

宏观专题

2020年美国就业状况的6个核心问题

2009年至今，美国失业率持续下降，截至2019年11月的失业率为3.5%，创下过去50年的最低水平；与此同时，美国新增非农就业在经历了上半年的持续下滑之后，下半年有所反弹。由于就业的良好表现，市场普遍对2020年美国宏观经济表现较为乐观。在前期报告《2020年美国宏观经济展望：日薄西山》中，我们判断2020年美国GDP增速很可能低于市场一致预期，并指出2020年美国失业率大概率会回升。本篇报告中，我们对美国就业状况进行了更加详细的分析，以解答市场最为关心的6个核心问题。

Q1: 美国是否已实现充分就业？一方面，美国最新的失业率为3.5%，2019年全年均值为3.7%，均明显低于CBO和美联储测算的美国自然失业率水平（分别为4.6%、4.2%）；另一方面，自2018年5月以来美国长期失业人群的数量开始震荡走平，占总失业人口的比重也不再继续下降，表明就业市场已基本饱和。综合来看，当前美国已经实现了充分就业，这也意味着失业率进一步下降的空间已经非常有限。

Q2: 当前是什么在支撑美国就业？自2019年下半年以来，私人商品生产部门新增就业持续下降至负区间，而低端服务业（例如休闲和酒店业）新增就业大幅扩张，与此同时从事兼职工作的人群明显增加。倾向于认为，由于制造业景气度的下滑，部分从事商品生产的工人被迫离开原岗位，转而从事低端服务业作为兼职。由于这部分人群不属于官方失业率定义的失业者，因此并未对整体失业率形成拖累，但这种现象实际上表明劳动力市场已开始降温。此外，受2020年美国人口普查的影响，下半年政府部门新增就业大幅增加，但根据历史经验，这种扩张最多持续到明年5月。

Q3: 美国失业率何时会回升？从失业率的领先指标来看，制造业和非制造业PMI就业指数均持续下滑，其中制造业PMI就业指数已连续4个月低于荣枯线；新增非农就业自年初以来震荡下行，其中商品生产部门新增就业接近于0；初次申请失业金人数自4月以来震荡回升；平均每周工时自2018H2开始持续下降。综合各项指标，同时考虑到明年5月以后政府部门新增就业将出现大幅下滑，我们判断美国失业率可能在2020年中期出现回升。

Q4: 美国薪资收入未来将如何表现？薪资收入主要取决于就业状况和企业盈利状况。就业方面，历史经验显示当失业率开始回升后，薪资增速往往会大幅放缓；同时由于服务业薪资水平较低，当前就业岗位由商品生产部门向服务生产部门的转移也会对薪资形成拖累。企业盈利方面，年初以来美国企业利润增速持续下行并由正转负，PMI新订单指数也持续下滑，指向未来企业盈利依然承压。整体来看，明年美国个人薪资增速大概率放缓。

Q5: 失业率回升对美国经济意味着什么？失业率回升将导致个人收入和消费大幅放缓，进而对经济形成拖累。历史上来看，当失业率开始回升后，美国实际GDP增速均加速下行。此外，失业率的拐点领先美国经济衰退起点2-9个月，平均领先6个月，因此失业率的回升往往意味着美国经济不久就将陷入衰退。在经济下行、就业恶化的背景下，美联储货币政策仍将继续宽松。重申前期观点：美国经济最快在2020年底陷入衰退，美联储2020年有望再降息2-3次，首次降息最有可能在二季度。

Q6: 失业率回升后大类资产怎么走？我们回顾了过去4轮美国失业率回升后大类资产的表现，规律如下：（详细数据参见正文图表）

- 标普500指数：多数下跌；
- 美元指数：多数下跌；
- 10Y美债收益率：除1979年石油危机外，其他时期均下行；
- 黄金：均表现为上涨；
- 原油：短期均有所上涨，但中长期多数下跌。

