

## 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

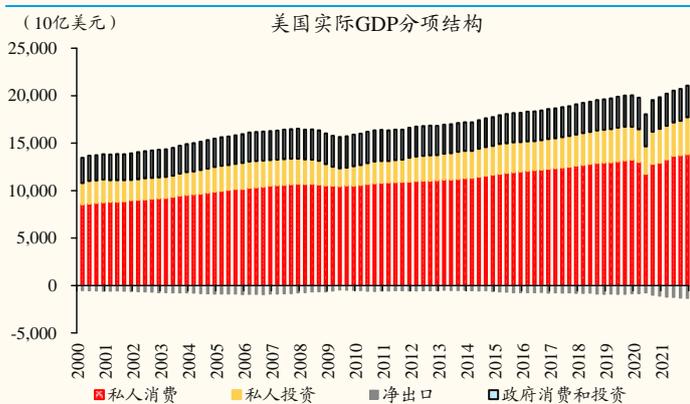
## 1、周度专题：从就业市场，看美国衰退有多远？

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。

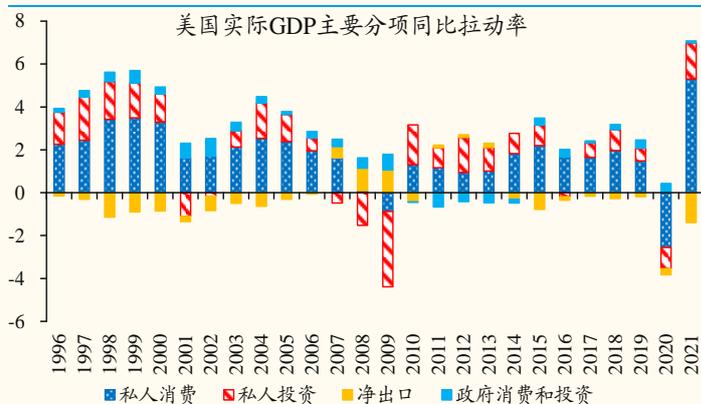
### 1.1、为什么关注就业？研究消费主导的美国经济体系，就业分析尤为关键

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。

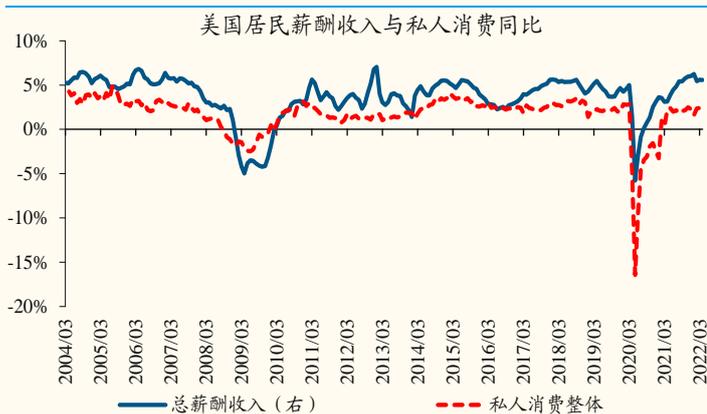
图表 1：美国经济体系中消费占主导



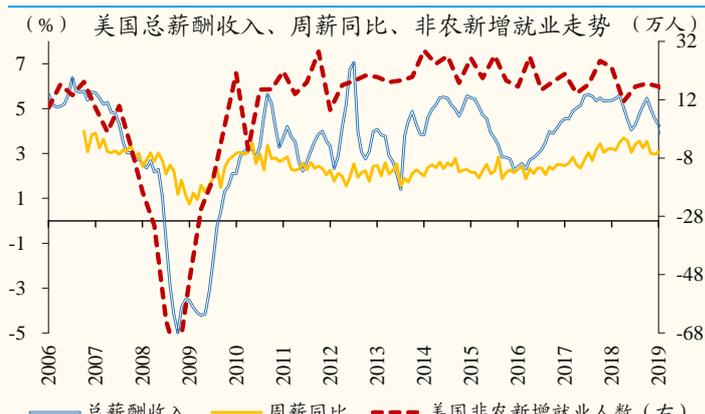
图表 2：私人消费是美国经济的“压舱石”



