

# 美国劳动力还有多少缺口？

## 海外宏观专题

### 摘要

按照“可用工作总数(就业人数+职位空缺数)-可用工人数(劳动力规模)”计算，截至2023年3月，目前美国劳动力缺口为375万。

美国劳动力缺口峰值为2022年3月，当时美国劳动力缺口为605万。目前美国劳动力缺口已经明显回落，但仍处在较高水平。

比较目前实际数据与疫情前一版本(2020年1月)美国国会预算办公室CBO预测值，我们评估，目前美国劳动供给缺口为30万。其他345万则应该被归因为需求缺口。

目前美国劳动力供给缺口已经明显收敛，后续是否还有进一步改善余地？我们从“劳动力=适龄人口\*劳动力参与率”的公式进行分解。

我们评估，首先，目前美国适龄人口还有90万缺口，按照目前62.6%的劳动力参与率计算，对劳动力供给的影响约为56万(取整近似，下同)。

分析来看，适龄人口缺口主要来自疫情后伤痕效应，即超额死亡与净移民增速减少，这意味着该部分影响可能长期持续。

其次，目前美国劳动力参与率为62.6%，距离疫情前(63.3%，数据比较的疫情前均为2019年12月，下同)还有0.7个百分点。按照目前适龄劳动人口为26630万，劳动力参与率比CBO预测值高0.1个百分点计算，整体就业意愿提升对美国劳动力供给的支持约为26万。

但目前劳动力参与率较疫情前降低，原因主要是婴儿潮群体的老龄化这一不可逆因素，而非就业意愿不强。目前美国黄金年龄(25至54岁)劳动力参与率已经高于疫情前水平，整体劳动力参与率比CBO预测值(62.5%)高出0.1个百分点，这意味着美国就业意愿缺口已经基本修复。

展望后续，考虑到美联储有意为就业市场降温，我们认为，美国整体就业意愿再度提升存在难度，劳动力参与率进一步明显提高概率有限，或企稳在62.6%附近。

综合来看，目前美国30万劳动力供给缺口进一步压缩的难度较大。

因此，后续美国劳动力缺口的减少，还是要通过压缩劳动力需求实现。

趋势来看，2023年初以来，虽然美国就业市场仍维持较高景气度，但已经有明显的劳动力缺口收敛趋势。我们假设，劳动力缺口各部分环比增减均维持今年一季度以来趋势，每个月环比减少58.7万劳动力缺口，乐观情况下，劳动力缺口需要6个月时间收敛，即9月收敛；需要5个月时间回到疫情前水平，即8月达到疫情前水平。

这意味着，最快到今年9月份，美联储与市场有望观察到美国劳动力缺口初步愈合的信号。

考虑到劳动力缺口对工资增速的领先效应，我们认为，届时美联储对工资推动非住房服务通胀的担忧将有望消退，降息的前置条件或基本达成。按此计算，美联储年内确实存在降息可能。

当然，劳动力的变化存在粘性和非线性，后续变化仍需持续观察。

风险提示：美国就业市场景气度超预期，美国经济增速超预期，国内外宏观政策转向超预期。

### 作者

孙彬彬 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516090003  
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人  
liaoyijie@tfzq.com

### 近期报告

- 《固定收益：一季度债基表现如何？-2023年一季度基金持债分析》  
2023-05-08
- 《固定收益：如何看待信用债走势？-信用债市场周报(2023-05-07)》  
2023-05-07
- 《固定收益：当前怎么看双低转债的投资价值-可转债市场周报(2023.5.7)》  
2023-05-07

## 内容目录

1. 美国劳动力还有多少缺口? .....	3
2. 美国劳动力供给还有多少缺口? .....	4
2.1. 怎么看美国适龄人口缺口? .....	4
2.2. 怎么看美国劳动力参与率? .....	5
3. 美国劳动力缺口还需多久愈合? .....	6

