



Research and
Development Center

美国就业或已达到繁荣的顶点

2023 年 3 月 2 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

美国就业或已达到繁荣的顶点

2023年3月2日

- **较强就业表现重燃市场对于美联储加息的担忧。**当前美国就业市场展现出比较强的劳动力就业表现,不仅疫后的就业人数修复至历史新高,失业率也是 53 年以来的历史低位,较强的就业表现重新引起市场对美联储加息的担忧。从疫后美国大类行业的就业修复情况来看,服务业恢复最好,制造业和建筑业表现次之,政府部门的就业恢复最差。尽管如此,服务业细分行业中休闲住宿等行业的职位空缺率仍高。较强的就业表现重燃起市场对美联储加息的担忧,市场也开始调整对美联储加息的预期。
- **下半年美国失业率或将进入上升期。**尽管当前就业表现较强,但我们认为美国就业或已达到繁荣顶点,失业率或将于四季度进入上升期。这一推演主要基于三个逻辑。一是净移民数量从疫情中修复后,美国国内人口继续增长,人口的增长给就业市场带来的压力或更大。二是劳动参与率还有逐步提升的空间。劳动参与率由劳动人口和非劳动人口的相对变化决定,当前劳动力人口逐步增长,而退出劳动力市场的非劳动力人口存量已经基本稳定。非劳动力人群基本稳定的原因是退休人群提前退休后难再重回劳动力市场。三是就业人数的增长动力在衰弱。根据就业先导指数来看,均指向未来新增就业的增长趋势或将减缓。基于我们的预测,失业率或于年底升至 3.8% 左右。
- **降息预期或于下半年再度发酵。**回顾历史,从 1988 年以来的四轮失业率回升期中,美联储往往会启动降息,并且降息不止一次。若今年四季度失业率如我们预测的呈现上升趋势,市场有可能对美联储降息会再度形成预期。这或会导致降息预期与实际降息落地再次出现分化。因为四季度失业率虽然在回升,但我们预计失业率年内高点约为 3.8%,不仅低于美国预算办公室预计的自然失业率水平,也低于美联储预测的 2023 年失业率中枢和预期区间。此外,我们认为今年上半年通胀或仍处于下行通道,但是下半年通胀韧性可能更高。根据我们的预测,一直到年底,通胀也难回政策合意区间,因此,如果降息于年内落地,很可能会抑制不住通胀。综合来看,我们认为四季度美国失业率或将进入上升阶段,这可能导致市场降息预期再度发酵。
- **风险因素:** 美国通胀下降速度超预期;美国收紧政策进程超预期。

目 录

一、较强就业表现重燃市场对于美联储加息的担忧	4
1.1 美国就业或已达到繁荣的顶点	4
1.2 疫后美国大类行业和细分行业的就业修复差异	5
二、下半年美国失业率或将进入上升期	8
2.1 预判美国失业率走势有三个关键变量	8
2.2 逻辑一：人口增速上升，进入劳动力市场潜在人数增多	9
2.3 逻辑二：劳动参与率仍有提升空间	11
2.4 逻辑三：未来就业人数的增长动力在衰弱	15
三、降息预期或于下半年再度发酵	21
风险因素	23

表 目 录

表 1：疫后美国大类行业的就业修复情况	6
表 2：疫后美国服务业细分行业的就业修复情况	7
表 3：美国失业率预测明细	20
表 4：美联储对 2023 年失业率的预测在 4% 以上	22
表 5：市场下半年的降息预期仍然可能进一步发酵	23

