

为何美国薪资增长乏力？

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第58期 (2019.04.01-2019.04.04)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 为何美国薪资增长乏力？

3月美国非农就业人数超预期增加19.6万人，一定程度上缓解市场对美国经济将陷入衰退的忧虑。医疗保健及专业和技术服务行业就业显著增加，而制造业就业人数减少。美国3月失业率维持在3.8%，但时薪同比环比增速分别录得3.2%和0.1%，均不及预期。

一般来说，当失业率下降时，更多人被吸引到劳动力市场，所有类型的可用工人都变得更加稀缺，雇主不得不提高工资来吸引和留住他们想要的工人。上世纪90年代末失业率处于4%的低位时，薪资同比增速超过4%；然而本轮复苏以来，尽管失业率呈现下降趋势，但薪资同比增速相对乏力，这是为什么呢？以下美国薪资增速上不来可能的原因：

自2013年以来，对新增非农就业人口贡献最多的是服务业，但服务业薪资水平却远不如对新增非农就业人口贡献最弱的采矿业。由于美国劳工部在统计薪资增长时按各行业就业的权重来加权，因此拉动美国就业增长的主要行业服务业的薪资水平较低，或在一定程度上导致近年来美国薪资增速相对疲软。

美国吸收新增就业的主要是服务业，而服务业劳动生产率增速较低，美国薪资增速乏力或许与此相关。员工的工作效率是雇主做出薪酬决定的一个关键因素。上世纪90年代在信息技术革命的拉动下，美国生产率快速回升。但受互联网泡沫破灭以及次贷危机影响，美国劳动生产率大幅回落。劳动生产率偏低是美国工资增长缓慢的部分原因。

从失业率原因分布来看，自金融危机后美国经济复苏以来，失业率的下降主要受临时工失业人数下降拉动。就业中非全日制雇佣的占总雇佣之比不低，而目前非全日制雇佣中“只能找到非全日制工作”的占比仍高达30%，一定程度上反应美国就业质量不高。并且非全日制雇佣主要集中在餐饮、酒店等低端服务业，而这些行业薪资普遍较低。

自动化技术的提高和先进技术的运用也可能是美国薪资增速不高的原因。一方面，工人面临着技术替代，薪资溢价能力下降，但另一方面，技术变化导致的职位供需错配也导致薪资增速乏力。

美国薪资增速乏力的另一个可能的原因是，尽管美国失业率很低，但劳动参与率不高。当劳动者放弃寻找工作，即“主动失业”时，则会被剔除在劳动力人口之外，将不被计入失业率中。而美国劳动参与率持续低位，也从侧面表明美国失业率的改善可能很大程度上是因为大量失业人群退出劳动力市场。这意味着美国劳动力市场并没有想象中的那么紧俏，虽然失业率已处于历史低位，但与上世纪90年代末相比，如今劳动力市场的“疲软”程度有所增加，可能还没有达到充分就业的状态，因此工人的议价能力并不强。

另外，二战结束后，美国约1/3的工人是工会会员，但目前已经下滑至1/10，工会会员下降导致工人议价能力减弱，以及高工资的“婴儿潮”一代逐渐退休而新入职者工资较低，等等，也被认为是美国薪资增速乏力的可能原因。

值得注意的是，从近期的数据来看，美国就业市场仍是有所改善的。更广泛的U6失业率在近期呈现下降趋势，已连续两个月录得7.3%。U6失业率包含所有待业人口，以及因经济原因而兼职的人口，其下降在一定程度上表明反映就业不足的情况有所缓解。美国职位空缺率从2009年末以来持续走高，并且出现可供选择的职位数量超过求职者人数的现象。此外，目前美国离职率与2000年和2001年初的高点大致相同，表明劳动者对就业市场的信心变强。如果美国经济长期保持稳健，最终会给美国薪资增速带来压力。

