

美国劳动力市场简介和展望

我们预计美国失业率可能会在 2024 年 1 季度左右达到或小幅突破 4%，但之后有望于 4% 左右企稳。薪资增速有望持续回落并带动核心通胀降温。

- 纽约联储提出了看待美国劳动力市场的 8 个维度：失业、就业、工时、劳动力需求、劳动力参与、工作丧失、工资以及错配。目前美国劳动力市场韧性仍存，劳动力供给尚未回到疫情前趋势，劳动力需求则仍然旺盛；劳动力市场的进一步降温或将主要来自于需求端的放缓。
- 我们对“美国非农就业人数”、“失业人数与失业率”、“职位空缺人数和空缺率”、“挑战者企业裁员数据”、“ADP”以及“非农企业员工平均时薪”进行更为详细的介绍。
- 就业市场结构的历史变动：2011 年以来，美国建筑业就业占比持续缓慢走高，目前已经升至 5.16%。金融危机之后，美国制造业就业占比虽结束快速下滑势头，但未能止跌，目前已经下降至 8.23%。历史上，美国采矿和伐木业就业人数占比一直较小且整体呈现持续回落的特征，目前占比已经不足 0.50%。自 1967 年以来，美国服务业在劳动力市场的比重整体呈现持续走高的态势，2012 年之后则持续稳定在略高于 70% 的水平。二战后，政府部门就业占比整体呈现“倒 V”型走势，目前占比降至不足 15%。
- “衰退”前后失业率的历史变动规律：历史均值显示，失业率在衰退开始前整体平稳，但在衰退开始后的爬升过程中呈现“先快后慢”的节奏，而触顶之后的回落则是缓慢的；失业率峰值较衰退开始前平均高约 2.37%。不同衰退时期失业率的变化差异较大；2008 年和 2020 年失业率上行异常迅猛。
- 总统选举前后失业率的历史变动规律：历史均值显示，总统选举月后失业率呈现先小幅上升之后再回落的特征，失业率峰值较选举月前平均高约 0.08%。总统更替年中，选举月后失业率的上行更为显著且持久，失业率峰值较选举月前平均高约 0.39%；总统连任年中，失业率在选举月前后都呈现持续震荡回落的特征。
- 我们的观点：美国劳动市场供需仍有可能保持“紧平衡”，但总统大选带来不确定性。基于经济周期的模型显示失业率在未来数月可能会小幅升破 4.00%。高频数据显示美国劳动力市场仍然强劲。“萨姆法则”以及“3 个月 vs 12 个月金叉”尚未显示失业率存在趋势性上行的风险。市场一致预期认为失业率将在 2024 年缓慢上行，并小幅升破 4.00%。我们预计美国失业率可能会在 2024 年 1 季度左右达到或小幅突破 4.00%，但之后有望于 4.00% 左右企稳；非农新增岗位也会先回落企稳；薪资增速有望持续回落并带动核心通胀降温。
- **风险提示：**美国经济超预期快速下滑或将伴随失业率快速走高。美国经济超预期强劲或将伴随失业率低于预期。经济周期模型预测错误。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：周亚齐

(8621)2032870

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

目录

1. 美国劳动力市场的 8 个维度.....	5
2. 美国劳动力市场主要指标简介.....	8
2.1 美国非农就业人数.....	8
2.2 失业人数与失业率.....	9
2.3 职位空缺人数与空缺率.....	11
2.4 挑战者企业裁员数据.....	12
2.5 ADP.....	14
2.6 非农企业员工平均时薪.....	15
3. 美国劳动力市场专题讨论.....	16
3.1 就业市场结构的历史变动.....	16
3.2 “衰退”前后失业率的历史变动规律.....	21
3.3 总统选举前后失业率的历史变动规律.....	23
4. 对美国失业率的观点.....	26
5. 风险提示.....	32

图表目录

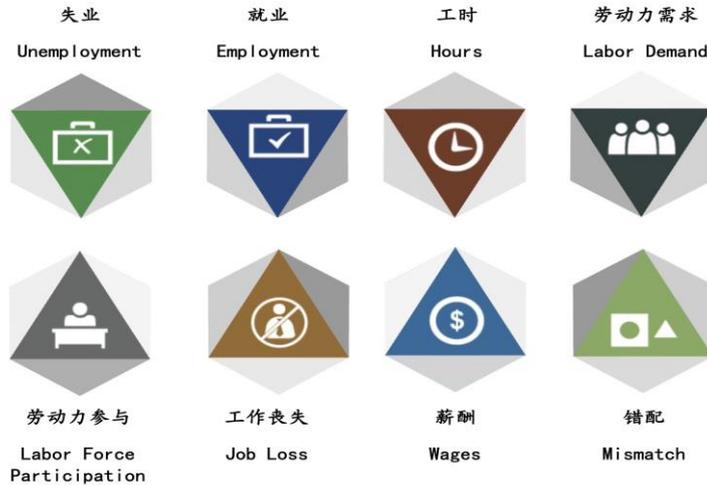
图表 1. 劳动力市场的 8 个维度.....	5
图表 2. 劳动力市场的八个方面的指标的分类.....	6
图表 3. 美国新增非农就业人数走势.....	8
图表 4. 美国两部门 NFP 走势：2022 年至今.....	8
图表 5. 美国各部门 NFP：2024 年 1 月.....	9
图表 6. 美国服务生产行业新增 NFP：2024 年 1 月.....	9
图表 7. 美国商品生产行业 NFP：2024 年 1 月.....	9
图表 8. 美国政府部门 NFP：2024 年 1 月.....	9
图表 9. 美国失业率走势%.....	10
图表 10. 美国各部门失业率走势%.....	10
图表 11. 美国私人部门失业人数占比：2024 年 1 月.....	10
图表 12. 美国私人部门失业人数同比：2024 年 1 月.....	10
图表 13. 美国 U1-U6 失业率：2024 年 1 月.....	11
图表 14. 美国职位空缺率走势%.....	12
图表 15. 美国两部门职位空缺率：2022 年至今.....	12
图表 16. 美国各行业职位空缺占比：2023 年 12 月.....	12
图表 17. 美国各行业职位空缺环比增速：2023 年 12 月.....	12
图表 18. 挑战者企业裁员人数.....	13
图表 19. 挑战者企业裁员增长率.....	13
图表 20. 挑战者企业裁员人数（按行业分）：2024 年 1 月.....	13
图表 21. 挑战者企业裁员人数（按地区分）：2024 年 1 月.....	13
图表 22. 美国 ADP 走势.....	14
图表 23. 美国各部门 ADP 占比：2024 年 1 月.....	14
图表 24. 美国各地区 ADP 占比：2024 年 1 月.....	14
图表 25. 美国非农企业员工平均时薪走势.....	15
图表 26. 美国两部门平均时薪同比变化：2022 年至今.....	15
图表 27. 美国各行业平均时薪：2024 年 1 月.....	15
图表 28. 服务业、商品生产和政府就业在非农就业中占比的历史变动.....	16
图表 29. 美国建筑业就业人数走势：2011 年至今.....	17
图表 30. 美国建筑业就业人数占非农总人数的比例.....	17
图表 31. 美国建造支出占名义 GDP 比重.....	17
图表 32. 美国建造支出主要分项占名义 GDP 比重.....	17
图表 33. 美国制造业就业人数走势.....	18
图表 34. 美国制造业就业人数占非农总人数的比例.....	18
图表 35. 美国工业增加值占名义 GDP 比重.....	18
图表 36. 美国货物贸易逆差占名义 GDP 比重.....	18

图表 37. 美国采矿和伐木业就业人数走势.....	19
图表 38. 美国采矿和伐木业就业人数占非农总人数的比例.....	19
图表 39. 美国服务业就业人数走势.....	19
图表 40. 美国服务业就业人数占非农总人数的比例.....	19
图表 41. 服务业细分行业占比的历史走势.....	20
图表 42. 服务业细分行业较疫情前占比变化.....	20
图表 43. 美国政府部门就业人数走势.....	21
图表 44. 美国政府部门就业人数占非农总人数的比例.....	21
图表 45. 美国联邦政府 vs 州政府 vs 地方政府就业人数占非农总人数的比例.....	21
图表 46. 疫情后, 美国地方政教育类岗位的走势.....	21
图表 47. NBER 定义的衰退期.....	22
图表 48. 美国各经济衰退期失业率变化情况 (不包括 COVID-19 衰退期, T 为经济开始衰退的第一个月) %.....	22
图表 49. 美国 COVID-19 衰退期间失业率的变化.....	23
图表 50. 美国 COVID-19 衰退前后 GDP 变化情况.....	23
图表 51. 美国总统大选周期 vs 劳动力市场.....	24
图表 52. 1960 年后美国历年总统选举前后 12 个月劳动力市场变化情况 (T 为总统选举月, 以失业率为观察指标) %.....	24
图表 53. 大选年 vs 换届年 vs 连任年美国失业率的平均变化情况.....	25
图表 54. 美国失业率同比变动(左轴逆序) VS 美国经济周期: 实际值 以及 预测值.....	26
图表 55. 美国失业率: 实际值 VS 基于经济周期的预测值.....	27
图表 56. 美国持续申领失业金人数 vs 失业率.....	27
图表 57. 美国初次申领失业金人数 vs 失业率.....	28
图表 58. 持有失业保险人群的失业率 vs 失业率.....	28
图表 59. 萨姆法则.....	29
图表 60. 美国失业率 3 个月移动均值 vs 36 个月移动均值.....	29
图表 61. 美国失业率的一致预期(%).....	30
图表 62. 非农滚动 12 个月新增岗位 VS 美国经济周期.....	30
图表 63. 非农职位空缺数与失业人数比值 VS 时薪增速.....	30
图表 64. 主动离职率显示薪资增速仍将持续回落.....	31
图表 65. 时薪同比增速 VS 核心 PCE 同比增速.....	31
图表 66. 时薪同比增速在失业率大致保持稳定的情况下持续回落.....	31

1. 美国劳动力市场的 8 个维度

为了更全面地了解和衡量美国劳动力市场的状况，纽约联储提出了如下 8 个看待劳动力市场的维度。

图表 1. 劳动力市场的 8 个维度



资料来源：纽约联储，中银证券

- 失业 (Unemployment)**：涵盖失业率、黄金年龄 (25-54 岁) 失业率以及基于不同的劳动人口统计口径所划分的特殊失业率 (U1-U6) 等指标。市场和官方使用最为普遍的失业率指标目前仍处于历史低位。具体来看，该指标在 2023 年全年大致围绕 3.63% 的均值波动；其最新的 2024 年 1 月数据为 3.70%，尽管略高于疫情前 3.50% (2019 年 12 月数据) 的水平，但仍处于 1960 年以来的历史低位范围 (小幅高于 3.40% 的历史最低值)。
- 就业 (Employment)**：涵盖就业人口比率、有偿就业岗位、家庭就业人口、临时就业人口等指标。目前，就业人口比率 (16 岁以上就业人口/总人口) 处于历史高位。具体来看，该指标近期持续震荡上行，其最新的 2023 年 12 月数据为 47.96%，略低于疫情前 48.22% (2019 年 12 月数据) 的水平。
- 工时 (Hours)**：涵盖每周平均工时、每周工作指数、全职工人比例等指标。目前，私营企业非农就业员工平均每周工时处于 1990 年以来的历史较低水平。具体来看，该指标近期持续震荡下行，其最新的 2024 年 1 月数据为 34.10 小时，低于疫情前 34.30 小时 (2019 年 12 月数据)，低于 2011-2019 的平均水平 (34.44 小时)。
- 劳动力需求 (Labor Demand)**：涵盖职位空缺率、雇佣率、就业扩散指数、空缺失业率、求职率、离职率和持续失业时间等指标。目前，职位空缺率正处于历史较高水平，截至 2023 年 12 月，美国非农部门职位空缺率为 5.40%。虽然该指标近期持续震荡下行，但其数值仍高于疫情前的最高记录 4.80%。
- 劳动力参与 (Labor Force Participation)**：涵盖劳动参与率、黄金年龄 (25-54 岁) 的成年男女劳动力参与率、劳动力未参与率及劳动力/劳动力未参与率等指标。目前，劳动参与率正处于 1970 年代以来的历史较低水平。不过，该指标近期呈现震荡上行的态势，其最新的 2024 年 1 月数据为 62.50%，仍低于疫情前 63.20% (2019 年 12 月数据) 的水平。
- 工作丧失 (Job Loss)**：涵盖裁员率、解雇率、初请失业金人数及就业与失业流动率等指标。目前，初请失业金人数正处于历史较低水平。具体来看，该指标在 2023 年全年大致围绕 22.27 万人的均值波动，其最新的 2024 年 1 月 26 日数据为 22.40 万人，仍显著低于疫情前 (2011 年 1 月至 2019 年 12 月) 的均值 (29.54 万人)。
- 工资 (Wages)**：涵盖平均工资和平均周薪，用于分析劳动力市场中的薪酬水平和趋势。目前，美国私营企业非农就业员工的平均时薪的同比增速 4.48% (2024 年 1 月数据)，正处于历史高位。虽然该指标近期持续震荡下行，但其数值仍高于疫情前的最高记录 3.68%。

8. **错配 (Mismatch)**：分别按职业及行业划分，探讨失业者分布与职业职位空缺之间的不匹配情况，以此来评估劳动力市场的结构性问题。

图表 2. 劳动力市场的八个方面的指标的分类

方面	指标	指标描述	数据来源
1. 失业	失业率	衡量 16 岁及以上非机构化人口 ¹ 中，无工作、近四周积极求职、可工作人员与劳动力总数的比例。	BLS, CPS
	黄金年龄男女失业率	25-54 岁年龄段成年男女的失业率。	BLS, CPS
	特殊失业率 U (Special U)	更广泛的失业率度量，包括 U-5 (失业人员+灰心工人+边际依附人员) 和 U-6 (失业人口+边际依附人口+经济原因兼职就业人口)	BLS, CPS
2. 就业	就业人口比率	16 岁以上非机构化人口中的就业人数与总人口的比例。	BLS, CPS
	有偿就业岗位	连续两个月的非农业部门工资工作岗位 (包括全职和兼职) 数量变化，来衡量非农业部门每月的就业增减情况。	BLS, CES
	家庭就业人口	16 岁以上非机构化人口中，参考周内从事有偿工作或家族企业无偿工作的人员月度变化。	BLS, CPS
	临时就业人口	就业并在临时就业行业工作的人员月度变化。	BLS, CES
3. 工时	平均每周工作时间	私营受薪员工的平均工作时长。	BLS, CES
	每周总工作指数	当月总工时与 2007 年平均总工时的比较。	BLS, CES
	全职工人比例	工作 35 小时及以上的就业人员比例。	BLS, CPS
4. 劳动力需求	职位空缺率和雇用率	职位空缺与就业人数的比例，以及月度新雇员相对总就业人数的比例。	JOLTS
	就业扩散指数	反映不同行业就业变化的加权百分比 ² 。	BLS, CES
	空缺失业率	职位空缺与失业人数的比率。	BLS, CPS, JOLTS
	求职率	一个月内找到工作的失业者占总失业者的比例。	BLS, CPS
	离职率	自愿离职人数占就业人数的比例。	JOLTS, BLS
5. 劳动力参与	持续失业时间	当前失业人群中位失业时长。	BLS, CPS
	劳动力参与率	16 岁以上非机构化人口中，劳动力参与者与总人口的比例。	BLS, CPS
	黄金年龄男女劳动力参与率	25-54 岁年龄段男女劳动力参与者与同年龄组总人口的比例。	BLS, CPS
	劳动力未参与率	未参与劳动力市场的人群比例。	BLS, CPS
6. 工作丧失	劳动力/劳动力未参与率	一个月内退出劳动力市场的劳动力参与者的比例。	BLS, CPS
	裁员和解雇率	裁员和解雇人数占就业人数的比例。	BLS, JOLTS
	失业保险：初请失业金	州计划下的初始索赔数量。	BLS
7. 薪酬	就业与失业流动率	一个月内失业的就业人数比例。	BLS, CPS
	平均时薪	所有私营非农工资工人的平均每小时收入。	BLS, CES
8. 错配 ³	平均周薪	所有私营非农工资工人的平均每周收入。	BLS, CES
	按职业划分的错配指数	衡量失业者分布与跨行业职位空缺分布之间的不匹配程度。	CPS, JOLTS
	按行业划分的错配指数	衡量失业者分布与职业职位空缺分布之间的不匹配程度。	CPS, JOLTS