图 目 录

图 1：美国就业人数创历史新高	4
图 2：美国失业率创过去几十年新低	5
图 3：劳动力市场需求超过供给	5
图 4：美国个人消费逐步由商品消费切换到服务消费	6
图 5：2022 年 Q2 起，美国服务业就业人数回到 2020 年 2 月的基期水平	7
图 6：休闲住宿等服务业的职位空缺率仍高	8
图 7：美国失业率预测模型与变体	8
图 8：疫情期间美国明显下降的净移民数得到恢复	9
图 9：美国人口增长速度较疫情前甚至有所加快	10
图 10：美国人口持续增长	10
图 11：人口增长一般意味着求职人数增长	11
图 12：美国劳动参与率仍有提升空间	11
图 13：疫情爆发后，劳动力人口一度大幅减少	12
图 14：至今，非劳动力人口仍高于疫情前	13
图 15：55 岁以上的非劳动力人口高于疫情前趋势水平	13
图 16：55 岁以上的非劳动力人口变化没有下降的趋势	14
图 17：退休人口比例增长速度快于其疫情前速度	14
图 18：55 岁劳动参与率受到冲击后很难改善	15
图 19：制造业 PMI 就业指数呈放缓趋势	16
图 20：非制造业 PMI 就业指数也呈放缓趋势	16
图 21：制造业就业扩散指数呈放缓趋势	17
图 22：私人部门就业扩散指数呈放缓趋势	17
图 23：就业扩散指数与 PMI 就业指数相互印证	18
图 24：就业扩散指数与新增非农就业人数相互印证	18
图 25：新增非农就业人数下降趋势未改	19
图 26：1 月挑战者企业裁员人数有所上升	19
图 27：下半年美国失业率可能进入上升期	20
图 28：历史上失业率回升时，美联储均会进入降息周期	21
图 29：CBO 预计的美国自然失业率水平高于 4%	22

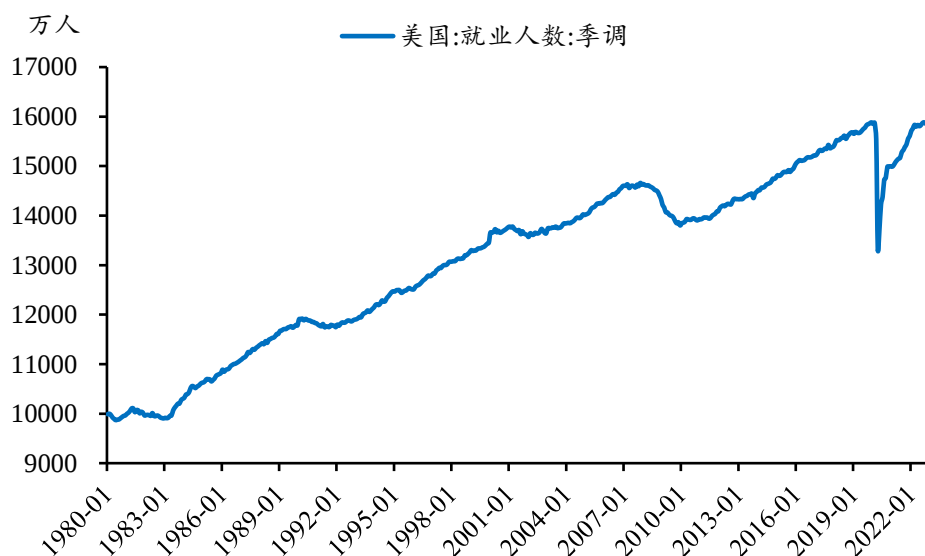
一、较强就业表现重燃市场对于美联储加息的担忧

1.1 美国就业或已达到繁荣的顶点

当前美国就业市场展现出较强的就业表现，不仅疫后的就业人数修复至历史新高，失业率也是近 53 年以来的历史低位，较强的就业表现重新引起市场对美联储加息的担忧。

一是美国就业人数创历史新高。疫情前几年，美国就业人数一直以平稳趋势增长，截至 2019 年 12 月美国的就业人数为 1.59 亿人。经历新冠疫情冲击后，美国采取了临时性入境管控等措施，同时美国的生产经营活动受到冲击，就业人数下降至 1.33 亿人的低位水平。但很快美国就业人数就开始进入修复通道，到 2022 年 9 月美国就业人数已经修复至疫情前水平，填平了新冠疫情带来的就业缺口。2023 年 1 月就业人数则达到 1.60 亿人，超出疫前 138.9 万人，就业人数创下历史新高。

