



“工资-价格”螺旋风险再现

——美国非农就业 2024 年 1 月数据点评

1 月美国就业数据大超市场预期。新增就业人数 35.3 万（市场预期 18.5 万），失业率 3.7%（市场预期 3.8%），劳动参与率 62.5%（市场预期 62.6%），平均时薪环比增速 0.6%（市场预期 0.3%），同比增速 4.5%。

经济韧性支撑需求，老龄化进程压缩供给，美国劳动力市场持续供不应求。受此影响，新增就业持续高增，失业率亦保持低企，薪资增速大幅走强，“工资-价格”螺旋风险再度出现。前瞻地看，美国就业市场或维持紧俏，薪资增速或相应保持高位，美联储降息时点和幅度或大幅不及市场预期。

一、新增就业：大超预期

职位空缺高企指向企业部门雇佣需求仍然旺盛，新增就业居高不下。2023 年 12 月职位空缺率仍然高达 5.4%，较疫前三年（2017-2019）均值高出 1.1pct，职位空缺数反弹至 902.6 万，较疫前三年均值高出 223.1 万。受此影响，2024 年 1 月美国新增就业人数仍高达 35.3 万，大超市预期的 18.5 万，也大幅高于疫前三年均值（17.7 万）。与此同时，2023 年四季度新增就业人数上修 18.6 万，月均值升至 22.7 万，指向就业增长动能仍然强劲。

从结构看，新增就业的动能来源从疫后修复切换至经济韧性。服务业方面，前期持续偏强的休闲酒店新增就业大幅收缩，信息和金融行业新增就业持续偏弱，但其他服务业分项新增就业普涨，与消费者信心指数大幅上行和零售数据持续超预期相呼应。制造业方面，采掘业就业在大宗商品价格压制下持续低迷，建筑业就业走弱与行业景气度走势相吻合，制造业就业则在非耐用品制造业带动下大幅走强，与美国消费景气度走势一致。

值得注意的是，家庭调查和机构调查的就业人数剪刀差正持续收窄，映射了劳动力市场供不应求的整体格局。与机构调查（非农）相比，家庭调查



包括了农业从业者、无报酬工作者和私人雇佣的家庭工人，但不包括 16 岁以下就业者。二者剪刀差的收窄，反映了劳动者正在向有报酬的非农就业市场集中，16 岁以下劳动者也可能在增加。

二、失业率&劳动参与率：卖方市场

劳动力供需缺口使得美国失业率水平持续低企。2024 年 1 月美国失业率录得 3.7%，连续第 3 个月持平，低于市场预期的 3.8%。当前美国劳动力市场呈现出卖方市场的特征，被动离职者人数下降而主动离职者人数上升，短期失业增加而长期失业减少。

劳动参与率连续第 2 个月录得 62.5%，略低于市场预期，继续呈“55 岁以下略超疫前，55 岁以上低于疫前”的格局。随着美国老龄化进程继续深化，劳动力供给或继续渐进收缩，在长周期进一步压低劳动参与率。

三、薪资增速：反转，而非反弹

劳动力供需缺口同样支撑了薪资增速。2024 年 1 月美国平均时薪同比、环比动能全面反转，同比增速上行至 4.5%；环比增速上行至 0.6%，创下 2022 年 4 月以来新高。

从结构看，服务业和制造业薪资增速显著分化，服务业薪资增速显著走强，制造业薪资增速则大幅回落。服务业方面，多数分项薪资环比增速走强，“用工荒”仍然兼具广度和高度，“工资-价格”螺旋风险再度抬头；制造业方面，商品制造业薪资水平在连续 2 个月的高增后回落，带动制造业整体薪资增速大幅回落，未来仍有可能再度走强。

值得注意的是，持续的薪资高增可能影响了居民整体的“工作-闲暇”分配方式。疫情以来美国人均每周工作时长震荡下行，截至 2024 年 1 月已经降至 34.1 小时，创 2010 年 7 月以来新低。这一趋势可能加剧美国劳动力供不应求的现状，并进一步支撑名义薪资高增。

