

莫让“就业数据”蒙住双眼

高远 周震

就业驱动经济增长还是经济增长驱动就业,本来就是个“鸡生蛋”和“蛋生鸡”的问题。

我们曾预计二季度美国经济温和增长,国内生产总值(GDP)增速为2.2%。连续两个月,非农就业数据大幅低于预期,油价也出现了变化等。这些变化显示,美国经济依然没有脱离温和增长的轨道。

就业与消费非对称循环因果关系决定就业的滞后性

5月非农就业新增人数为6.9万人,大幅低于15万人的市场预期。分行业看新增非农就业下降较多的为建筑业,其次为零售业。3月份和4月份的非农就业数据都有不同程度的向下修正。失业率从4月的8.1%微升至5月的8.2%,主要是由于非农就业人数的大幅下降所致。

我们认为,就业数据是经济增长的滞后指标,而非领先指标。但是我们更倾向于认为是经济增长驱动了就业,因为只有在经济下滑时,雇主才会开始裁员,而在经济好转时,雇主才会开始雇佣工人。

从1960年至今的就业和消费增速的数据验证了我们的判断,通常在消费支出增长率达到峰值1年之后,就业增长率达到顶峰,而在消费支出达到谷底6-12个月后,就业增速也达到了最低点。长期以来消费支出一直领先于就业,最近的一次领先作用表现在:2008年11月消费支出增速到达谷底,2009年10月就业增速也到达了谷底,两者之间相隔11个月。失业率也同样滞后于消费增速的变化,大约滞后1年

时间。

当然就业对消费也是有一定的影响,体现在:消费驱动75%的就业,而在驱动消费的力量中就业只占据了30%,驱动消费支出的另一股力量是个人实际单位时间收入,对于5月的非农数据我们不必过于悲观。

个人消费增速反弹微弱

在拉动美国GDP的四驾马车个人消费、私人投资、政府消费和投资、净出口中,个人消费占据70%以上,个人消费支出的周期性变化是决定工业生产,进而决定私人投资的关键因素,由此研究和预测个人消费支出至关重要。影响个人消费的因素很多,其中个人收入(主要是工资和薪水)是消费支出的主要驱动力,其次还包括个人储蓄率、信贷和借款能力、财富变化、油价因素、心理因素(诸如战争、恐怖事件以及政局动荡)等。

影响个人消费最重要的因素是个人收入水平,个人收入=工资与薪水总额(即单位工人工资×就业人数)+其他收入,在这个等式中工人单位工资是消费的领先指标,而就业人数可以看成是滞后指标(见第一部分),可以通过观察个人单位工资收入与个人消费增速水平的领先滞后关系来预测未来个人消费走向。

从1965年至今的大部分时间里,实际单位个人工资同比增速领先于实际个人消费支出同比增速(去除了通胀因素),平均领先0-9个月。1982年、1986年以及2003年出现背离的情况主要是由于政府减税的作用。而2009年出

现的异常情况是由于就业增速的急剧萎缩以及居民去杠杆作用造成的。

个人实际工资同比增速反弹微弱,预示短期内个人消费增速反弹不会特别强劲。2010年10月工人实际工资增速见顶回落,同年11月个人消费增速也见顶回落,前者领先后者1个月,2011年10月工人实际工资增速触底反弹,同年12月个人消费增速也触底反弹,但工资增速的反弹依然十分疲弱,还处于同比负增长状态,因此个人消费同比增速的反弹也不会特别强劲。

个人储蓄率再度下降空间有限,对消费的支撑作用不强。美国个人储蓄率不断下降,已经大幅低于平均水平,进一步减少储蓄增加消费的难度非常大。3月的个人储蓄率已经较2月有所回升,后期再度下降的概率较低。

短期内财富效应应对消费拉动作用不明显。纳斯达克综合指数3月30日创出2000年来的新高,而房地产资产却在不断缩水,近期财富效应应对居民消费增长贡献不明显,但是我们预计随着美国房地产行业春天的到来,它在未来对消费的拉动还是可以期待的。