图 1：美国就业人数创历史新高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

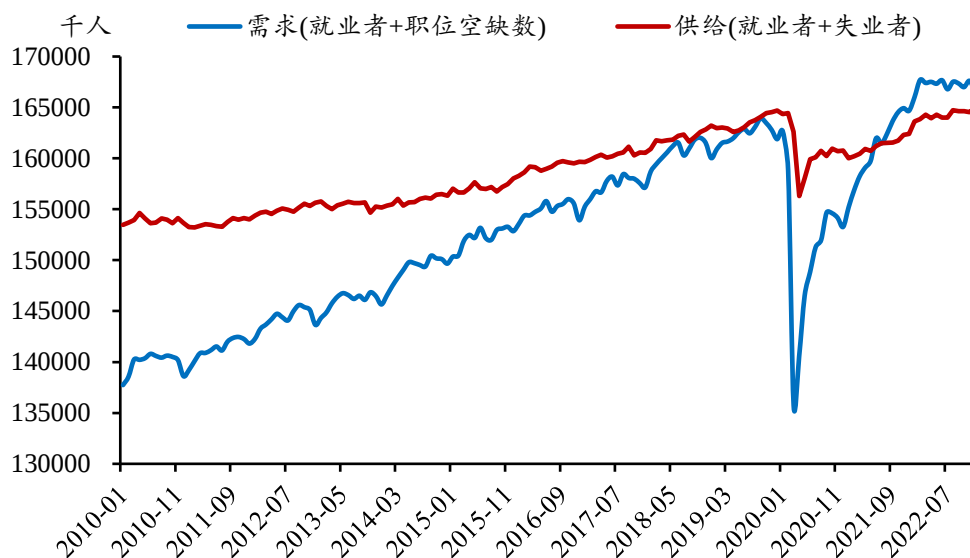
二是美国失业率创过去 53 年以来低位。在疫情初期，劳动力供给和需求都因受到疫情影响而减少，但劳动力需求受到的冲击更大。因此，整个劳动力市场的状况表现为供给超过需求而失业率上升，可以看到疫情初期失业率一度上升到 2020 年 4 月 14.7% 的高点。随着美联储政策刺激落地，劳动力需求开始快速上升而劳动力供给缓慢修复，自 2021 年下半年起劳动力需求开始超过供给，失业率快速回落。截至 2023 年 1 月，美国劳工部公布 1 月失业率录得 3.4%，连续 3 个月下行，这一失业率为 1969 年 6 月以来的历史低位。

图 2：美国失业率创过去几十年新低



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：劳动力市场需求超过供给



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 疫后美国大类行业和细分行业的就业修复差异

从疫后美国大类行业的就业修复情况来看，服务业恢复最好，政府部门的恢复最差。

1) 在美国的疫后修复中，服务业的就业修复情况最好。2022 年以来，美国消费从商品切换到服务，这带动了整个服务业的就业大增。截至 2023 年 1 月，美国服务业就业人数较疫情前累计增加 274.9 万人，在全部非农就业人数中的占比提高了 0.5 个百分点。由于服务业的就业人数在整个劳动力市场的占比较大（约为 71.7%），再加上服务业在全部非农大类行业中恢复最好，在服务业恢复的带动下，整个就业市场的表现也修复得比较好。而修复程度仅次于服务业的是建筑业和制造业的就业，截至 2023 年 1 月，这两个大类行业的就业人数也都超过了疫情前。

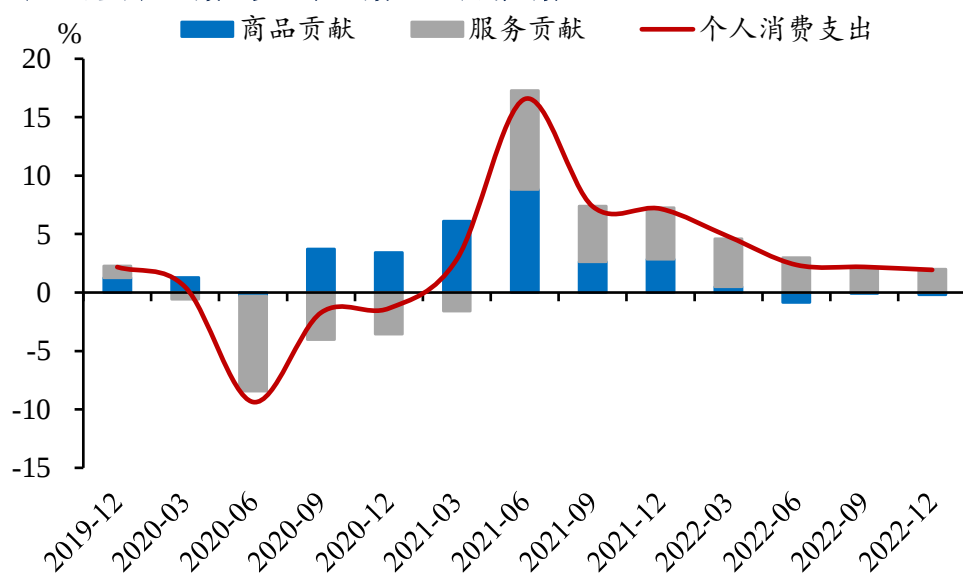
2) 政府部门和采矿业的修复相对较差。相对而言,美国的政府部门和采矿业的就业修复就比较差。截至 2023 年 1 月,这两个部门的就业人数都没有回到疫情前水平。其中,政府部门就业人数与 2020 年 2 月还有明显缺口,政府部门比 2020 年 2 月的就业人数水平还少 48.2 万人,而采矿业就业人数比 2020 年 2 月还少 5.5 万人。

