

美国就业韧性或将面临拐点

——美国衰退逻辑的再验证系列之一

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001
xjb@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

联系人

董澄溪
dcx@longone.com.cn

投资要点

- **核心观点：就业韧性是美联储鹰派表态的重要依据。**官方就业数据显示，CES的结果优于CPS和JOLTS，就业的存量情况尚好，但职位空缺率等指标边际下行趋势已显。从结构上看，美国就业韧性的支持主要来自服务业，计算机等行业近几个月就业人员已出现负增长。但数据显示服务业招聘需求也已开始下降，这可能预示着职位空缺率会加速下降。从跳槽概率和接受外部职位概率等指标来看，劳动力市场的匹配效率可能难以提升，预计失业率和职位空缺率的关系将向均值靠近，两者边际变化率的比值或将趋向-0.15。随着职位空缺率的下降，估计失业率的上行会逐步加速。
- **就业韧性是美联储鹰派表态的重要依据：**6月FOMC的记者会上，鲍威尔在答记者问时提到，将通胀降至2%，并且不出现经济增速的急剧下降和大量失业是可能的，逐渐冷却的强劲劳动力市场将有助于实现这一点。近几个月来，就业韧性被美联储官员反复提及，是美联储上调经济展望、引导软着陆预期和鹰派表态的重要依据。
- **官方调查的就业数据分化，CES好于CPS好于JOLTS。**美国官方就业数据主要来源于3个调查，分别是当前人口调查（CPS）、现行就业统计调查（CES）、职位空缺和劳动力流动调查（JOLTS）。CPS的调查对象是居民，CES与JOLTS调查的对象都是非农企业。CES侧重于统计就业的存量，而JOLTS统计流量。从调查结果来看，CES的结果好于CPS好于JOLTS，存量指标整体好于流量指标。
- **服务业需求趋弱，或将带动职位空缺率加速下行。**由于本轮周期中行业复苏节奏的差异，服务业是美国就业韧性的重要支撑。然而，尽管服务业提供了大量的新增就业，但对居民收入的贡献有限，随着疫后经济回归正常，服务业的就业人数估计也会逐步趋于常态，单靠服务业拉动，估计难以形成可持续的就业增长。自2021年以来，美国的服务消费增速持续放缓；招聘网站Indeed的高频数据显示酒店和旅游类、饮食服务类的岗位需求自今年二季度以来加速减少，服务业的降温将带动整体职位空缺数下滑速度加快。
- **就业市场的匹配效率可能难以继续提升。**劳动经济学的“职业阶梯”模型告诉我们，劳动力市场松弛可能先反映在劳动者与岗位的错配上，积累到一定程度才会在失业率、新增就业人数等反映进出就业市场人数的指标中体现出来。雇主间跳槽率、接受外部职位概率等指标表明，美国就业市场的匹配效率改善空间已经不大、主动跳槽的人减少，就业市场内部已经比较松弛。
- **失业率和职位空缺率的关系或将向均值靠近。**2022年下半年以来，美国劳动力市场的变化主要体现在匹配效率的回归，由于匹配效率难以继续改善，预计职位空缺率与失业率的边际变化率的比值将逐渐向2016年-2018年周期的-0.15靠近。
- **韧性并非稳态。**从跳槽率、接受率等反映就业市场内部松紧程度的指标发生变化，到失业率、新增就业人数等总量指标发生变化，是量变引发质变的积累过程。但在本轮周期中，由于新冠时期对劳动力供给的影响大幅降低了匹配效率、服务业晚于其他行业复苏推动职业阶梯底部的岗位需求逆势扩张，使就业市场的松弛被暂时局限在内部，量变引发质变的过程比以往周期中更加缓慢。
- **风险提示：厄尔尼诺效应可能扰乱全球供应链，推动粮食和大宗商品价格上升，导致美国通胀反弹；其他国家的衰退风险，或复苏不及预期的风险，可能对美国经济及政策产生扰动；美国政府可能试图影响美联储决策的独立性。**

正文目录

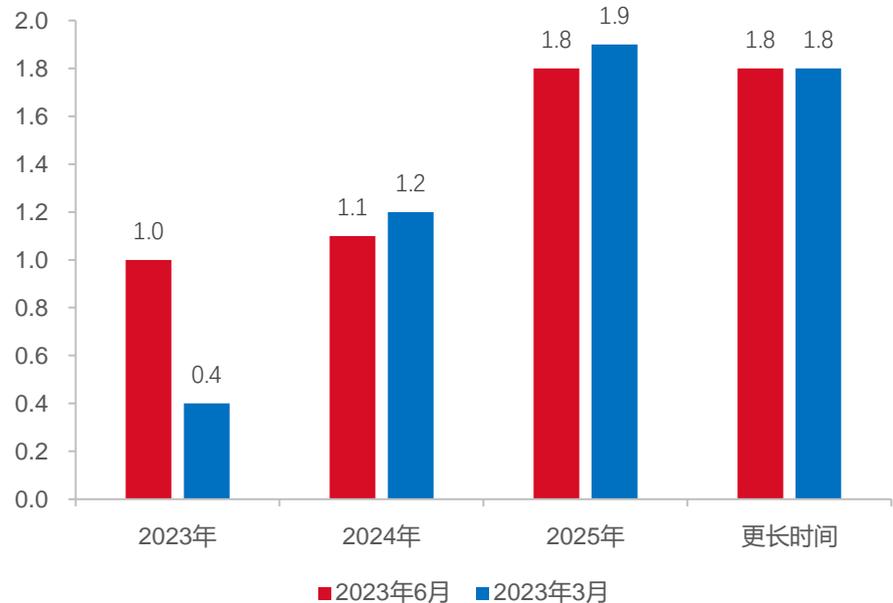
1. 官方数据的差异：JOLTS 数据疲态已现.....	4
2. 服务业岗位需求趋弱	9
3. 匹配效率难以继续提升	11
4. 就业韧性并非稳态	13
5. 风险提示	15

