



就業數據是美聯儲貨幣政策核心關注變量，失業率短期的改善是不夠的。

美歐通脹狀況嚴重，為後續貨幣政策的實施帶來極大困擾，其核心問題依然是勞動力市場的供需失衡。本文將聚焦美國疫後一些階段性因素對勞動力供應的擾動，基於此，我們能更好地理解當前美歐高通脹的困境。

# 美歐勞動力為何「躺平」

微觀經濟 王涵 興業證券首席經濟學家

疫情封控逐步放開後，美歐勞動力市場修復均經歷了三段變化：第一階段，解封後相當部分人返回工作崗位，失業率快速下行，但因為摩擦較小的自由匹配階段，並未顯著缺人；第二階段，失業率改善斜率放緩，同時因為政府大規模補助及疫情導致的一些損耗（長新冠效應），缺人情況陡峭惡化，這一階段工資漲幅並不顯著——因為企業在周期中傾向於先讓在崗員工加班、之後才會漲薪招人。而從去年底至現在，美歐均處於第三階段：雖然經濟開始趨弱，但失業率持續處於歷史低位區間，同時缺人的情況未見顯著改善。

## 被財政補貼寵壞

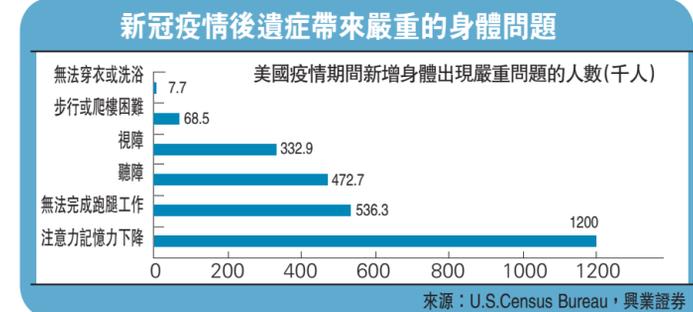
疫情使得非農就業數據「砸坑」後，2020年4月以來缺口逐漸補充，就業人數2022年8月填補完缺口。那麼如何理解現在仍然缺人？如果只看就業人數，其實隱含的假設是過去幾年企業是不擴張的，這顯然與現實不符，因此我們還需要看就業人數/總人口。2010年以來這個比率是持續上行的，即隱含的假設企業是持續擴張的，就業人數比例也需要持續上行。疫情前就業人數/總人口的水平為61%，而當前的比例為60%，換言之，美國勞動力市場的供給還需要補充至少1%的總人口。這其實就是勞動參與率的概念，先要有一部分人決定找工作，再討論這部分人的就業/失業問題。

參與率缺口主要集中在低端勞動力：財政發錢帶來暫時不找工作的「底氣」。與疫情前相比，當前20至24歲年齡段的勞動參與率缺口為2.9%，是勞動參與率缺口最大的年齡段。分學歷來看，高中及以下學歷的勞動參與率較疫情前仍有2%左右的缺口，隨着學歷的提升，勞動參與率缺口逐漸縮小。由於這部分人本身收入就較低，所以較大規模刺激支票疊加失業補助金的發放，使得他們疫後找工作的緊迫性快速放緩，這對應着疫後到去年上半年勞動參與率基本未見改善。

但從邏輯上來說，即使有超額儲蓄的支撐，但總有花完的時候，且現在可能絕大部分人已經接近消耗殆盡的終點，這些年輕人總會回來工作——我們在去年四季度以來也觀察到勞動參與率開始逐步回升。但截至目前，仍有1%左右的缺口未能補齊。這可能說明，除了周期性原因，可能還有一些疫情帶來的階段性影響，使得工資回落的速度會更滯後於失業率的惡化速度。

## 長新冠患者退出勞動市場

NEBR（美國權威經濟研究機構）9月的論文中，討論了新冠導致的健康原因對勞動力出勤和市場的影響。數據表明，新冠肺炎對勞動力市場的影響體現為：因健康原因造成的缺勤、減少工作時長、換工作強度更低的工作或者直接退出勞動力市場。



