

## 从就业市场，看美国衰退有多远？

作为跟踪美国经济景气度的核心抓手之一，劳动力市场最近有何变化，透露出哪些关键信号，距离市场所担心的衰退还有多远？最新专题分析，供您参考。

### ■ 为什么关注就业？研究消费主导的美国经济体系，就业分析尤为关键

美国经济体系中消费占主导，作为消费的重要领先指标，就业市场可直接反映经济景气变化。作为典型的消费型经济体，美国私人消费占 GDP 比重高达 7 成。历史回溯显示，私人收入、尤其是薪酬收入同比的走势同步或弱领先于私人消费同比。进一步来看，薪酬收入可拆分为就业人数与人均收入的乘积，通过分析非农新增就业人数与周薪收入等核心就业指标的走势，可直接捕捉经济景气变化。

就业分析体系中，非农新增就业最为核心，职位空缺数、周薪等指标同样值得重点关注。就业指标中，相比失业率，美国非农新增就业对经济景气的反应更加灵敏，走势变化具有明显领先性。从需求端来看，美国企业的职位空缺数可直接反映招工需求变化，在走势上一般领先非农就业人数。工资增速是就业供需矛盾的直接表征，相比时薪，周薪与 GDP 走势吻合度更高，在经济下行期尤为如此。

### ■ 当前就业怎么看？当下总量及结构，反映美国经济内生动能韧性十足

2022 年初以来，美国就业人数高增的同时，就业质量进一步提升。2022 年 1 月至 3 月，美国每月非农新增就业人数分别为 50.4、75、43.1 万人，月均达到 56.2 万人，远远高于 2017 至 2019 年的均值水平。同时，美国就业质量进一步提升，全职工占比稳步提升 84%，临时工占比持续下滑至 16%。其中，因经济原因而只能获得临时性工作的就业者占比持续维持低位，彰显出美国经济韧性。

就业人口加速回归仍无法满足强大的招工需求，使得美国仍面临着史上最严重的“用工荒”。就业高增的背后，美国劳动力参与率修复稳步提升至 62.4%。同时，美国失业率降低为 3.6%，与疫情前水平相差无几。虽然重返劳动力市场的居民加速增长，但美国职位空缺数已连续 8 个月高于 1000 万个，表明劳动力供给仍没有充分满足需求。为了缓解“用工荒”，美国企业不得不大幅加薪招人。

### ■ 就业释放未来衰退信号？市场所担心的美国衰退，目前来看言之尚早

部分行业的就业迟迟未修复至疫情前水平，似乎暗示经济动能后劲不足，但真相并非如此。批发、休闲酒店、教育保健、采掘业等行业的就业人数仍未修复至疫情前水平，因此部分观点认为美国就业的修复动能并非后劲十足。背后真相是，采掘业产能受限、产能利用率修复不足背景下，就业人数萎缩乃大势所趋。教育保健等就业修复缓慢，反映“疫后创伤”对就业供给的制约，并非需求不行。

劳动力供需矛盾折射美国经济韧性，中短期不会成为美联储政策收紧的掣肘因素。旺盛的招工需求下，本轮美国就业人数的修复潜力或高于疫前水平。辅助指标周度领取失业金人数持续回落，每周工时、裁员数等距离疫前水平留有足够缓冲，指向美国经济距离衰退依然遥远。考虑到美国通胀压力持续“高烧难退”，美联储政策收紧的节奏中短期都难以放缓，对资本市场的不良影响仍需关注。

**风险提示：**全球新冠疫苗产能投放不及预期；新冠病毒出现超预期的变异。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人  
caojinqiu@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1、周度专题：从就业市场，看美国衰退有多远？ .....         | 4  |
| 1.1、为什么关注就业？研究消费主导的美国经济体系，就业分析尤为关键.. | 4  |
| 1.2、当前就业怎么看？当下总量及结构，反映美国经济内生动能韧性十足.. | 6  |
| 1.3、就业释放未来衰退信号？市场所担心的美国衰退，目前来看言之尚早.. | 9  |
| 风险提示： .....                          | 12 |