图表目录

图 1 2023 年 3 月和 6 月 SEP 经济增速预期对比, %	4
图 2 失业率与新增非农就业人数, 千人, %	5
图 3 加息周期与非农就业, %, 千人	5
图 4 CPS 就业概念	6
图 5 美国的劳动力供需, 百万人	7
图 6 各种维度的失业率 (CPS), %	7
图 7 从事兼职工作的原因划分 (CPS), %	7
图 8 美国时薪收入和实际时薪 (CES), 2019 年 12 月 1 日=100	8
图 9 JOLTS 主要指标, %	8
图 10 经过口径调整后的 CPS 和 CES 就业人数对比, 千人	8
图 11 JOLTS 新增就业人数, 千人	9
图 12 CES 新增就业人数, 千人	9
图 13 服务业和非服务业新增就业人数, 千人	9
图 14 5 月分行业新增就业人数, 千人	9
图 15 2022 年 5 月平均时薪, 美元	10
图 16 实际时薪 (相对于疫情前), 2020 年 1 月=1	10
图 17 整体和非管理人员时薪同比增速, %	10
图 18 Indeed 上各行业的招聘启事数量, 2020 年 2 月 1 日=100	11
图 19 Indeed 上招聘启事数量与职位空缺数, 2020 年 2 月 1 日=100, 千个	11
图 20 居民实际服务消费同比增速, %	11
图 21 雇主间跳槽概率, %	12
图 22 接受外部职位概率, %	13
图 23 2000 年以来的美国贝弗里奇曲线, %	13
图 24 职位空缺数和失业率, 千个, %	14
表 1 美国三大官方就业调查的区别	5
表 2 CES 就业概念	6
表 3 JOLTS 就业概念	6

在 6 月的 FOMC 的记者会上，鲍威尔在答记者问时提到，将通胀降至 2%，而不出现经济增速的急剧下降和大量失业是可能的，逐渐冷却的强劲劳动力市场将有助于实现这一点。近几个月来，就业韧性被美联储官员反复提及，是美联储上调经济预期、引导软着陆预期和鹰派表态的重要依据。然而，持续跟踪美国就业，可能会发现本轮周期中，美国的就业数据的趋势和方向并不明朗。

图1 2023 年 3 月和 6 月 SEP 经济增速预期对比，%

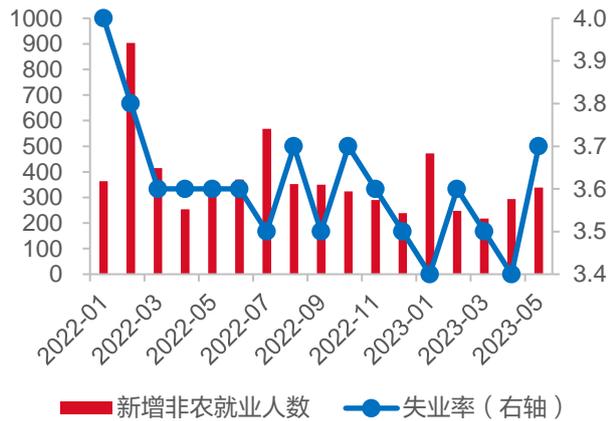


资料来源：美联储，东海证券研究所

1.官方数据的差异：JOLTS 数据疲态已现

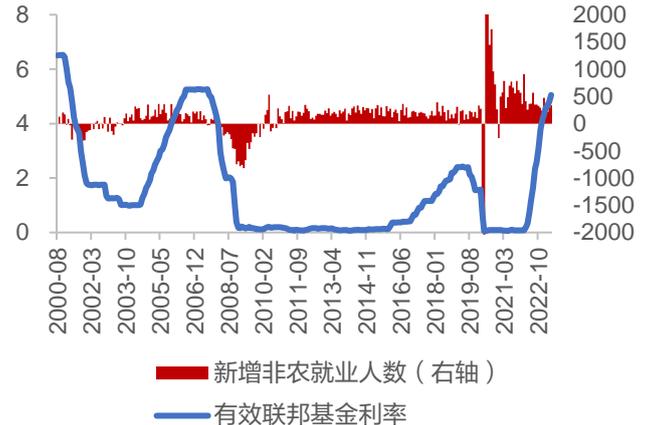
美国劳工部统计局发布的就业数据在本轮周期“时好时坏”、同一个时期“有的好的有的坏”，在时间序列上和截面上都出现了矛盾和不一致，官方调查之间差异的变大是重要原因之一。比如说，2023 年 5 月的美国失业率和非农就业人数同时走高，家庭调查显示就业人数较 4 月减少了 31 万人，而企业调查显示就业人数较 4 月增加了 33.9 万人。

图2 失业率与新增非农就业人数，千人，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

图3 加息周期与非农就业，%，千人



资料来源：FRED，东海证券研究所

美国官方发布的就业数据主要来源于 3 个调查，分别是当前人口调查（Current Population Survey，简称 CPS）、现行就业统计调查（Current Employment Statistics，简称 CES）、职位空缺和劳动力流动调查（Job Openings and Labor Turnover Survey，简称 JOLTS）。