风险提示：中美摩擦超预期演化；美国政策刺激力度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《2020年美国宏观经济展望：日薄西山》2019-12-22
- 2、《美联储的经济预测靠谱吗？——12月FOMC会议》2019-12-12
- 3、《美联储降息结束了吗？——兼评美国三季度GDP和10月FOMC会议》2019-10-31
- 4、《制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望》2019-10-23
- 5、《8图看清10Y-2Y美债收益率倒挂的表与里》2019-08-15



内容目录

Q1: 美国是否已实现充分就业?	3
Q2: 当前是什么在支撑美国就业?	4
Q3: 美国失业率何时会回升?	6
Q4: 美国薪资收入未来将如何表现?	7
Q5: 失业率回升对美国经济意味着什么?	8
Q6: 失业率回升后大类资产怎么走?	10
风险提示	11

图表目录

图表 1: 美国各类失业率及其定义	3
图表 2: 美国各类失业率走势	4
图表 3: 美国长期失业群体数量自 2018 年中开始不再下降	4
图表 4: 美国长期失业群体占比自 2018 年中开始不再下降	4
图表 5: 当前美国新增就业主要由服务业贡献	5
图表 6: 8 月以来从事兼职工作的人群明显增加	5
图表 7: 8 月以来美国新增就业岗位主要由休闲和酒店业贡献	5
图表 8: 2019 年下半年美国政府部门新增就业大幅提升	5
图表 9: 人口普查工作将带动政府部门就业大幅扩张	5
图表 10: 美国制造业 PMI 就业指数与失业率走势	6
图表 11: 美国非制造业 PMI 就业指数与失业率走势	6
图表 12: 美国新增非农就业与失业率走势	6
图表 13: 美国商品生产部门新增就业与失业率走势	6
图表 14: 美国初次申请失业金人数与失业率走势	7
图表 15: 美国非农就业平均每周工时与失业率走势	7
图表 16: 失业率回升后薪资增速往往大幅下滑	8
图表 17: 美国非农就业各行业平均周薪排序	8
图表 18: 企业利润增速走势领先个人薪资增速	8
图表 19: PMI 新订单指数持续下滑指向企业盈利依然承压	8
图表 20: 失业率回升后私人消费增速通常大幅下滑	9
图表 21: 失业率回升后实际 GDP 增速通常会加速下行	9
图表 22: 失业率回升往往意味着经济不久就将陷入衰退	9
图表 23: 失业率回升意味着美联储仍将进一步宽松	9
图表 24: 历次美国失业率回升后大类资产表现一览 (单位%)	10

2009年至今，美国失业率持续下降，截至2019年11月的失业率为3.5%，创下过去50年的最低水平；与此同时，美国新增非农就业在经历了上半年的持续下滑之后，下半年有所反弹。由于就业的良好表现，市场普遍对2020年美国GDP表现较为乐观。在前期报告《2020年美国GDP展望：日薄西山》中，我们判断2020年美国GDP增速很可能低于市场一致预期，并指出2020年美国失业率大概率会回升。本篇报告中，我们对美国就业状况进行了更加详细的分析，以解答市场最为关心的6个核心问题。

Q1：美国是否已实现充分就业？

截至2019年11月，美国失业率（U3）为3.5%，是过去50年的最低水平，2019年全年失业率均值为3.7%。根据美国国会预算办公室（CBO）在2019年8月的测算，美国自然失业率约为4.6%；此外，美联储最新的研究¹显示，美国自然失业率为4.2%左右。据此来看，当前美国失业率已明显低于官方预测的自然失业率，因而美国已经实现了充分就业，且已是“过饱和”状态。

但自然失业率是基于一系列假设的估算结果，一些学者认为由于技术进步、人口老龄化等因素导致实际自然失业率要更低，因此其结果未必完全准确。除自然失业率外，还有另一个角度可以分析美国是否已实现充分就业，就是看长期失业人群的就业状况。通常而言，长期失业人群往往自身存在某种缺陷，例如学历低、专业技能差、健康状况等，导致其很难找到工作。如果长期失业人群的就业状况仍在改善，表明劳动力市场的确存在空缺；反之如果长期失业群体的就业状况不再继续改善，也就表明劳动力市场已基本饱和，即已经实现了充分就业。

