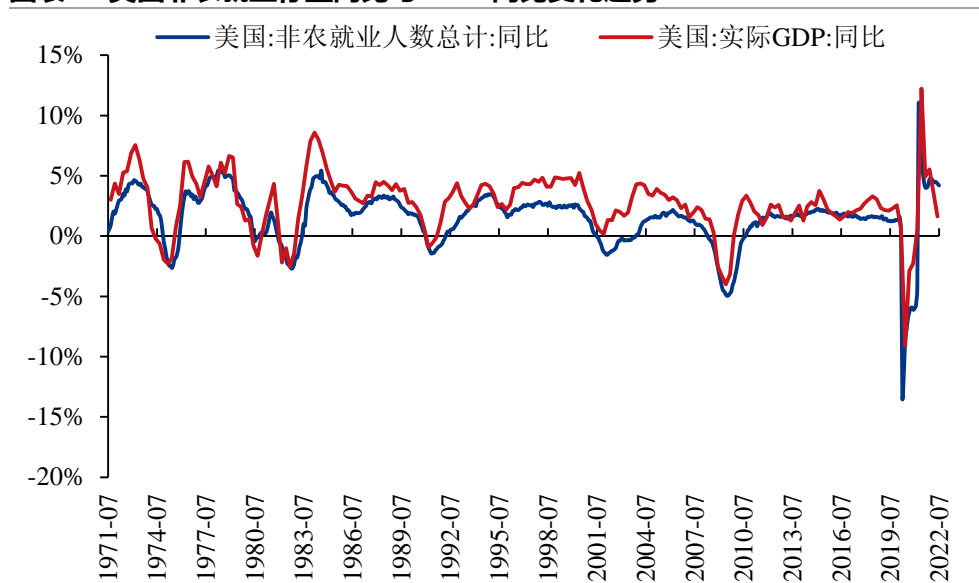
首先，就业本身滞后于经济变化，疫情后劳动力供给恢复缓慢进一步加大了滞后性；其次，经济复苏的不均衡导致就业的分化，服务生产对就业的正向拉动较强，大于商品生产对就业拖累作用。最后，部分就业指标已经出现需求弱化的迹象，体现在职位空缺率、住户调查就业数下降。

1、劳动力市场数据滞后于经济周期变化

一是历史上出现过非农就业增长滞后于经济增长。单月新增非农就业数据波动较大，对经济周期的指示意义有限，而采用非农就业存量同比衡量的就业增长与 GDP 增长的同步性更高，1970 年代经济衰退前期也出现过非农就业仍持续正增长的例子。今年 Q2 美国 GDP 同比已经快速下行，而非农就业增速尚未跟随下行。二是失业率指标通常也滞后于经济周期。失业率可能在衰退期之初变化不明显，到了深度衰退时期波动才会突然加大。在衰退早期，可能会有一部分沮丧劳动者，不再寻找工作，退出劳动力市场，带来失业率下降，在 2001 年、2007 年经济衰退开始后前两个月，失业率反而都出现了回落。

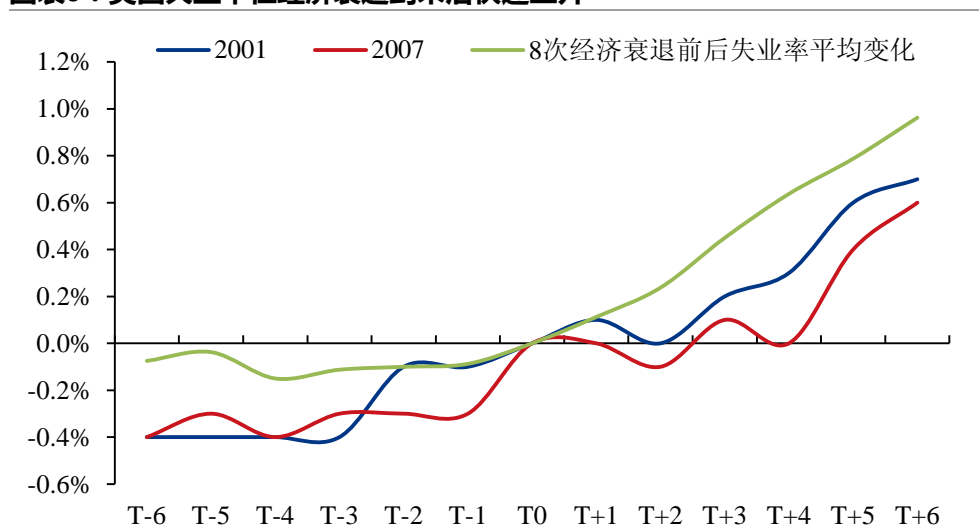


图表2：美国非农就业存量同比与 GDP 同比变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院（阴影部分为 NBER 衰退期）