CPS 与后两项调查的最大区别来自于调查对象的不同，CPS 的调查对象是居民，而后两项调查的对象都是非农企业。CES 与 JOLTS 调查的对象基本相同，主要区别在于数据收集和统计周期上，CES 侧重于统计就业的存量，而 JOLTS 则侧重于对流量的统计。从样本误差来看，JOLTS 的样本误差最小，CPS 的样本误差最大，CES 介于两者之间。

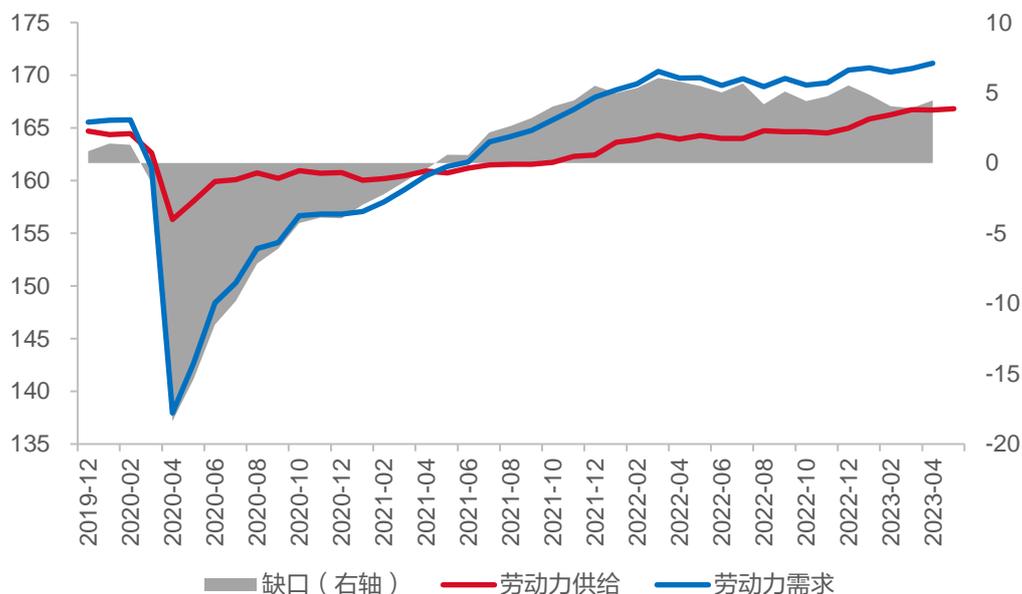
表1 美国三大官方就业调查的区别

	CPS	CES	JOLTS
范围	16 岁及以上的非机构公民人口	非农有薪工作人员	非农有薪工作人员、在农业行业内提供农业服务的人员
数据来源	每月对大约 60,000 个符合条件的家庭进行样本调查	每月对大约 122,000 家企业和政府机构进行样本调查，代表约 666,000 个单独的工作场所	劳工部的季度就业和工资普查计划以及联邦铁路管理局，包括约 21,000 个单位
数据产出	劳动力、就业、失业和相关率，包括人口统计学细节	就业、工时和收入，包括行业和地理细节	职位空缺、聘用和离职
参考期	通常是包括该月 12 日的日历周	包括该月 12 日的雇主支付期（可以是每周、每两周、每月或其他）	整月
就业概念	就业人数的估计值（多职人员仅计算一工作岗位的估计值（每个非农工资单工作计算多次），包括离职期间未获报酬的人	职人员），仅包括参考支付期间获得报酬的人	与 CES 相同
统计范围	包括未纳入公司的自雇人士、家庭企业中未获报酬的家庭成员、农业和相关工作者、私人家庭中的工人以及离职期间除了农业和相关行业的所有群体，如果停职期间除了农业和相关行业的所有群体，未获报酬的工人。排除整个参考周都被有收入，则包括停职工人。停职的工人，即使他们在停职期间获得报酬（他们被视为失业，暂时停职）。		果停职期间有收入，则包括停职工人。
90%置信区间范围	± 600,000	± 130,000	± 155,612

资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

情以来,美国劳动力供给修复缓慢,总供给水平持续低于总需求;劳动力需求增长较快,2022年4月后斜率有所放缓,但近2个月又有所增加;供需缺口在2022年初达到最宽,随后缓慢收窄,目前缺口仍大且有重新扩张趋势。美联储的紧缩政策确实放缓了劳动力需求的增长速度,但影响不大。然而,职位空缺未必能够有效转化为就业,用岗位空缺估算的劳动力市场需求存在水份,因此我们需要从更加细节的指标去考察就业情况。