图表 3：薪酬收入同比走势同步或弱领先于私人消费同比



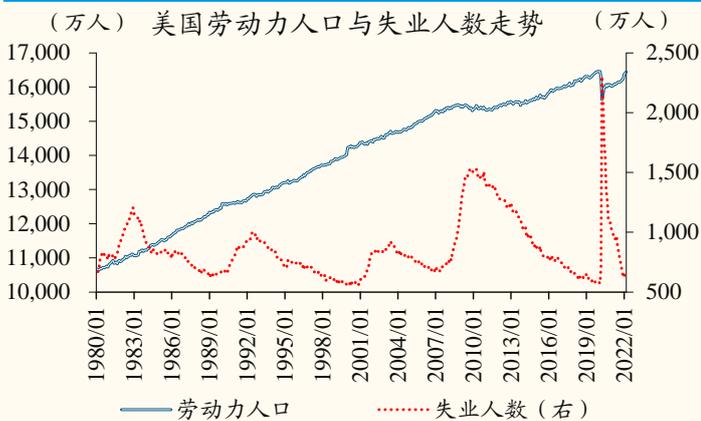
图表 4：薪酬收入可拆分为就业人数与人均收入的乘积



<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

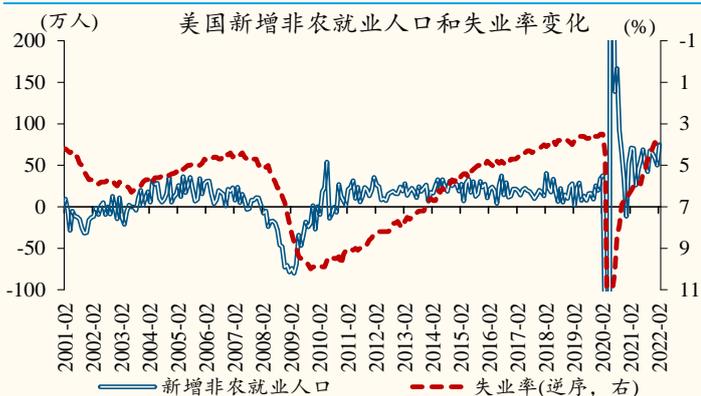
图表 6：失业率类似于“存量比率”的概念

$$\begin{aligned} \text{就业率} &= \text{就业人数} / (\text{16岁-64岁人口}) \\ \text{劳动力参与率} &= \text{劳动力人口} / (\text{16岁-64岁人口}) \\ &= (\text{就业人数} + \text{失业人数}) / (\text{16岁-64岁人口}) \\ \text{失业率} &= \text{失业人数} / \text{劳动力人口} \\ &= (\text{劳动力人口} - \text{就业人数}) / \text{劳动力人口} \\ &= (\text{劳动力参与率} - \text{就业率}) / \text{劳动力参与率} \end{aligned}$$

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

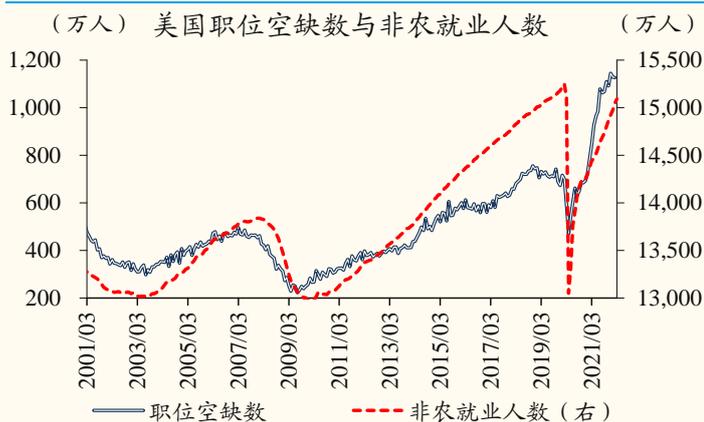
图表 8：美国非农新增就业对经济景气的反应更加灵敏



来源：Wind、国金证券研究所

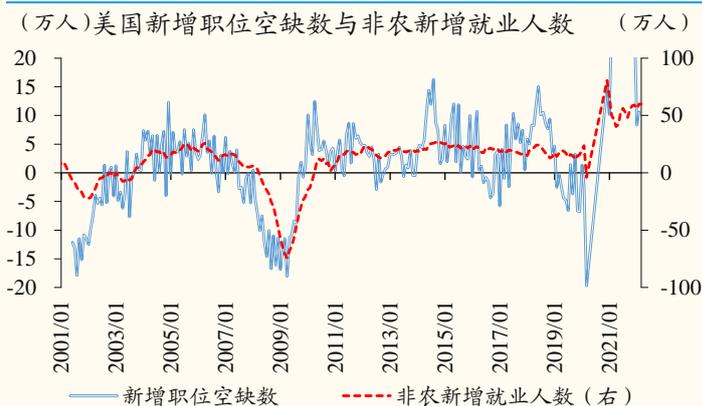
从需求端来看，美国企业的职位空缺数可直接反映招工需求变化，在走势上一般领先非农就业人数。美国劳工统计局公布的职位空缺数数据，可以直接衡量企业对劳动力的需求程度。涵盖全美数万家企业和政府机构，也是美国现任财长、前任美联储主席耶伦最为看重的就业指标。考虑到劳动力需求变化快于供给变化，职位空缺数走势一般领先非农就业人数，历史走势也正是如此。