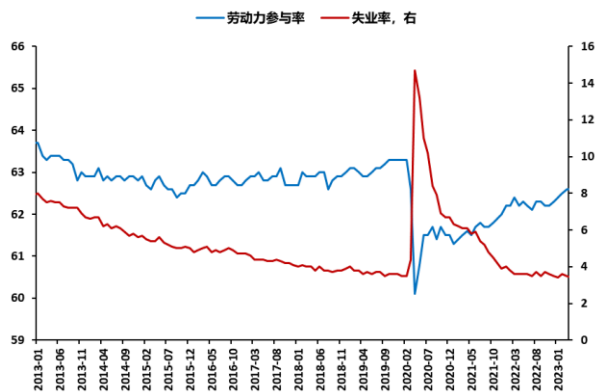
## 图表目录

图 1: 美国劳动力参与率与失业率 (%) .....	3
图 2: 美国非农工资增速 (%) .....	3
图 3: 可用工作数与可用工人数 (百万) .....	3
图 4: 劳动力缺口与职位空缺数/登记失业数 (左轴单位、万) .....	3
图 5: 美国移民数与净移民数 (人) .....	5
图 6: 美国移民数——季度 (人) .....	5
图 7: 美国疫情后退出劳动力市场的人口情况 (%) .....	5
图 8: 美国分年龄段劳动力参与率 (%) .....	5
图 9: 美国劳动力缺口环比增加 (千人) .....	6
图 10: 美国职位空缺数/登记失业数与工资增速 (%) .....	6
图 11: 美国工资增速与非住房服务通胀 (%) .....	6
表 1: 美国劳动力供给与预测偏离 (百万人、%) .....	4

5月5日，美国发布的4月非农数据再度超预期。失业率再度降至疫情后低点3.4%；劳动力参与率维持在62.6%，连续四个月的回升势头停滞，仍低于疫情前（63.3%，数据比较的疫情前均为2019年12月，下同）0.7个百分点；同时工资增速同比再度反弹至4.5%。

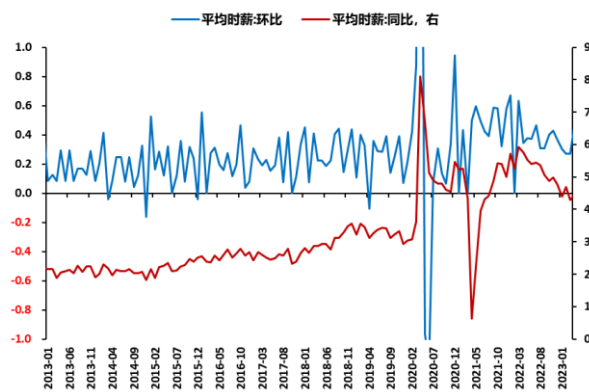
美国就业市场延续高景气度，市场则将目光投向数据背后，美国劳动力还有多少缺口？

图 1：美国劳动力参与率与失业率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：美国非农工资增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

## 1. 美国劳动力还有多少缺口？

我们参考美联储货币政策报告<sup>1</sup>，使用“可用工作总数（就业人数+职位空缺数）-可用工人人数（劳动力规模）”来衡量。

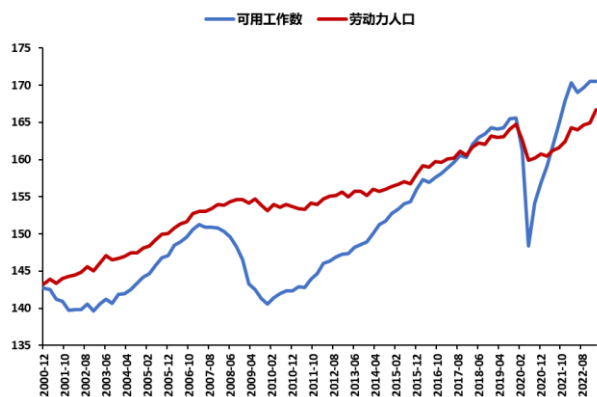
截至2023年3月，美国16岁以上就业人口（季调，下同）为16089万，职位空缺数为959万，可用工作总数为17048万；劳动力人口为16673万；劳动力缺口为375万，较疫情前增长291万。

还有一种比值是“职位空缺数/登记失业数”。截至2023年3月，美国职位空缺数为959万，登记失业数为584万，职位空缺数/登记失业数为1.64。

两种衡量方法均显示，美国劳动力缺口峰值为2022年3月，当时美国劳动力缺口为605万，职位空缺数/登记失业数为2.01。

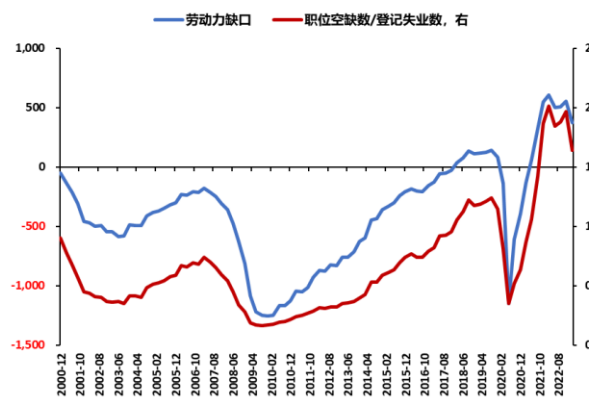
目前美国劳动力缺口已经明显回落，但仍处在较高水平。

图 3：可用工作数与可用工人人数（百万）



资料来源：WIND、天风证券研究所。注：2023年4月美国非农就业数据已经发布，但职位空缺数尚未发布。

图 4：劳动力缺口与职位空缺数/登记失业数（左轴单位，万）



资料来源：WIND、天风证券研究所

<sup>1</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2023-03-mpr-summary.htm>