## 图表目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图表 1：美国经济体系中消费占主导 .....                        | 4  |
| 图表 2：私人消费是美国经济的“压舱石” .....                     | 4  |
| 图表 3：薪酬收入同比走势同步或弱领先于私人消费同比 .....               | 4  |
| 图表 4：薪酬收入可拆分为就业人数与人均收入的乘积 .....                | 4  |
| 图表 5：失业率是失业人数/劳动力人口 .....                      | 5  |
| 图表 6：失业率类似于“存量比率”的概念 .....                     | 5  |
| 图表 7：美国非农新增就业领先失业率变化 .....                     | 5  |
| 图表 8：美国非农新增就业对经济景气的反应更加灵敏 .....                | 5  |
| 图表 9：职位空缺数领先非农就业人数 .....                       | 6  |
| 图表 10：新增职位空缺数领先非农新增就业人数 .....                  | 6  |
| 图表 11：美国周薪在走势上领先时薪 .....                       | 6  |
| 图表 12：美国周薪与 GDP 走势高度吻合 .....                   | 6  |
| 图表 13：美国疫情期间减少的就业人数，已恢复 93% .....              | 7  |
| 图表 14：美国非农就业数据大幅上修 .....                       | 7  |
| 图表 15：美国临时工占比持续大幅下滑 .....                      | 7  |
| 图表 16：美国因经济原因从事临时工的占比维持低位 .....                | 7  |
| 图表 17：美国劳动力人口稳步提升 .....                        | 8  |
| 图表 18：美国就业人数持续上升，失业人数持续下滑 .....                | 8  |
| 图表 19：美国劳动力参与率修复加快，失业率继续下降 .....               | 8  |
| 图表 20：美国女性劳动力参与率修复加快 .....                     | 8  |
| 图表 21：美国职位空缺数连续 8 个月高于 1000 万个 .....           | 8  |
| 图表 22：美国主要行业的职位空缺数均高于疫情前 .....                 | 8  |
| 图表 23：职位空缺率与薪资增速呈正相关关系 .....                   | 9  |
| 图表 24：美国离职率同样处于历史高位 .....                      | 9  |
| 图表 25：采掘、批发、休闲酒店、教育医疗等部分行业的就业迟迟未修复至疫情前水平 ..... | 9  |
| 图表 26：油气等传统采掘业产能利用率也未修复至疫前 .....               | 10 |
| 图表 27：油气等传统采掘业产能持续受限 .....                     | 10 |
| 图表 28：教育保健、休闲酒店等疫情暴露风险较高 .....                 | 10 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 29: 移民对劳动力供给的影响也不容忽视.....       | 10 |
| 图表 30: 本轮美国就业人数的修复潜力或将高于疫情前水平..... | 11 |
| 图表 31: 美国持续领取失业金人数持续下滑.....        | 11 |
| 图表 32: 美国初请失业金人数持续下滑.....          | 11 |
| 图表 33: 美国每周工时依然高企.....             | 12 |
| 图表 34: 美国裁员数依然低企.....              | 12 |