从各类失业率数据来看，U1失业率（失业15周及以上）自2018年5月以来持续走平；从绝对数量来看，失业15周及以上的群体数量同样自2018年5月以来不再继续下降，占总失业人口的比例也由下降转为震荡。据此分析，当前美国长期失业群体的就业状况已不再继续改善，因此可以认为美国已实现了充分就业，这也意味着失业率进一步下降的空间非常有限。

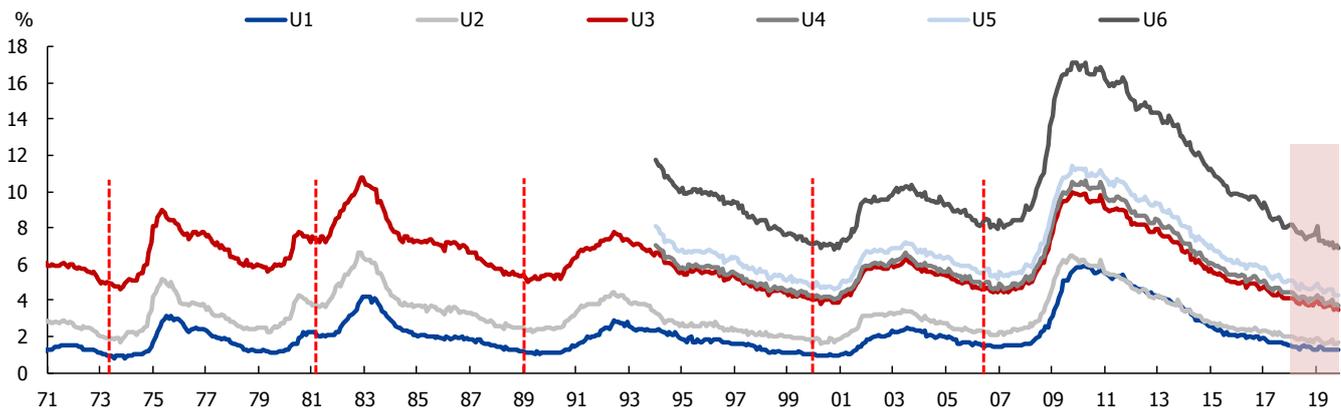
图表 1：美国各类失业率及其定义

失业率类型	指标定义
U1	失业15周或以上
U2	失业或完成临时工
U3	官方失业率，无工作且过去4周内积极寻找工作
U4	U3加不再寻找工作者，或已由于经济环境令他们相信再无工作空位提供给他们而停止寻找工作者
U5	U4加准待业人口，或一些具工作能力，但近期再无寻找工作者
U6	U5加希望寻找全职工作的兼职劳工，但因经济理由而找不到全职工作

资料来源：BLS，国盛证券研究所

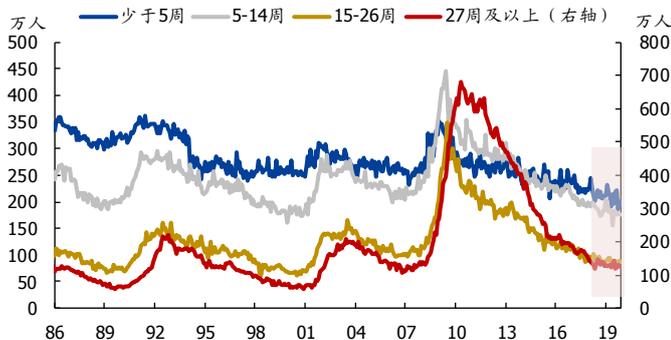
¹ 《Building on the Gains from the Long Expansion》，Jerome H. Powell，2019年11月25日