● 美国零售销售意外降温，但制造业有所回暖

美国2月零售销售环比意外下滑0.2%，表明减税和积极财政政策对美国经济的刺激作用已有所减弱，此外，寒冷和潮湿的天气也对零售销售造成负面冲击。由于消费在美国GDP的占比超过三分之二，零售销售的萎缩更是给美国经济再添阴霾。但美国制造业有所回暖，订单积压情况有所缓解，美国3月ISM制造业指数超预期录得55.3%。

● 受脱欧不确定性以及欧央行担忧通胀疲弱的支撑，美元指数相对强势

美元指数上行0.19%收至97.4157。近期英国脱欧不确定性，以及欧洲央行与日本央行官员对国内通胀水平仍处于较低位表示担忧，令美元指数维持相对强劲的态势。

● 商品指数全面回升

螺纹钢库存降幅明显，需求增多，唐山政府出台二、三季度限产规定，利多螺纹钢价格。中国经济数据有所好转，国务院常务会议确定今年降低政府性收费和经营服务性收费的措施，激发市场乐观情绪，加上国内铜库存大幅回落，利多铜价。目前油价的主要支撑仍是OPEC限产，并且委内瑞拉和伊朗因美国制裁供应也继续收缩，利多油价。

● 风险提示：美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：为什么长端美债收益率那么低？

2019-03-31

国际经济及大宗商品：中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

2019-03-24

国际经济及大宗商品：为什么中国国债收益率远低于经济增速？

2019-03-17

国际经济及大宗商品：货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

2019-03-10

国际经济及大宗商品：为何美国经济增速超预期？

2019-03-03

国际经济及大宗商品：美国菲利普斯曲线“失效”了么？

2019-02-24

国际经济及大宗商品：未来美联储缩表走势如何演绎？

2019-02-17

国际经济及大宗商品：春节期间海外经济大事件及大类资产表现

2019-02-11

国际经济及大宗商品：为什么日元是避险货币

2019-01-20

国际经济及大宗商品：近期人民币升值的原因

2019-01-13

国际经济及大宗商品：美国就业数据超预期，但鲍威尔发言仍偏鸽

2019-01-06

国际经济及大宗商品：国际经济2018年回顾及2019年展望

2019-01-01

目 录

1、 为何美国薪资增长乏力？	4
1.1、 新增非农就业人数超预期，但薪资增速依旧疲弱	4
1.2、 美国薪资增长乏力的可能原因	6
2、 国外经济形势一周综述	8
3、 汇率走势一周综述	10
4、 商品价格走势一周综述	11
4.1、 商品指数全面回升	11
4.2、 国内黄金价格走高	12
4.3、 金属价格多数上涨	12
4.4、 能源化工产品价格多数回升	14
4.5、 农产品价格多数走高	15

图表目录

图 1: 美国新增非农就业人数（千人）	5
图 2: 美国失业率（%）	5
图 3: 美国劳动参与率（%）	5
图 4: 美国平均时薪增速（%）	5
图 5: 美国 ADP 就业人数（千人）	5
图 6: 美国失业率及薪资增速（%）	6
图 7: 失业原因	7
图 8: 美国不同行业新增就业人口（千人）	7
图 9: 美国不同行业平均时薪（美元）	7
图 10: 美国职位空缺率（%）	8
图 11: 美国离职率（%）	8
图 12: 美国零售销售环比（%）	9
图 13: 美国耐用品订单环比（%）	9
图 14: 美国 ISM 制造业 PMI（%）	9
图 15: 美国 Markit 制造业 PMI（%）	9
图 16: 欧元区 CPI（%）	10
图 17: 欧元区 Markit 制造业 PMI（%）	10
图 18: 南华商品指数近期走势	11
图 19: 南华商品指数周度涨跌幅	11
图 20: 上周黄金价格走势	12
图 21: 美元指数走势	12
图 22: 高炉开工率（%）	13
图 23: 当周螺纹钢库存（万吨）	13
图 24: 全国主要钢材品种库存（万吨）	13
图 25: 上期所阴极铜库存(吨)	13
图 26: 下游发电集团煤炭库存（万吨）	14
图 27: 6 大发电集团日均耗煤量（万吨）	14
图 28: 6 大发电厂煤炭库存可用天数	15
图 29: 港口煤炭库存（万吨）	15
图 30: 国际原油期货价格走势（美元/桶）	15
图 31: 布伦特原油-WTI 原油价差（美元/桶）	15