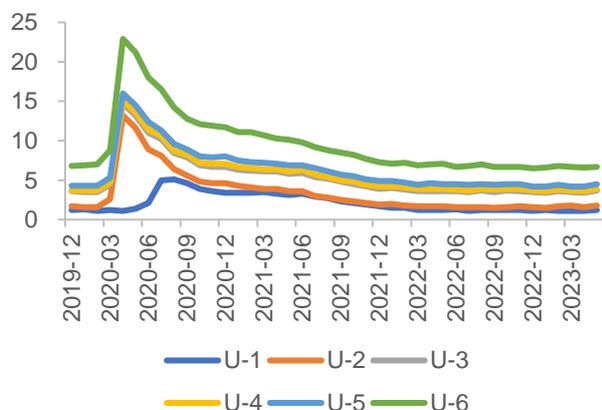
图5 美国的劳动力供需, 百万人



资料来源: FRED, 东海证券研究所

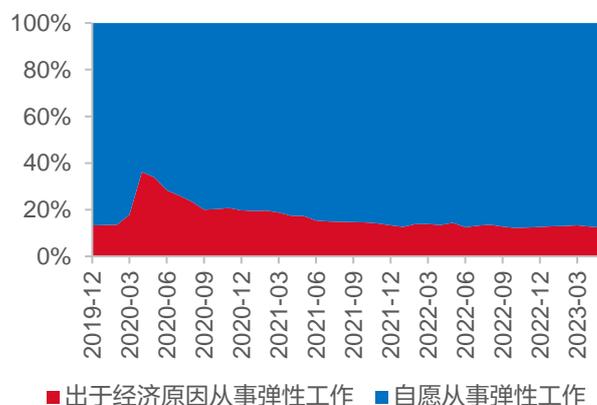
三个调查的主要指标中, JOLTS 目前的结果最差, CES 的结果最好, CPS 位于两者之间。JOLTS 调查的主要指标疲态已现, 职位空缺率、雇佣率和辞职率都于 2022 年中开始出现大幅下降, 降幅已经与过去的衰退时期相近, 但职位空缺率目前的绝对水平仍然较高。CPS 调查输出的各项失业率都位于历史较低水平, 但近几个月均有上扬趋势。CES 反映的就业状况最好, 主要体现在连续 3 个月高增长的新增非农就业人数上。