图表3：美国失业率在经济衰退到来后快速上升



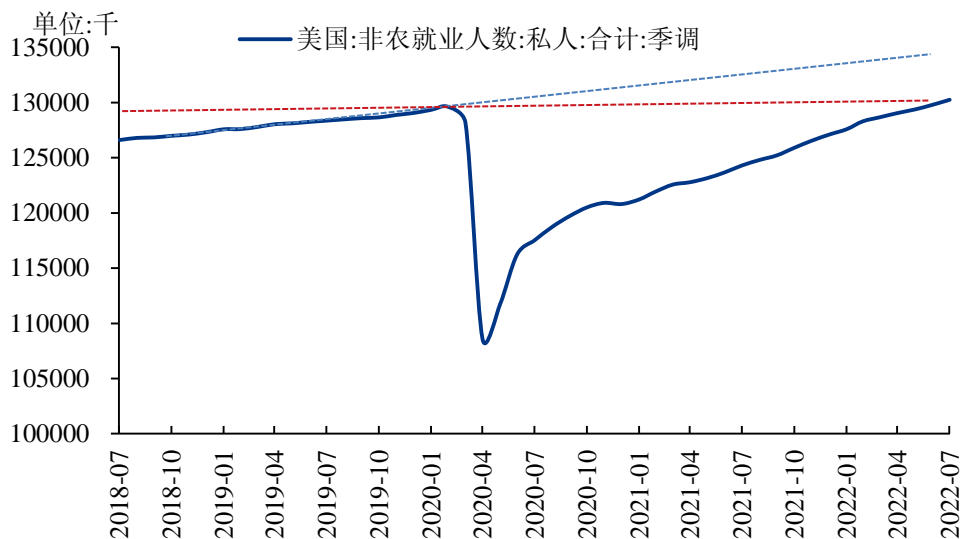
资料来源：wind、NBER、粤开证券研究院（注：T 对应 NBER 认定的历次衰退期的起点，均取自 1960-2008 年的 8 次衰退期失业率）

2、劳动力市场供给受限，导致就业对需求变化不敏感

当前美国劳动力供给恢复较慢，就业进一步滞后于经济。美国劳动力市场错配严重，供不应求。疫情冲击导致部分中老年劳动力提前退休，还会导致接触性行业的就业意愿低迷，叠加人口老龄化等因素影响，美国劳动力供给的恢复较为缓慢。本轮经济复苏周期中，非农企业部门就业人数略高于疫情前水平，但依然低于疫情前的趋势线。今年以来，非农劳动力参与率于 3 月 62.4% 见顶后持续下行，7 月劳动参与率较疫情前仍有超 1.3 个百分点的缺口。疫情冲击后劳动力供给修复路径拉长，劳动力缺口仍大，可能使得就业对需求变化不敏感，使得就业走弱的时点更晚出现。