图 32: 全国豆粕库存 (万吨)	16
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.04.01-2019.04.04)	10
表 2: 商品指数总览 (2019.04.01-2019.04.04)	11
表 3: 国内黄金价格走高 (2019.04.01-2019.04.04)	12
表 4: 金属价格多数上涨 (2019.04.01-2019.04.04)	12
表 5: 能源化工产品价格多数回升 (2019.04.01-2019.04.04)	14
表 6: 农产品价格多数走高 (2019.04.01-2019.04.04)	15

1、为何美国薪资增长乏力？

北京时间4月5日晚间，美国劳工部公布3月非农就业报告显示，美国3月新增非农就业人口超预期增加19.6万人，较上月的3.3万人大幅反弹，失业率维持在3.8%，但平均时薪同比环比增速分别录得3.2%和0.1%，均不及预期。此前公布的3月“小非农”ADP就业人数增加12.9万人，创2017年9月以来最低，大幅低于预期的17.5万人。

1.1、新增非农就业人数超预期，但薪资增速依旧疲弱

3月美国非农就业人数超预期增长，较前值大幅反弹，一定程度上缓解市场对美国经济将陷入衰退的忧虑。美国3月新增非农就业人口增加19.6万人，高于预期的17.7万人，前值上修至3.3万人。平均来看，2019年一季度平均每月就业增加18万人，虽不及2018年同期的22.3万人，但整体上就业市场维持良好状态。分行业来看，医疗保健及专业和技术服务行业的就业显著增加，是拉动就业增长的主要行业，而制造业就业人数则出现减少：医疗保健行业3月新增就业4.9万人，过去12个月增加了39.8万个；专业和技术服务行业新增就业3.4万人，过去12个月增加了31.1万人；制造业就业则减少6000人，在2月前的12个月内，制造业平均每月新增2.2万个就业岗位。

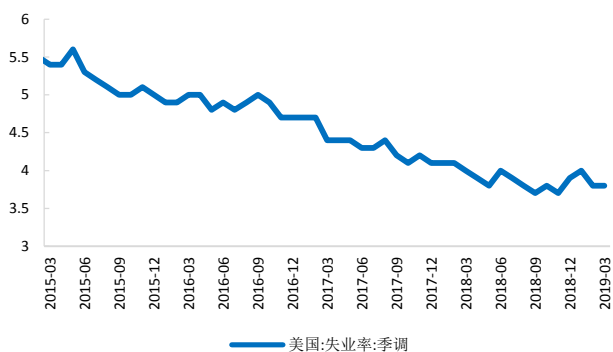
虽然美国3月ADP新增就业人数不及预期，但总体来看给出的就业变动信息与非农报告基本一致。美国3月新增就业主要靠服务行业拉动，而商品生产行业则拖累新增就业人数。ADP报告显示，分行业来看，服务行业新增13.5万个岗位，其中休闲与酒店业3月新增就业1.3万人，教育与医疗行业新增就业5.6万人，但几乎所有部门就业人数环比均下滑。此外，美国商品生产行业减少6000个岗位，且建筑业与制造业就业表现均不佳，分别减少6000人、2000人。

就ADP和非农的差别来看，非农就业人数是美国劳工部发布的官方数据，主要统计从事农业生产以外的职位变化情形，非农业报告调查对象是商业机构。ADP报告是美国自动数据处理公司（Automatic Data Processing）发布的非官方数据，采集自约50万家匿名美国企业，涵盖近3500万美国员工，ADP调查仅包括私营部门的就业数据，不包括政府部门就业。由于ADP仅采集私营部门的就业情况，因此并不能完整地反映美国就业市场，而非农报告的涵盖范围则更广。