注：

¹非机构化人口指不在监狱、长期护理医院或疗养院等机构中的个人。主要分为三大类：非劳动力人口、就业人口和失业人口，后两者称为劳动力人口。

²就业人数增加的行业占比*100% + 就业人口不变的行业占比*50% + 就业人口减少的行业占比*0%。

资料来源：纽约联储，中银证券

目前美国劳动力市场韧性仍存，劳动力供给尚未回到疫情前趋势，劳动力需求则仍然旺盛；劳动力市场的进一步降温或将主要来自于需求端的放缓。如前文所述，劳动力市场综合指标（例如失业率）显示，尽管面对美联储近几十年来最迅猛的加息，但美国劳动力市场仍然非常强劲；供给端的指标（例如劳动参与率，工作时长）显示美国劳动力市场的供给尽管有所恢复，但仍尚未回到疫情前的趋势。供给端的偏弱可能部分是由于老年人口劳动参与率较低引起的，而这可能同疫情后老年人对于健康问题担忧升温，部分老年人选择提前退休等因素相关。需求端的指标（例如职位空缺率）则显示劳动力市场的需求尽管边际降温，但仍然非常旺盛。展望未来，2023年12月FOMC会议纪要则显示美联储部分官员认为劳动力市场供给（主要来自劳动参与率的提高和移民的增加）的恢复可能已经接近完成，未来劳动力市场的持续再平衡或将主要来自于需求端的放缓。

2. 美国劳动力市场主要指标简介

基于市场和美联储的关注重点，我们在本节着重对美国劳动力市场数据中的“美国非农就业人数”、“失业人数与失业率”、“职位空缺人数和空缺率”、“挑战者企业裁员数据”、“ADP”以及“非农企业员工平均时薪”进行更为详细的介绍。

2.1 美国非农就业人数

统计方法与发布时间

美国非农就业数据（Nonfarm Payroll，简称 NFP）是美国劳工统计局（BLS）每月发布的一份重要经济报告。该报告通常在每月的第一个星期五发布，提供关于非农业就业领域的信息。

非农就业数据一般由 Current Employment Statistics (CES) 统计，这是一项由 BLS 进行的数据收集活动。CES 调查涵盖约 122,000 家企业和政府机构，大约 666,000 个个体工作场所，这些场所来自大约 11,000,000 家失业保险（UI）纳税账户的抽样框架。

这些数据反映了非农部门就业人数、工资水平和工时等信息，是评估美国劳动力市场健康状况的关键指标。调查对象包括各种规模的企业和组织，涵盖制造业、建筑业、金融业、医疗和教育业、零售业、服务业等非农、非政府领域。数据不包括农业、家庭雇佣、非营利组织和军队。

指标分解

非农就业人数的数据主要分为私人部门和政府两大类。其中，私人部门细分为商品生产和服务生产。政府部门则包括联邦、州政府等。

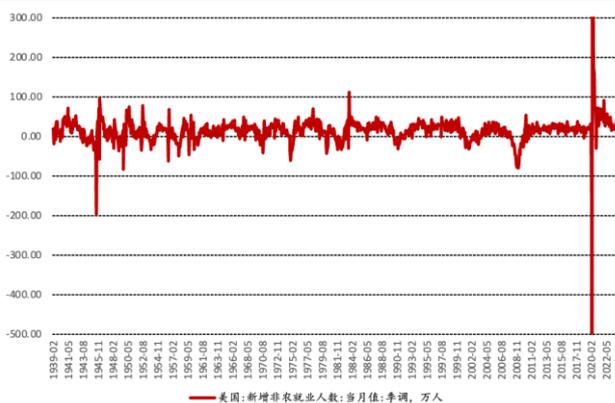
数据分析

据统计，美国 2024 年 1 月新增非农就业人数为 35.30 万人，同比下降了 26.76%，其中，主要原因是服务生产行业新增就业人数为 28.90 万人，同比下降 7.67%，而商品生产行业虽然新增 2.80 万人，但却同比下降了 31.71%。除了私人部门外，政府部门新增 3.60 万人，同比下降了 70.73%。

从绝对量上来看，在服务生产行业中，贸易、运输和公用事业的新增就业人数最高（6.40 万人），在商品生产行业中，制造业新增就业人数为 2.30 万人，而采矿业就业人数减少了 0.60 万人；在政府部门中，地方政府新增就业人数最多（1.50 万人）。

从同比增速上看，非农就业人数同比上升 1.89%，其中生产行业就业人数上升 1.20%，服务行业就业人数上升 1.87%，政府部门则同比上升 2.67%。在生产行业中，建筑业(2.73%)及采矿和伐木业(0.47%) 非农就业人数同比上升最多。服务行业中，教育和保健（4.16%）及休闲和住宿（2.93%）就业人数同比上升最多，信息咨询（-1.14%）就业人数同比下降最多。政府部门中，州政府（3.88%）就业人数同比上升最多。

图表 3. 美国新增非农就业人数走势



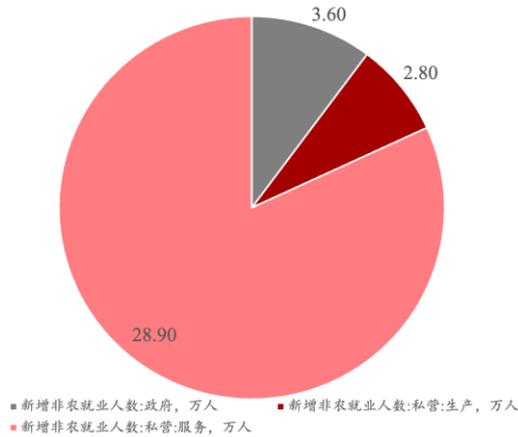
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 4. 美国两部门 NFP 走势: 2022 年至今



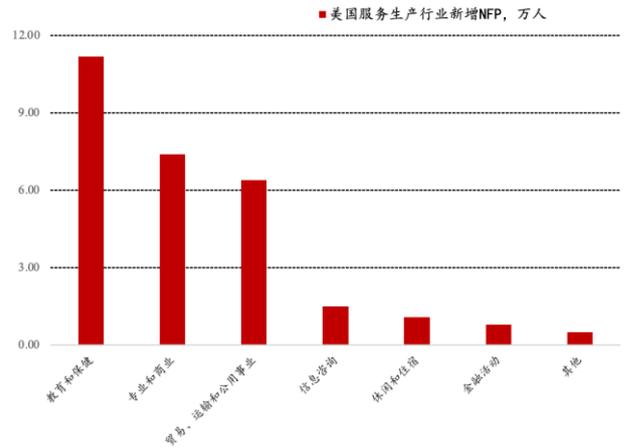
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 5. 美国各部门 NFP: 2024 年 1 月



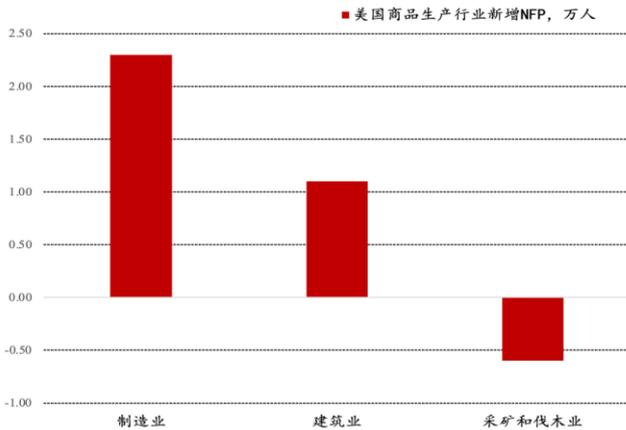
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 6. 美国服务生产行业新增 NFP: 2024 年 1 月



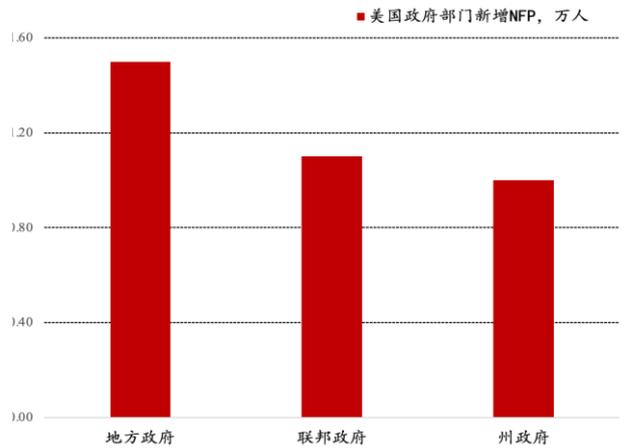
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 7. 美国商品生产行业 NFP: 2024 年 1 月



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 8. 美国政府部门 NFP: 2024 年 1 月



资料来源: 同花顺, 中银证券

2.2 失业人数与失业率

统计方法与发布时间

美国失业率是通过 Current Population Survey (CPS) 测量。CPS 是美国劳工部统计局 (BLS) 每月进行的抽样调查, 目的是了解劳动力市场中的就业和失业情况。

CPS 每月从约 60,000 个家庭中的约 110,000 个个体进行调查, 选择使用复杂的随机抽样方法, 以确保数据代表性, 通过面对面或电话采访的方式获得信息。受访者年龄在 16 岁及以上, 并根据就业状况被划分为就业、失业或不在劳动力市场的人员。失业率的计算方式为失业人数除以劳动力人口的百分比, 当月数据通常在次月的第一个星期五连同非农就业数据一并发布。

指标分解

美国失业率按照部门划分可分为非农私人部门、农业相关部门、政府部门和自雇佣者。其中, 非农私人部门失业率更受关注, 并进一步细分为多个行业。除此之外, 失业率还能按不同的统计口径进行划分, 分别由 U1 至 U6 代表; 其中, 季调后的 U3 同季调后的官方失业率一致, 其分子是所有无工作但积极寻找工作的人员数量; 分母是总劳动力人口。其它失业率相较 U3 的区别主要是: U1 在分子端是失业 15 周以上的人员数量, U2 在分子端是因被裁员或临时工作结束而失业的人员, U4 的分子端是 U3 的分子加上已停止寻找工作的失业人员, U5 在 U4 的基础上进一步加上了其他边缘依附工人 (即想工作并曾在最近 12 个月内工作过, 但不是当前在找工作的人), U6 分子端为失业人口加上所有边缘依附人口与出于经济原因的兼职就业人口的总和, 分母端为总劳动力加上边缘依附人口加上因经济原因兼职就业人口。每个指标都以不同的方式衡量失业, 提供了不同角度的劳动力市场的情况。

数据分析

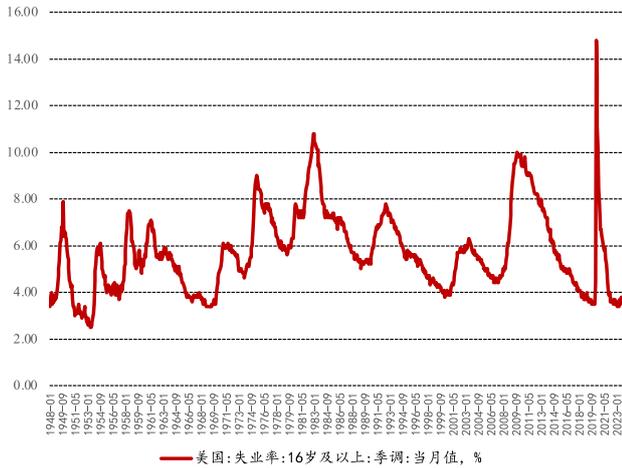
新冠疫情爆发后，在支持性政策的推动下，美国失业率从顶峰时的 14.8% 迅速回落，并于 2021 年末跌落至 4.00% 下方。进入 2022 年之后，尽管货币政策开始逐渐收紧，同时财政政策的刺激效用逐渐淡化，但失业率并未快速走高，而是持续在 3.50%-3.80% 的区间震荡。2024 年 1 月的数据显示，美国失业率为 3.70%，失业人数约 612.40 万人。

从结构上来看，不同部门的失业率水平差异明显：2024 年 1 月的数据显示，非农工资劳动者失业率（非季调数据）为 4.10%（较 12 月数据的 3.5%，上升 0.6 个百分点），农业和相关工资劳动者失业率 8.00%（较 12 月数据 7.00%，上升 1.00 个百分点），政府雇员的失业率为 1.80%（较 12 月数据 1.50%，上升 0.3 个百分点），自雇及无酬家庭用工失业率为 3.50%（与 12 月数据 3.50% 持平）。

在美国非农私人部门中，2024 年 1 月的数据显示，失业人数占比最多的 5 大部门分别是：批发和零售（17.17%）、专业和商业服务（14.97%）、休闲和餐饮（14.94%）、教育和健康服务（12.24%）及建筑业（12.83%）。同比增速显示，采矿和油气采集失业人数上升最多，同比上升高达 700.00%；而采矿和油气采集行业下降最明显，同比下降 9.32%。

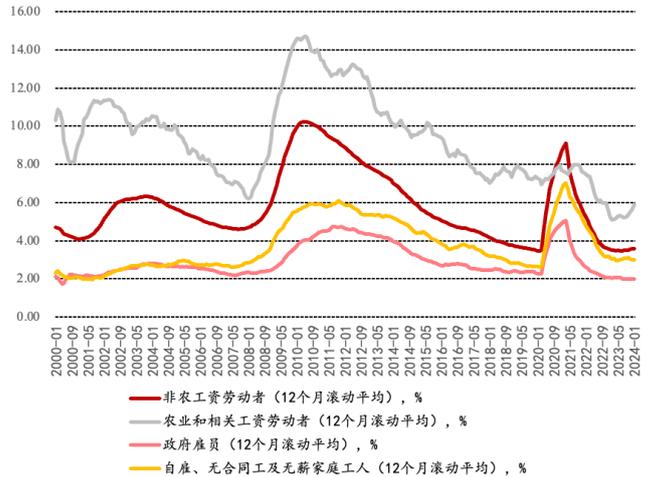
从失业率 U1-U6 的划分来看，截至 2024 年 1 月，U1 失业率为 1.30%、U2 失业率为 1.80%、U3 失业率为 3.70%、U4 失业率为 3.90%、U5 失业率为 4.60%、U6 失业率为 7.20%。