近两个月原油价格下跌对未来一段时间的消费形成一定支撑。油价曾经在2011年二季度对美国消费起了较大的负向拉动。今年4-5月原油价格下跌15%左右,释放了部分汽车消费,与消费者最相关的汽油零售价格已经从4月的4美元/加仑的高点下跌近10%,据测算,原油每桶上涨10美元将减少350亿美元的其他项目支出,差不多是0.2%的GDP,由此原油价格下降将会对消费产生一定的支撑。

美国经济

没有脱离温和增长轨道

在个人单位工资增速反弹的背景下,消费继续增长是值得期待的,就业更多是滞后性指标。

二季度美国住宅对GDP的拉动将会明显增强。美国住宅的去库存化在2011年底已接近完成(房屋可供销售月数已经降至历史平均水平之下)。这种情况下,只要购房需求回暖,开发商新开工意愿增强,住宅投资对经济的拉动就会提升。从观察到的最新数据看,一季度以来房地产需求(新屋和成屋销售)逐步往上走,带动房地产供给(新屋开工)也出现了上升态势。

总体上,我们认为在住宅去库存基本完成、利率处于历史低位和多项政策支持背景下,住宅投资对GDP的拉动会明显增强。

政府支出受困财政紧缩。在2009年和2010年大规模的财政刺激后,2011年以来美国财政政策进入收缩期。财政对经济难有正向推动,更多时候是负向拉动作用。从联邦政府支出来看,占70%的国防预算在2012年和2013年增速为负,对经济将产生负面影响。州及地方政府债务总额在2011年末已超过4万亿美元,不得不削减开支以求收支平衡,也会继续对经济产生下拉作用。因此,政府支出在二季度对GDP的拉动率仍为负。

出口对GDP仍然是负向拉动。2011年,净出口对GDP的拉动率在-0.5%至0.5%这个区间内窄幅波动。在二季度,美国的主要几个贸易伙伴——欧盟、日本和中国经济仍然疲软而加拿大好一点,美国面临的出口形势没有改观。而美国自身需求温和增长,进口也不会明显走强。整体来看,进口会稍好于出口,净出口在二季度对GDP产生微幅的负向拉动。

(作者系海通证券宏观分析师)

为什么关注就业

充分就业是凯恩斯主义以降财政和货币政策的主要目标。在经济转型中,就业关系到社会稳定;当前,中国政府换届时期,不出现大规模失业更是政策底线。但同时,毫无疑问,失业是经济下行的必然伴随现象。问题的重点就成为,短期有没有大规模失业的风险?如果有,政策放松就有突然强化的可能,这对短期经济和市场有重要影响。

2008年农民工返乡及其后果是触发四万亿投资政策出台的重要原因,表明了三点:一是大规模失业的发生超出政府预期;二是至少在当时,政府不能容忍大规模失业。有两个问题没有得到重视:一是对事件的定性,是偶然事件,内部紧缩和外部冲击的共振,还是内外经济再平衡的必然后果,我们认为后者;二是涉及价值判断,对经济转型伴随的失业,应以政策放松来回避或平缓,还是给予更大容忍度以加快转型。以2008年比照2012-2013年,我们认为,经济转型没有完成,新一轮的经济下行和失业压力是2008年的继续,反危机政策只是反复,劳动力市场的结构调整依然难以避免;至于中期对经济下行和失业的容忍度,也可能调整。