表 1: 疫后美国大类行业的就业修复情况

行业	就业人数 (202002) 单位: 万人	就业人数 (202301) 单位: 万人	累计增加 单位: 万人	就业占比 (202002) 单位: %	就业占比 (202301) 单位: %	累计增加 单位: %
私人:采矿业	68.6	63.1	-5.5	0.5	0.4	0.0
私人:建筑业	760.8	788.4	27.6	5.0	5.1	0.1
私人:制造业	1278.5	1299.9	21.4	8.4	8.4	0.0
私人:服务业	10842.1	11117.0	274.9	71.2	71.7	0.5
政府	2287.1	2238.9	-48.2	15.0	14.4	-0.6
全部非农:合计	15237.1	15507.3	270.2	100.0	100.0	0.0

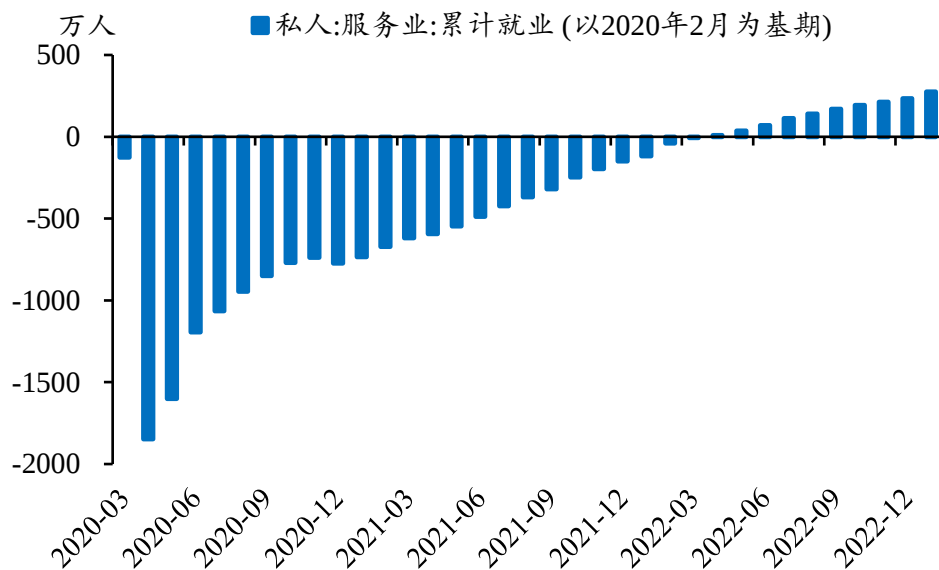
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 美国个人消费逐步由商品消费切换到服务消费



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：2022 年 Q2 起，美国服务业就业人数回到 2020 年 2 月的基期水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