图表 9. 美国失业率走势%



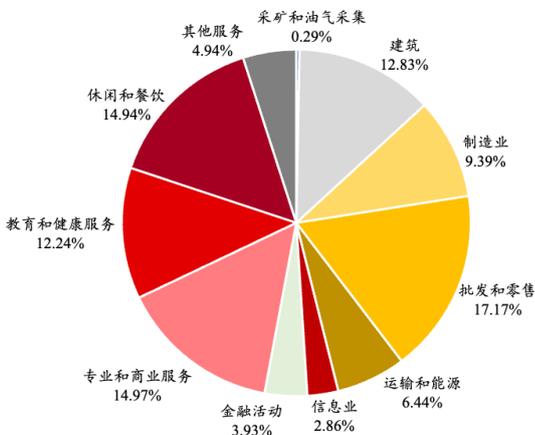
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 10. 美国各部门失业率走势%



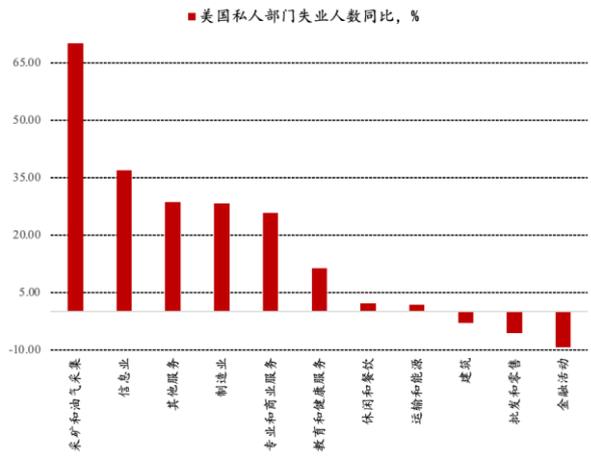
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 11. 美国私人部门失业人数占比: 2024 年 1 月



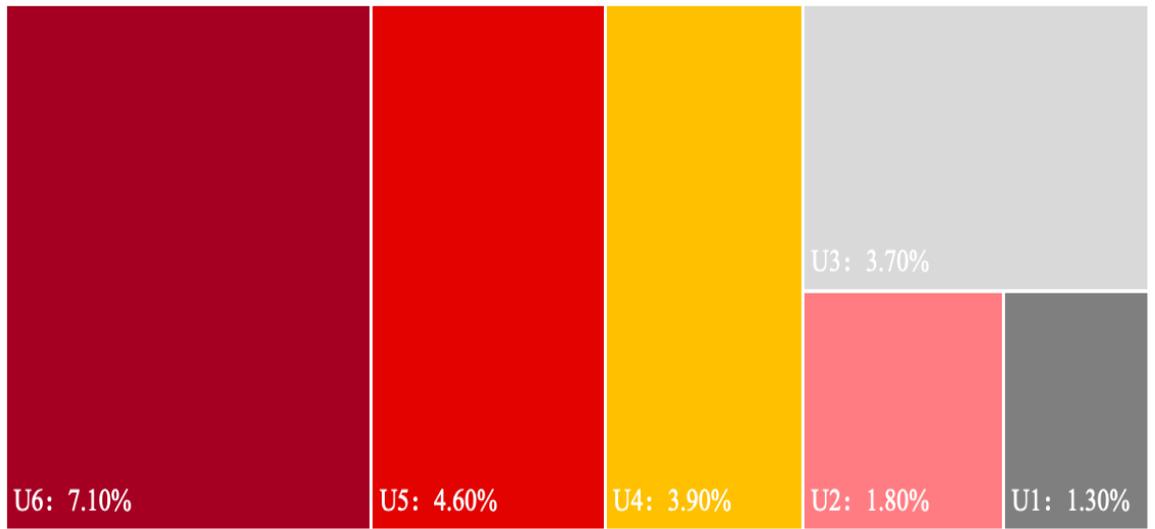
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 12. 美国私人部门失业人数同比: 2024 年 1 月



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 13. 美国 U1-U6 失业率：2024 年 1 月



资料来源：同花顺，中银证券

2.3 职位空缺人数与空缺率

统计方法与发布时间

职位空缺人数与空缺率通过美国劳工统计局的“职位空缺和劳动力流动调查”(JOLTS)来评估。JOLTS 为全国职位空缺、招聘和离职提供月度和年度估算数据。数据包括私营和公共部门、不同地区和行业部门的详细信息。特别是，私营领域的数据按企业规模分类，并提供各州的估算数据。

JOLTS 的样本框架基于美国劳工统计局 (BLS) 的就业和工资季度普查计划 (QCEW) 以及联邦铁路管理局 (FRA) 提供的企业信息。样本大约包括 21,000 个单位，覆盖所有非农业产业。

数据收集通过计算机辅助电话访谈 (CATI) 进行，并在收集结束五个月后发布最终数据，每月第一个周三公布。

指标分解

私人部门和政府部门是 JOLTS 数据分析的两个主要部分。在私人部门中，重点关注的行业包括建筑业、制造业、贸易运输和公用事业、专业和商业服务、教育、医疗保健、休闲娱乐、餐饮住宿等。

数据分析

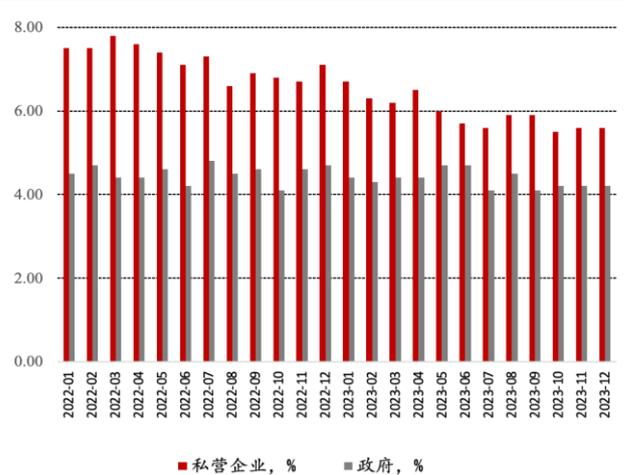
截至 2023 年 12 月，美国职位空缺数从年初的 1056.30 万人减少至 902.60 万人，非农部门职位空缺率为 5.40% 与上月持平。美国劳动力市场疲软主要体现在私营企业，2023 年 12 月美国私营企业职位空缺率为 5.60%，职位空缺人数为 801.00 万人，而政府部位职位空缺率则为 4.20%，职位空缺人数为 101.60 万人。在私营企业中，教育和医疗空缺人数为 201.80 万人占比 28.43% 最多，其次是专业和商业服务行业职位空缺 171.90 万人占比 24.22%。与 11 月相比，美国 12 月职位空缺人数下降最多的行业是休闲和餐饮，环比下降了 11.63%；而专业和商业服务职位空缺人数上升最多，环比上升了 16.15%。

图表 14. 美国职位空缺率走势%



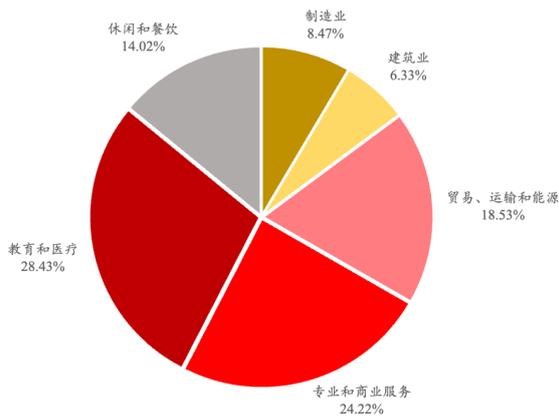
资料来源：同花顺，中银证券

图表 15. 美国两部门职位空缺率：2022 年至今



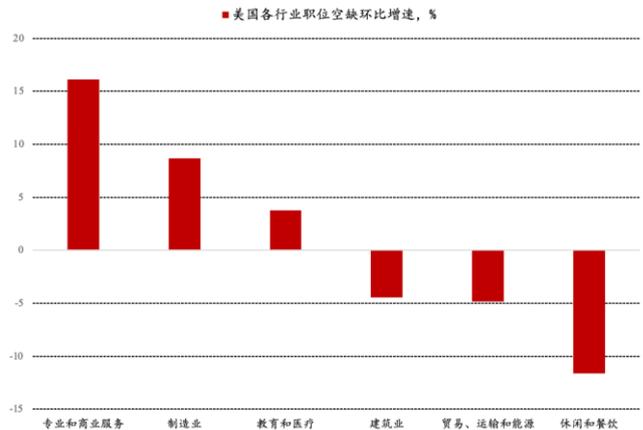
资料来源：同花顺，中银证券

图表 16. 美国各行业职位空缺占比：2023 年 12 月



资料来源：同花顺，中银证券

图表 17. 美国各行业职位空缺环比增速：2023 年 12 月



资料来源：同花顺，中银证券

2.4 挑战者企业裁员数据

统计方法与发布时间

挑战者企业裁员数据提供美国公司公开裁员情况的统计，由 Challenger, Gray & Christmas, Inc. 提供。这个咨询公司专注于职业培训和过渡服务，并跟踪大中型尤其是上市公司的裁员公告。

数据收集基于新闻发布、媒体报道和政府或企业公布的文件，通常在每个月第一个周四发布。

虽然这一指标以大型企业为主，可能无法全面覆盖所有裁员事件，尤其是中小企业，但它反映了劳动力市场的重要方面，包括就业不稳定性。

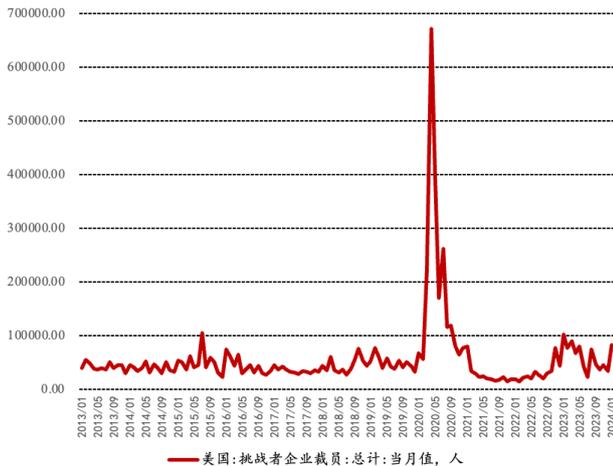
指标分解

报告细分为 32 个行业和 4 个主要地区，以提供更全面的裁员数据。这些数据对于理解特定行业或区域经济状况变化具有重要意义。

数据分析

2024 年 1 月，美国裁员人数升至 82,307 人，同比减少 20.05%，环比增加 136.40%。分行业来看，金融行业裁员最多，为 23,238 人；其次是食品行业，为 6,656 人。从地区划分来看，纽约州 1 月裁员人数最多，为 26,284 人；其次是加利福尼亚州，为 15,451 人。

图表 18. 挑战者企业裁员人数



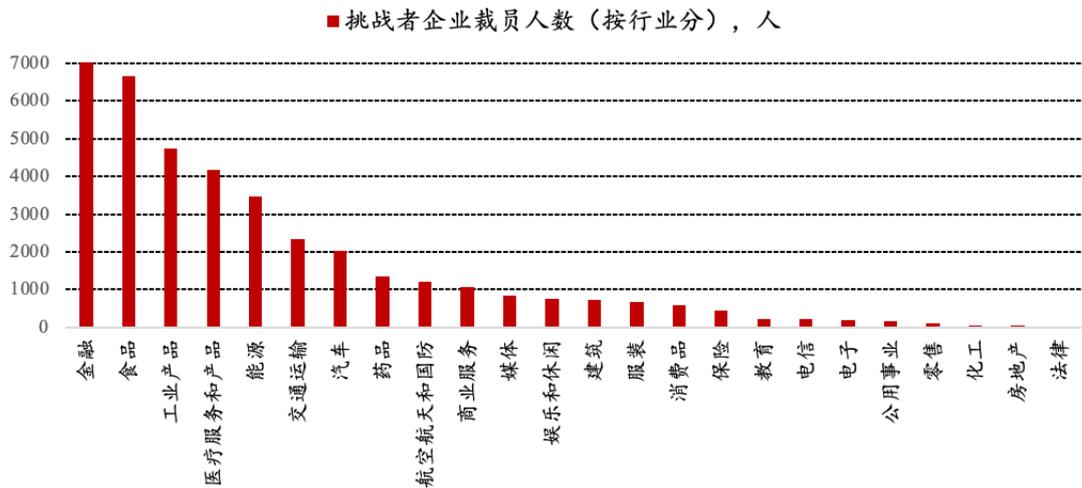
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 19. 挑战者企业裁员增长率



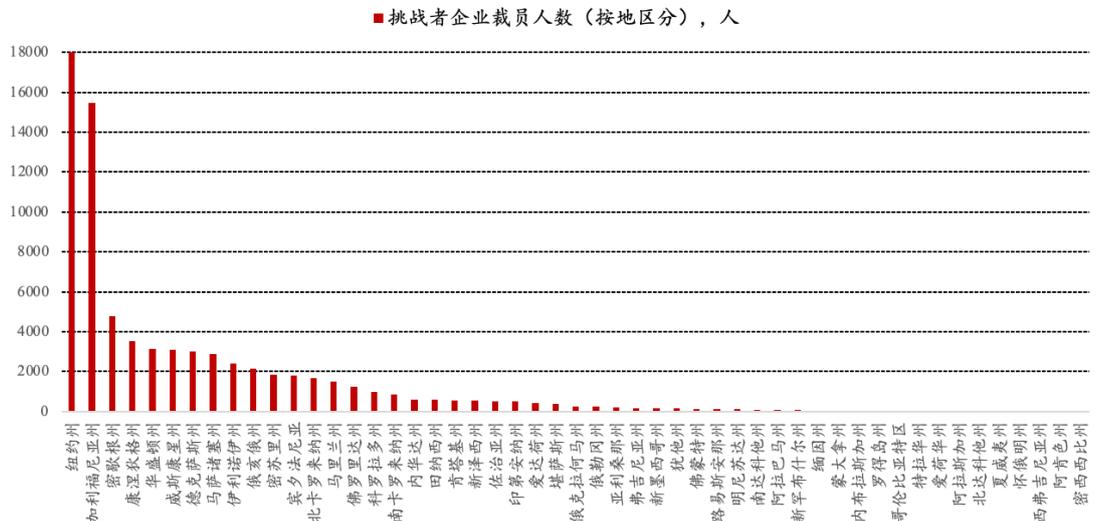
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 20. 挑战者企业裁员人数 (按行业分): 2024 年 1 月



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 21. 挑战者企业裁员人数 (按地区分): 2024 年 1 月



资料来源: 同花顺, 中银证券

2.5 ADP

统计方法与发布时间

ADP 全美就业报告，由美国自动数据处理公司（ADP）赞助，Macroeconomic Advisers 公司负责制定和维护，是私营部门非农就业数据的一个指标，通常在劳工部发布官方非农就业数据之前的每个月第一个周四发布。ADP 报告汇集自大约 50 万家美国企业的数据库，覆盖近上千万名美国员工的就业情况，但仅包括私营部门的就业数据，不包括政府部门就业。