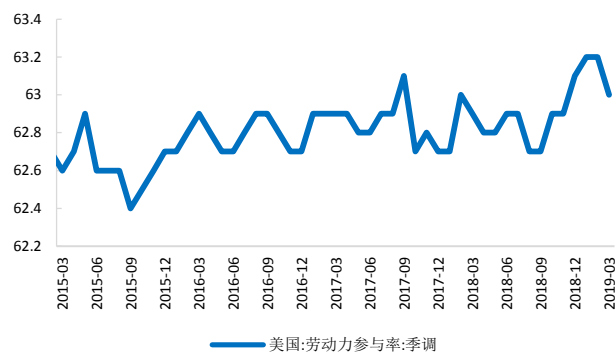
3月失业率维持在3.8%，持平预期和前值。失业人数基本保持在620万。劳动力参与率为63.0%，较前值回落0.2个百分点，过去12个月劳动参与率在63%左右波动，没有太大的变动。3月就业人口比例为60.6%，自2018年10月以来，就业人口比例一直保持在60.6%或60.7%的水平。美国3月薪资环比和同比增速均不及预期。美国3月平均每小时工资环比增长0.1%，不及预期0.3%和前值0.4%；3月平均每小时工资同比增长3.2%，不及预期和前值的3.4%。

图1： 美国新增非农就业人数（千人）

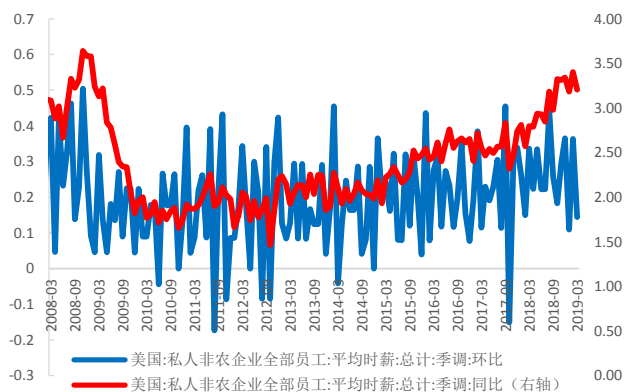
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 美国失业率（%）

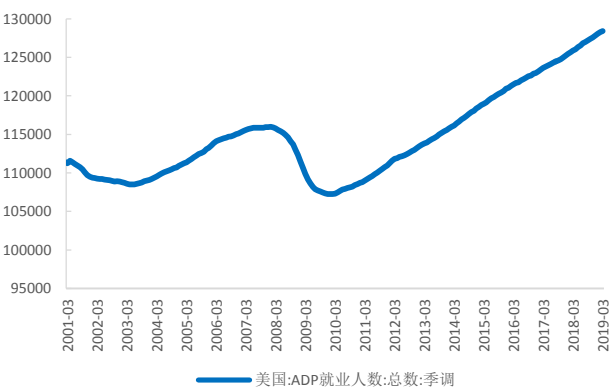
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国劳动参与率（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 美国平均时薪增速（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

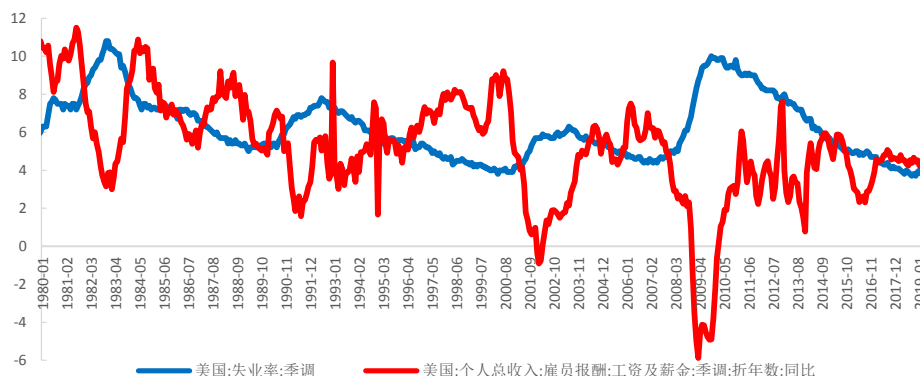
图5： 美国ADP就业人数（千人）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、美国薪资增长乏力的可能原因