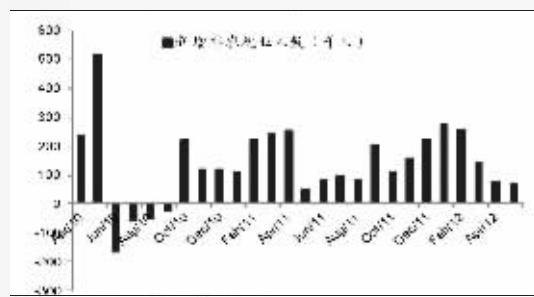
潜在增长、经济转型和就业

就业和失业是两个问题。目前担心就业实际是担心失业,而不是劳动力短缺和价格的就业相关问题。一种说法是,目前劳动力价格依然维持高位,意味着目前是充分就业,已经达到了下移的增长中枢,我们认为并非如此。首先,充分就业的潜在增长率是一个中期趋势问题,不能以短期劳动力市场状况来判断中期问题。其次,目前可能存在隐性失业和低效生产,如此推算的充分就业产出可能反而是被低估的。对于增长中枢下移和周期下行的理解,研究表明,通常情况是增长下行会发生超调,那么即使经济的周期下行达到了新的中枢点,但不能确定经济自行或政策放松就可以止跌回升。

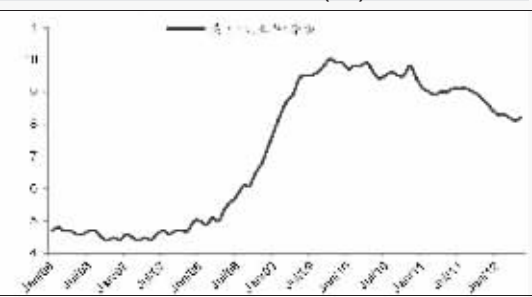
另一种看法是,经济转型,将通过第三产业来转移和吸纳劳动力,而中国的人口红利拐点的到来也将使得劳动力短缺和成本上升持续,因此不会存在失业问题。这些看法,都是把中期问题和短期问题混淆,把理想化的情景分析和现实问题混淆。大量失业的出现,更多的是一个周期问题,来自经济下行和经济转型中的调整,不仅有增量工作机会的减少,也包含存量工作岗位的丧失,后者最早可能来自第二产业主要是制造业,并波及而不是惠及第三产业。中期看,以虚化和弱化第二产业为代价发展第三产业,是回避矛盾而不是解决问题的做法。

(中信建投证券宏观分析师 王洋)

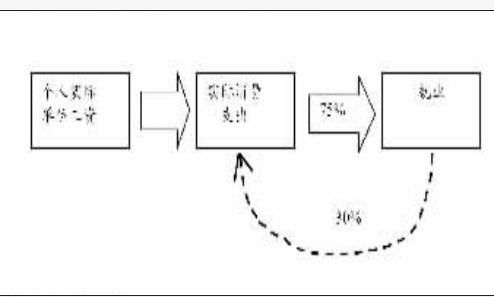
美国新增非农就业人数(千人)



美国失业率(%)



个人实际单位工资、消费支出与就业之间关系(%)



资料来源:海通证券



翟超/制图

中国为什么开始担心就业

王洋

近期温总理多次表达对就业的关注。虽然此前经报道中国多地出现返乡潮,但从人保部数据看,全国城镇新增就业已经完成全年目标的77%,规模裁员和临时性裁员不具有普遍性,求人倍率仍在高位,劳动力价格依然较高。就业主要系于对经济下行的判断,系于对经济内在运行和政策外在影响的区分,中期意义重于短期现象。

为什么没有失业为什么担心失业

2011-2012年增长持续下行,但是失业却迟迟没有发生。一种解释主要归结为人口问题,资本市场自2010年开始集中讨论刘易斯拐点问题。另外的一些解释是:地方竞争、产业转型、政策干预——从刺激到维稳:一是地区间的竞争,内陆地区的

扩张导致劳动力回流;二是政府支出需求的过快增长,这种劳动力需求对私人部门产生了挤出效应;三是劳动力从第二产业向第三产业的流出,以及无序流动和大量闲置。政府对经济进而劳动力市场的干预,不仅体现在国有部门,也体现在私人部门,通过税收、补贴、土地、融资、隐性担保等各种方式进行,最终结果是中小企业的调整,伴之以经济效率的降低和隐性失业,使得劳动力市场与实体经济出现了背离。高增长期的充分就业,使得失业率不能反映经济转型和经济下行中的就业压力,政府干预的影响,以及干预政策外生性和不连续性,就失业率可能是一个非连续变量。当前对失业的担忧毋宁说是对于经济前景和经济转型的艰难程度的担忧。