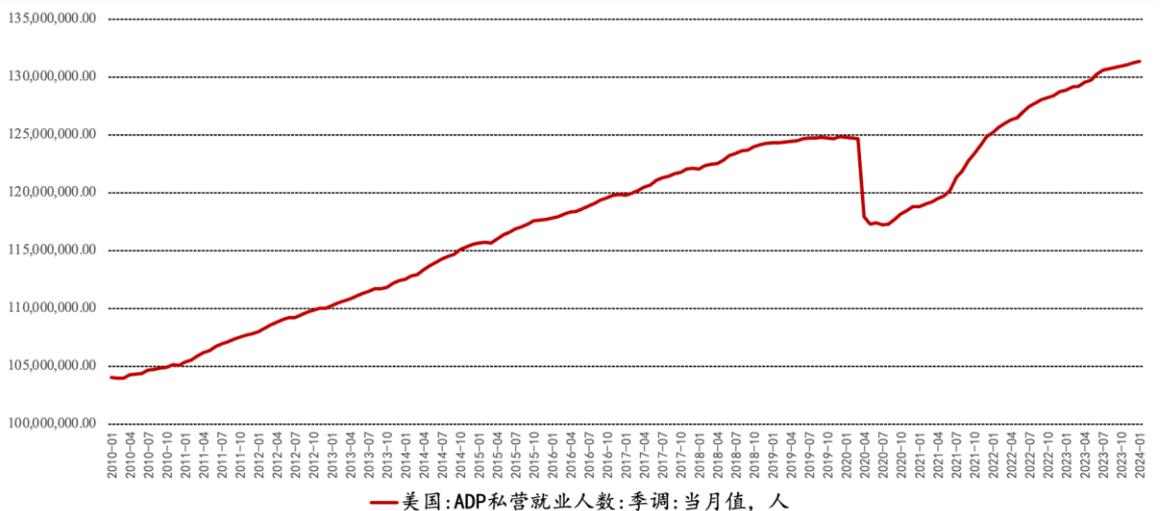
指标分解

报告不仅提供全国性的就业数据，还按行业和地区细分，以便分析特定领域的就业趋势。行业分类包括自然资源与采矿业、建筑业、制造业等；地区分类涵盖中部西南、中部西北等。

数据分析

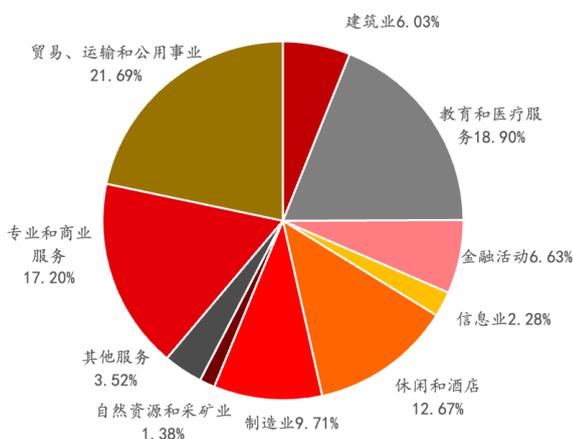
据 2024 年 1 月的数据，美国 ADP 报告显示的私营就业人数为 1.31 亿，同比增长了 1.92%，环比上个月增长了 0.08%。从细分行业来看，就业贸易运输和公用事业人数最多，为 2,849.10 万人占总就业人数的 21.69%；其次是教育和医疗服务及专业和商业服务两个行业，分别为 2,482.00 万人（18.90%）和 2,258.60 万人（17.20%）。从地域上看，南大西洋地区的就业人数最多，为 2,584.90 万人占总就业人数的 19.68%，其次是太平洋地区和中部东北，分别为 2,083.70 万人（15.87%）和 1,905.60 万人（14.51%）。

图表 22. 美国 ADP 走势



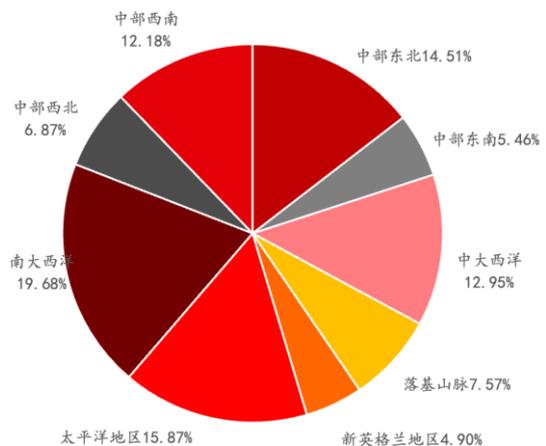
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 23. 美国各部门 ADP 占比: 2024 年 1 月



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 24. 美国各地区 ADP 占比: 2024 年 1 月



资料来源: 同花顺, 中银证券

2.6 非农企业员工平均时薪

统计方法与发布时间

非农企业员工时薪数据由美国劳工统计局的当前就业统计调查（CES）提供。数据包括基本小时工资、绩效工资、加班工资和晚班工资，但不包括福利如保险和退休金，以及实物非现金补偿如食宿。数据每月第一个星期五发布，并且会根据全职和兼职劳动力的比例变动而波动。

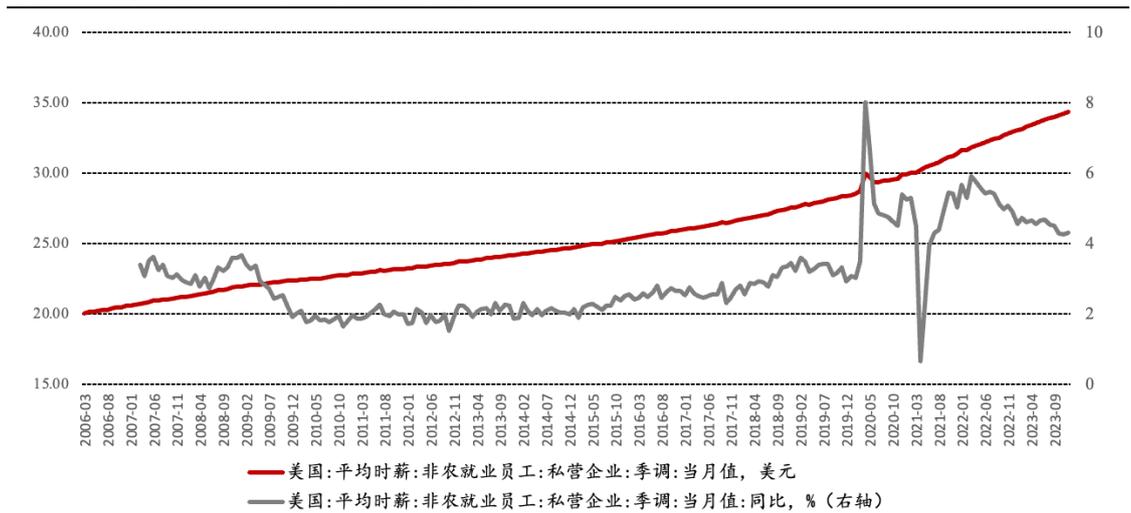
指标分解

平均时薪数据分为商品生产和私人服务生产两大部门，进一步细分到采矿业、建筑业、制造业（耐用品和非耐用品）、信息业、金融业、专业和商业服务、教育和医疗服务业、休闲和酒店业、其他服务业和贸易运输及公用事业等行业。

数据分析

截至 2024 年 1 月，美国非农企业员工的平均时薪为 34.55 美元，同比增长了 4.48%，环比上个月增长了 0.55%。从细分部门来看，商品生产部门平均时薪为 35.02 美元（同比增速 5.17%）高于私人服务部门的 34.45 美元（同比增速 4.36%）。在商品生产部门中，采矿和伐木业平均时薪最高，为 39.10 美元（同比增速 5.79%）、建筑业平均时薪为 37.55 美元（同比增速 5.18%）、制造业平均时薪为 33.26 美元（同比增速 4.99%）。在私人服务部门中，信息业平均时薪最高，为 49.24 美元（同比增速 3.10%）；其次是金融活动平均时薪为 44.77 美元（同比增速 5.34%）；而娱乐业平均时薪最低，为 21.69 美元（同比增速 4.38%）。

图表 25. 美国非农企业员工平均时薪走势



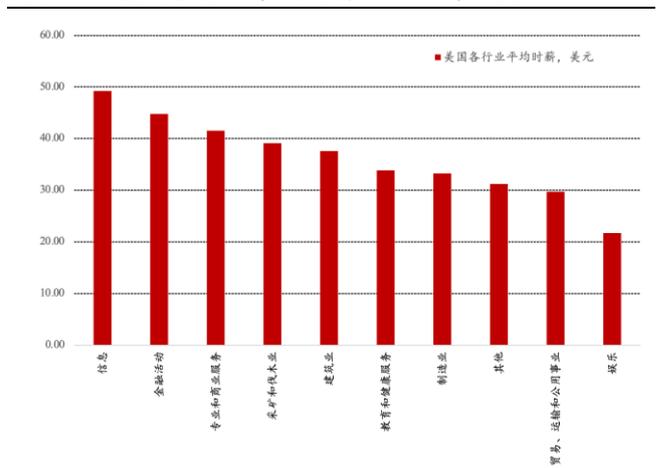
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 26. 美国两部门平均时薪同比变化: 2022 年至今



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 27. 美国各行业平均时薪: 2024 年 1 月



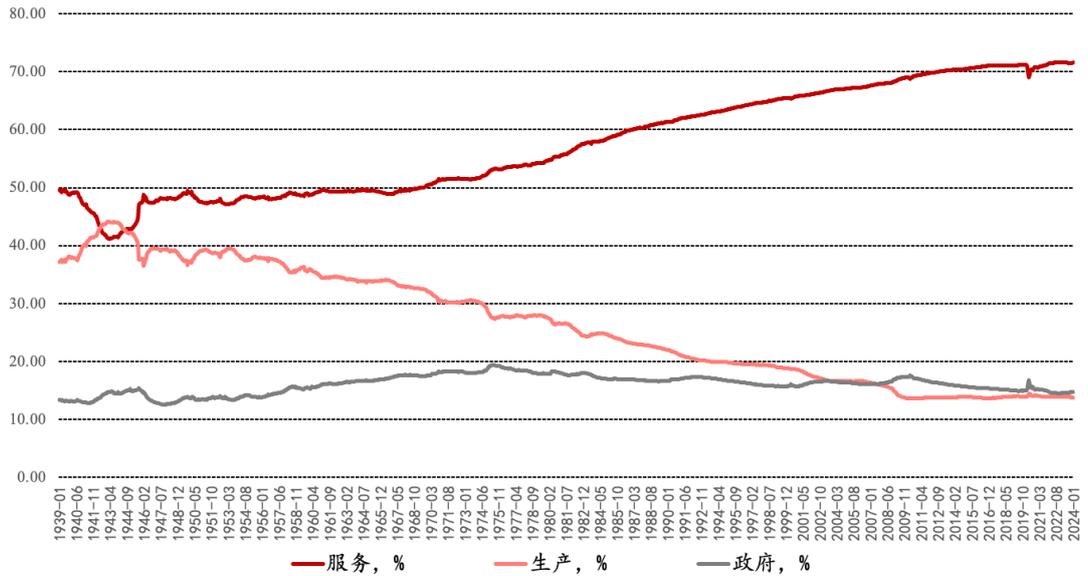
资料来源: 同花顺, 中银证券

3. 美国劳动力市场专题讨论

3.1 就业市场结构的历史变动

从非农业就业人数的行业分布来看，美国就业市场主要由服务业、商品生产和政府就业构成。其中，商品生产可进一步细分为建筑业、制造业以及伐木和采矿业。目前（2024年1月数据），服务业、商品生产和政府就业在非农就业中的占比分别是 71.56%、13.79%和 14.64%。我们在本节中简要梳理美国就业市场结构的历史变动。

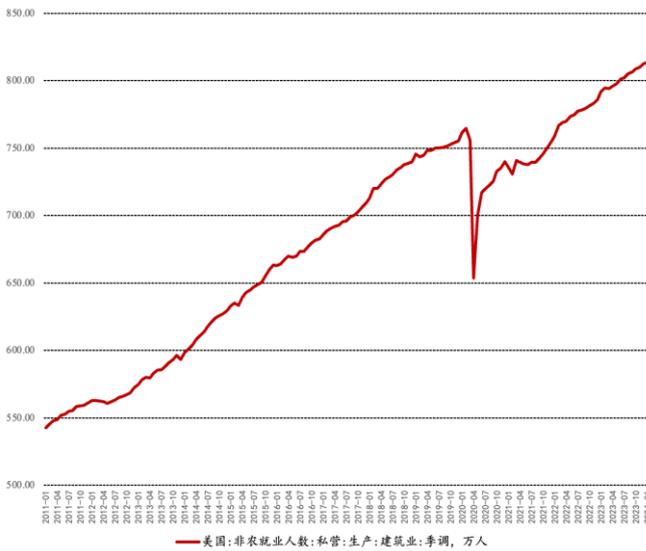
图表 28. 服务业、商品生产和政府就业在非农就业中占比的历史变动



资料来源：同花顺，中银证券

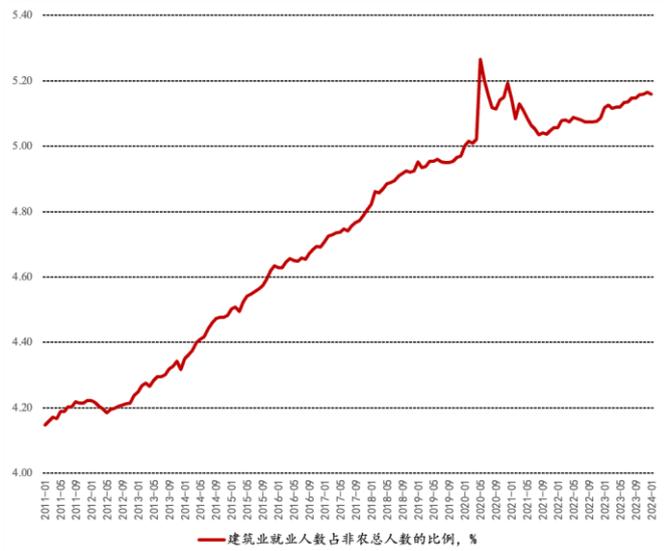
2011年以来，美国建筑业就业占比持续缓慢走高，目前已经升至 5.16%。在 2011-2019 期间，建筑业就业人数占非农总人数的比例呈持续小幅增长趋势，从 4.15%（542.70 万人）上升至 4.97%（755.50 万人）。2020 年在疫情的干扰下，建筑业就业人数占比一度跳升至 5.27%，但之后随着疫情冲击淡化，该比例也快速回落。2021 年中之后，建筑业就业人数占比重新开始了缓慢爬升的态势。截至 2024 年 1 月，建筑业就业人数达到 813.70 万人，较疫情前增加 58.20 万人；其占总非农就业人数比重也由疫情前的最大值 4.97%（2019 年 12 月数据）上升至 5.16%。建筑业就业人数占比持续缓慢走高可能在一定程度上反映了金融危机之后美国建造支出在 GDP 中占比的缓慢上升：2011 年 1 季度，建造支出占名义 GDP 的比重为 4.97%。而截至 2023 年 4 季度的数据显示，该比例已经上升至 7.44%。从结构上来看，美国的建造支出主要包括住宅、非住宅建筑、制造业和泛基建类建造。2011 年至疫情前，建造支出占名义 GDP 比重走高的主要贡献来自于住宅和非住宅建筑（包括办公、商业、医疗、文教建筑等）；疫情之后，尤其是 2022 年以来，制造业和泛基建类（包括能源、通信、交通、文娱等）的建造支出占 GDP 的比重也有了明显的走高（但绝对值仍然较小）。