图表4：美国私人企业就业较疫情前的趋势线仍有较大距离



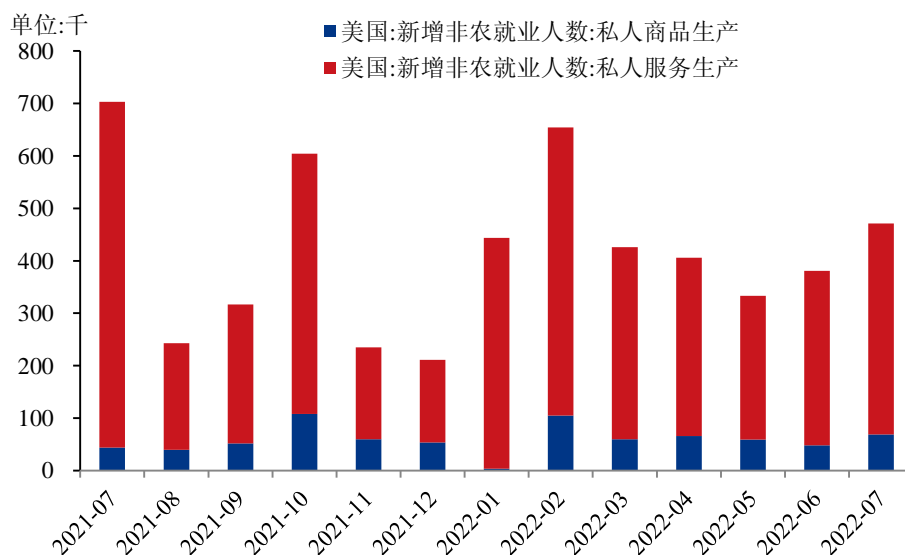
资料来源：wind、粤开证券研究院

3、经济结构不均衡造成就业行业上的分化

一是美国服务消费引起服务就业局部过热。服务生产企业的就业占全部非农就业人数的 80%，而服务消费约占全部个人消费的 60%。今年年初以来，伴随疫情影响消退，美国消费从商品切换到服务，服务消费成为增长主力。服务业景气也是就业市场的主线，7 月服务业新增就业 40.2 万人，是新增就业的主要来源，占全部新增非农就业的 76%，细分行业上主要来自于医疗保健业（+9.66 万）、休闲酒店业（+9.6 万）、专业和商业服务业（+8.9 万）。

二是商品消费和地产投资尚未明显拖累制造业、建筑业就业。当前美国经济补库存放缓，Q2 库存变化拖累 GDP 环比多达 2 个百分点；而企业也面临库存挤压，但尚未开始削减招聘计划，商品生产相关制造业和服务业就业尚未大幅下滑，7 月制造业、批发业、零售业新增非农就业数依然保持正增长。Q2 住宅投资拖累 GDP 环比 0.7 个百分点，但建筑业就业也未出现明显恶化，7 月新增就业反而边际增加。