目前美国失业率仅为 3.8%，已处于历史低位，但却未出现上世纪 90 年代末那样的工资增长速度。在上世纪 90 年代末失业率处于 4% 的低位时，薪资同比增速超过 4%，然而本轮复苏以来，尽管失业率呈现下降趋势，但薪资同比增速相对乏力，近三年来薪资同比增速仅在 2.5%-3% 区间波动。一般来说，当失业率下降时，更多的人被吸引到劳动力市场，所有类型的可用工人都变得更加稀缺，雇主不得不提高工资来吸引和留住他们想要的工人。然而目前美国失业率已处在历史低位，但薪资增速却始终乏力，这是为什么呢？

图6： 美国失业率及薪资增速（%）



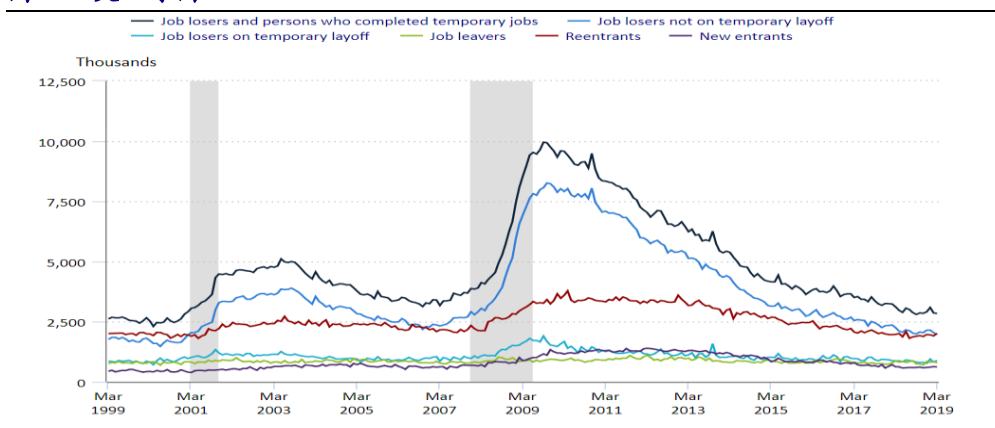
资料来源：Wind，新时代证券研究所

美国劳工部统计的平均时薪由每个基本行业的每周总小时数加权得出。因此，就业变动、平均每周工时的变化，以及基本行业平均每小时收入的变化都影响着平均每小时收入。自 2013 年以来，对新增非农就业人口贡献最多的是服务业，但服务业薪资水平却远不如对新增非农就业人口贡献最弱的采矿业。由于美国劳工部在统计薪资增长时按各行业就业的权重来加权，因此拉动美国就业增长的主要行业服务业的薪资水平较低，或在一定程度上导致近年来美国薪资增速相对疲软。

美国吸收新增就业的主要是服务业，而服务业劳动生产率增速较低，美国薪资增速乏力或许与此相关。员工的工作效率是雇主做出薪酬决定的一个关键因素。如果工人的产出没有那么高，雇主就需要抑制薪酬增长，以维持盈利能力。上世纪 90 年代在信息技术革命的拉动下，美国生产率快速回升，1990 年代末劳动生产率增速达到 3%。但受互联网泡沫破灭以及次贷危机影响，美国劳动生产率大幅回落，尽管美国经济不断复苏，但近年来劳动生产率增速仅在 0.7% 左右波动。劳动生产率偏低是美国工资增长缓慢的部分原因。