图表 29. 美国建筑业就业人数走势：2011 年至今



资料来源：同花顺，中银证券

图表 30. 美国建筑业就业人数占非农总人数的比例



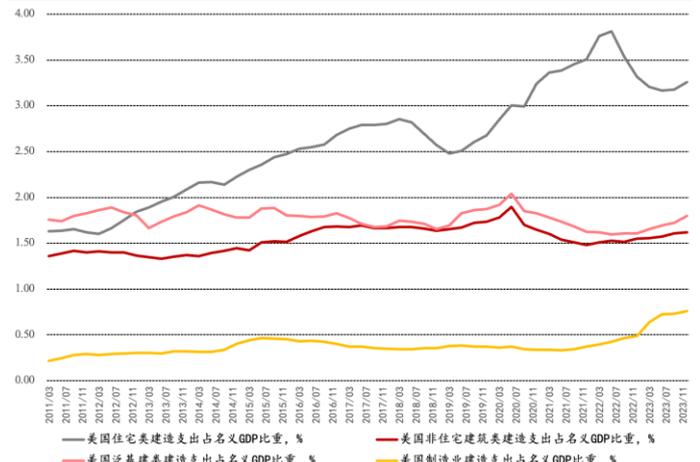
资料来源：同花顺，中银证券

图表 31. 美国建造支出占名义 GDP 比重



资料来源：万得，中银证券

图表 32. 美国建造支出主要分项占名义 GDP 比重



资料来源：万得，中银证券

金融危机之后，美国制造业就业占比虽结束快速下滑势头，但未能止跌，目前已经下降至 8.23%。二战后，美国制造业就业人数占非农总人数的比例逐步从 30% 左右的历史高点开始震荡下行。80 年代之后，随着新自由主义的兴起和与之相伴的美国制造业向海外新兴市场的转移，该比例下降的速度明显加快。在 2008 年金融危机之前，该比例已经跌破 10%。金融危机之后，该比例的下降速度则显著放缓。疫情前，美国制造业就业人数占非农总人数的比例由 2009 年 7 月的 8.93% 小幅下降至 8.46%（制造业就业总人数为 1,286.60 万人）。疫情后，该比例则进一步小幅下降：截至 2024 年 1 月的数据显示，制造业就业人数占非农总人数的比例已经降至 8.23%。美国制造业就业占比在金融危机后能够结束快速下滑阶段或在一定程度上是美国持续推进“再工业化”战略的成果：奥巴马政府颁布了《重振美国制造业框架》、《美国制造业促进法案》等政策开启了美国“再工业化”的序幕；随后的特朗普政府则采取措施一方面鼓励美国企业“回流”和“重建”，另一方面大幅地广泛增加进口关税，以保护国内产业；在疫情之后，拜登政府则颁布《美国救援计划》、《芯片与科学法案》、《通胀削减法案》等政策，对美国企业和居民进行补贴，对特定产业提供关键支持。但这一系列措施并未能逆转美国制造业在其经济活动中的“式微”：一方面，制造业就业占比仍然在下降；另一方面，工业增加值占 GDP 的比重也仍然在下滑，货物贸易逆差占 GDP 的比重也仍然较高。

图表 33. 美国制造业就业人数走势



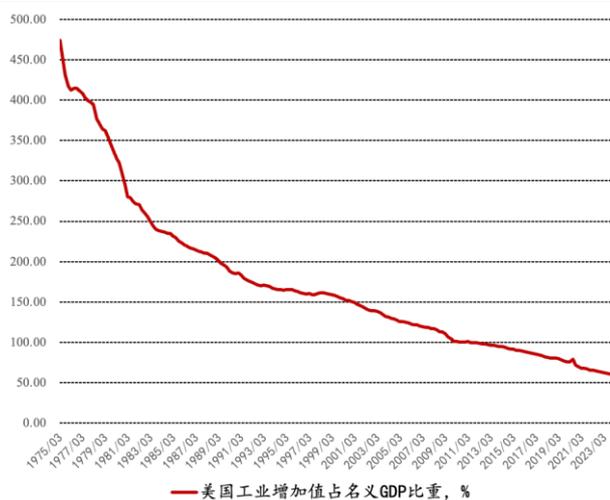
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 34. 美国制造业就业人数占非农总人数的比例



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 35. 美国工业增加值占名义 GDP 比重



资料来源: 万得, 中银证券

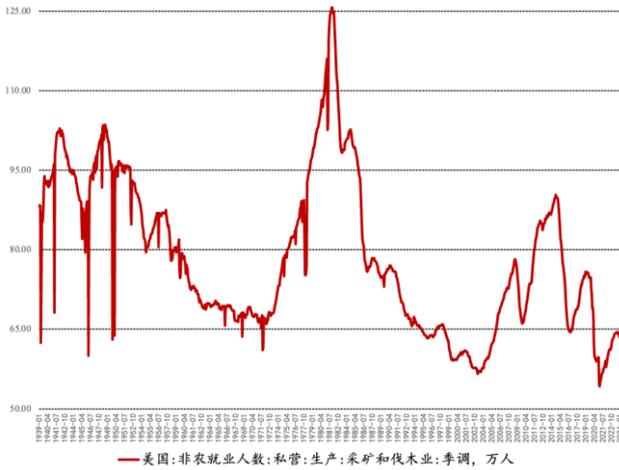
图表 36. 美国货物贸易逆差占名义 GDP 比重



资料来源: 万得, 中银证券

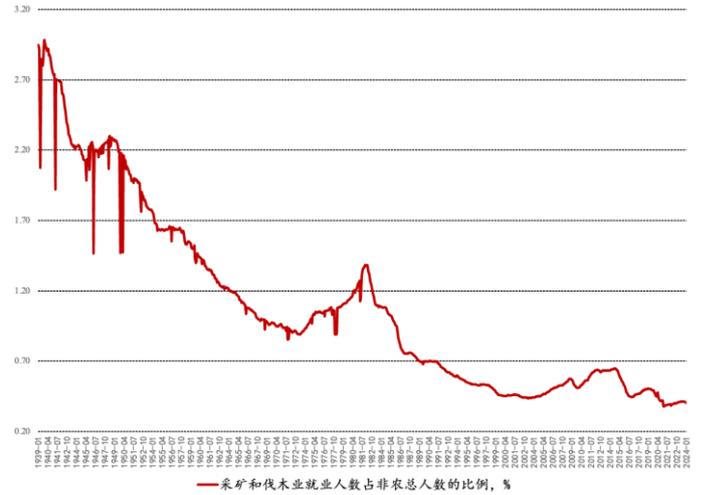
历史上, 美国采矿和伐木业就业人数占比一直较小且整体呈现持续回落的特征, 目前占比已经不足 0.50%。历史上看, 美国采矿和伐木业就业人数占非农人数比重一直较小 (历史占比都在 3.00% 以下), 并且呈现出震荡回落后逐渐在低位企稳的特征。事实上, 自 1990 年代以来, 采矿和伐木业就业人数占比就一直在 0.38%-0.70% 的范围徘徊。目前 (2024 年 1 月数据), 该比例为 0.40% (就业人数为 63.50 万人)。具体来看, 从 1939 年至 1973 年, 该比例由高峰时的 2.98% 回落至 0.89%; 从 1974 年至 1982 年, 该比例逐渐由 0.93% 回升至 1.38%, 但之后重新开始回落直至 2003 年触及 0.43% 的低位; 2003 年之后, 采矿和伐木业就业人数占比虽然略有波动, 但一直维持在 0.38%-0.65% 的范围震荡。

图表 37. 美国采矿和伐木业就业人数走势



资料来源：同花顺，中银证券

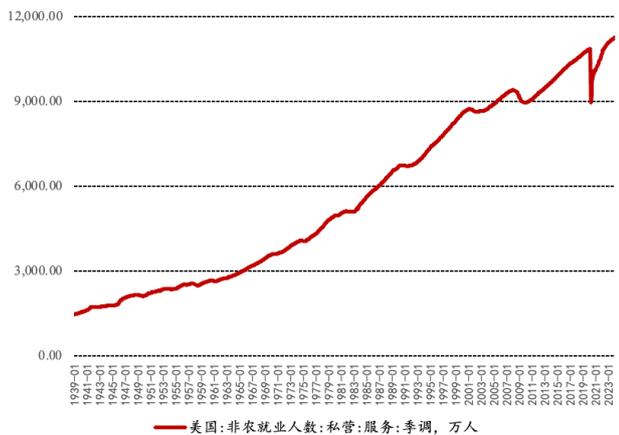
图表 38. 美国采矿和伐木业就业人数占非农总人数的比例



资料来源：同花顺，中银证券

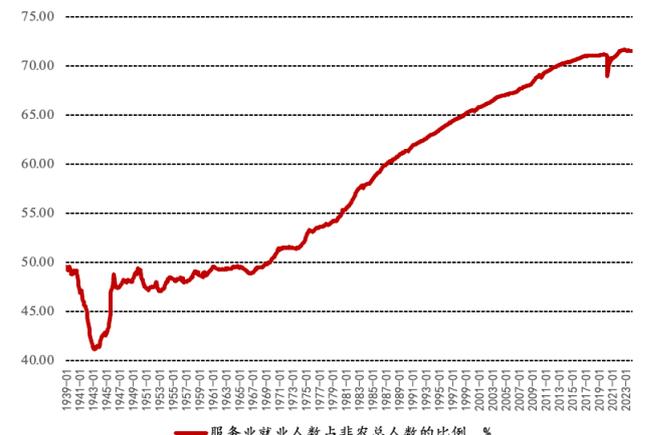
自 1967 年以来，美国服务业在劳动力市场的比重整体呈现持续走高的态势，2012 年之后则持续稳定在略高于 70% 的水平。历史上看，美国服务业在总非农就业人数中的占比一直较高（绝大部分历史时期在 45.00% 以上）。1967 年之后，该比例则整体呈现出持续上升并在金融危机之后在高位逐渐企稳的态势。目前（2024 年 1 月数据），该比例为 71.56%（就业人数为 1.13 亿人）。具体来看，二战后至 1967 年，美国服务业在总非农就业人数中的占比始终维持在约 48.57% 的水平；从 1967 年开始，该比例持续走高并于 2012 年 10 月升破 70%，但在这之后开始有所企稳。疫情虽然对该比例造成了显著的扰动，但并未改变趋势。目前（2024 年 1 月数据），从服务业的细分行业来看，美国的服务业就业占比前五大行业是：贸易、运输和能源、教育和保健、专业和商业服务、休闲和住宿及金融活动。除此之外，美国的服务业还囊括了运输仓储业、批发业等其它行业。就疫情前后的变动来看，零售业以及休闲和酒店业在服务业中的占比明显下降，而运输仓储业、专业和商业服务业以及教育和保健服务的占比则明显上升。这可能反映了：1) 疫情可能对消费习惯造成了持久影响，线下服务消费的“相对重要性”未能恢复至疫情前。2) 疫情后美国“再工业化”的一系列政策在一定程度上推升了制造业活动，从而使得与之配套的运输仓储业以及专业和商业服务业的“相对需求”有所上升。3) 疫情后政府部门的相对扩张或带动了教育和保健服务占比的抬升。