## 2. 美国劳动力供给还有多少缺口？

劳动力缺口中，有多少来自劳动力供给缺口？有多少来自需求缺口？

同样参考美联储 2023 年 3 月货币政策报告，我们通过比较实际数据与疫情前专业预测者的预测来衡量。具体来看，美联储选择的是 2020 年 1 月国会预算办公室 CBO 的预测<sup>2</sup>，我们同样选择该预测作为基准。

截至 2023 年 3 月，美国劳动力规模为 16673 万，距离 CBO 测算的 16700 万，还有约 30 万的劳动力供给缺口。

这也意味着，其他 345 万应该被归因为劳动力需求缺口。

表 1：美国劳动力供给与预测偏离（百万人、%）

	单位	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
适龄人口-预测	百万人	263.9	264.3	264.3	264.8	265.2	266.8	267.2
适龄人口	百万人	261.8	262.0	263.3	263.7	264.2	264.8	266.3
适龄人口-偏离	百万人	2.1	2.4	1.0	1.1	0.9	2.0	0.9
劳动力参与率-预测	%	62.9	62.8	62.8	62.7	62.6	62.6	62.5
劳动力参与率	%	61.7	62.0	62.4	62.2	62.3	62.3	62.6
劳动力参与率-偏离	百分点	1.2	0.8	0.4	0.5	0.3	0.3	-0.1
劳动力-预测	百万人	166.0	166.0	166.0	166.0	166.0	167.0	167.0
劳动力	百万人	161.5	162.4	164.3	164.0	164.6	165.0	166.7
劳动力-偏离	百万人	4.5	3.6	1.7	2.0	1.4	2.0	0.3
失业率-预测	%	3.6	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.0
失业率	%	4.8	3.9	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5
失业率-偏离	百分点	-1.2	-0.3	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5

资料来源：CBO、WIND、天风证券研究所。注 1：适龄人口为 16 岁以上人口。注 2：2022Q4 与 2023Q1 适龄人口调整，与美国人口局基数调整有关。

相较于 2021 年下半年，美国劳动力供给缺口已经明显收敛，是否还有进一步改善余地？

我们从“劳动力=适龄人口\*劳动力参与率”出发，进行分解。

### 2.1. 怎么看美国适龄人口缺口？

截至 2023 年 3 月，美国适龄人口（16 岁以上）为 26630 万，距离 CBO 在 2020 年 1 月测算的 26720 万还有约 90 万缺口。

按照目前 62.6% 的劳动力参与率计算，90 万适龄人口缺口对劳动力供给的冲击约为 56 万（取整近似，下同）。

我们将美国适龄人口变化主要分为三部分：一是人口自然增长率，二是疫情超额死亡，三是净移民人口。

根据美联储 2023 年 3 月货币政策报告援引疾病预防控制中心的数据，疫情后因人口自然增长与超额死亡，美国适龄人口较疫情前减少约 50 万。

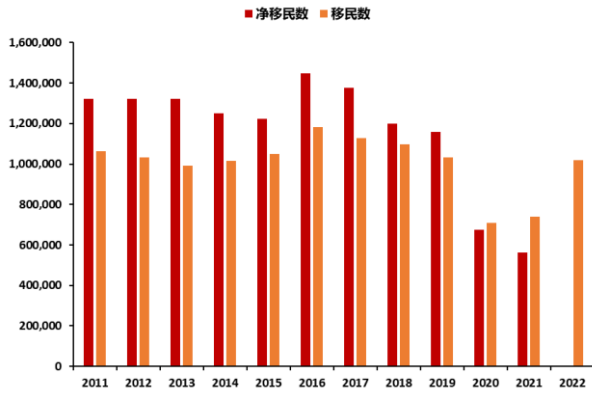
其他 40 万美国适龄人口缺口则应主要归因为净移民增速放缓。美国国土安全局数据显示（图 5、图 6），疫情后美国移民净增速确实一度明显放缓。