图表 2: 美国各类失业率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 美国长期失业群体数量自 2018 年中开始不再下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 美国长期失业群体占比自 2018 年中开始不再下降

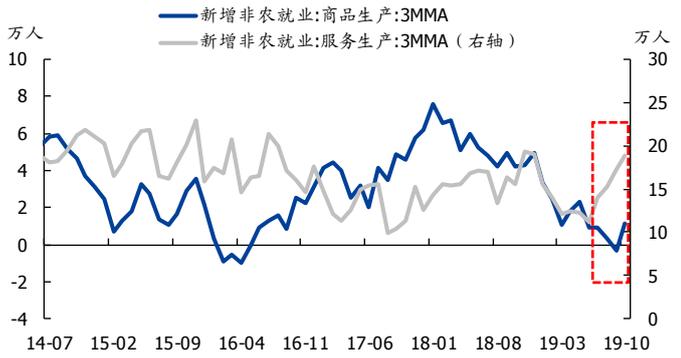


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q2: 当前是什么在支撑美国就业?

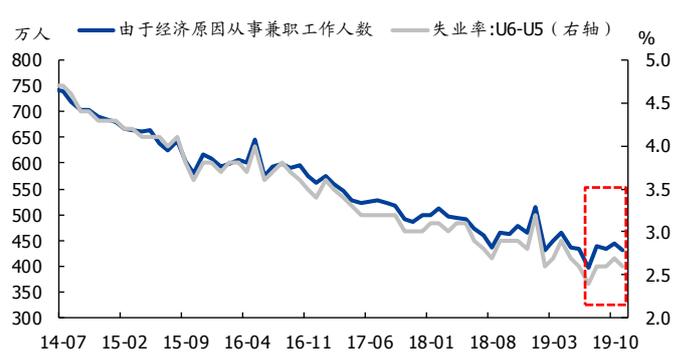
美国新增非农就业, 分为私人部门和政府部门, 其中私人部门又可以分为商品生产与服务生产。数据显示, 自 2019 年下半年以来, 私人商品生产部门新增就业持续下降至负区间, 而服务生产新增就业持续大幅增加。分行业来看, 下半年服务业各行业中, 休闲和酒店业新增就业提升最为明显。此外, 2019 年 8 月以来, 由于经济原因从事兼职工作的人群明显增加, 占劳动力的比率也明显抬升。再联想到美国制造业 PMI 自 8 月以来持续进入收缩区间, 而服务业 PMI 维持在扩张区间, 不难得出以下推论: 由于制造业景气度的下滑, 部分从事商品生产的工人被迫离开原岗位, 转而从事低端服务业作为兼职(例如休闲和酒店业)。由于这部分人群不属于官方失业率(U3)定义的失业者, 因此并未对整体失业率形成拖累, 但这种现象实际上表明劳动力市场已开始降温。