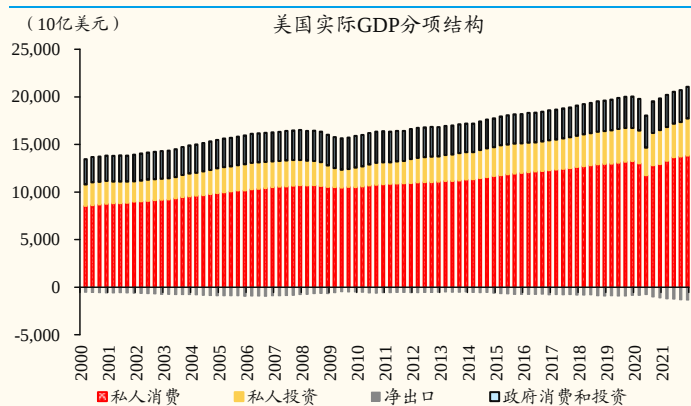
## 1、周度专题：从就业市场，看美国衰退有多远？

作为跟踪美国经济景气度的核心抓手之一，劳动力市场最近有何变化，透露出哪些关键信号，距离市场所担心的衰退还有多远？最新分析，供您参考。

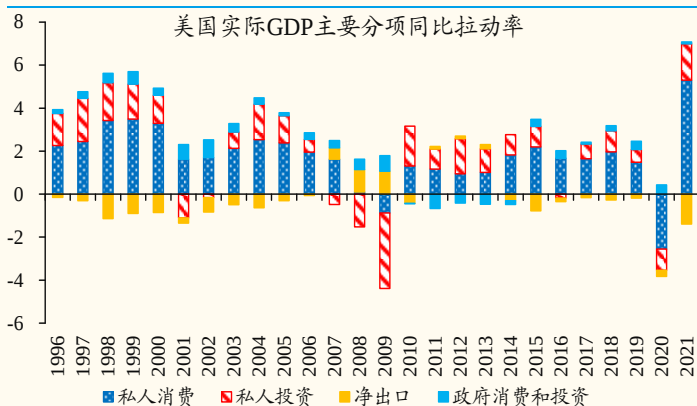
### 1.1、为什么关注就业？研究消费主导的美国经济体系，就业分析尤为关键

美国经济体系中消费占主导，作为消费的重要领先指标，就业市场可直接反映经济景气变化。作为典型的消费型经济体，美国私人消费占 GDP 比重高达 7 成，近 10 年对 GDP 的同比拉动率均值约为 1.6 个百分点（同期 GDP 同比均值为 2.5%）。简而言之，私人消费是美国经济的“压舱石”。历史回溯显示，私人收入、尤其是薪酬收入<sup>1</sup>同比走势同步或弱领先于私人消费同比。薪酬收入可进一步拆分为就业人数与人均收入的乘积，因此通过分析非农新增就业人数与周薪收入等核心就业指标的走势，可直接捕捉经济景气变化。

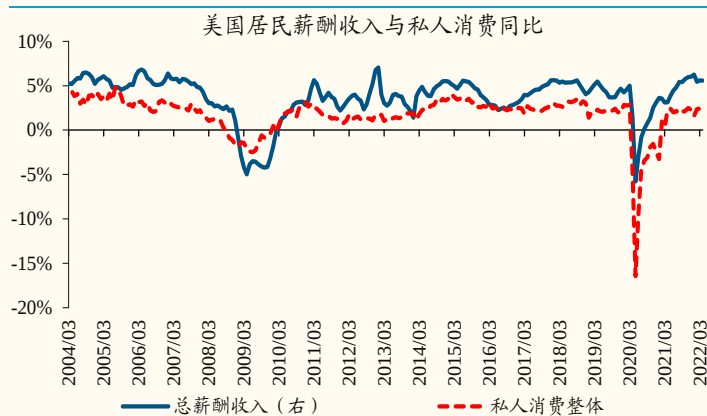
图表 1：美国经济体系中消费占主导



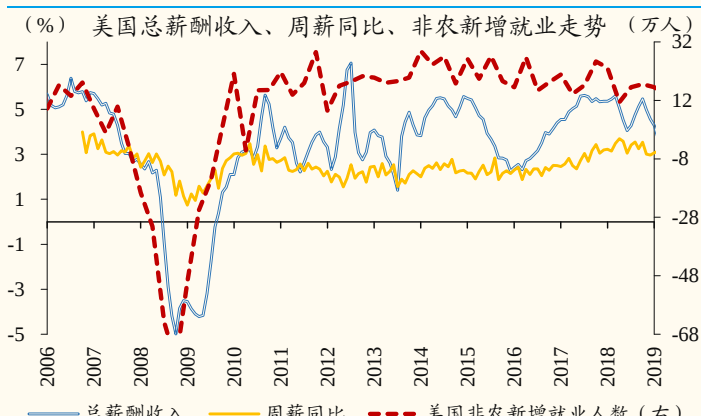
图表 2：私人消费是美国经济的“压舱石”