我们预测，如果后续美国移民政策没有明显放松，通过正常的净移民数波动，恢复疫情期间美国减少的净移民数，可能需要较长时间。

因此我们评估，目前美国 90 万适龄人口缺口，均主要来自疫情的伤痕效应，影响可能长期持续。

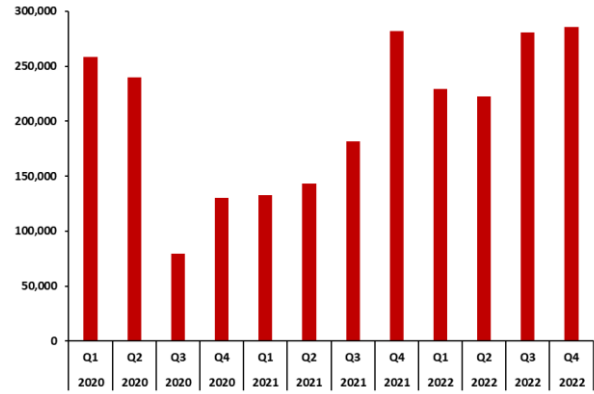
<sup>2</sup> www.cbo.gov/publication/56020

图 5：美国移民数与净移民数（人）



资料来源：美国国土安全局、世界银行、天风证券研究所

图 6：美国移民数——季度（人）



资料来源：美国国土安全局、天风证券研究所

## 2.2. 怎么看美国劳动力参与率？

截至 2023 年 3 月，美国劳动力参与率为 62.6%，距离疫情前（63.3%）还有 0.7 个百分点，高于 CBO 预测值（62.5%）0.1 个百分点。

按照目前适龄劳动人口为 26630 万，劳动力参与率比 CBO 预测值高 0.1 个百分点计算，整体就业意愿提升对美国劳动力供给的支持约为 26 万。

疫情后美国劳动力参与率回落原因何在？目前是否还有提升空间？

数据显示（图 7），疫情后美国劳动力参与率降低的原因主要是退休、家庭责任与其他。其中，家庭责任主要是指许多人离开劳动力市场去照顾生病的亲人或远程学习的孩子。其他主要是残疾、染疫、学校或其他原因。

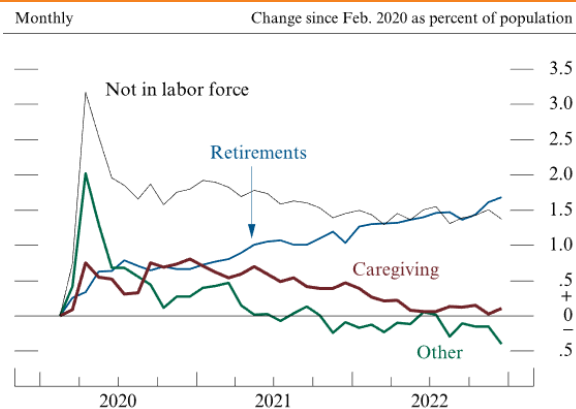
目前因护理与其他原因退出劳动力市场的工人数已经基本恢复至疫情前水平，持续离开劳动力市场的主要是退休。关于这一情况，美联储和 CBO 在 2020 年 1 月的预测中已经有考虑，提前指出了婴儿潮群体的老龄化将会持续降低美国劳动力参与率。

CBO 报告没有预测到的是，因为丰富的就业机会和强劲的工资增长，目前美国黄金年龄（25 至 54 岁）劳动力参与率已经升至高于疫情前水平，进而提高了整体劳动力参与率。这意味着，美国整体的劳动意愿缺口已经基本修复。