图6 各种维度的失业率 (CPS), %

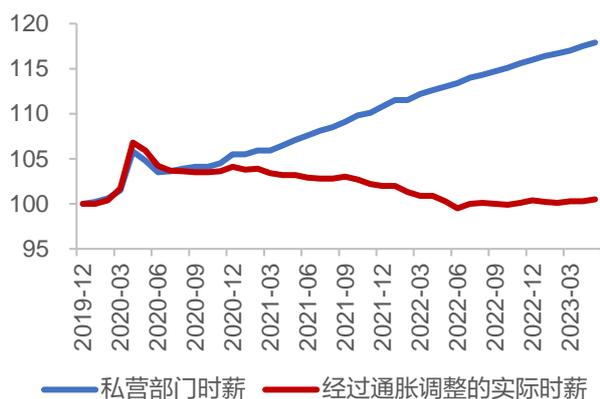


资料来源: FRED, 东海证券研究所

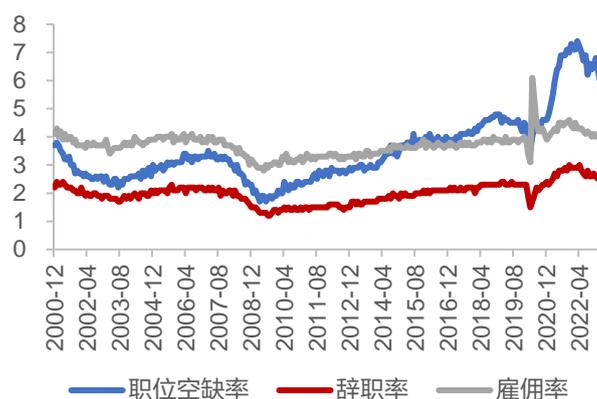
图7 从事兼职工作的原因划分 (CPS), %



资料来源: FRED, 东海证券研究所

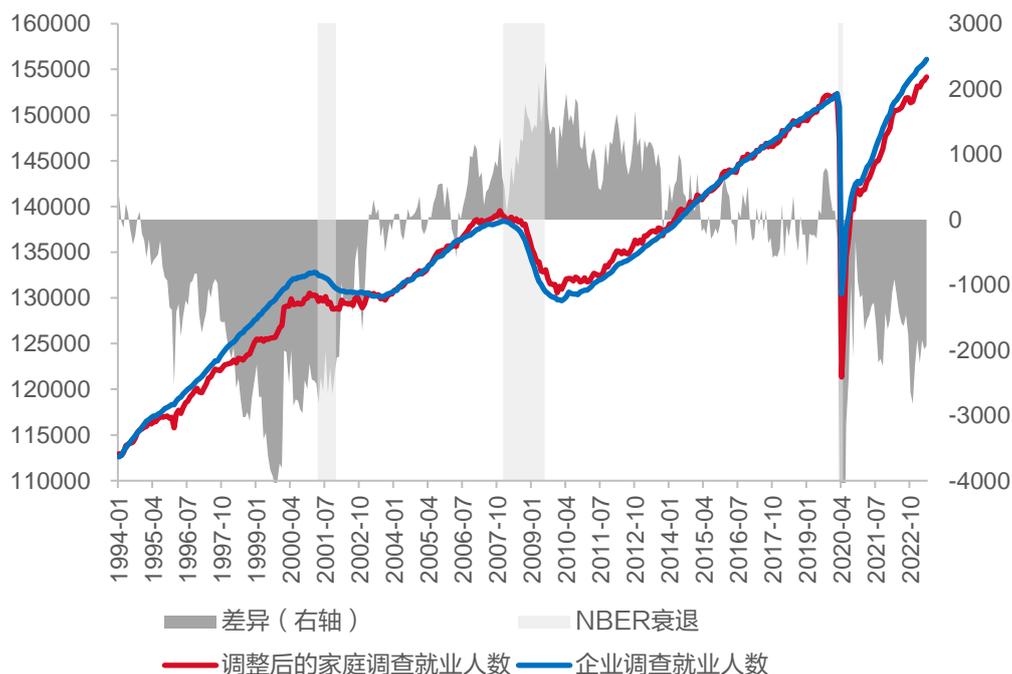
图8 美国时薪收入和实际时薪 (CES), 2019年12月1日=100


资料来源: FRED, 东海证券研究所

图9 JOLTS 主要指标, %


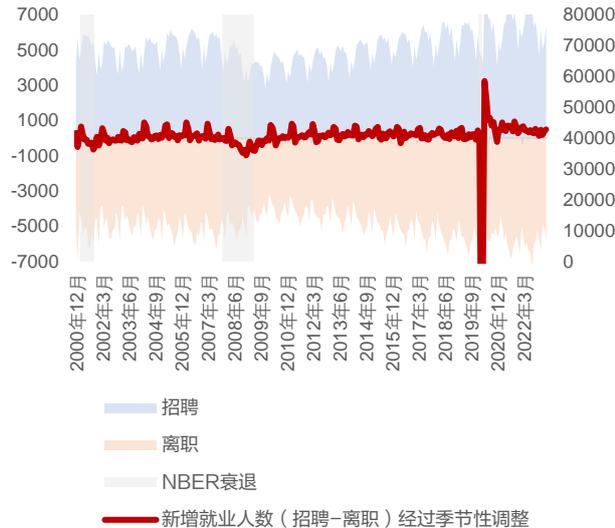
资料来源: FRED, 东海证券研究所

调查指标之间的差异加大, 是经济高波动时期的特征之一。历史规律显示, 3个调查的结果基本趋同, 但CPS的拐点略早于CES调查, JOLTS对于趋势的边际变化较CES更加敏感。即使在CPS统计的就业人数中剔除自雇人士、家庭工作者等人群, 两个之间的差异依然在增加。

图10 经过口径调整后的CPS和CES就业人数对比, 千人


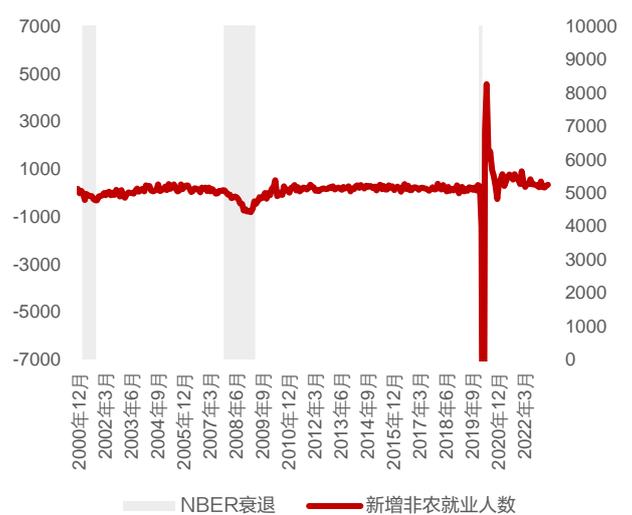
资料来源: FRED, 东海证券研究所

图11 JOLTS 新增就业人数，千人



资料来源：FRED，东海证券研究所

图12 CES 新增就业人数，千人



资料来源：FRED，东海证券研究所

2.服务业岗位需求趋弱

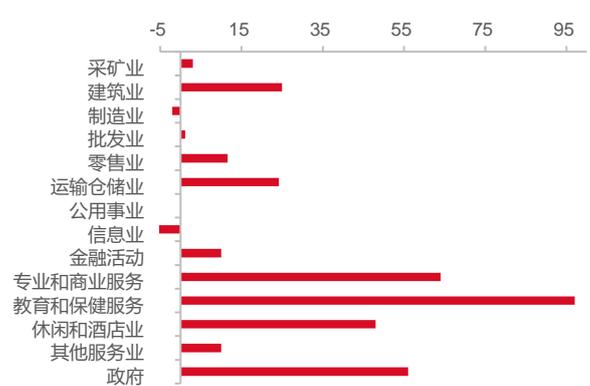
服务业是美国就业韧性的重要支撑。由于本轮周期中行业复苏节奏的差异，目前大部分新增非农就业依然由服务业贡献。教育与保健行业、专业和商业服务、以及休闲服务业是就业增长的主力军。

图13 服务业和非服务业新增就业人数，千人



资料来源：FRED，东海证券研究所

图14 5月分行业新增就业人数，千人



资料来源：FRED，东海证券研究所

然而，单靠服务业拉动，无法形成可持续的就业增长。尽管服务业提供了大量的新增就业，但对居民收入的提升作用有限。美国劳工部数据显示，除医疗及娱乐行业内的少数职位之外，餐饮酒店服务、医疗保健支持服务、清洁服务、个人护理服务等都属于时薪最少的职位。计算机和数学行业平均时薪高达 52 美元，但近几个月就业人员出现了负增长。由于就业增长主要集中于低收入职业，导致疫情后实际平均时薪下行，只有低收入人群的实际工资得到了增长。