从失业率原因分布来看，自金融危机后美国经济复苏以来，失业率的下降主要受临时工失业人数下降拉动。就业中非全日制雇佣的占总雇佣之比不低，而目前非全日制雇佣中“只能找到非全日制工作”的占比仍高达 30%，一定程度上反应美国就业质量不高。并且非全日制雇佣主要集中在餐饮、酒店等低端服务业，而这些行业薪资普遍较低。此外，2019 年以来，美国退休者人数有所下降，表明经济不能够产生充足的新岗位，就业者不愿意放弃现有的岗位去寻找更好的工作。

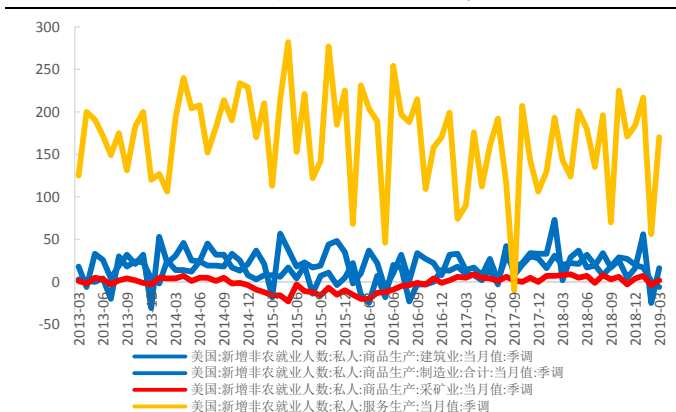
图7： 失业原因



资料来源：美国劳工部，新时代证券研究所

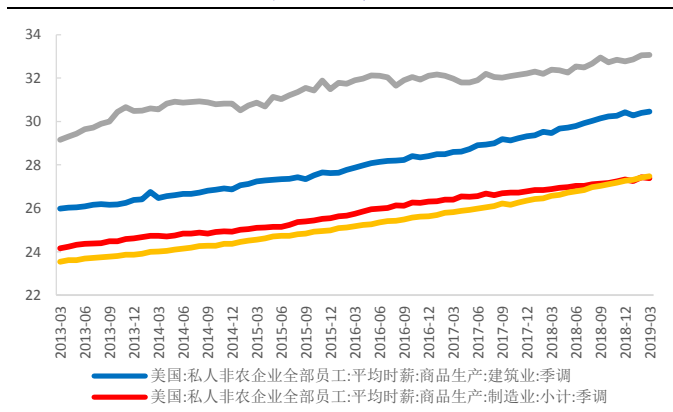
自动化技术的提高和先进技术的运用也可能是美国薪资增速不高的原因。一方面，工人面临着技术替代，薪资溢价能力下降，但另一方面，技术变化导致的职位供需错配也导致薪资增速上不去。随着自动化技术的提高和先进技术的运用，美国制造业面临的技术工人短缺问题愈发严重。自动化（例如机器人）能够补充低技能工作，因此需要技术工人来从事需要更高技能或需要独特人类技能的工作。并且随着技术的不断进步，工人需要掌握的技能也在不断变化。企业难以找到合适的人才来从事相应的工作，这部分工作本应获得更高的薪酬，但由于这部分工人的短缺，对应的薪酬并不能兑现，这也在一定程度上导致薪资增速相对温和。

图8： 美国不同行业新增就业人口（千人）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 美国不同行业平均时薪（美元）