研究表明，與沒有因為健康原因導致缺勤的人相比，因為新冠導致缺勤一周以上的人，一年之後仍在勞動力市場的概率降低了7%。在因新冠導致的健康原因缺勤後的14個月內，勞動收入減少約18%。

長期新冠肺炎（Long Covid）的影響正在體現。在新冠肺炎感染病例中，有10%至33%為長期新冠肺炎患者。EPIC研究（EPIC Research）在2021年7月的文章中指出，近一成的新冠患者尋求長期症狀治療；KFF（非營利機構「凱撒家庭基金會」）的研究員Katie Bach在今年1月份發表的文章中估計，每1億個新冠肺炎感染者中，約有2700萬至3300萬人確診為長期新冠肺炎。

2021年以來，美國申請殘疾的人數由降轉升。隨着感染人數的上升，美國申請殘疾的人口比例明顯上行，研究認為這與新冠後遺症息息相關。這些後遺症，輕者會導致注意力、記憶力下降，嚴重的甚至難以獨立完成穿衣或洗浴等日常基本活動。根據KFF今年8月發布的文章，在感染前工作但最終患長期新冠肺炎的成年人中，感染後僅有44%能夠全職工作的，31%減少了工作時長，剩餘25%停止了工作。根據測算，180萬（聯儲局口徑）至410萬（柳葉刀口徑）原本就業的人群可能因為長新冠原因而失業或者被迫退出勞動力市場。

學校的關停和在線的教育，使得很多家庭可能面臨着工作時長的減少和工作效率的損失。數據顯示，美國家庭中如果必須有人要犧牲工作來照顧小朋友，女性可能承受了更大的犧牲：美國有年輕小孩的家庭裏面，截至去年7月，女性的勞動參與率較疫情前仍然有3%沒有閉合。與之相比，男性勞動參與率已經回到了疫情前的水平。也就是說，家庭中的女性因為要照顧家裏的小朋友，所以在找工作的時候，可能也會有一些階段性的摩擦，比如希望能夠居家辦公，或者希望工作時間更加靈活等。

此外，疫後65歲以上老人返回工作崗位的意願一直沒有獲得修復。

2015年到2019年，55歲以上老年人勞動參與率大幅上行，持續補充了美國勞動力市場供給。然而，部分老年人在疫情之後或已主動退出勞動力市場。進一步細分來看，原本有提前退休傾向的55歲至64歲勞動力已經逐漸回歸勞動力市場，勞動參與率回歸至疫情前的65%以上的水平；而65歲以上勞動參與率從21%下降至19%，對應約100萬的人口，65歲以上勞動力回歸難度較大。

## 失業率掣肘貨幣政策

疫情以來，美歐都呈現「菲利普斯曲線」陡峭化的趨勢，即失業率的下降對應着更大的通脹漲幅。因此，與此前長達十年的「大穩健」時期（Great Moderation）相比，美歐央行抗通脹所作出的犧牲可能更大。一方面，勞動力市場的彈性更大，在未能確保價格穩定時，稍有放鬆可能會面臨通脹失控的風險；另一方面，由於本輪美歐央行的響應時間已經滯後，通脹的高企也使得央行更加謹慎。央行年會以來，美歐央行官員的發言均透露出「為了壓低通脹可以適當犧牲增長和就業」態度。

比美國更嚴重的是，歐洲不僅服務業缺人，製造業還面臨原材料短缺的問題。「北溪-1號」的停止供氣加劇了市場對於歐洲冬季供暖的擔憂，能源價格持續處於高位也使得歐洲通脹居高不下。歐洲更高的通脹、更脆弱的基本面，使得歐央行的緊縮代價可能更大，這預期對強勢美元形成支撐。