图表 3：薪酬收入同比走势同步或弱领先于私人消费同比



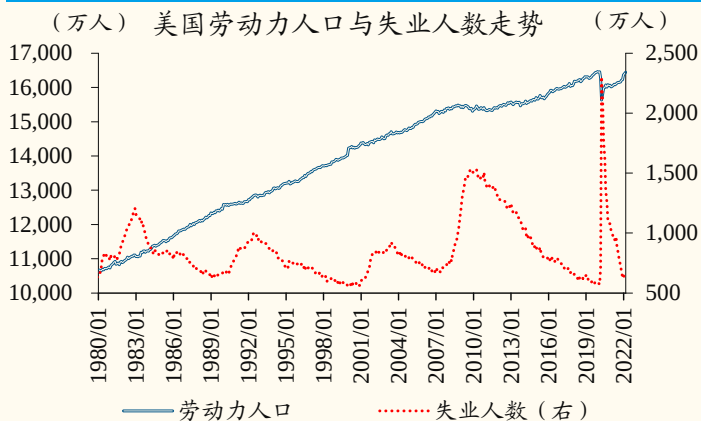
图表 4：薪酬收入可拆分为就业人数与人均收入的乘积



<sup>1</sup> 私人收入（可支配收入+所得税）主要包括薪酬收入、财产性收入、转移支付收入。其中，财产性收入与股票、房地产等资产的价格高度相关、波动较大，对消费的中期影响相对有限；转移支付收入同样波动较大，且更多转化为储蓄、对消费的提振有限；薪酬收入走势相对稳健，同比走势同步或弱领先于私人消费同比。

就业指标中，相比失业率，美国非农新增就业对经济景气的反应更加灵敏，走势变化具有明显领先性。部分官方及市场机构更青睐用失业率去跟踪就业市场走势，但由于失业率是失业人数/劳动力人口，是类似于“存量比率”的概念，对边际变化的刻画稍显滞后。与失业率不同，美国非农新增就业是“流量”数据，在走势上高度领先失业率，对经济景气的变化反应更加灵敏。历史数据显示，美国非农新增就业的趋势拐点同步或弱领先于美国 GDP 增速。

图表 5：失业率是失业人数/劳动力人口



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：失业率类似于“存量比率”的概念

就业率=就业人数/(16岁-64岁人口)

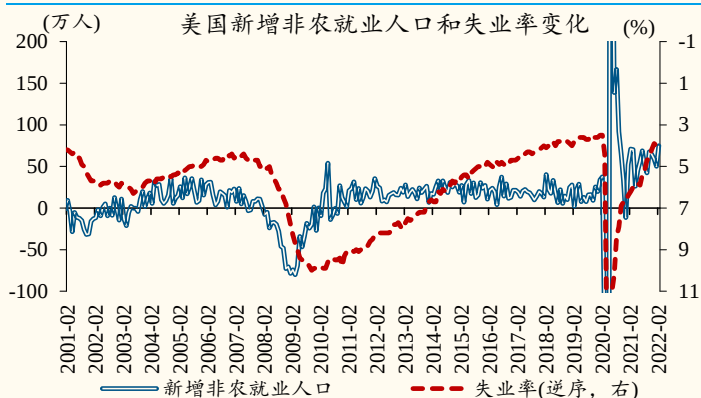
劳动力参与率=劳动力人口/(16岁-64岁人口)  
=(就业人数+失业人数)/(16岁-64岁人口)

失业率=失业人数/劳动力人口  
=(劳动力人口-就业人数)/劳动力人口  
=(劳动力参与率-就业率)/劳动力参与率

注：均为家庭调查数据

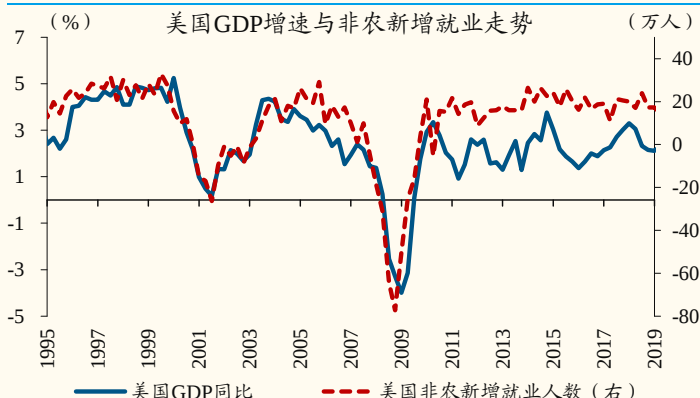
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：美国非农新增就业领先失业率变化