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

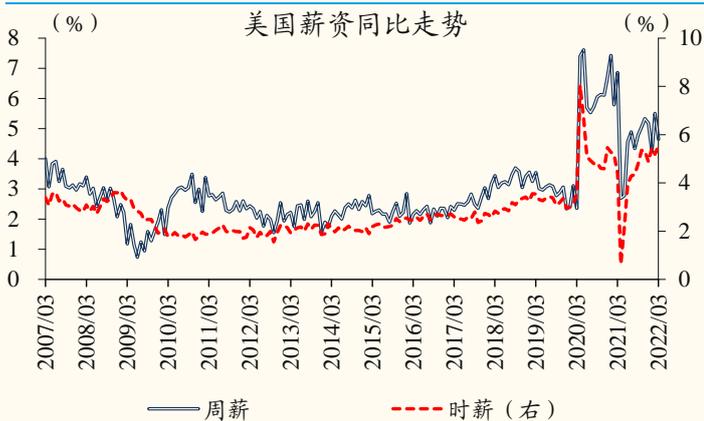
图表 10: 新增职位空缺数领先非农新增就业人数



来源: Wind、国金证券研究所 (删除异常值, 取 6 个月移动均值)

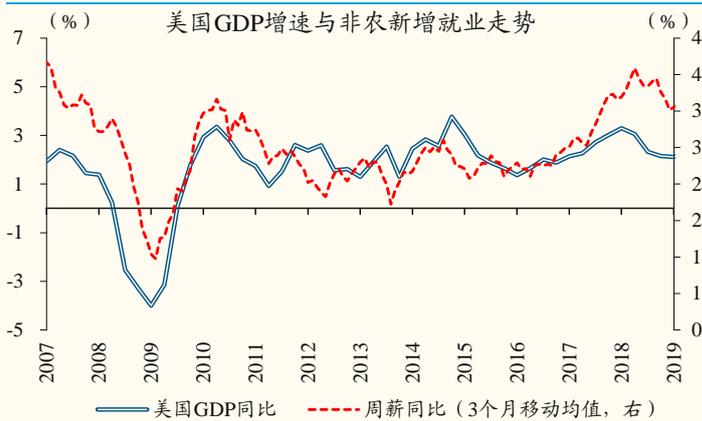
工资增速是就业供需矛盾的直接表征, 相比时薪, 周薪与 GDP 走势吻合度更高, 在经济下行期尤为如此<sup>2</sup>。周薪是时薪与每周工时的乘积, 在走势上领先时薪。原因在于, 当经济处于复苏阶段, 旺盛的招工需求领先于实际就业人数供给, 企业会优先选择提升在岗劳动力的工作强度来增加产出。企业面对经济下滑压力时, 往往先裁员、缩短工作时长, 最后才降低每小时工资。从历史上来看, 美国周薪收入增速与 GDP 增速的趋势拐点基本保持一致。

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



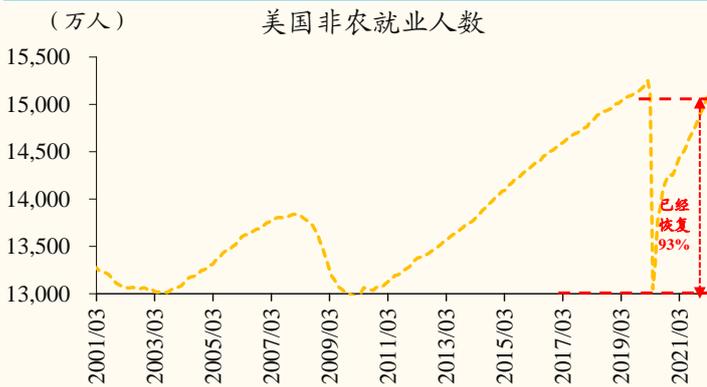
来源: Wind、国金证券研究所

## 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

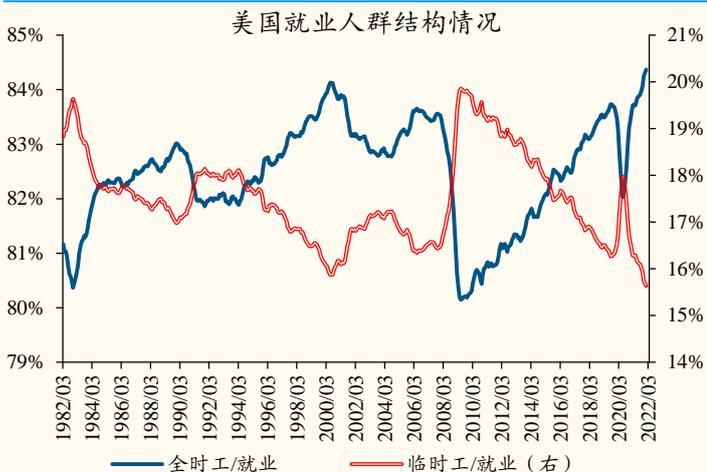
图表 14: 美国非农就业数据大幅上修



来源: Wind、国金证券研究所 (3 月数据还未得到修正)