图表 5: 当前美国新增就业主要由服务业贡献



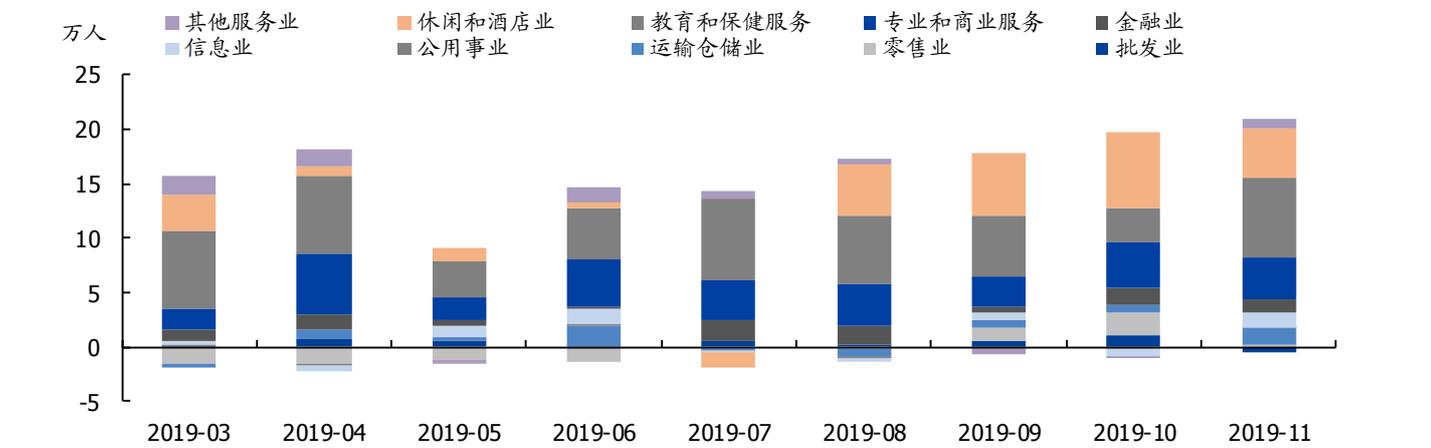
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 8月以来从事兼职工作的人群明显增加



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

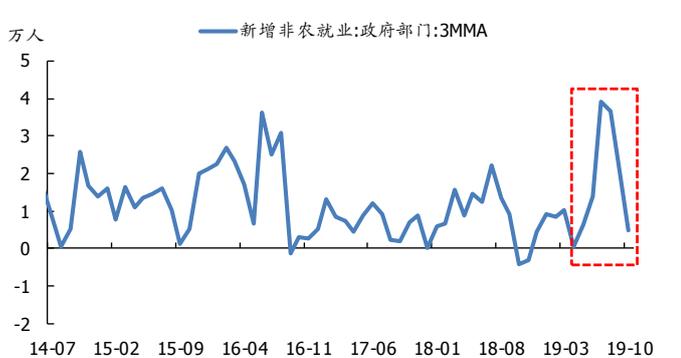
图表 7: 8月以来美国新增就业岗位主要由休闲和酒店业贡献



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

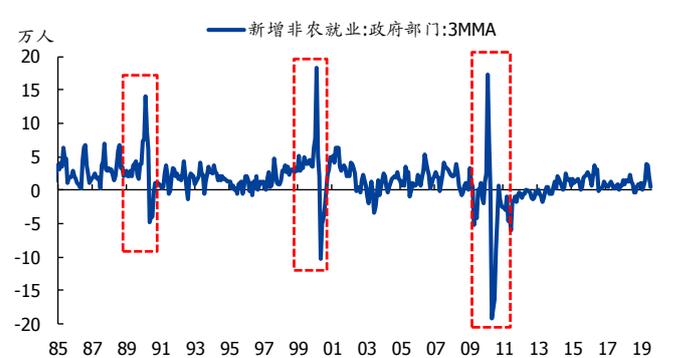
除私人服务生产部门外, 政府部门新增就业人数在 2019 年下半年也有明显提升, 主要与 2020 年人口普查有关。2020 年是美国十年一度的人口普查年, 政府部门需临时雇佣大量员工进行人口普查工作。根据历史经验, 往往从普查年前一年 H2 开始政府部门新增就业就会出现扩张, 并在普查年的 5 月达到峰值, 此后便会出现急剧下降。因此, 当前政府部门对美国就业的拉动只是短期现象, 最多持续到 2020 年 5 月。

图表 8: 2019 年下半年美国政府部门新增就业大幅提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 人口普查工作将带动政府部门就业大幅扩张



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q3: 美国失业率何时会回升?