對美聯儲而言，就業數據仍是貨幣政策核心關注變量。正如聯儲局主席鮑威爾在全球央行會上市所表達的，「聯儲局不能過早放鬆政策」，直到看到明確的勞動力市場放緩和通脹持續下行的信號。參考歷史上的歷次降息周期的開啟，當通脹處於6%高位的時候，失業率至少要5%以上才會開啟降息。因此，對於當前的聯儲局來說，失業率至少一個月的改善是不夠的。由於本輪通脹聯儲局的應對已晚，持續存在貨幣政策超調的風險。

# 警惕英國金融風險外溢

李昭、楊曉卿 中金點睛 中金公司分析師

英國巨額財政擴張引發發債匯「三殺」。上周五（9月23日）英國宣布巨額財政刺激，主要包括能源補貼與減稅措施兩方面。根據估算，英國本輪財政擴張今年成本約為910億英鎊，明年約為840億英鎊，相當於未來兩年每年推升赤字率3%至4%左右。財政刺激主要通過發行政府債券籌資，英國財政部預計國債發行量今年增加44%。

從融資結構上，2022-2023財年內短期金邊債券（Short Conventional Gilt）融資上調最多（+341億英鎊）。調整後的短期金邊債券份額上升至37.9%，到達2008年以來的最高水平。一般來講，財政刺激對經濟與市場都是重大利好，但英國股債匯出現「三殺」，說明投資者普遍認為該政策存在嚴重問題：英國CPI通脹高達10%，目前需要解決的核心問題是控制通脹，因此財政與貨幣政策都應當保持緊縮。

新首相上台後，為實現短期增長目標，英國政府在高通脹背景下進行巨額財政刺激，加劇了通脹失控與債務不可持續的風險，英格蘭央行可能被迫採取更為激進的貨幣政策。寬鬆的財政政策與緊縮的貨幣政策互相抵銷，對經濟增長的淨效果可能有限。不過，激進政策導致金融市場震盪與宏觀波動性增大，投資者選擇拋售包括股債匯在內的各類英國資產。

## 財政擴張加速通脹失控

英國市場震盪已波及到全球市場：10年期美債利率盤中突破4%；黃金下跌2%；美股與歐股分別下跌3%與4%；美匯指數突破114，創出2002年以來新高。從倉位角度講，英國資產在國際宏觀對沖投資賬戶中的配置比例不低，而英國市場大幅震盪導致投資組合波動性上升，投資者不僅需要減倉英國資產，還需要減倉其他資產以控制組合波動（即「de-risk」），因此對全球股債商品等資產形成了賣出壓力。

此外，很多投資者擔憂其他國家也會像英國一樣採取短視的擴張政策，導致通脹徹底失控，經濟重回上世紀70年代大滯脹時期，股債資產可能加劇下

跌。由於風險收益屬性接近，利率跨國聯動，英國政策衝擊對國際債市影響尤其明顯。疊加恰逢海外央行「超級周」，幾家主要央行（美國、英國、瑞士）都在大幅加息。以美國為例，債市流動性已經接近2020年3月市場停轉的水平，原本就容易出現市場震盪與價格超調，英國財政刺激則成為壓垮國際債市的最後一根稻草，推升10年期美債利率一度突破4%。

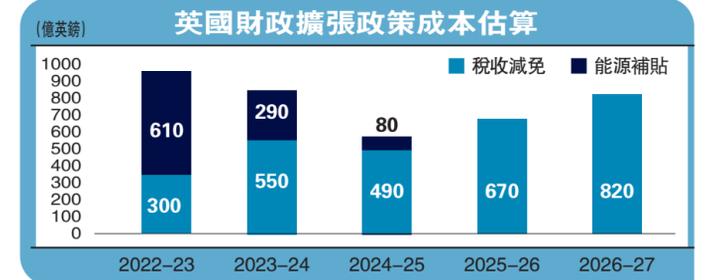
筆者認為短期全球市場可能仍然波動較大，未來數日甚至數周資產走勢的不確定性大幅上升，但從中期來看（四季度），經濟與市場周期運行的形勢可能沒有變化。與其他主要經濟體相比，英國經濟體量與市場規模並不大，在投資者完成對英國資產的減配之後，英國經濟基本面與政策選擇對於其他市場的外溢作用可能逐漸削弱。