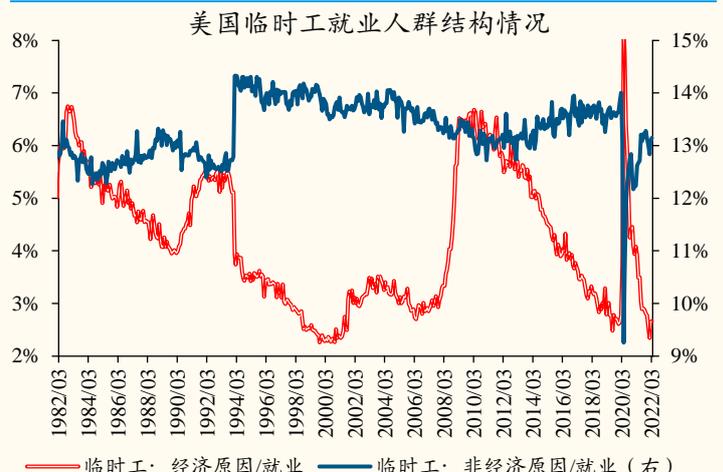
美国就业质量进一步提升, 全职工占比稳步提升, 临时工占比持续下滑。美国就业群体, 可以分为全职工和临时工。回溯历史, 美国经济处于高景气状态时, 就业群体中, 全职就业者占比往往大幅抬升, 临时工占比则持续下滑; 相反, 美国经济景气持续下滑时, 临时工占比一般显著上升。眼下, 美国全职工占比稳步提升 84%, 临时工占比持续下滑至 16%。其中, 因经济原因而只能获得临时性工作的就业者占比持续维持低位, 彰显出美国经济韧性。

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

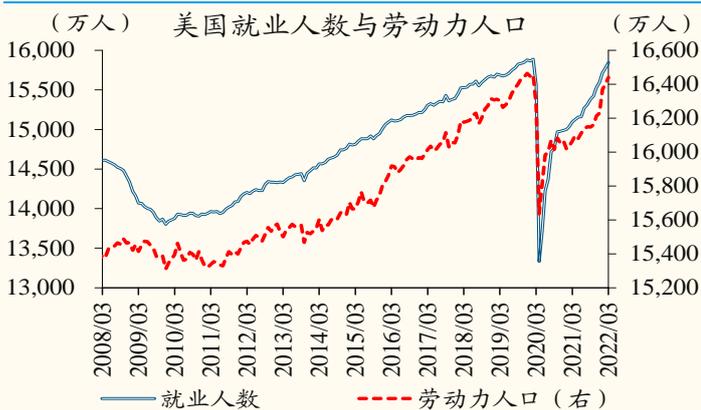
图表 16: 美国因经济原因从事临时工的占比维持低位



来源: Wind、国金证券研究所

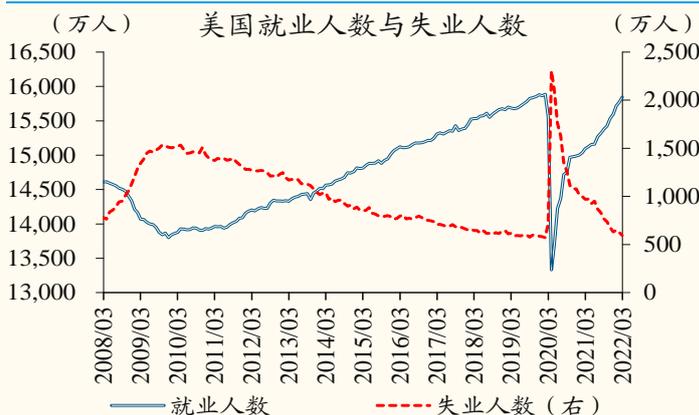
就业高增的背后, 美国劳动力参与率修复加快, 失业率更是下降至接近疫情前水平。年初以来, 美国劳动力人口 (就业人数与失业人数之和) 也在稳步提升, 由 1.62 亿人持续增长至 1.64 亿人, 基本恢复至疫情前水平。尽管劳动力人口快速回归, 但绝大部分都快速匹配到合适岗位, 失业人数也降至 595.1 万人, 仅仅比疫情前高出 20 余万人。这一背景下, 美国劳动力参与率稳步提升至 62.4%; 学校复课等因素推动下, 一度持续徘徊在 56% 的女性劳动力参与率升至 56.8%。同时, 美国失业率降低为 3.6%, 与疫情前水平相差无几。