四、市场：继续修正降息预期

非农就业数据大超预期，市场进一步修正过激的降息预期。美元隔夜利



率曲线（OIS）暗示美联储在3月开启降息的概率已经大幅下行至21%，5月前开启降息的概率也从97%大幅下行至68%，2024年全年降息幅度则从156bp（6次）下行至129bp（5次）。美国国债收益率大幅上行。2年期收涨16bp到4.36%，5年期收涨17bp到3.98%，10年期收涨14bp到4.02%，30年期收涨10.2bp到4.22%；美元大幅走强，美元指数从103.05上涨至103.92，美元兑换离岸人民币汇率从7.187上涨至7.211。受科技股业绩超预期影响，美股全面收涨。标普500指数收涨1.07%，纳斯达克指数收涨1.74%，道琼斯指数收涨0.35%。境外美元流动性相对宽松。根据今日境外银行间美元拆借加权成交利率，隔夜5.32%左右，1w5.45%，5.60%，3m5.55%，6m5.55%。

五、影响及前瞻：“工资-价格”螺旋风险再现

就业数据大幅超预期，叠加美联储在议息会议上的偏鹰表态，将进一步打压市场超调的降息预期。一方面，新增就业和失业率数据均强于市场预期，反映了美国经济韧性仍然强劲；另一方面，薪资增速大幅走强将对服务通胀粘性形成有力支撑，或加剧美联储对“工资-价格”螺旋风险的担忧。

前瞻地看，美国劳动力市场“供不应求”的整体格局短期内难以改变，美联储降息时点和幅度或大幅不及市场预期。

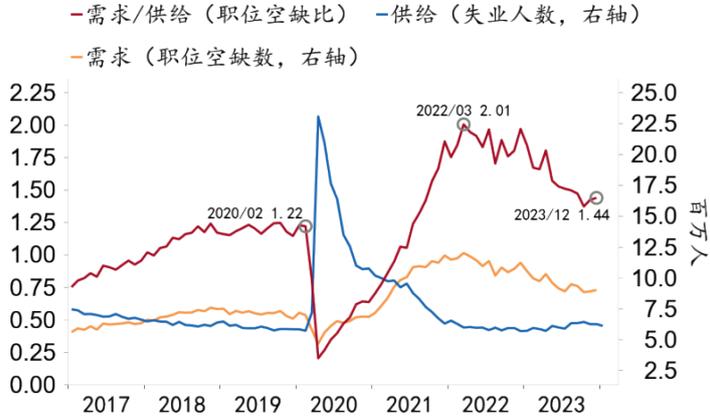
（评论员：谭卓 刘一多 王天程 陈诚）



附录

图 1: 美国劳动力市场仍然“供不应求”