来源：Wind、国金证券研究所

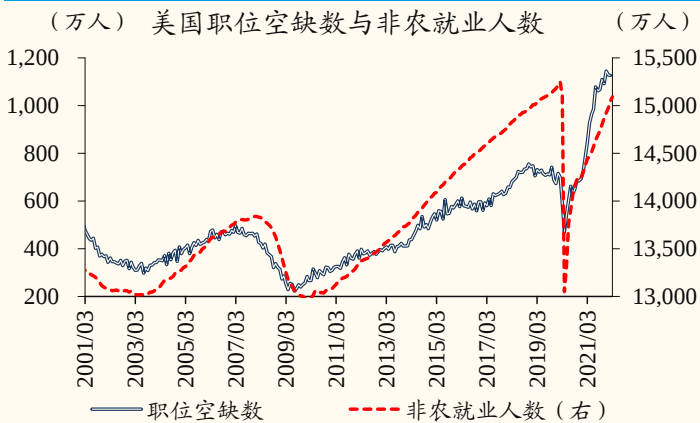
图表 8：美国非农新增就业对经济景气的反应更加灵敏



来源：Wind、国金证券研究所

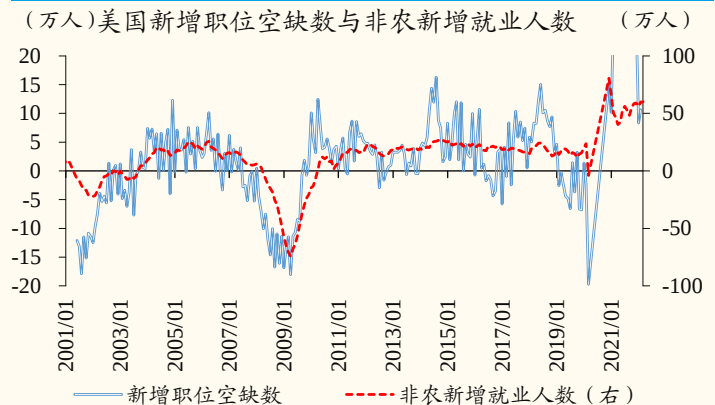
从需求端来看，美国企业的职位空缺数可直接反映招工需求变化，在走势上一般领先非农就业人数。美国劳工统计局公布的职位空缺数数据，可以直接衡量企业对劳动力的需求程度。涵盖全美数万家企业和政府机构，也是美国现任财长、前任美联储主席耶伦最为看重的就业指标。考虑到劳动力需求变化快于供给变化，职位空缺数走势一般领先非农就业人数，历史走势也正是如此。