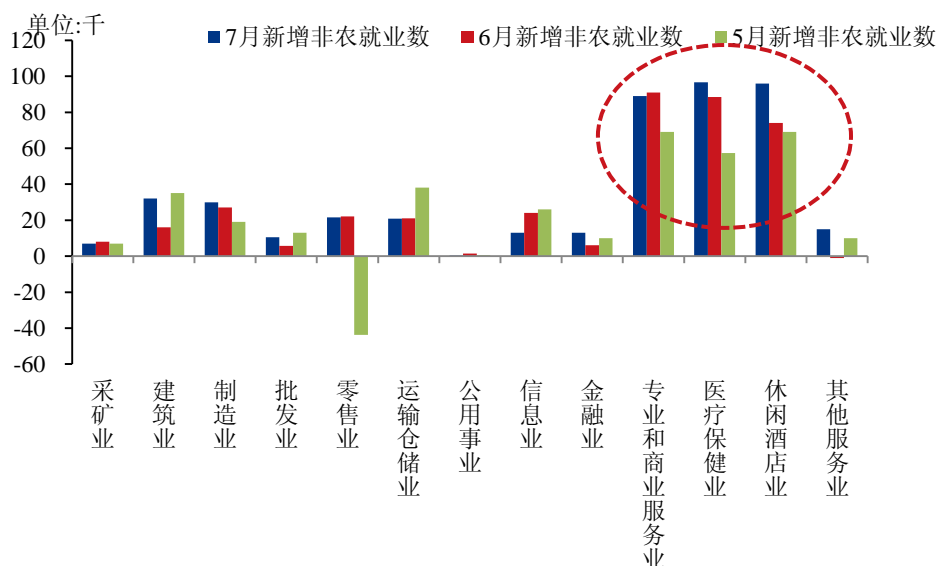
图表5：美国服务业是非农新增就业的主要贡献





资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：美国服务业是非农新增就业的主要贡献

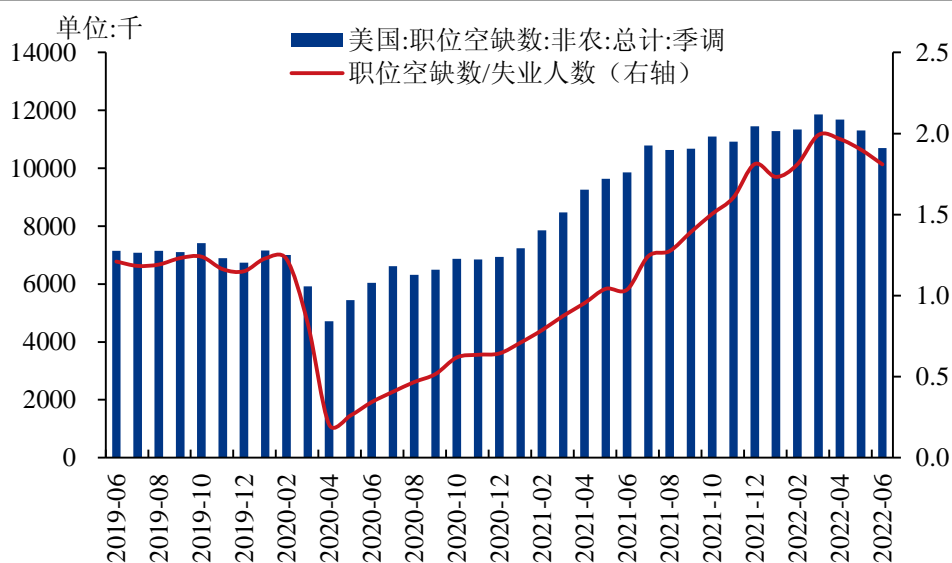


资料来源：wind、粤开证券研究院

4、部分就业指标已经体现出需求弱化

一是经济形势不容乐观，劳动力市场需求指标已经开始走弱。经济放缓并未直接导致裁员，而是使企业招聘需求降温，体现在职位空缺数从高位回落。美联储加息后，职位空缺率从3月7.3%下降至6月的6.6%，职位空缺数降至1070万，平均每个失业人员对应的空缺岗位数从3月的2.0小幅回落至6月的1.8。

图表7：美国平均每个失业人员对应1.8个岗位缺口



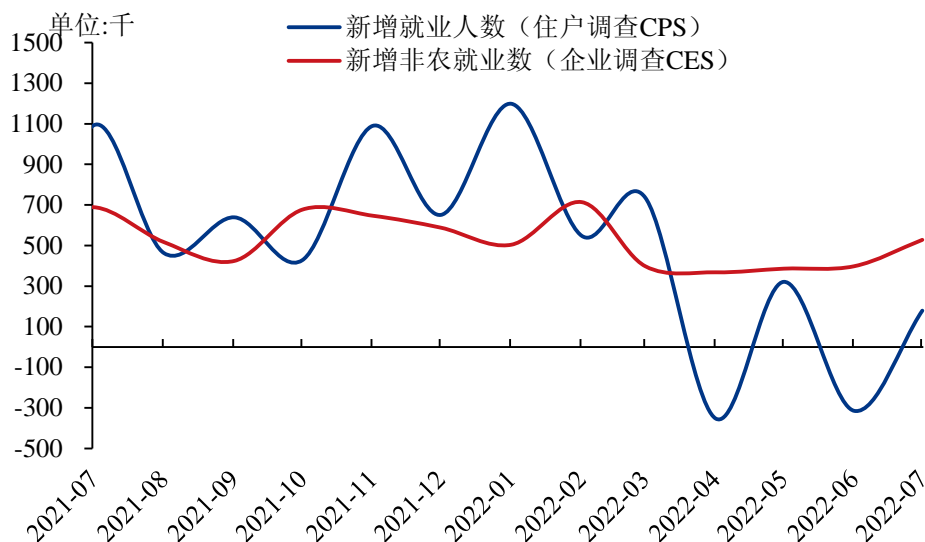
资料来源：wind、粤开证券研究院

二是住户调查的新增就业数据显示劳动力市场需求或已放缓。新增非农就业数据，



来自于企业调查 (CES), 统计岗位数, 对于同时身兼多个职位的劳动者可能存在重复计算。而住户调查 (CPS) 的新增就业, 统计对象是劳动者, 区分了全职、兼职和身兼多职的情形。2022 年 4 月以来, 基于企业调查的新增非农数据超预期, 但是基于住户调查的新增就业人数两度出现负增长。7 月住户调查新增就业人数 17.9 万, 远远低于新增非农就业数 52.8 万。

图表8：新增就业人数同新增非农就业数向背离



资料来源：wind、粤开证券研究院

二、未来展望：劳动力市场跟随经济降温，加息周期延长或加大未来衰退的幅度

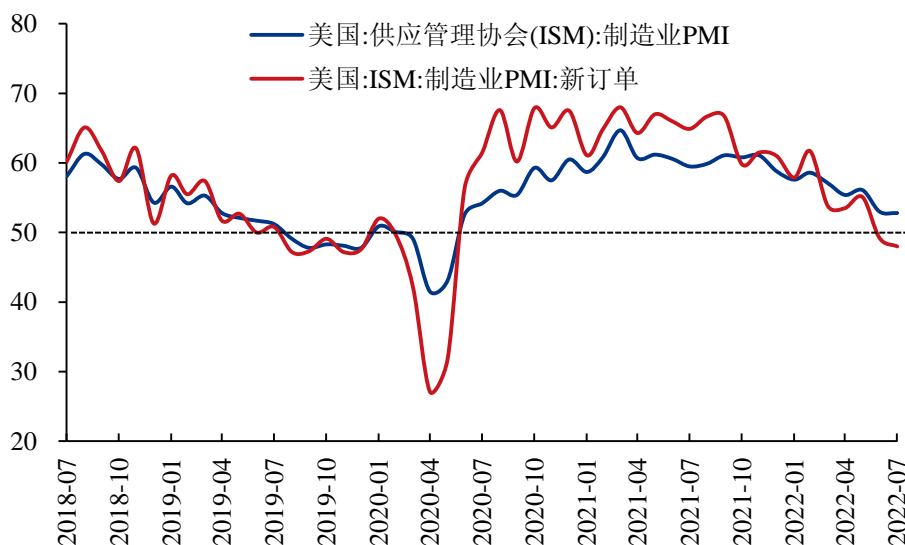
当前“强就业”不可持续，未来仍会跟随经济动能走弱而衰减；而且“浅衰退”也有变数，未来美联储继续加息预计将加大经济衰退的幅度，会加快非农就业回落的步伐。