图表 39. 美国服务业就业人数走势



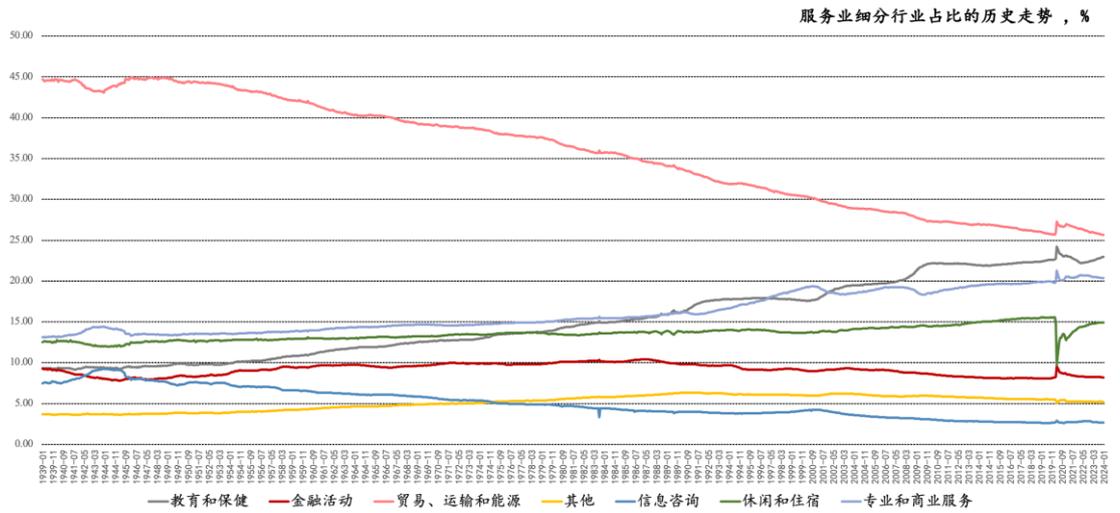
资料来源：同花顺，中银证券

图表 40. 美国服务业就业人数占非农总人数的比例



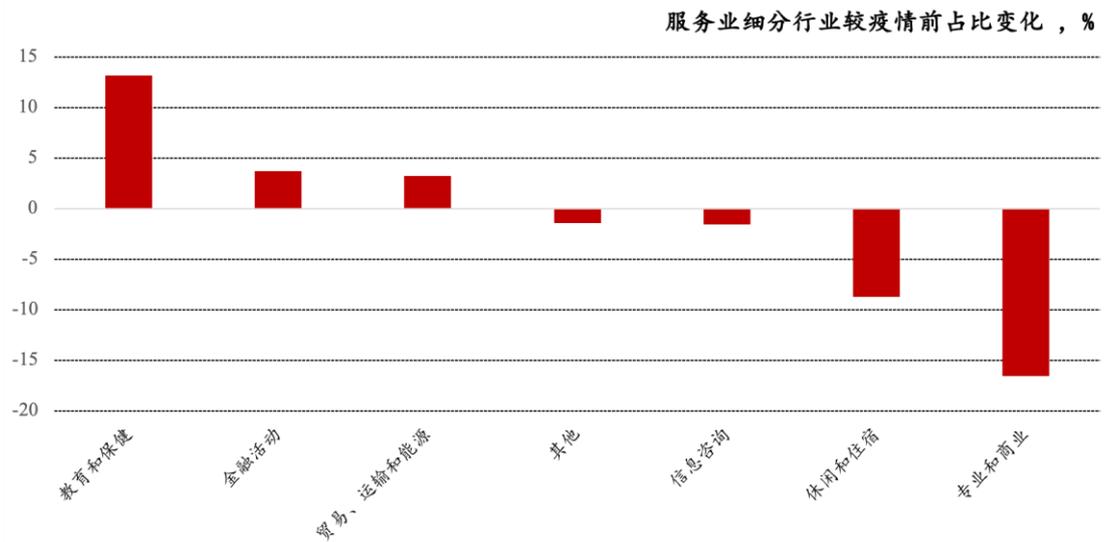
资料来源：同花顺，中银证券

图表 41. 服务业细分行业占比的历史走势



资料来源：同花顺，中银证券

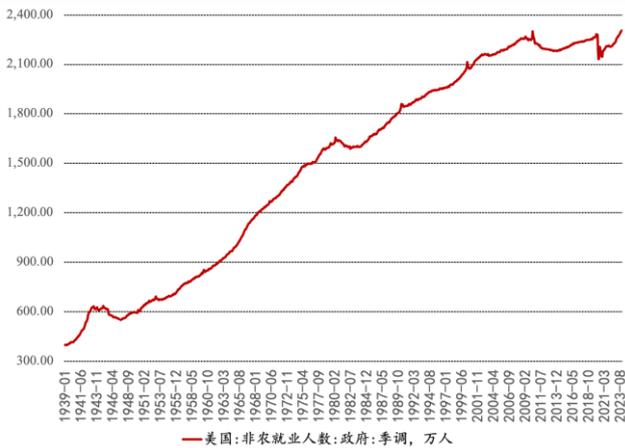
图表 42. 服务业细分行业较疫情前占比变化



资料来源：同花顺，中银证券

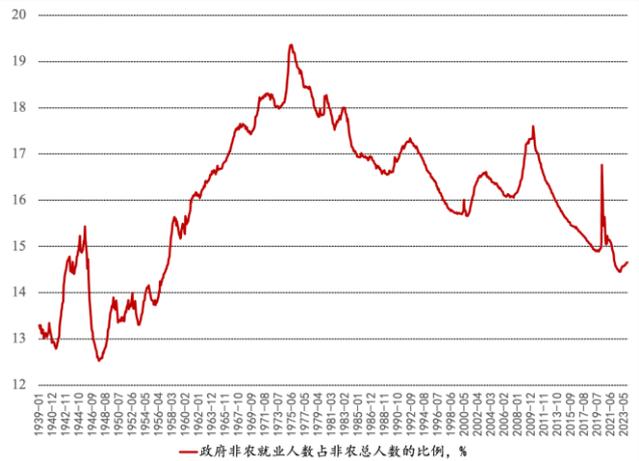
二战后，政府部门就业占比整体呈现“倒V”型走势，目前占比降至不足 15.00%。历史上看，美国政府部门就业人数在总非农就业人数中的占比经历了显著的变化。具体来看，二战后至 1975 年，该数值从不到 13% 一路震荡上升，至 1975 年 7 月达到历史最高值 19.36%。从 1976 年开始，该比例震荡下行，在 2000 年达到阶段性低点 15.66%。2001 年至 2010 年，该比例重回震荡上行，从 15.70% 上升至 17.60%，但在这之后快速回落，并于 2022 年 12 月跌至 14.45%，为 60 年代以来的历史低点。截至目前（2024 年 1 月），该比例略微上升至 14.64%（就业人数为 2,309.10 万人）。在联邦政府、州政府和地方政府的三级体系中，地方政府的就业人数最多，目前为 1,471.50 万人，这其中 802.58 万人在地方政府的教育系统。

图表 43. 美国政府部门就业人数走势



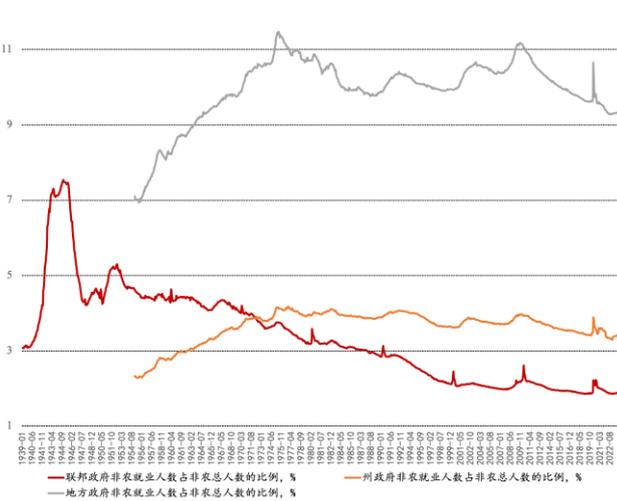
资料来源：同花顺，中银证券

图表 44. 美国政府部门就业人数占非农总人数的比例



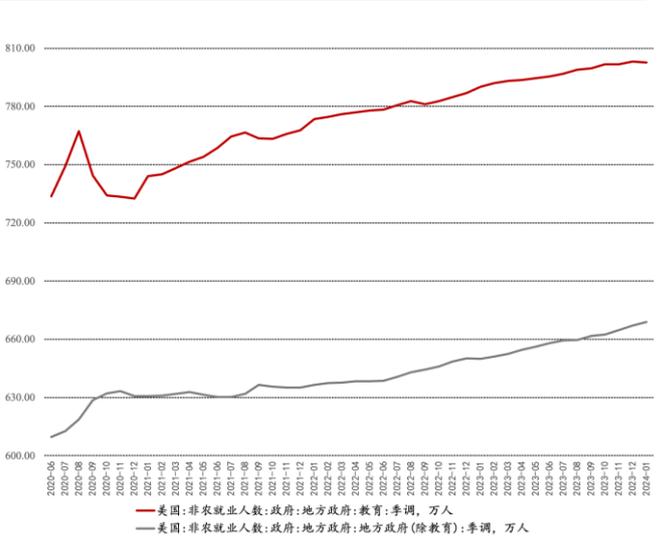
资料来源：同花顺，中银证券

图表 45. 美国联邦政府 vs 州政府 vs 地方政府就业人数占非农总人数的比例



资料来源：同花顺，中银证券

图表 46. 疫情后，美国地方政教育类岗位的走势



资料来源：同花顺，中银证券

3.2 “衰退”前后失业率的历史变动规律

美国历史上经历过多次经济衰退，根据美国国家经济研究局（NBER）的定义和划分，美国共经历过 11 次经济衰退。历史上经济衰退期的平均时长约 12 个月。其中，2008 年金融危机的衰退时间最长，为 19 个月，而 COVID-19 期间衰退期最短，为 3 个月。

图表 47. NBER 定义的衰退期

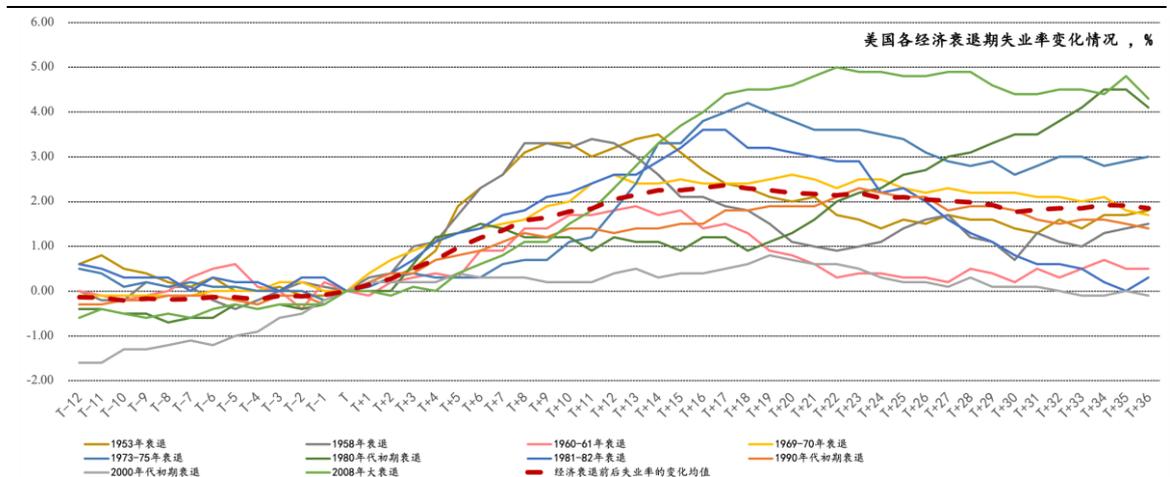
序号	衰退期
1	1953年衰退 (1953年7月 - 1954年5月)
2	1958年衰退 (1957年8月 - 1958年4月)
3	1960-61年衰退 (1960年4月 - 1961年2月)
4	1969-70年衰退 (1969年12月 - 1970年11月)
5	1973-75年衰退 (1973年11月 - 1975年3月)
6	1980年代初期衰退 (1980年1月 - 1980年7月)
7	1981-82年衰退 (1981年7月 - 1982年11月)
8	1990年代初期衰退 (1990年7月 - 1991年3月)
9	2000年代初期衰退 (2001年3月 - 2001年11月)
10	2008年大衰退 (2007年12月 - 2009年6月)
11	COVID-19衰退 (2020年2月 - 2020年4月)

资料来源：美国国家经济研究局 (NBER)，中银证券

历史均值显示，失业率在衰退开始前整体平稳，但在衰退开始后的爬升过程中呈现“先快后慢”的节奏，而触顶之后的回落则是缓慢的；失业率峰值较衰退开始前平均高约 2.37%。根据美国国家经济研究局 (NBER) 的定义，衰退期往往伴随着失业率的显著变化。经济扩张期间，伴随企业产量增加，观察到失业率普遍下降。相反，在经济衰退期间，企业的减产和裁员常导致失业率上升。从历史数据均值来看，在衰退开始前的 4 至 12 个月，失业率通常相对稳定。在衰退开始前的 3 个月，失业率开始小幅走高。衰退开始后，失业率则快速走高（尤其是在最初的 8 个月左右），并在衰退开始后的第 18 个月 (T+17) 达到峰值（峰值时的平均失业率较衰退开始时的失业率高出约 2.37%），随后开始缓慢下降。但即使是在衰退开始后的 36 个月之后（所有衰退此时都已经结束），失业率仍然较衰退开始时高出约 1.85%。整体来看，历史经验显示在衰退前后，失业率的变动是非线性的。衰退开始前，失业率整体稳定；衰退开始后，失业率上行的势头呈现先快后缓的特征，而失业率触顶之后的回落则是“长路漫漫”。

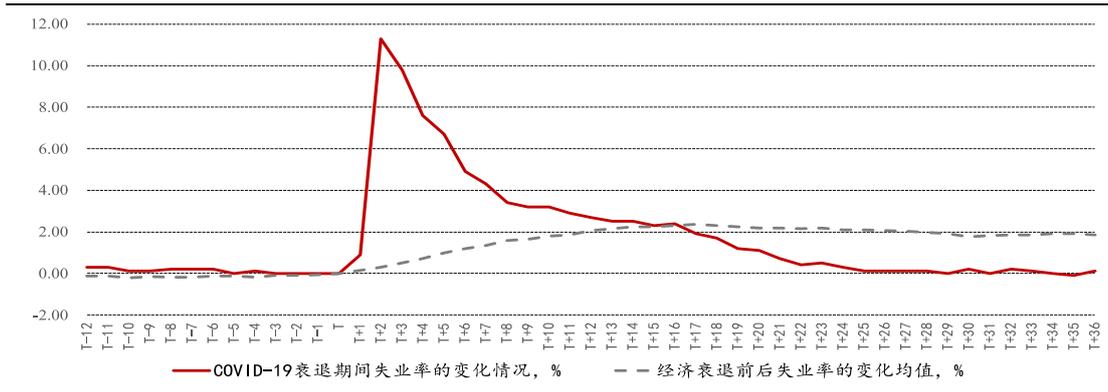
不同衰退时期失业率的变化差异较大；2008 年和 2020 年失业率上行异常迅猛。每次经济衰退的性质和持续时间的差异导致了失业率变化的多样性。例如，2008 年金融危机导致的衰退与其他时期在失业率变化上与其他时期存在明显差异。另外，COVID-19 疫情引发的衰退期间的失业率峰值尤为突出，远高于其他时期。在 2020 年 2 月至 4 月期间，失业率从 3.50% 急剧上升到 14.80%。这种突发的外部冲击导致的失业的变动同传统的经济周期驱动的失业的变动有明显的区别。

图表 48. 美国各经济衰退期失业率变化情况（不包括 COVID-19 衰退期，T 为经济开始衰退的第一个月）%



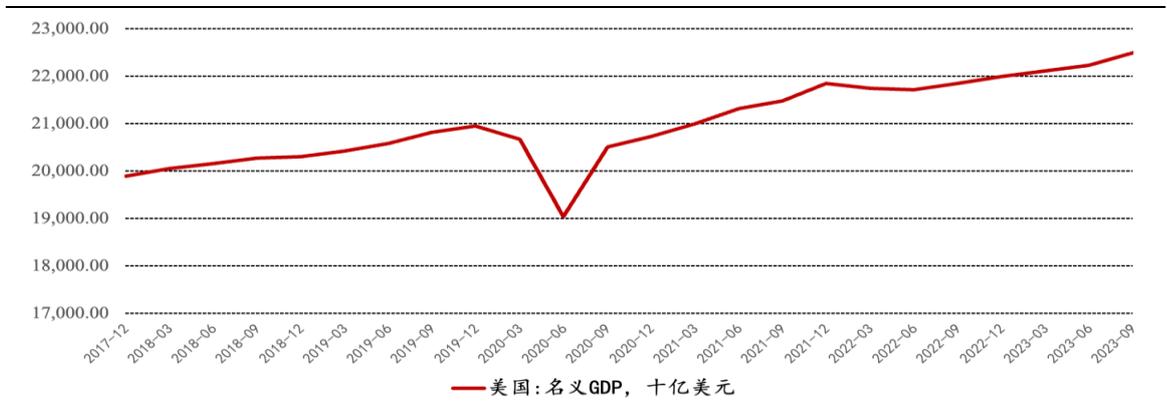
资料来源：资料来源：美国国家经济研究局 (NBER)，同花顺，中银证券

图表 49. 美国 COVID-19 衰退期间失业率的变化



资料来源: 美国国家经济研究局 (NBER), 同花顺, 中银证券

图表 50. 美国 COVID-19 衰退前后 GDP 变化情况



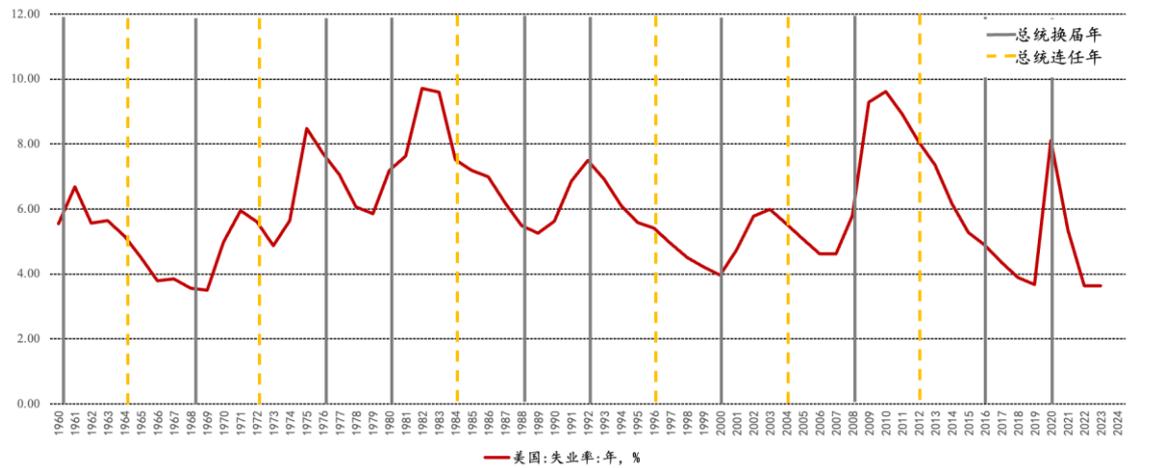
资料来源: 美国经济分析局 (BEA), 同花顺, 中银证券

3.3 总统选举前后失业率的历史变动规律

历史均值显示, 总统选举月后失业率呈现先小幅上升之后再回落的特征, 失业率峰值较选举月前平均高约 0.08%。根据美国劳动统计局 (BLS) 的数据分析, 观察到美国总统选举周期内失业率变化的平均趋势。失业率变化均值在总统选举前的 9 到 12 个月内, 失业率表现出明显的下降趋势。在总统选举前的 8 个月内, 失业率的变化较小, 围绕选举月的失业率上下波动, 在这一阶段, 失业率相对稳定, 没有显著的增加或减少。选举结束后的 7 个月后, 失业率较选举月当月的失业率平均高出约 0.09%。然而, 到了大选后的第 8 个月, 失业率出现了一个明显的下降, 随后, 从大选后的第 9 个月至第 12 个月, 失业率变动变得更为微小, 基本上回归到了选举月的水平, 这表明经过初期的波动后, 市场和失业率趋于平稳。