图表 9：职位空缺数领先非农就业人数



来源：Wind、国金证券研究所

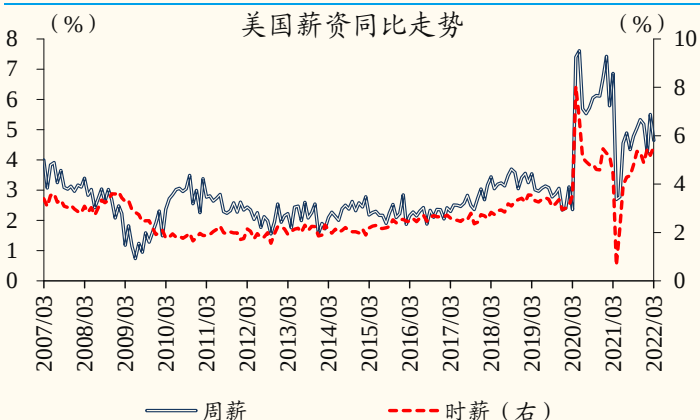
图表 10：新增职位空缺数领先非农新增就业人数



来源：Wind、国金证券研究所（删除异常值，取 6 个月移动均值）

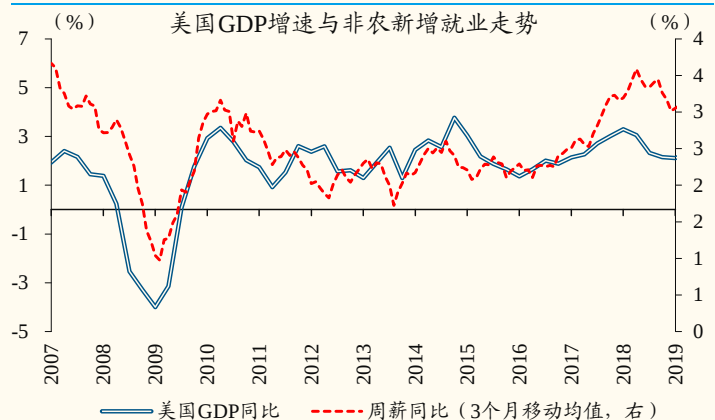
工资增速是就业供需矛盾的直接表征，相比时薪，周薪与 GDP 走势吻合度更高，在经济下行期尤为如此<sup>2</sup>。周薪是时薪与每周工时的乘积，在走势上领先时薪。原因在于，当经济处于复苏阶段，旺盛的招工需求领先于实际就业人数供给，企业会优先选择提升在岗劳动力的工作强度来增加产出。企业面对经济下滑压力时，往往先裁员、缩短工作时长，最后才降低每小时工资。从历史上来看，美国周薪收入增速与 GDP 增速的趋势拐点基本保持一致。

图表 11：美国周薪在走势上领先时薪



来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：美国周薪与 GDP 走势高度吻合



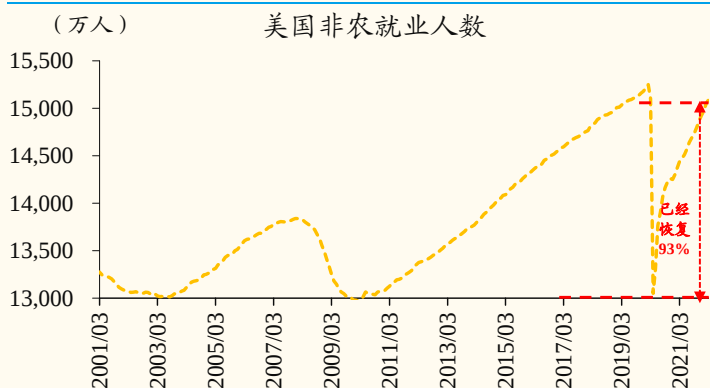
来源：Wind、国金证券研究所

## 1.2、当前就业怎么看？当下总量及结构，反映美国经济内生动能韧性十足

年初以来，美国就业市场月均新增超过 50 万人，指向经济内生动能依然韧性十足。2022 年 1 月至 3 月，美国每月非农新增就业人数分别为 50.4、75、43.1 万人，月均达到 56.2 万人，远远高出了 2017 年至 2019 年的均值水平。伴随着非农就业持续快速修复，疫情期间一度减少超过 2000 万人的非农就业人数，如今已经恢复了其中的 93%。不仅如此，2021 年 8 月以来，美国非农新增就业终值均较初值大幅上修，平均幅度超过 20 万人。历史经验显示，美国非农就业数据的大幅上修，往往发生在美国经济复苏阶段。

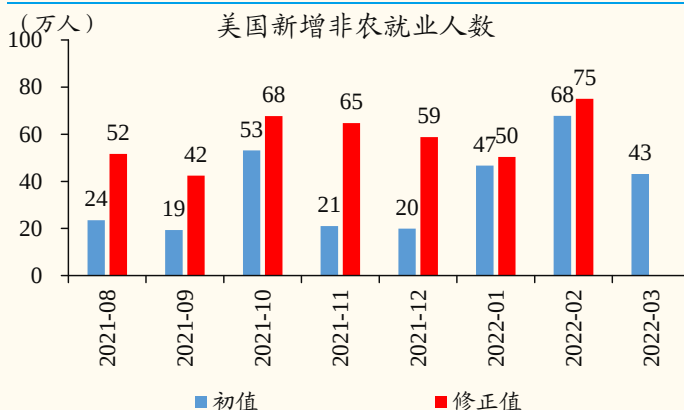
<sup>2</sup> 历史经验显示，劳动者人均工作时长向上的弹性一般比不上向下的弹性。