图表 17: 美国劳动力人口稳步提升



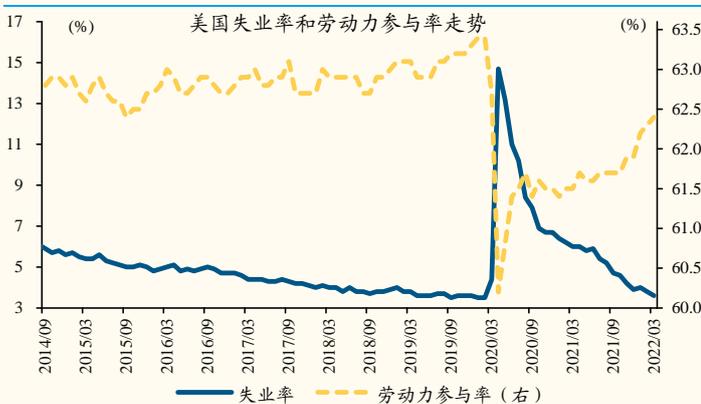
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 美国就业人数持续上升, 失业人数持续下滑



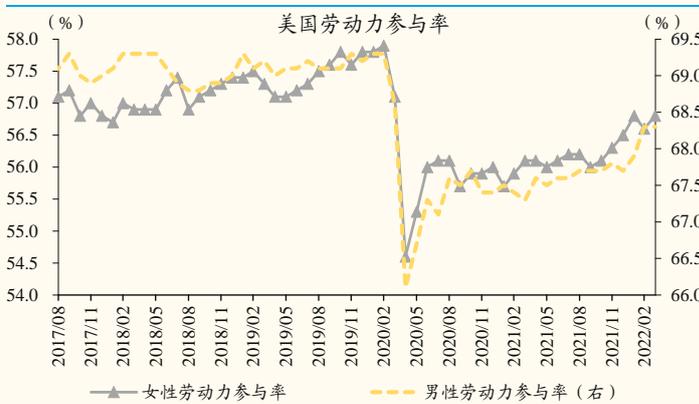
来源: Wind、国金证券研究所

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

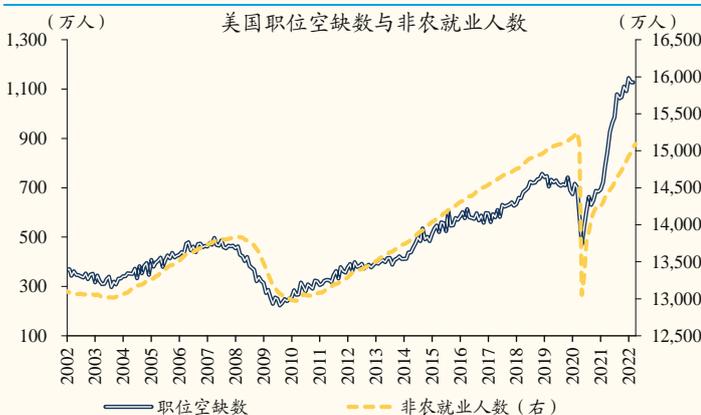
图表 20: 美国女性劳动力参与率修复加快



来源: Wind、国金证券研究所

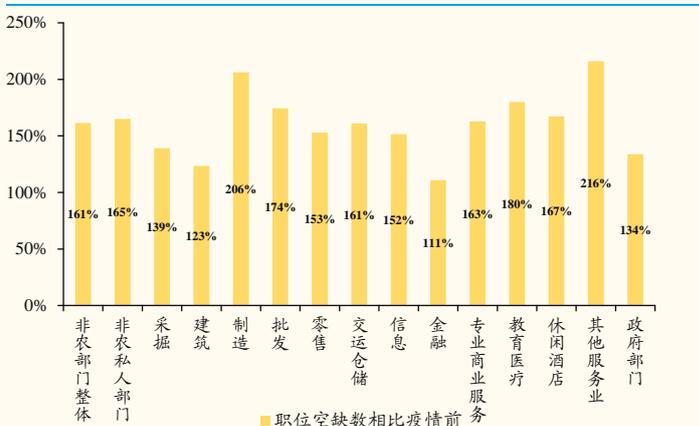
美国企业还面临着史上最严重的“用工荒”，推动工资增速维持高位，同样指向就业市场景气高企。2021年下半年以来，虽然重返劳动力市场的居民加速增长，但美国职位空缺数已经连续 8 个月高于 1000 万个。职位空缺数高企背后，反映了美国就业的修复速度，一直没有能充分满足内需扩张的需要。为了缓解“用工荒”，美国企业不得不大幅加薪招人。尽管如此，美国离职率依然处于历史高位，进一步加剧劳动力供需矛盾、薪资上涨压力持续累积。