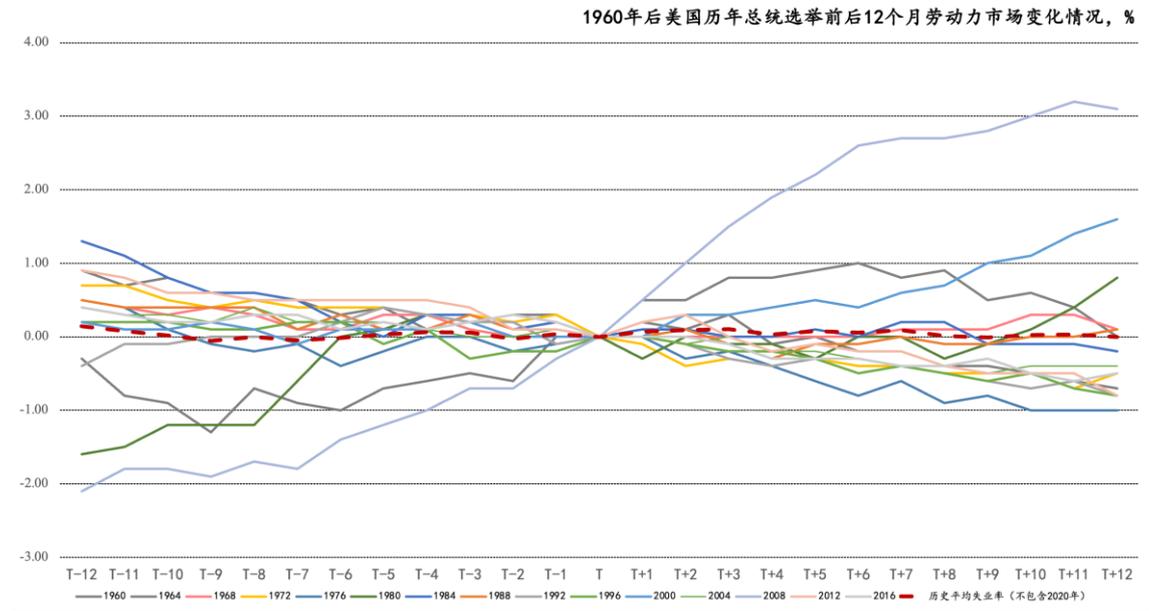
总统更替年中, 选举月后失业率的上行更为显著且持久, 失业率峰值较选举月前平均高约 0.39%; 总统连任年中, 失业率在选举月前后都呈现持续震荡回落的特征。在美国换届选举年 (总统出现更换), 在新总统获任前的 9 到 12 个月内, 失业率呈现下降趋势。然而, 从获任前的 8 个月内开始, 失业率开始震荡上升。在总统大选结束后, 失业率呈现出持续的震荡上升趋势, 在第 11 个月时达到最高点, 此时失业率较选举月当月的失业率平均高出约 0.39%。而在美国总统连任年, 即现任总统成功连任时, 失业率则在选举月前后都呈现出震荡回落的特征。如此迥异的情况, 可能的解释有: 1) 总统更替年份政策不确定性的负面冲击: 总统更替年份, 新一届政府的经济和社会政策有较大概率异于前任政府, 这会加大政策不确定性, 并对经济活动和企业用工计划在短期造成负面冲击。2) 总统更替年份的宏观条件本身就可能欠佳: 从朴素的选举逻辑上来看, 经济不好的年份可能更有利于新总统的上任, 而经济较好的年份则可能更有利于现任总统的连任。从历史数据来看, 1960-1980 年之间的美国总统任期均为一届, 这个年代对应了一段较长的“滞涨”时期以及随之而来的失业率趋势性地震荡回升; 而 1980 年至 2017 年奥巴马卸任期间, 除了老布什仅任职一届之外, 其余总统均连任了两届, 而这个时期则整体对应着较长时期的美国经济繁荣和失业率整体的趋势性回落。

图表 51. 美国总统大选周期 vs 劳动力市场



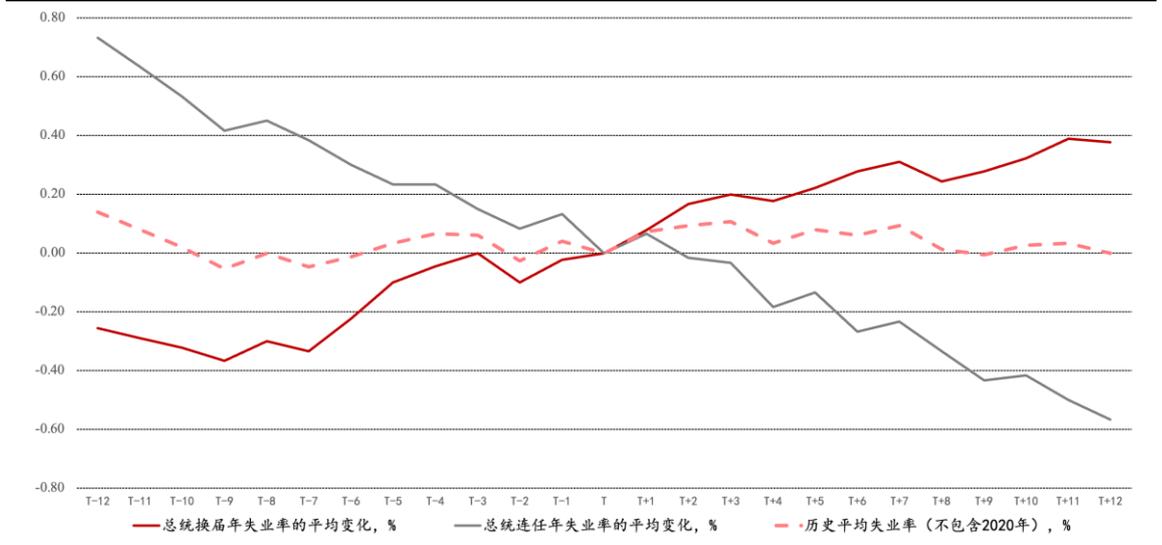
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 52. 1960 年后美国历年总统选举前后 12 个月劳动力市场变化情况 (T 为总统选举月, 以失业率为观察指标) %



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 53. 大选年 vs 换届年 vs 连任年美国失业率的平均变化情况



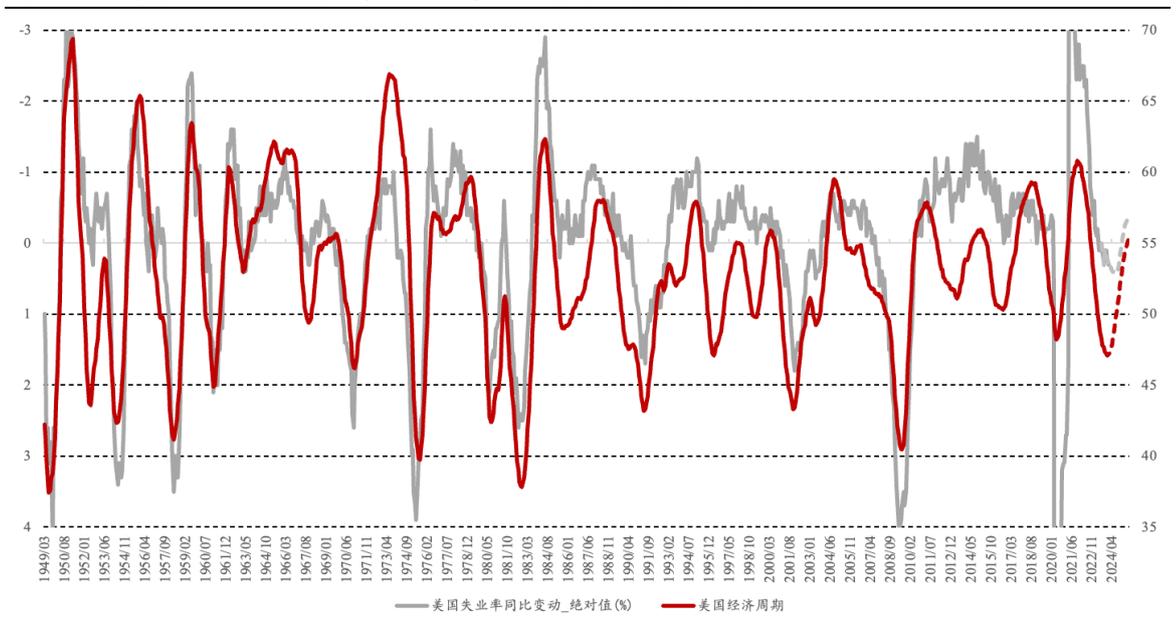
资料来源: 同花顺, 中银证券

4. 对美国失业率的观点

劳动市场供需仍有可能保持“紧平衡”，但总统大选带来不确定性。从供给来看，正如前文所提到的，疫情所带来的持久冲击（健康担忧，提前退休等）使得老年劳动力参与率持续低于疫情前水平。尽管移民劳动力（“外国出生劳工”）增长趋势已经强于疫情前的水平，但仍未能将整体的劳动参与率水平抬升至疫情前水平。从近期的数据来看，我们尚未看到移民劳动力增长趋势有进一步陡峭的势头。另一方面，在总统大选年的 2024 年，两党对于移民和边境控制政策的角力则使得短期移民输入的难度更有可能上升而不是下降。而在经济活动和主要资产整体稳定的背景下，老年劳动力大规模重返就业市场的可能性似乎也并不高。因此，劳动力的供给在未来一段时间仍有可能处于偏疲软的状态。而从需求来看，前文提到的美国“再工业”战略的持续推进或仍将继续对生产类就业岗位，尤其是建筑业和制造业，带来支撑。疫情后服务类就业岗位结构的转变也存在持续的可能性，并带来服务业新增就业岗位的持续分化。综合供给和需求因素来看，劳动市场供需的“紧平衡”状态仍有可能持续。不过，另一方面，在总统大选之年，新任政府对移民/边境、“再工业化”具体方向和具体措施、政府职能范围、财政开支重点等政策的定夺则会对美国劳动力市场的供需均造成一定的冲击。正如前文所述，政府换届往往会在短期带来失业率相对显著的上行。这也意味着如果 2024 年 11 月拜登政府连任失败，历史数据显示美国失业率或将在 2025 年小幅震荡上行。

基于经济周期的定量模型显示失业率在未来数月可能会小幅升破 4.00%。从朴素的经济逻辑来看，经济周期（利润周期¹）的变动同就业市场的变动存在着非常直观的联系。从经济数据来看，1949 年以来的数据显示美国失业率的同比变动同美国经济周期存在较好的关联度，尤其是在周期的拐点上。我们预计美国经济周期有望于 2024 年 1 季度左右触底回暖。（关于我们所使用的经济周期的定义、分析和判断，以及我们如何基于经济周期进行资产价格趋势分析，更具体的相关论述请参见 2022 年 12 月 8 日的《大类资产交易深度报告：基于经济周期的大类资产价格趋势研究》以及 2022 年 12 月 16 日的《大类资产交易深度报告：经济周期的经验观察和初步分析》）基于美国经济周期同失业率变动的相关性，我们预计美国失业率未来数月仍可能继续走高并达到或升破 4% 的水平。但之后随着美国经济周期上行的势头愈发明显，美国失业率也将随之重新回落至 4% 以下的水平。我们的预测显示未来一段时间美国的失业率或大致在 3.5%-4.2% 区间波动。

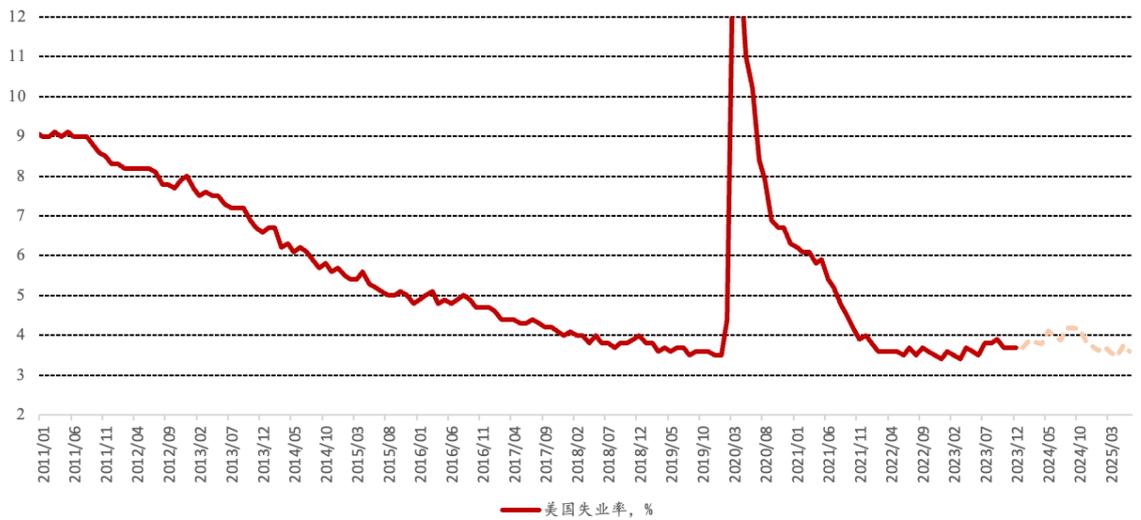
图表 54. 美国失业率同比变动(左轴逆序) VS 美国经济周期：实际值 以及 预测值