美国失业率的领先指标，主要包括 PMI 就业指数、新增非农就业人数、首次申请失业金人数、平均每周工时等。我们对各类领先指标的领先关系进行了历史回溯，结果如下：

- **制造业 PMI 就业指数：**数据波动较大，趋势性较弱。多数情况下当该指标降至 50% 以下时，失业率会出现回升，但回升的时间和幅度不确定。该指标自 2017 年 9 月达到高点 60.3%，随后开始震荡回落，当前已连续 4 个月低于 50%。
- **非制造业 PMI 就业指数：**波动也比较大，但趋势性相对更强，自有数据以来，每当该指标降至 50% 以下时，失业率均出现了回升。该指标自 2018 年 9 月达到高点 62.4%，随后震荡回落，至今尚未出现过低于 50% 的情况。

图表 10: 美国制造业 PMI 就业指数与失业率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 美国非制造业 PMI 就业指数与失业率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

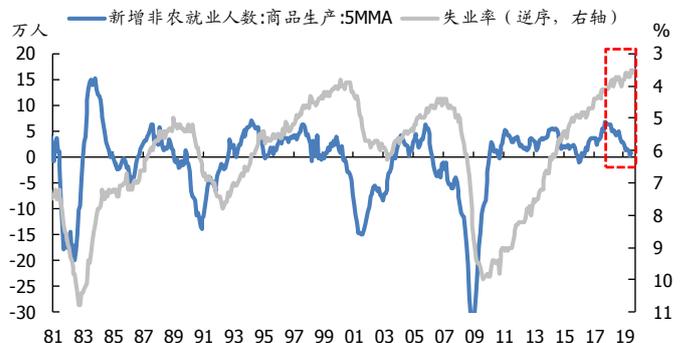
- **新增非农就业人数：**为降低波动性，我们对数据进行 5 个月中心移动平均处理。结果显示，该指标与失业率有较为稳定的领先关系，其拐点通常领先失业率拐点 1 年到 1 年半。美国新增非农就业自 2019 年初以来震荡下行，意味着 2020 年失业率大概率出现回升。
- **非农商品生产部门新增就业：**由于商品生产部门对经济更为敏感，因此其就业状况的周期性表现往往更强。数据显示，与整体非农相比，商品生产部门新增就业与失业率的领先关系更加明显、领先幅度更早；且当其降至 0 以下时，失业率基本都出现了回升。美国商品生产部门新增就业自 2018 年初开始持续下行，当前已降至 0 附近，若趋势延续，则美国失业率的拐点已不远。

图表 12: 美国新增非农就业与失业率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 美国商品生产部门新增就业与失业率走势

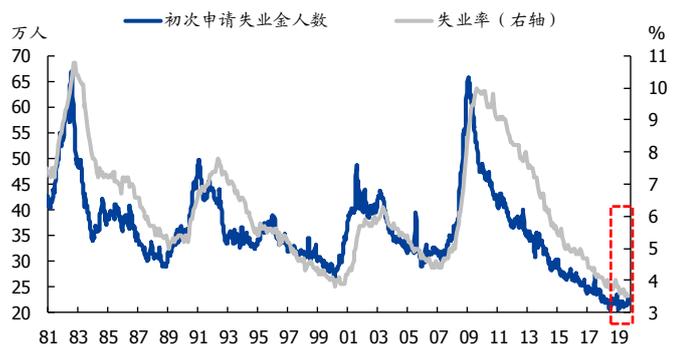


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **初次申请失业金人数**：与失业率存在较稳定的领先关系，其拐点通常领先失业率拐点1年左右。该指标自2019年4月达到历史低点19.3万人，随后开始震荡回升，意味着失业率可能在2020年中期出现回升。
- **非农就业平均每每周工时**：与失业率存在一定的领先关系，但其走势呈现长期趋势性下行，因此指示意义相对较弱。该指标自2018年下半年开始持续下降，反映出美国劳动力市场已开始持续降温。