图表 21: 美国职位空缺数连续 8 个月高于 1000 万个



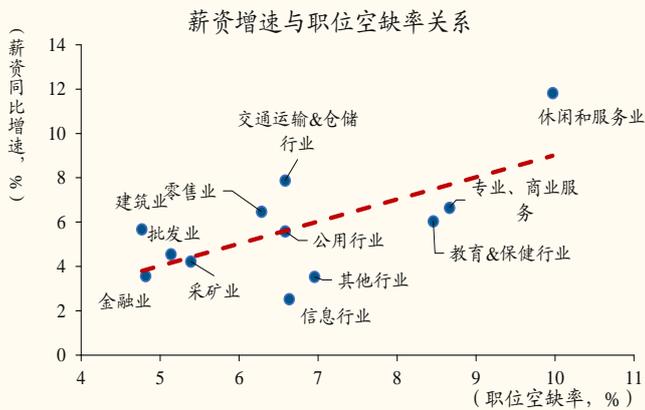
来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 美国主要行业的职位空缺数均高于疫情前



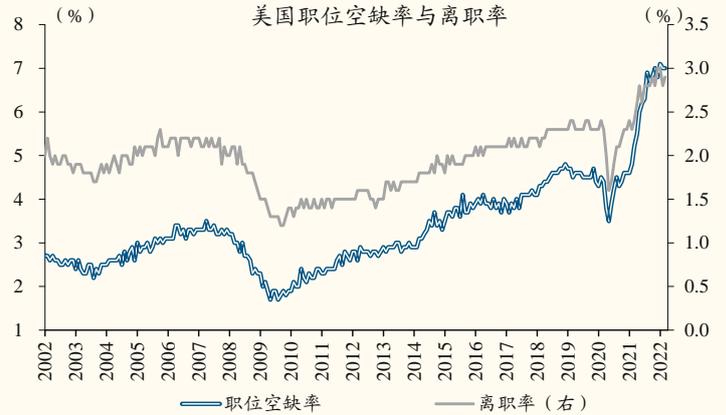
来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 职位空缺率与薪资增速呈正相关关系



来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 美国离职率同样处于历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

### 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

部分观点认为, 采掘、批发、休闲酒店、教育保健等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、衰退风险加剧。截至 3 月, 尽管交运仓储、专业服务、金融、信息、零售等多个行业的就业人数, 早已超过疫情前水平。但与之不同的是, 批发、休闲酒店、教育保健等行业在疫情期间损失的就业人数, 分别仅仅恢复了 74%、83%、85%; 采掘业就业人数不但没有恢复, 反而进一步下滑。部分观点以此为据, 认为美国就业的修复动能并非真的后劲十足, 衰退魅影有所浮现。

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

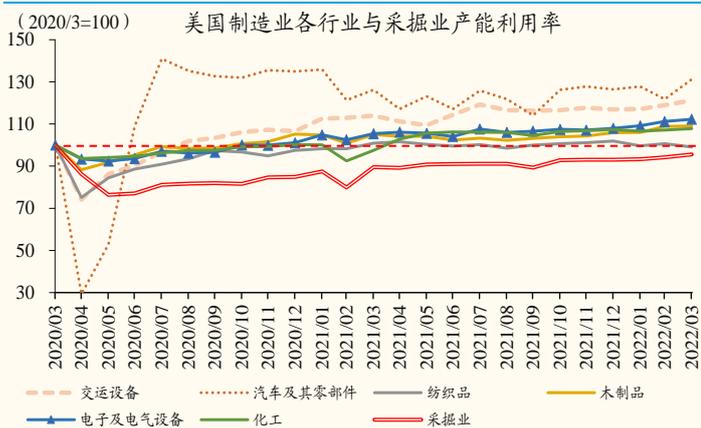
2022年3月, 美国就业修复及职位空缺情况



来源: Wind、国金证券研究所

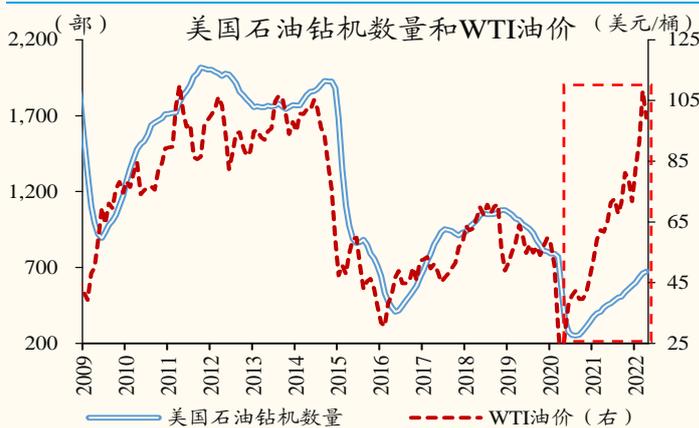
就业修复的结构差异，主要反映能源转型下的行业新特征，以及疫情对部分敏感性行业的就业生态的重塑，并非经济总量需求走弱。能源转型背景下，油气等传统采掘业产能大幅去化、新增产能不足，同时产能利用率也未修复至疫情前水平，对应的就业人数萎缩乃大势所趋。对于教育保健、休闲酒店等疫情暴露风险较高的行业而言，“疫后创伤”对劳动力就业意愿的影响<sup>3</sup>，或演变为对劳动力供给的长期制约。此外，国别之间免疫落差的存在，2020 年以来移民<sup>4</sup>数量的锐减，进一步加剧了教育保健、休闲酒店等服务业就业的供需矛盾。