參考英國案例，其他國家的政策制定者可能更加審慎，通脹失控的風險未必加大。在貨幣緊縮加速背景下，筆者預期美歐經濟周期可能加速由滯脹向衰退運行，佔優資產可能逐漸由美元向黃金與債券切換。假設聯儲加息終點是4.8%，對應10年期美債利率均衡價格為3.2%，遠低於目前市場定價3.8%。隨着市場情緒逐漸平復，流動性開始修復，筆者預期美債利率中樞明顯下行，為黃金表現提供支撐。

筆者建議增配黃金與債券，低配商品與海外資產。往前看，重點關注10月美國經濟數據，尤其是CPI（10月13日）與GDP（10月27日）數據的公布，或成為市場交易主線從滯脹向衰退切換的重要節點。

中國市場方面，筆者發現海外基本面變化主要通過實體渠道、資金渠道、情緒渠道三條途徑影響內地。英國出口佔中國總份額僅為2.6%，對中國出口衝擊不大；資金渠道和情緒渠道更多受美國經濟狀況驅動，英國影響相對有限。9月份海外主要經濟體貨幣政策定調之後，未來市場定價的關鍵可能更多在於國內基本面。內地近期地產銷售出現築底跡象，香港入境隔離檢疫措施放鬆，中國經濟增長可能逐漸改善，疊加股市估值處於歷史較低水平，市場表現可能仍有支撐。

筆者建議靜待政策邊際變化，維持標配A股，增配具有政策支持的板塊和受益於流動性支持的低估值成長標的。



# 樓市下行未見底 宜適時減辣

主樓布陣 布少明 美聯物業住宅部行政總裁（港澳）

樓市近日最熱門話題是，長實集團宣布以逾207億元沽出，位處西半山波老道21號的豪宅項目「21 BORRETT ROAD」餘下152伙住宅、242個住宅停車位和31個單車停車位予新加坡公司華瑞資本。交易反映海外買家依然睇好香港豪宅前景。

豪宅以外，近期上車物業依然是市場「寵兒」，尤其以此類物業作主打的新盤項目，銷情均相當火熱。執筆之時，市場統計北部都會區分別位處粉嶺及天水圍的兩大新盤，入票理想，雙雙錄得近20倍的超額認購。

從豪宅及上車新盤的交投可見，港樓仍然具有極佳投資價值。雖然今年首三季度香港樓市表現「告急」，「美聯樓價指數」最新報158.49點，按周跌約0.45%，連跌15周；本年迄今跌幅擴大至逾7.6%，創逾三年半新低。交投方面，三季度一、二手交投齊跌，形成「價跌量跌」局面。期內新盤成交錄約3600宗，按季跌約5.5%；至於二手成交則錄約8100宗，跌幅高達28%，創三年新低。

值得注意的是，新盤正帶動樓價下調。根據美聯物業房地產數據及研究中心數據，三季度（截至8月底）新盤市場自2019年四季度以來，首度出現「負

溢價」的現象，錄得溢價-2.9%，更是創逾八年新低，反映發展商「求量不求價」的政策。

市場又出現兩大新變量：入境防疫政策放寬及壓力測試門檻降低，均具短期提振作用。不過，四季度樓市能否「否極泰來」，還看兩大轉勢關鍵：包括將於10月中舉行的中共二十大，推出利好政策，提振投資市場信心；香港特區政府10月中下旬公布的施政報告，是否撤銷樓市辣招，又或是其他振興經濟措施。

筆者建議特區政府在施政報告中撤銷已失效的「辣招」，包括將15%的從價印花稅（DSD）稅率回復至雙倍印花稅，為市民換樓開方便之門；下調買家印花稅（BSD）稅率，或取消額外印花稅（SSD），或將年期及稅率回復至「加強版」前。



▲三季度一、二手交投齊跌，形成「價跌量跌」局面。