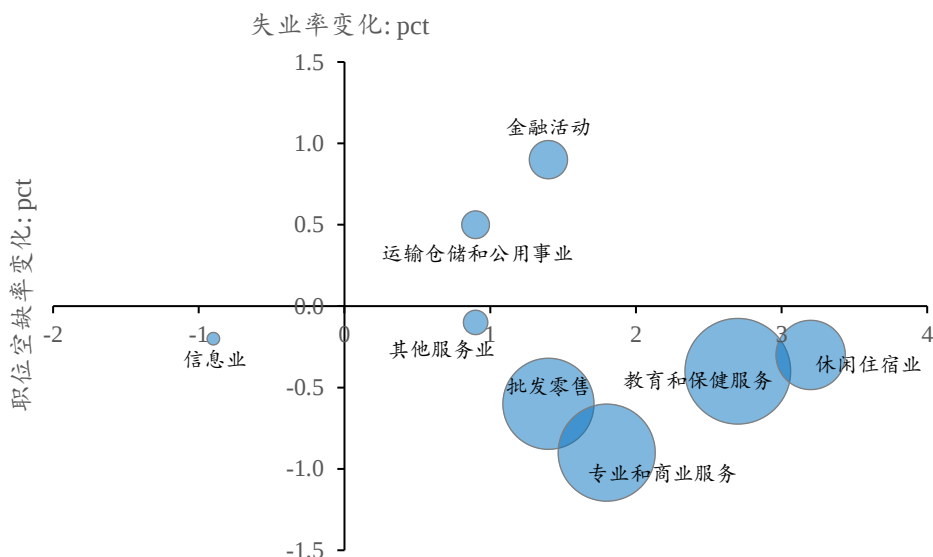
即使整个服务业就业修复良好，但从服务业的细分行业来看，休闲和酒店业的恢复并没有那么乐观。从疫后美国服务业细分行业的就业修复情况来看，许多细分服务业就业情况已经恢复到了疫情前水平，但是也有修复仍存在缺口的行业。其中，就业人数仍低于 2020 年 2 月水平的有零售业、休闲和酒店业以及其他服务业，休闲和酒店业就业人数比 2020 年 2 月还少 49.5 万人，累计缺口还有 0.5%，零售业就业人数比 2020 年 2 月还少 3.7 万人。

表 2：疫后美国服务业细分行业的就业修复情况

行业	就业人数 (202002) 单位：万人	就业人数 (202301) 单位：万人	累计增加 单位：万人	就业占比 (202002) 单位：%	就业占比 (202301) 单位：%	累计增加 单位：%
批发业	589.3	604.1	14.8	3.9	3.9	0.0
运输仓储业	578.6	674.1	95.5	3.8	4.3	0.5
公用事业	54.8	55.5	0.8	0.4	0.4	0.0
信息业	290.8	311.9	21.1	1.9	2.0	0.1
金融活动	886.9	911.4	24.5	5.8	5.9	0.1
零售业	1552.0	1548.3	-3.7	10.2	10.0	-0.2
专业和商业服务	2143.7	2291.2	147.5	14.1	14.8	0.7
教育和保健服务	2457.6	2493.7	36.1	16.1	16.1	0.0
休闲和酒店业	1694.5	1645.0	-49.5	11.1	10.6	-0.5
其他服务业	594.0	581.9	-12.1	3.9	3.8	-0.1
私人:服务生产:合计	10842.1	11117.0	274.9	71.2	71.7	0.5

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：休闲住宿等服务业的职位空缺率仍高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 以 2020 年 2 月为基期

二、下半年美国失业率或将进入上升期

2.1 预判美国失业率走势有三个关键变量

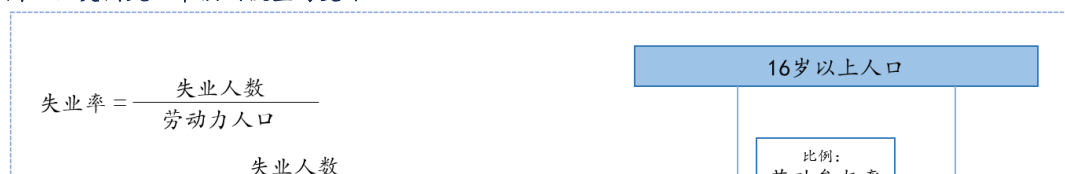
较强的就业表现让市场更加关心后续美国就业市场的演变方向和程度, 为了更好地预判美国失业率的走势, 我们根据失业率、劳动力人口、劳动参与率等指标的定义, 推导出失业率计算公式的另一个变体。

可以看到, 失业率是 16 岁以上人口、劳动参与率、就业人数三个变量的函数。

16 岁以上人口反映了进入劳动力市场的潜在人数有多少数量; 劳动参与率反映了潜在总人口中有多少人选择进入劳动力市场; 就业人数则是所有加入劳动力市场的人群中, 有多少人真正找到了工作。劳动力人口和 16 岁以上人口间的比例则为劳动参与率, 在整个劳动力人口中, 就业人数的规模变化也影响了后续失业率的走向。

从这三个变量的演变来看, 我们认为美国失业率或将在下半年进入上升期。

图 7：美国失业率预测模型与变体



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_52805