图表 26: 油气等传统采掘业产能利用率也未修复至疫前



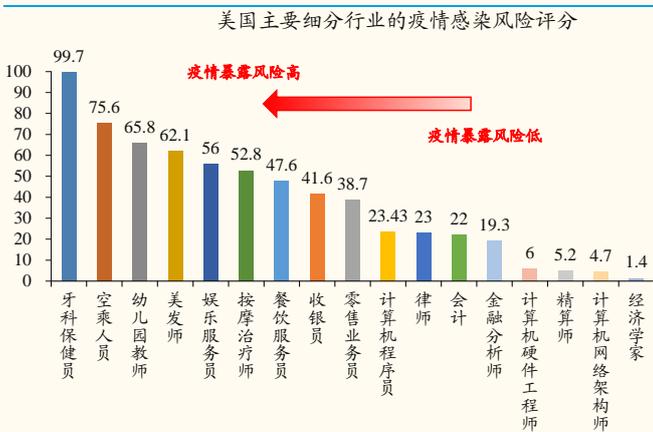
来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 油气等传统采掘业产能持续受限



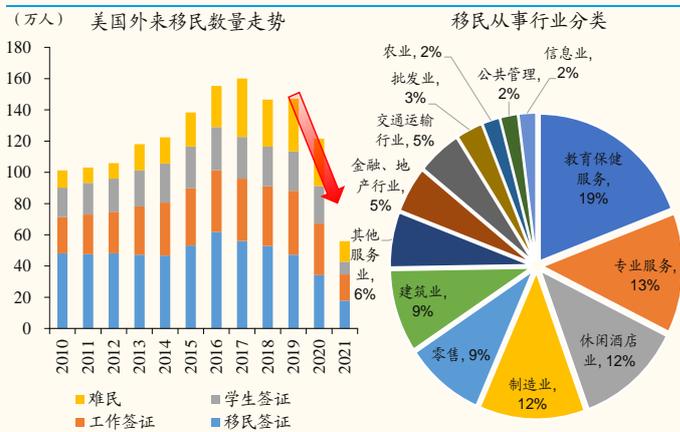
来源: Wind、国金证券研究所

图表 28: 教育保健、休闲酒店等疫情暴露风险较高



来源: BLS、国金证券研究所

图表 29: 移民对劳动力供给的影响也不容忽视



来源: BLS、国金证券研究所

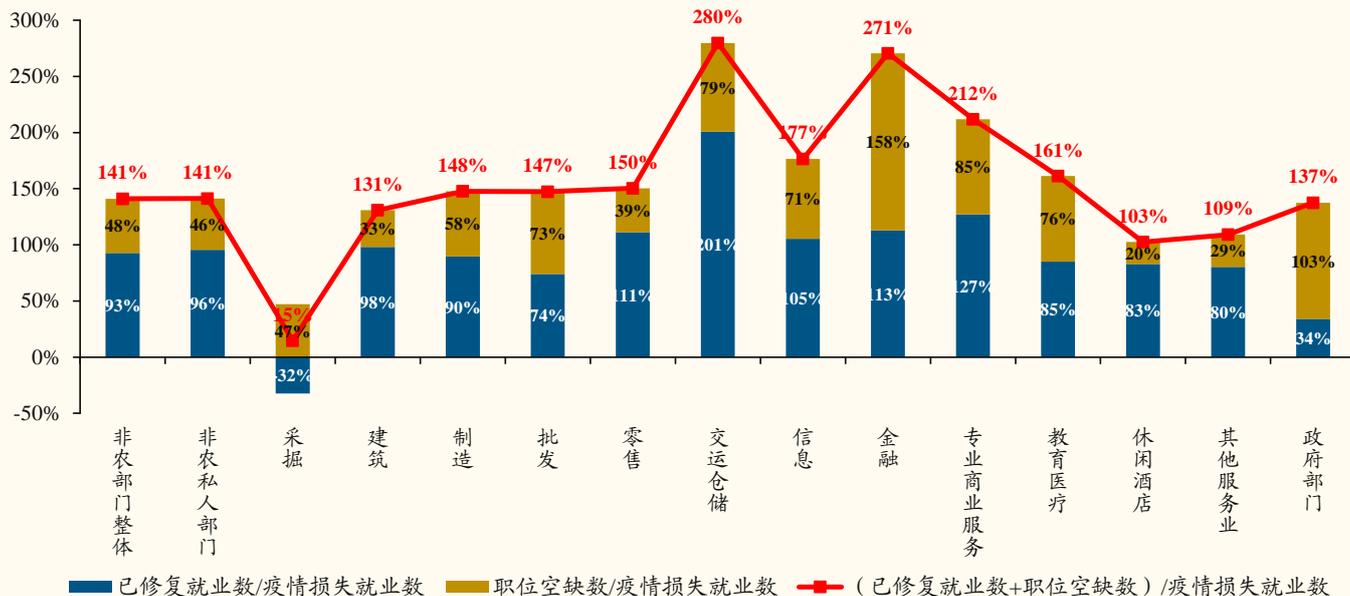
旺盛的招工需求下，本轮美国就业人数的修复潜力或将高于疫情前水平，劳动力供需矛盾本身也折射美国经济韧性。若将当前职位空缺数视作未来就业修复的潜在最大值，美国就业市场将可以继续吸纳超过 1100 万的劳动力，整体就业人数达到疫情前的 1.4 倍。行业结构层面，除了采掘业以外的绝大部分行业，都有望将就业人数修复至疫情前水平以上。需求向好的背景下，劳动力供给制约中短期或难见缓解，最终引发薪资上涨压力的持续时长比预期更久。