图15 2022年5月平均时薪，美元



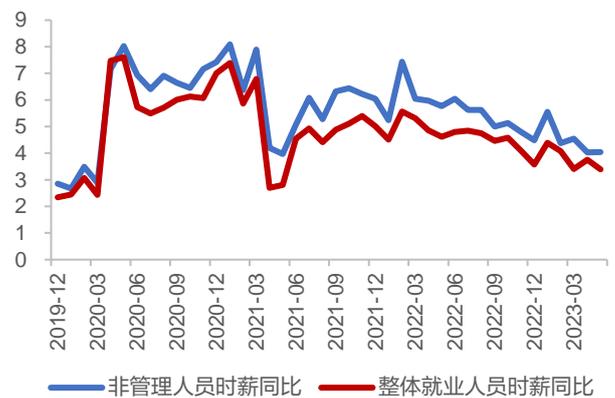
资料来源：美国劳工部 OEWS 调查，东海证券研究所

图16 实际时薪（相对于疫情前），2020年1月=1



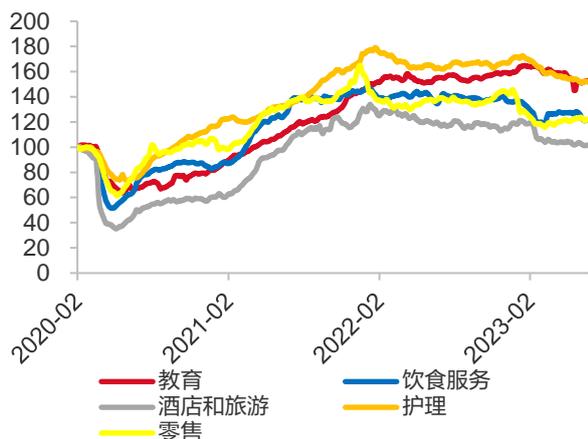
资料来源：NBER，东海证券研究所

图17 整体和非管理人员时薪同比增速，%

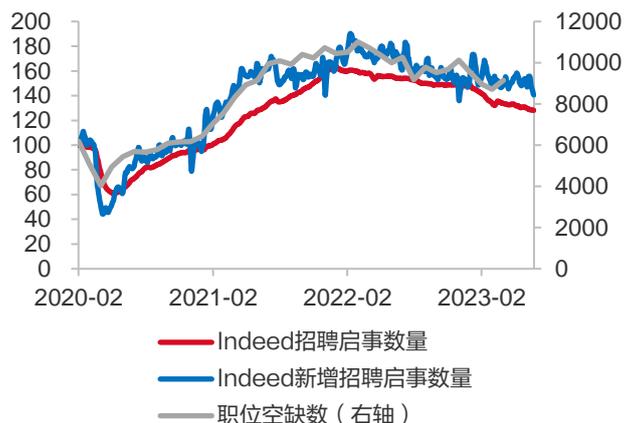


资料来源：FRED，东海证券研究所

高频数据显示服务业岗位空缺数量正在快速下行。招聘网站 Indeed 上的招聘启事数量可以作为 JOLTS 职位空缺数的高频指标。今年以来，服务业主要行业的招聘启事数量普遍下行，其中酒店和旅游类、饮食服务类的岗位需求自今年二季度以来加速减少，而零售、教育、护理等行业有一定韧性。高频数据也显示出整体职位空缺数的减少正在加速。

图18 Indeed 上各行业的招聘启事数量，2020 年 2 月 1 日=100


资料来源：FRED，东海证券研究所

图19 Indeed 上招聘启事数量与职位空缺数，2020 年 2 月 1 日=100，千个


资料来源：FRED，东海证券研究所

收入增速放缓之下，服务消费的强势难以延续，无法支撑就业持续增长。虽然目前美国的服务消费的同比增速仍达到 2% 以上，短期仍有韧性，但自 2021 年以来，已经呈现出明显的放缓趋势。

图20 居民实际服务消费同比增速，%


资料来源：美联储，东海证券研究所

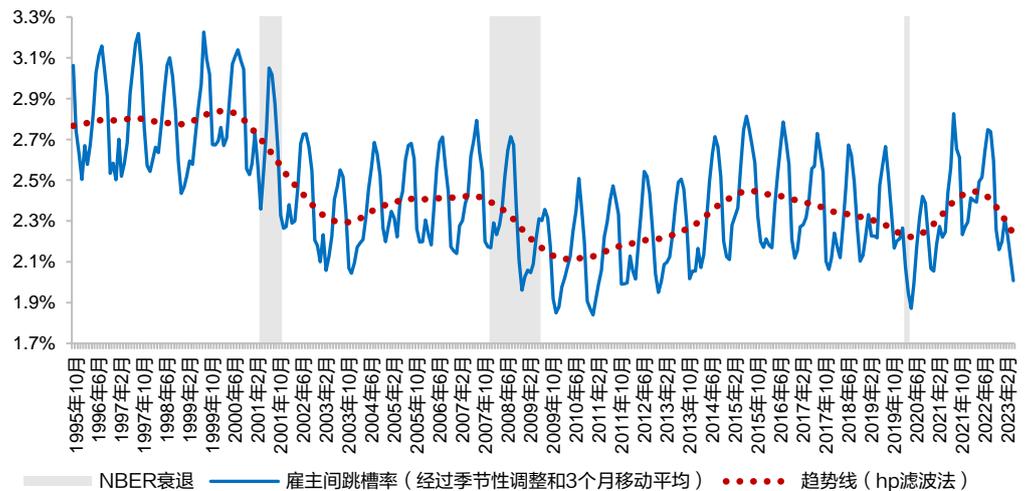
3. 匹配效率难以继续提升

为了进一步衡量劳动力市场的内部变化，我们引入劳动经济学的职业阶梯模型，将劳动力市场上的各行各业概念化为一个按照生产效率和薪水从高到低的“阶梯”。均衡状态下，劳动者在与其生产力匹配的岗位中就业，并通过积累经验和能力向上攀爬。经济下行时，劳动者被裁员后可能会接受低于其能力的低薪岗位，在职业阶梯中向下移动，失业是职业阶梯的最下一层。

因此，劳动力市场松弛可能先反映在劳动者与岗位的错配上，积累到一定程度，才会在失业率、新增就业人数等反映进出就业市场人数的指标中体现出来。疫情之后美国行业间复苏节奏的错位，导致位于阶梯低层的岗位需求增多，可能导致总量指标对于就业市场松弛程度的衡量更加失真。

雇主间跳槽概率是经济学研究常用的衡量劳动力松紧的状况的有效领先性指标。Fujita, Moscarini and Postel-Vinay 基于 CPS 的调查结果，对统计方法进行了调整，找出不同时期同一调查对象的回答，计算出了该指标。雇主间跳槽率的上升意味着更多人正在向职业阶梯上方攀爬，是领先于经济周期拐点的顺周期指标。数据显示，美国的雇主间跳槽率自 2022 年中见顶，主动跳槽的人越来越少，目前已经下降至低于疫情前的水平。