展望后续，考虑到美联储有意为就业市场降温，我们认为，美国整体就业意愿再度提升存在难度，劳动力参与率进一步明显提高概率有限，或企稳在 62.6% 附近。

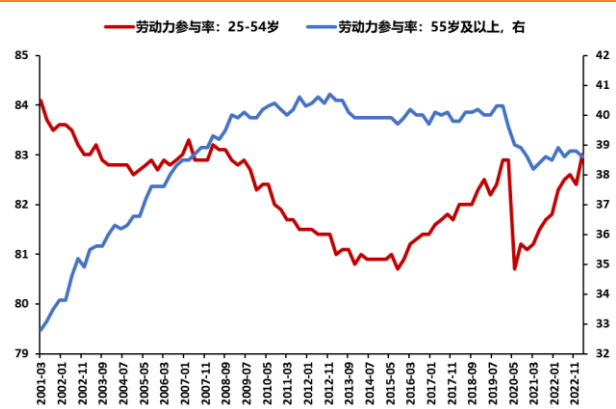
综合来看，目前美国 30 万劳动力供给缺口进一步压缩的难度较大。

图 7：美国疫情后退出劳动力市场的人口情况（%）



资料来源：FED、天风证券研究所

图 8：美国分年龄段劳动力参与率（%）



资料来源：BLS、WIND、天风证券研究所

### 3. 美国劳动力缺口还需多久愈合?

如前所述，目前美国 30 万劳动力供给缺口进一步压缩的难度较大。我们认为，后续劳动力缺口的减少，还是要通过压缩劳动力需求实现。

趋势来看，2023 年初以来，虽然美国就业市场仍维持较高景气度，但已经有明显的劳动力缺口收敛趋势。

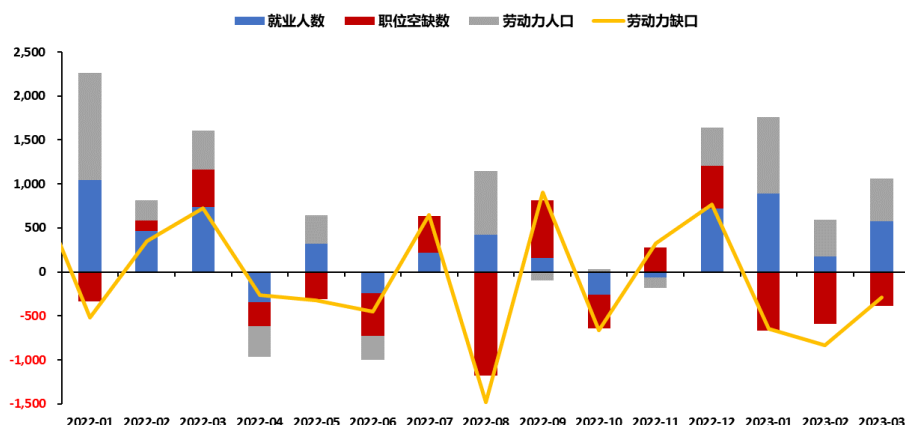
我们假设，劳动力缺口各部分环比增减均维持今年一季度以来趋势，每个月环比减少 58.7 万劳动力缺口，乐观情况下，劳动力缺口需要 6 个月时间收敛，即 9 月收敛；需要 5 个月时间回到疫情前水平，即 8 月达到疫情前水平。

这意味着，最快到今年 9 月份，美联储与市场有望观察到美国劳动力缺口初步愈合的信号。

考虑到劳动力缺口对工资增速的领先效应，我们认为，届时美联储对工资推动非住房服务通胀的担忧将有望消退，降息的前置条件或基本达成。按此计算，美联储年内确实存在降息可能。

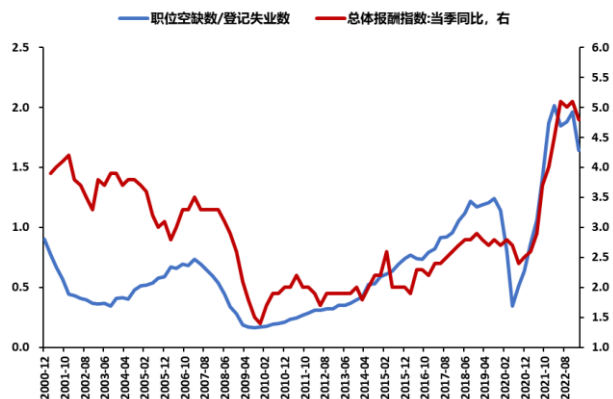
当然，劳动力的变化存在粘性和非线性，后续变化仍需持续观察。

图 9：美国劳动力缺口环比增加（千人）



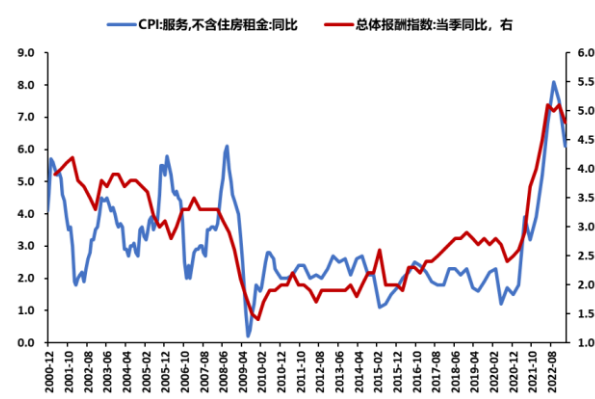
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：美国职位空缺数/登记失业数与工资增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 11：美国工资增速与非住房服务通胀（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com