<sup>3</sup> 关于“疫后创伤”对劳动力就业意愿的影响，详情请参见《低估的“疫后创伤”：美国就业市场再思考》。

<sup>4</sup> 来到美国的海外移民，一般多为教育保健、休闲酒店等服务业的就业人员。

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

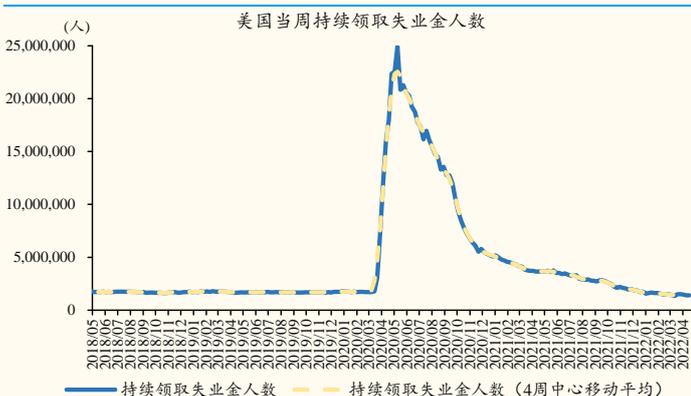
2022年3月，美国就业修复及职位空缺情况



来源: Wind、国金证券研究所

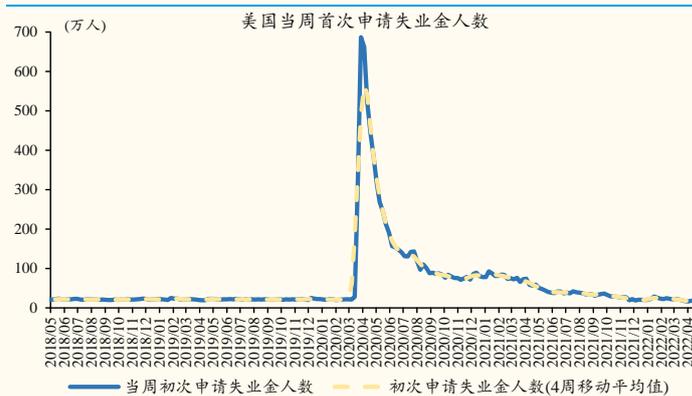
辅助指标周度领取失业金人数持续回落，每周工时、裁员数等距离疫前水平留有足够缓冲，指向美国经济距离衰退依然遥远。目前来看，更高频的初次申请、持续申请失业金人数，双双处于回落通道中，指向就业市场的景气依然高企。作为辅助判断美国衰退的就业指标，每周工时、裁员数等距离疫前水平仍留有足够缓冲，指向美国经济距离衰退依然遥远。这一背景下，考虑到美国通胀压力持续“高烧难退”，美联储政策收紧的节奏中短期都难以放缓，对资本市场的利不利影响仍需持续关注。

图表 31: 美国持续领取失业金人数持续下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表 32: 美国初请失业金人数持续下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表 33: 美国每周工时依然高企



来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 美国裁员数依然低企



来源: Wind、国金证券研究所

### 经过研究, 我们发现:

- 美国经济体系中消费占主导, 作为消费重要的领先指标, 就业市场可直接反映经济景气变化。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。
- 2022 年初以来, 美国就业人数高增的同时, 全职工占比稳步提升 84%, 临时工占比持续下滑至 16%。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”, 企业不得不大幅加薪招人。
- 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。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。

### 风险提示:

- 1、全球新冠疫苗产能投放不及预期。全球主要疫苗厂商实际产能投放力度不及预期, 引发疫苗供给持续受限, “免疫鸿沟”反而走扩, 不利劳动力移民。
- 2、新冠病毒出现超预期的变异。新冠病毒变异是常态, 若出现感染力更高、致病力增强的“超级毒株”, 全球疫情可能出现剧烈反弹。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402