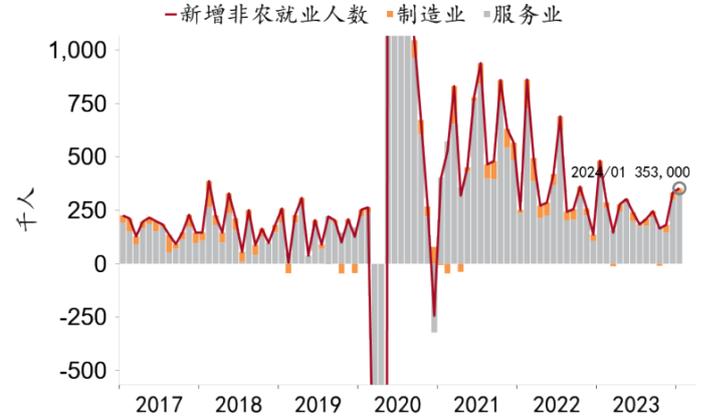
美国劳动力市场供求关系



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 2: 新增就业再度走强

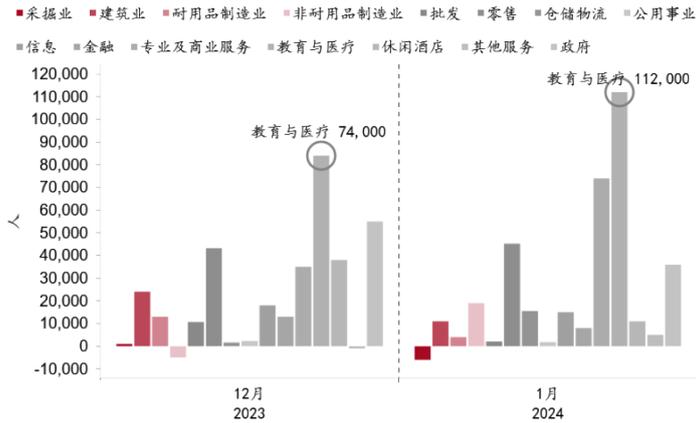
美国新增非农就业结构



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 3: 服务业分项新增就业普涨

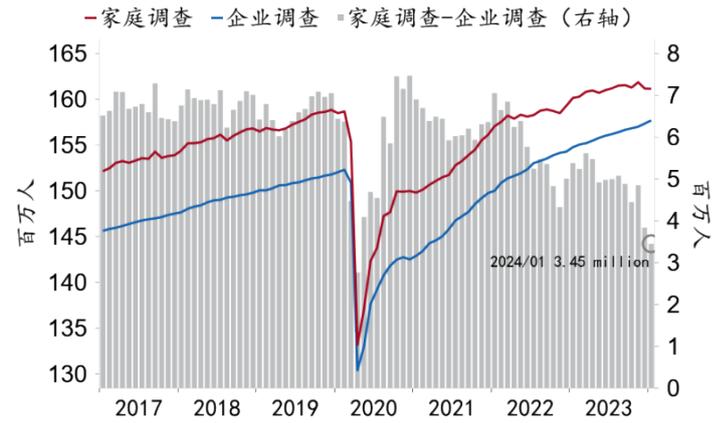
美国非农就业行业分布



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 4: 家庭和企业调查就业人数剪刀差持续收窄

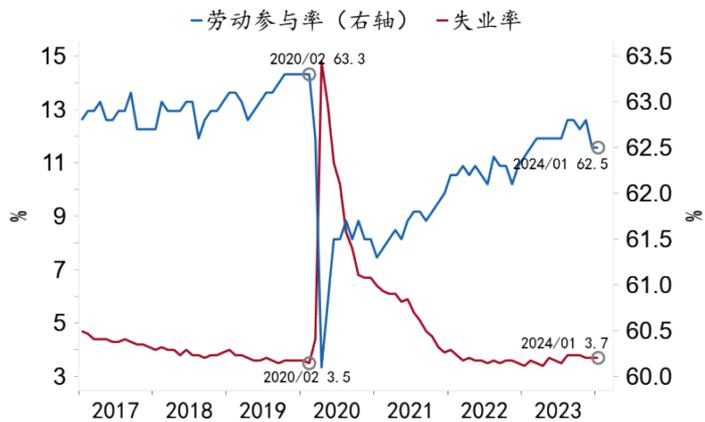
家庭调查和企业调查就业人数



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 5: 失业率水平保持低位

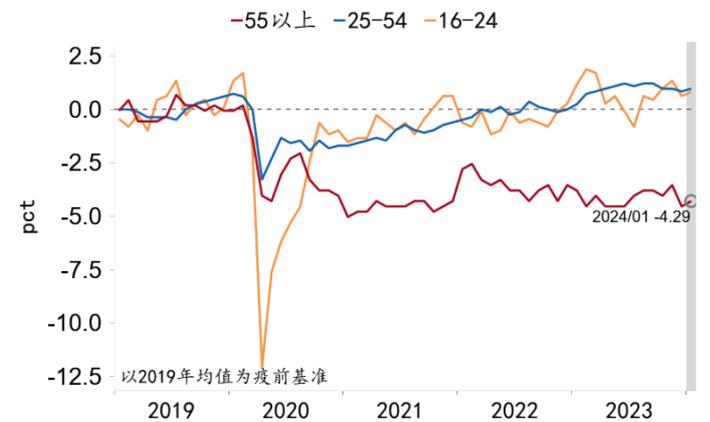
美国失业率与劳动参与率



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 6: 劳动参与率年龄分布趋稳

美国各年龄段劳动参与率较疫前变化



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图7：薪资增速大幅上行

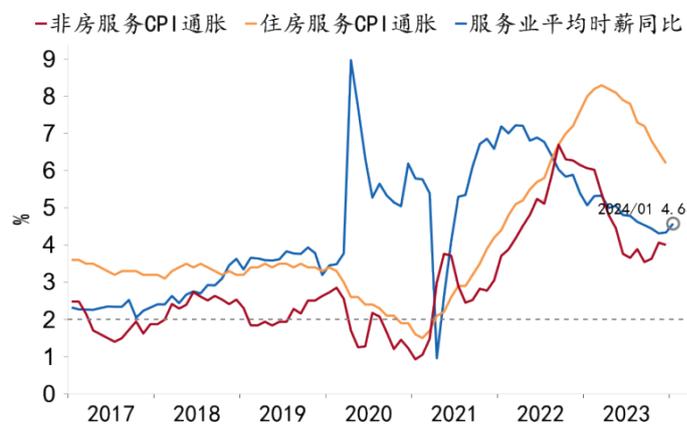
美国平均时薪同比与环比



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图8：薪资增速或将支撑服务通胀粘性

美国工资-价格螺旋



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院