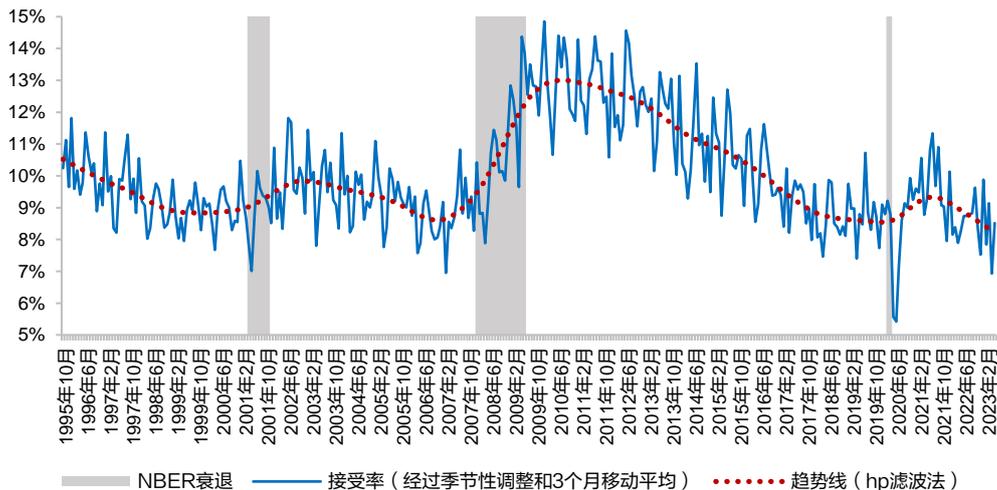
图21 雇主间跳槽概率，%



资料来源：Fujita, Moscarini and Postel-Vinay (2023)，东海证券研究所

在此基础上，Crucially, Moscarini and Postel-Vinay (2022)将雇主间跳槽率除以从失业流入就业的人员比例定义为接受率，用来衡量在职人员剔除经济周期的影响后接受外部职位的概率，是考查就业市场匹配效率能否继续改善的有效指标。如果经济下行导致就业情况变差，两个比例会同时下行，那么他们之间的比例变化不大；如果就业市场错配程度加深，那么从失业进入就业的人数会相对较少，但在职工接受外部职位的概率会上升。因此，接受率越高、就业市场的内部调整的空间越高，接受率与经济周期关系不大。美国就业市场的接受率自 2022 年起下降，目前已经降至 2% 以下，为历史较低水平，说明美国就业市场的内部调整的空间已经较小、进一步下降的空间不大。

图22 接受外部职位概率，%



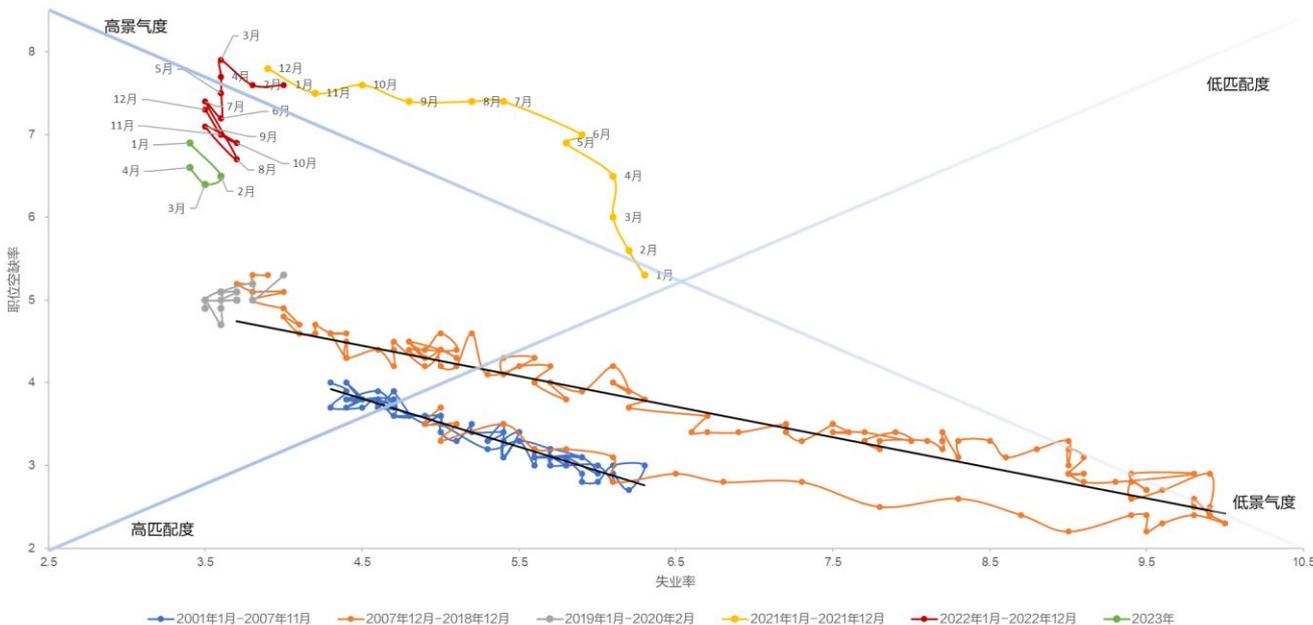
资料来源：Fujita, Moscarini and Postel-Vinay (2023)，东海证券研究所