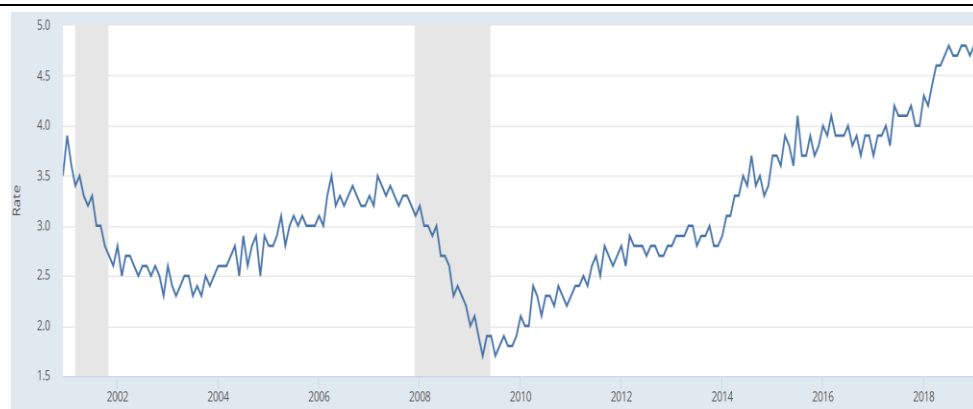
资料来源：Wind，新时代证券研究所

美国薪资增速乏力的另一个可能的原因是，尽管美国失业率很低，但劳动参与率不高。失业率的下降可能是由失业人口的减少导致，还可能由部分失业的劳动力人口退出劳动力导致的。当劳动者放弃寻找工作，即“主动失业”时，则会被剔除在劳动力人口之外，将不被计入失业率中。当失去就业意愿的人数增多，那么失业率计算公式中的分子就会变小，这样一来失业率就降低了。而美国劳动参与率持续低位，也从侧面表明美国失业率的改善可能很大程度上是因为大量失业人群退出劳动力市场。这就意味着美国劳动力市场并没有想象中的那么紧俏，虽然失业率已处于历史低位，但与上世纪90年代末相比，如今劳动力市场的“疲软”程度有所增加，可能还没有达到充分就业的状态，因此工人的议价能力并不强。

另外，二战结束后，美国约1/3的工人是工会会员，但目前已经下滑至1/10，工会会员下降导致工人议价能力减弱，以及高工资的“婴儿潮”一代逐渐退休而新入职者工资较低，等等，也被认为是美国薪资增速上不去的可能原因。

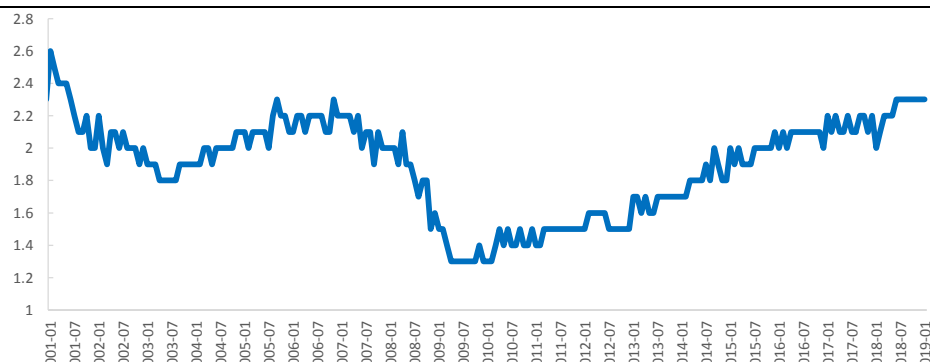
值得注意的是，从近期的数据来看，美国就业市场仍是有所改善的。更广泛的U6 失业率在近期呈现下降趋势，已连续两个月录得 7.3%。U6 失业率包含所有待业人口，以及因经济原因而兼职的人口，这部分希望寻找全职工作的兼职劳工，因为经济的原因而找不到全职工作。U6 失业率的下降在一定程度上表明反映就业不足的情况有所缓解。美国职位空缺率从2009年末以来持续走高，2019年初高达4.8%，并且出现可供选择的职位数量超过求职者人数的现象，2019年1月职位空缺数高达758.1万人，高于同期失业人数653.5万人。此外，“离职率”是指自愿离职（而非退休）的人数占总就业人数的百分比，是衡量劳动者对就业市场信心的另一个指标。目前美国离职率与2000年和2001年初的高点大致相同，表明劳动者对就业市场的信心变强。如果美国经济长期保持稳健，最终会给美国薪资增速带来压力。

图10： 美国职位空缺率（%）



资料来源：美国劳工部，新时代证券研究所

图11： 美国离职率（%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13324