短期的失业风险

2012年二季度之后,劳动力紧

张的状况开始有所缓解,虽然二季度的全国的求人倍率还在1.05的高位,但结构性的失业和裁员已经发生。失业风险的临界点的判断,一个是主观的临界点,或者说失业的容忍度,这涉及政策目标变化;一个是客观的临界点,失业的实际发生概率,也会影响到主观的临界点,不好定量。

从影响就业的经济指标来看,一是收入指标,从名义经济增长而言,2011年底尚有17.45%的高速增长,到2012年一季度随着通胀回落已迅速回落到11.2%,二季度进一步回落到10.3%,预计下半年随着通胀和同比增长的企稳,全年回升到高于10%的水平,但较之去年大幅下降已成定局。名义收入增速回落,给内需和就业的滞后冲击还有待显现。收入分部门、居民、企业和政府。企业的利润和政府的收入都下降很快,分别影响到企业和政府相关部门的就业。国有企业的利润在2011年开始

持续负增长,而私营企业的利润依然保持了正增长,这对失业的隐忧有所减轻,但不能消除,因为私人部门的就业对利润更加敏感。居民收入的下降,体现在工资总额增速下降,甚至于工资份额的比重下降,从微观企业角度,收入下降之后会减少工资支出,宏观层面的工资率和就业都会下降。

二是风险指标,地方政府的流动性风险和银行的资产质量风险。这关系到资产负债表的收缩。这也是我们为什么在上一期回归之旅中再次强调关注信用收缩。我们也认同,短期这个风险被首先缓解,但仅仅是外在干预而非经济内生意义的排除。

短期的失业风险多大?难以从中期的人口和产业结构变化去推断,大致判断,就业压力在增加,但仍然可以维持,主要在于短期维稳政策具有连贯性,只是一个维持成本的问题。理解当前的政策,一种是经济政策的放松和刺

激,持续低于预期,另一种是广义的经济和社会的维稳政策,在持续强化。这导致了增长和就业的经验关系的丧失和增长目标的弱化,增长下行到7%还是6%会出现严重的失业问题,可能并不存在确定的临界值,难以通过增长来判断失业。另一方面也意味着针对就业压力趋大的政策调整,也将生产性较低的维稳政策替代总量经济干预政策的背景下渐行。

政策目标调整和经济转型

经济转型是否已经开始?能否在可接受的失业范围内发生?对于前者,维稳和转型相悖。对于后者,存在一个悖论,即经济调整的程度不够,那么经济转型可信度就不高。经济转型中的企业盈利,如果没有企业的破产,就难以切实改善,如果有破产,则必有失业。短期转型动力不足,所以转型的风险,包括失业的容忍度也就不是短期所关注

的风险点。

2008年金融危机之后,政策决策日益复杂和困难,这主要来自经济下行期相互冲突的多重目标的共存。增长、就业、通胀、资产价格、财政金融风险,已经提高了对增长下行和通胀上行的容忍度,我们判断,中期政策目标需要重新抉择,在就业和资产价格目标之间权衡,短期可能有限牺牲后者,中期牺牲后者也无法满足其他目标,只能更早的提高对失业的容忍度。2013年之后,维稳从主观和客观的动能可能都将削弱,经济周期的力量将重新胜出。维稳减退,带动的边缘就业将被率先挤出,劳动力市场的重新整理开启,才有经济的转型。经济转型中要素市场的变革加快,要素的自由流动、重新配置和市场化定价是大势所趋。劳动力市场是其中之一,不破不立。

(作者系中信建投证券宏观分析师)