综合跳槽率和接受率，我们发现美国就业市场主动跳槽的人变少、错配程度不高，匹配效率继续改善的空间不大。因此，职位空缺率的下降可能将伴随着失业率更大幅度的上升。

4.就业韧性并非稳态

贝弗里奇曲线以失业率为横坐标轴、职位空缺率为纵坐标，是衡量就业匹配程度的常见工具。经济景气度下行时，失业率升高、职位空缺率下降，数据点沿曲线向右下移动。就业市场匹配效率下降时，同一失业率对应更高的职位空缺率，贝弗里奇曲线整体向右上平移。

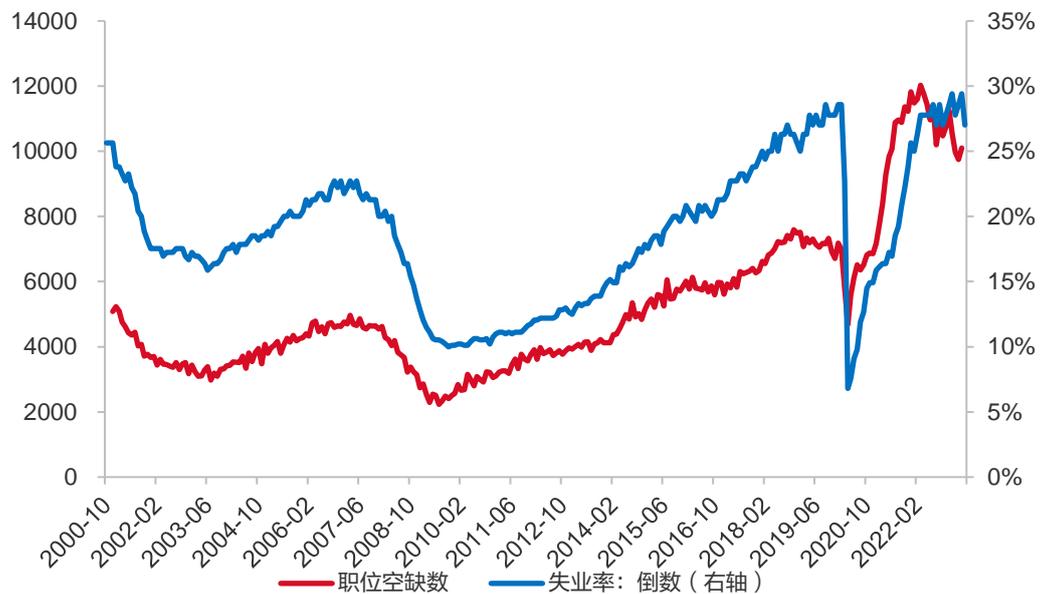
图23 2000年以来的美国贝弗里奇曲线，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

疫情冲击了劳动力供应，导致美国就业市场的匹配效率大幅下降，贝弗里奇曲线整体大幅向右上移动。2022年下半年以来，美国劳动力市场的变化主要体现在匹配效率的回归，职业空缺率在失业率没有明显改变的情况下大幅降低，是美国的失业率在美联储大幅加息后依然保持稳定的原因之一。截至2023年4月，匹配效率仍低于疫情之前。但从前文所提的主动接受外部职位的概率来看，匹配效率难以继续改善，贝弗里奇曲线的斜率即将向疫情前回归，带动失业率加速上行，长期来看，职业空缺率与失业率的边际变化率的比值可能会逐渐向2016年-2018年周期的-0.15靠近。从历史规律看，经济衰退对匹配效率的冲击是部分不可逆的，贝弗里奇曲线在每次经济衰退后都会向外移动。鉴于前文所提的两个比例已经降至历史低位，我们可以将贝弗里奇曲线的斜率即将开始变动作为中性假设：如果职位空缺率按今年前几个月的趋势，平均每月下跌0.1%，可能在今年年底达到5.3%左右，带动失业率上行至3.8%左右。

图24 职位空缺数和失业率，千个，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

总体来看，美国部分就业指标显示出韧性，但边际指标正在恶化：

- 衡量劳动力流入/流出就业市场的总量指标整体偏紧，3个主要官方调查中，CES的结果好于CPS好于JOLTS，JOLTS职位空缺率等指标疲态已现；
- 疫情后行业复苏节奏的错位导致劳动者在就业阶梯上的位置整体下移、劳动生产率在加息开始后显著下行，位于职业阶梯底部的行业需求仍在扩张，但位于中上端的行业显著收缩，因而低收入人群的实际薪资增速反而最高；
- 就业市场的内部错配程度已经位于历史较低水平、主动跳槽的人减少，说明就业市场内部已经比较松弛。

从跳槽率、接受率等反映就业市场内部松紧程度的指标发生变化，到失业率、新增就业人数等总量指标发生变化，是一个量变引发质变的积累过程。但在本轮周期中，由于新冠时期对劳动力供给的影响大幅降低了匹配效率、服务业晚于其他行业复苏推动职业阶梯底部的岗位需求逆势扩张，使就业市场的松弛被暂时局限在内部，量变引发质变的过程比以往周期中更加缓慢，但未来失业率、新增就业人数可能会有较快速的变化。

5.风险提示

全球异常气候风险:厄尔尼诺效应可能扰乱全球供应链,推动粮食和大宗商品价格上升,导致美国通胀反弹;

海外冲击扰动风险:欧洲经济在本轮周期中弱于美国,其他国家的衰退风险,或复苏不及预期的风险,可能对美国经济及政策产生扰动;

美国大选的政治风险:美国政府可能会影响美联储决策的独立性。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089