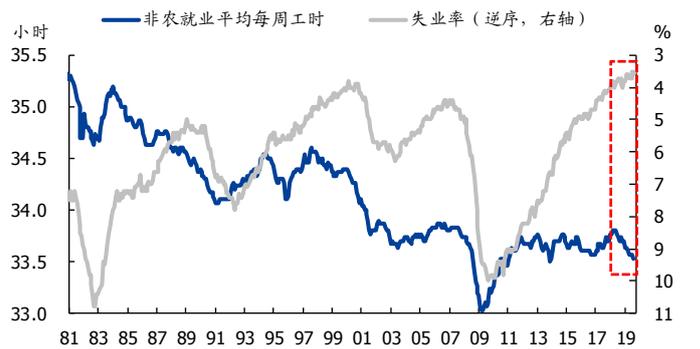
综合上述指标分析，同时考虑到2020年5月之后政府部门新增就业将大幅下滑，我们判断美国失业率有很大概率在2020年中期出现回升。

图表 14: 美国初次申请失业金人数与失业率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美国非农就业平均每每周工时与失业率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q4: 美国薪资收入未来将如何表现?

个人薪资增速表现主要取决于两方面因素，一是就业状况，二是企业盈利状况。

就业方面，根据前面的分析，2020年美国失业率大概率会回升，历史经验显示，失业率回升后个人薪资增速往往会出现大幅下滑。此外，商品生产部门的薪资水平往往高于全行业平均值，也明显高于服务生产部门；而当前对新增就业贡献最大的休闲和酒店业薪资水平则是全行业最低。在制造业景气下滑的背景下，就业岗位由商品生产部门向服务生产部门转移，也会拖累薪资增速表现。

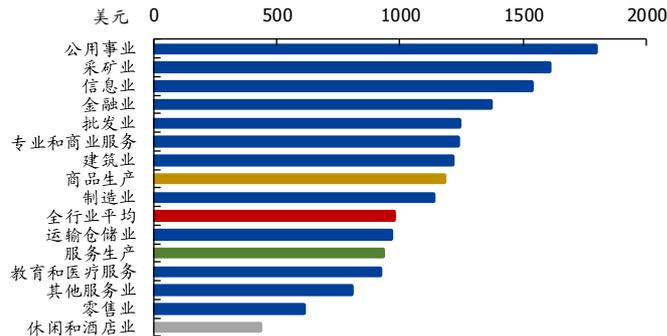
企业盈利方面，企业利润增速通常领先薪资增速半年到一年，而企业利润增速自年初以来持续放缓、并由正转负，意味着未来薪资增速大概率会放缓。由于企业利润是季度数据，可以选择更加高频的PMI新订单指数来进行观察，历史上来看PMI新订单指数与企业利润增速走势高度一致。美国制造业PMI新订单指数自2018年初至今持续下滑，非制造业PMI新订单指数自2019年初至今持续下滑，均表明未来企业盈利依然承压，从而薪资增速难有改善。

图表 16: 失业率回升后薪资增速往往大幅下滑



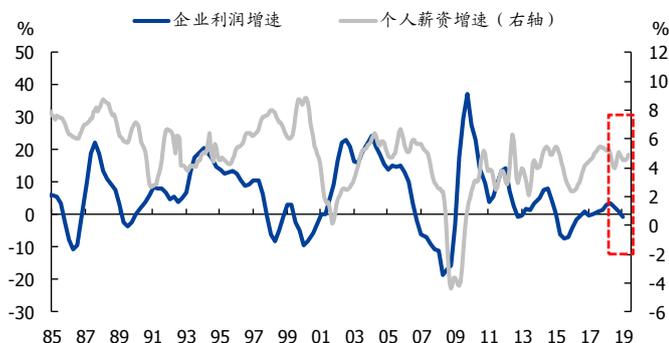
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 美国非农就业各行业平均周薪排序



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 企业利润增速走势领先个人薪资增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: PMI 新订单指数持续下滑指向企业盈利依然承压



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q5: 失业率回升对美国意味着什么?

失业率回升会导致个人收入增速会大幅下滑, 进而会带动个人消费支出增速大幅下滑。

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_8074



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>