图表 13: 美国疫情期间减少的就业人数, 已恢复 93%



来源: Wind、国金证券研究所

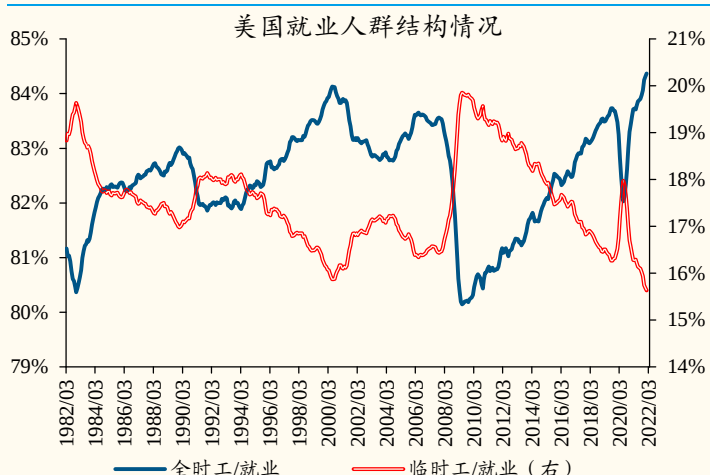
图表 14: 美国非农就业数据大幅上修



来源: Wind、国金证券研究所 (3 月数据还未得到修正)

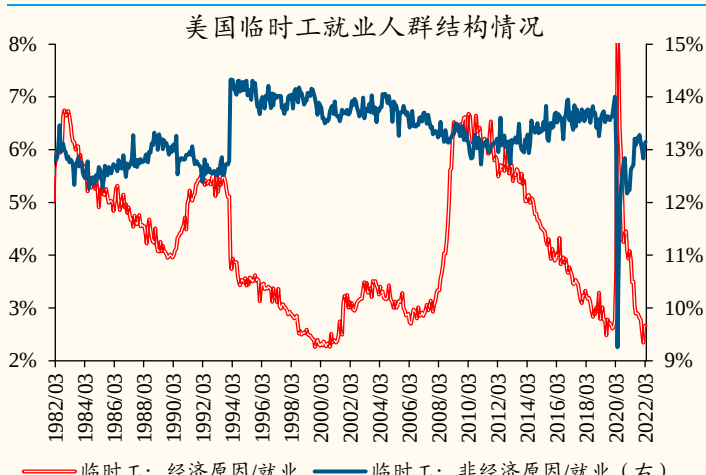
美国就业质量进一步提升, 全职工占比稳步提升, 临时工占比持续下滑。美国就业群体, 可以分为全职工和临时工。回溯历史, 美国经济处于高景气状态时, 就业群体中, 全职就业者占比往往大幅抬升, 临时工占比则持续下滑; 相反, 美国经济景气持续下滑时, 临时工占比一般显著上升。眼下, 美国全职工占比稳步提升 84%, 临时工占比持续下滑至 16%。其中, 因经济原因而只能获得临时性工作的就业者占比持续维持低位, 彰显出美国经济韧性。