1、企业利润空间收窄，未来就业将跟随经济走弱

美国企业同时面临需求收缩和成本高企，就业市场需求或将大幅降温。一是当前制造业需求已随着美联储加息而走弱，后续对就业拖累幅度可能加大。7 月美国 ISM 制造业 PMI 降至历史中枢下方，而新订单指数、就业指数已经连续数月处于 50 以下。二是企业部门利润已率先收缩，就业收缩或将随后到来。虽然美国 GDI (收入法 GDP) 依然正增长，但 Q1 美国 GDI 中归属企业部门的净经营盈余环比-0.4%，扣除存货计价和资本消耗的企业利润跌幅更大，Q1 环比-2.2%。

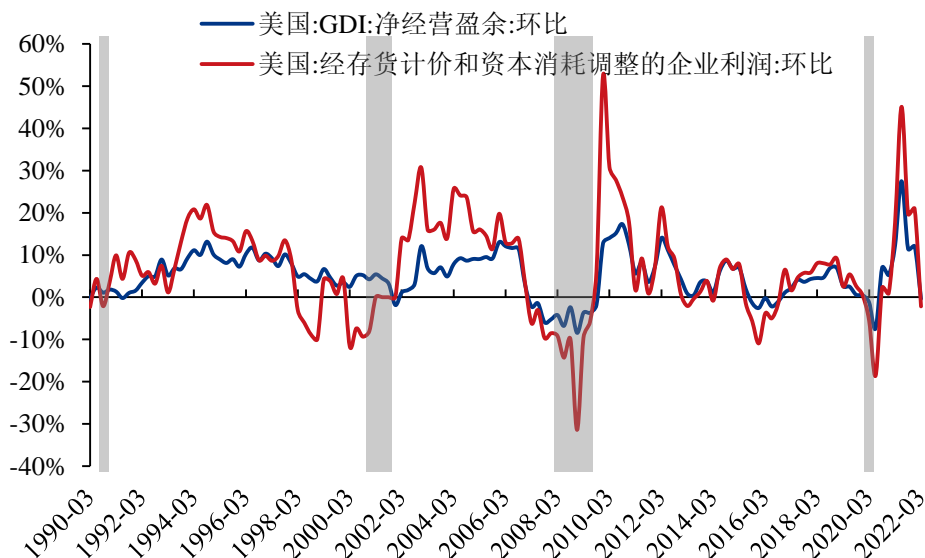


图表9：美国制造业 PMI 新订单指数已经跌至荣枯线以下



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表10：美国企业利润同比负增长



资料来源：wind、粤开证券研究院（阴影部分为 NBER 衰退期）

2、工资通胀螺旋风险加大，经济衰退风险上升

劳动力市场的拐点迟迟未至，美联储紧缩或将持续更久。一方面，劳动力市场的紧俏带来名义工资持续上涨，工资通胀螺旋风险加大通胀粘性；另一方面，菲利普斯曲线回归，当前的极低的失业率带来更大的通胀压力。7月工资-通胀螺旋指数继续升至 15.3%，接近 1970 年代的高峰。美联储或将通过更大力度的紧缩，才能给通胀降温。



图表11：美国工资—通胀螺旋指数持续攀升



资料来源：wind、粤开证券研究院（指数根据美国 CPI 同比增速+美国私人非农企业生产和非管理人员平均时薪同比增速计算）

美联储面临沃克尔时刻，未来实体衰退幅度也将加大。近几次议息会议上，美联储反复强调软着陆的信心，但这是建立在美联储能抑制通胀的基础上，能够在实体经济衰退初期适时调整货币政策，从而避免硬着陆。而当下，美联储加息和缩表双管齐下，“浅衰退”不再是基准假设，80年代“沃克尔时刻”的大幅衰退或将重演。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com