图表 15: 美国临时工占比持续大幅下滑



来源: Wind、国金证券研究所

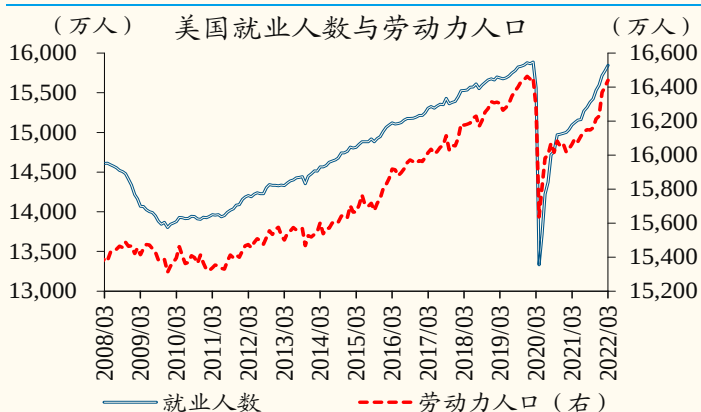
图表 16: 美国因经济原因从事临时工的占比维持低位



来源: Wind、国金证券研究所

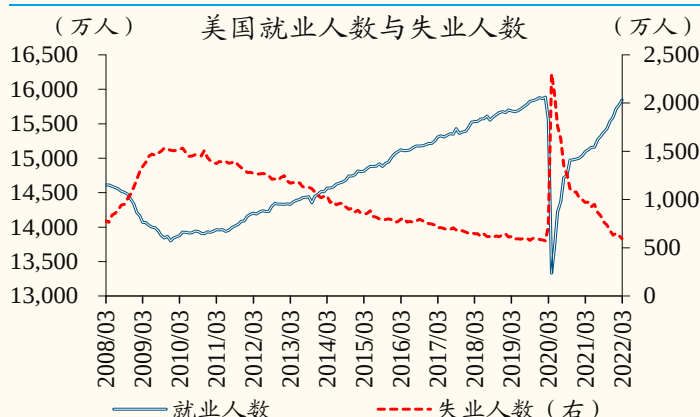
就业高增的背后, 美国劳动力参与率修复加快, 失业率更是下降至接近疫情前水平。年初以来, 美国劳动力人口 (就业人数与失业人数之和) 也在稳步提升, 由 1.62 亿人持续增长至 1.64 亿人, 基本恢复至疫情前水平。尽管劳动力人口快速回归, 但绝大部分都快速匹配到合适岗位, 失业人数也降至 595.1 万人, 仅仅比疫情前高出 20 余万人。这一背景下, 美国劳动力参与率稳步提升至 62.4%; 学校复课等因素推动下, 一度持续徘徊在 56% 的女性劳动力参与率升至 56.8%。同时, 美国失业率降低为 3.6%, 与疫情前水平相差无几。

图表 17: 美国劳动力人口稳步提升



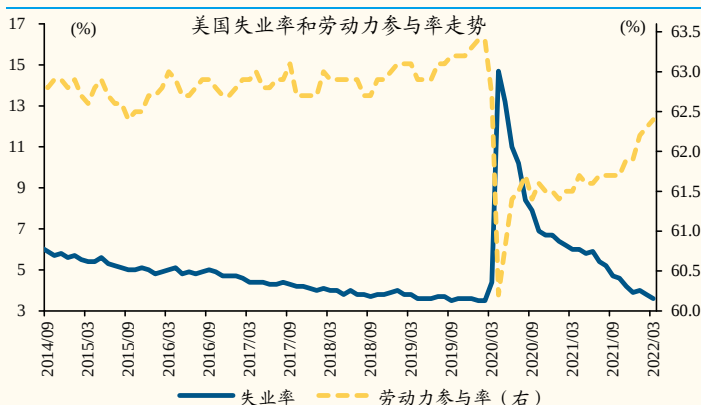
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 美国就业人数持续上升, 失业人数持续下滑



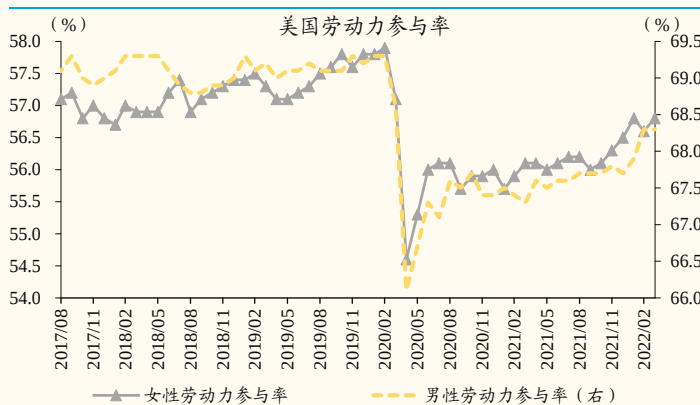
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 美国劳动力参与率修复加快, 失业率继续下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 美国女性劳动力参与率修复加快



来源: Wind、国金证券研究所

美国企业还面临着史上最严重的“用工荒”，推动工资增速维持高位，同样指向就业市场景气高企。2021 年下半年以来，虽然重返劳动力市场的居民加速增长，但美国职位空缺数已经连续 8 个月高于 1000 万个。职位空缺数高企背后，反映了美国就业的修复速度，一直没有能充分满足内需扩张的需要。为了缓解“用工荒”，美国企业不得不大幅加薪招人。尽管如此，美国离职率依然处于历史高位，进一步加剧劳动力供需矛盾、薪资上涨压力持续累积。

图表 21: 美国职位空缺数连续 8 个月高于 1000 万个

(万人) 美国职位空缺数与失业人数 (万人)

图表 22: 美国主要行业的职位空缺数均高于疫情前

2500%

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\\_41183](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41183)