资料来源：万得，中银证券

¹ 我们所定义和使用的经济周期以企业名义盈利同比增速为基础，同 NBER 所定义的经济周期有所区别，具体分析请参考相关专题报告。

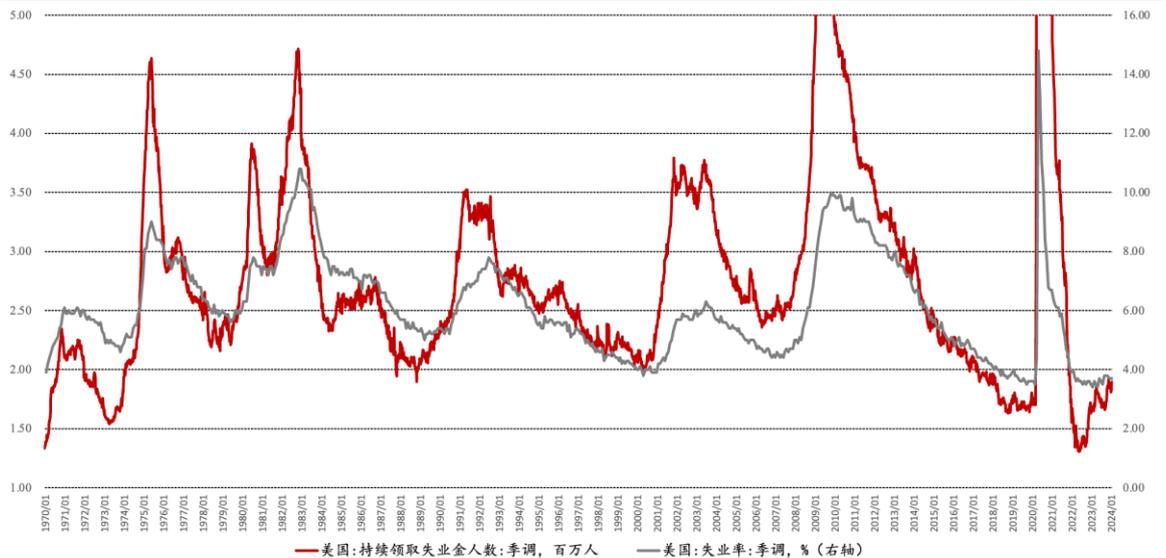
图表 55. 美国失业率：实际值 VS 基于经济周期的预测值



资料来源：万得，中银证券

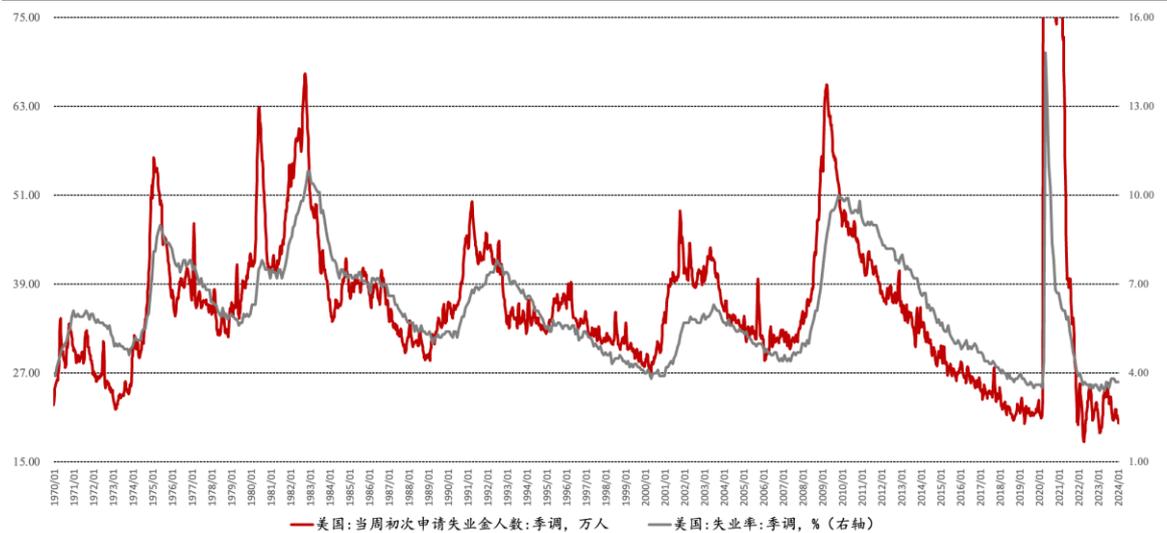
高频数据显示美国劳动力市场仍然强劲。 相较月度的失业率数据，更为高频的周度初次和持续申领失业金保险人数，以及持有失业保险人群的失业率也是跟踪劳动力市场边际变动的关键指标。持续申领失业金人数近期呈现缓慢走高的势头：该指标从 2023 年 9 月初的约 170 万人左右的水平升至 2024 年 1 月下旬的约 190 万人。这一水平略高于 2019 年全年均值（约 170 万人），但仍处于 70 年代以来的历史波动范围低点；另一方面，初次申领失业金人数近期则呈现小幅波动的态势：该指标自 2023 年 9 月以来持续在 20 万人-23 万人的区间小幅波动，该水平大致同 2019 年全年均值（约 22 万人）相等，并且仍处于 70 年代以来的历史波动范围低点；与此同时，持有失业保险人群的失业率则自 2022 年末以来一直维持在 1.1%-1.3% 的范围波动，该水平大致同 2019 年全年均值（1.2%）相等，并且仍处于 70 年代以来的历史波动范围低点。整体来看，周度数据显示美国劳动力市场仍然强劲。

图表 56. 美国持续申领失业金人数 vs 失业率



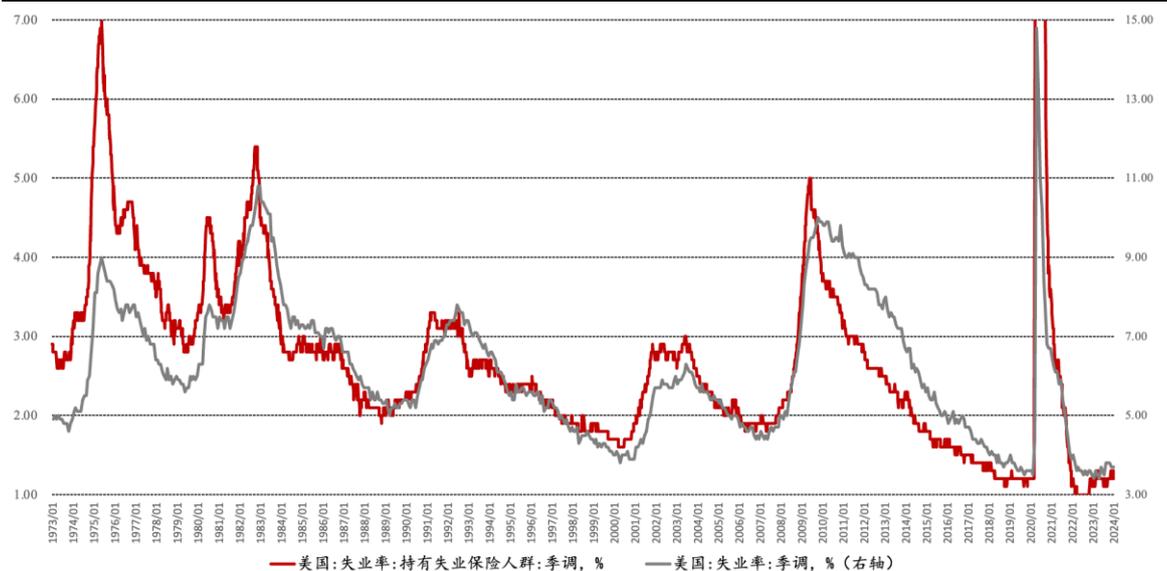
资料来源：万得，中银证券*持续申领失业金人数数据截至 2024 年 1 月 20 日

图表 57. 美国初次申领失业金人数 vs 失业率



资料来源: 万得, 中银证券 *初次申领失业金人数数据截至 2023 年 1 月 27 日

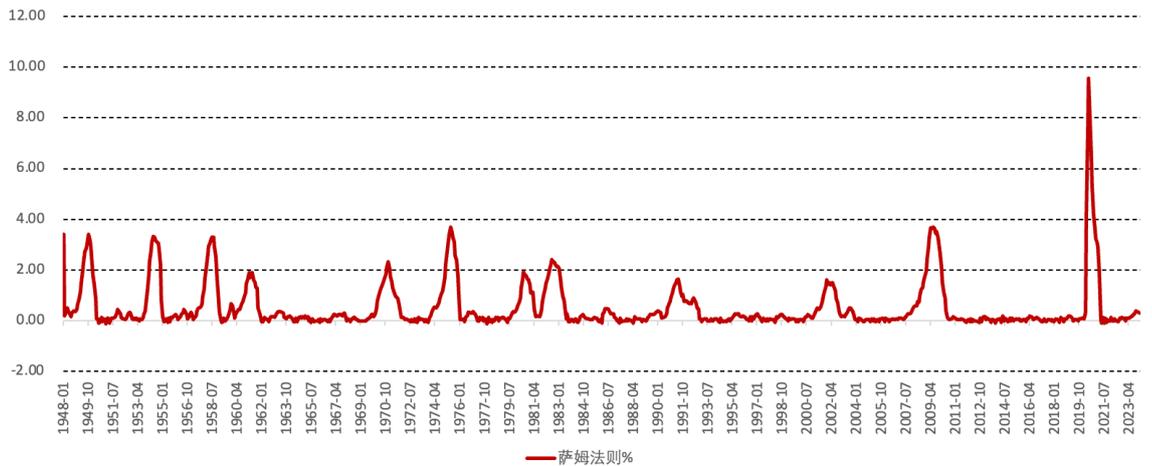
图表 58. 持有失业保险人群的失业率 vs 失业率



资料来源: 万得, 中银证券 *持有失业保险人群的失业率数据截至 2023 年 1 月 20 日

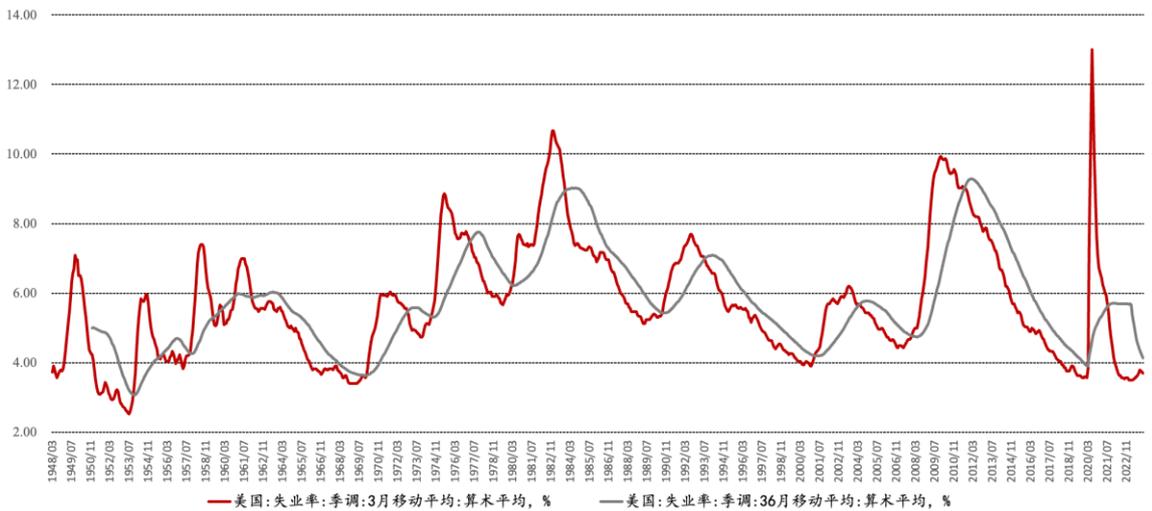
“萨姆法则”以及“3 个月 vs 12 个月金叉”尚未显示失业率存在趋势性上行的风险。从经济逻辑来看，作为整体经济活动尤其是劳动力市场供需动态的结果，失业率自身存在一定的“动能”。从数据上来看，失业率的变化也是呈现出一定的周期性波动。这就使得我们可以基于失业率数据自身的变动，来对其未来的走势做出预测，也即通过一些方法衡量失业率的历史数据并从中发现可能的趋势性信号。“萨姆法则”和“3 个月 vs 12 个月金叉”正是其中的两个方法。由美国经济学家克劳迪娅·萨姆提出的“萨姆法则”(Sahm rule)认为当三个月平均失业率比前 12 个月的低点高出 0.50 个百分点或更多时，这说明经济已经处于衰退的最初几个月。这一规则自 1970 年以来都对衰退时期做出了正确的预测。而一旦经济进入衰退，失业率的上升将是不可避免的。截至 2024 年 1 月的数据显示该指标为 0.30%，较 0.50% 的阈值尚有一定的距离。若未来一段时间，美国的失业率走势同基于经济周期的预测走势一致，那么萨姆法则的触发可以被避免。但如果未来数月美国失业率持续等于或高于 3.90%，那么萨姆法则将在 2024 年 1 季度触发(也即指标达到/超过 0.50% 的阈值)。与此同时，美国“新债王”Jeffrey Gundlach 则倾向于使用失业率 3 个月移动均值上穿 36 个月移动均值来判断失业率的上升趋势。从历史数据来看，自 1948 年以来，除了 1959 年末的一次错误信号之外，在其余的 9 次案例中，每一次当失业率的 3 个月移动均值上穿 36 个月移动均值时，失业率上行的趋势都至少维持了额外 3 个月的时间。截至 2024 年 1 月的数据显示，失业率 3 个月移动均值为 3.70%，小于 4.13% 的 36 个月移动均值，显示该指标尚未给出失业率将持续趋势性上行的信号。

图表 59. 萨姆法则



资料来源：万得，中银证券

图表 60. 美国失业率 3 个月移动均值 vs 36 个月移动均值



资料来源：万得，中银证券

市场一致预期认为失业率将在 2024 年缓慢上行，并小幅升破 4.00%。综合考虑市场常用指标、学术文献推荐和数据可得性，我们选择了四个统计来源用以反映市场对于未来一段时间的美国失业率走势的预期。这四个统计来源分别是：彭博统计的经济学家一致预期(Economic Forecast)、OECD 的经济预测、美联储的“经济预测总结”(Summary of Economic Projection)以及费城联储发布的“专业人士问卷调查”(Survey of Professional Forecasters)。从上述调查的预测均值来看（截至 2024 年 1 月末数据），市场一致预期是失业率将在 2024 年 1 季度升至约 3.90%，之后缓慢上行，并在 2024 年的下半年维持在约 4.20%的水平。

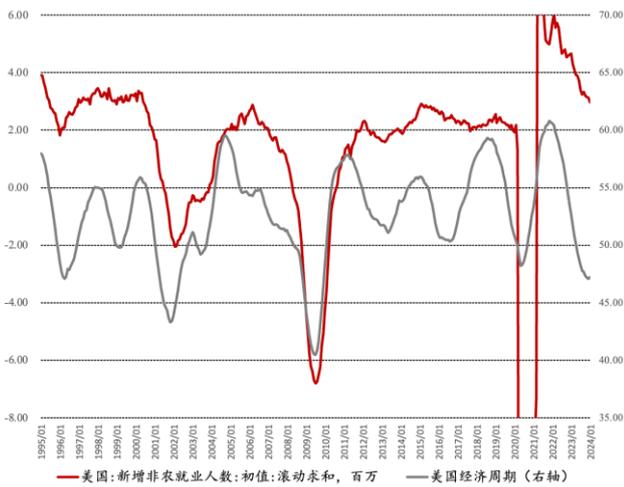
图表 61. 美国失业率的一致预期(%)

发布机构	来源/报告	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
彭博	经济学家一致预期	3.90	4.10	4.20	4.20
OECD	经济预测	3.93	4.05	4.12	4.17
美联储	经济预测总结				4.10
费城联储	专业人士问卷调查	4.00	4.00	4.20	4.20
	预测均值	3.94	4.05	4.17	4.17
	预测最小值	3.90	4.00	4.12	4.10
	预测最大值	4.00	4.10	4.20	4.20

资料来源：彭博，美联储，OECD，费城联储，中银证券

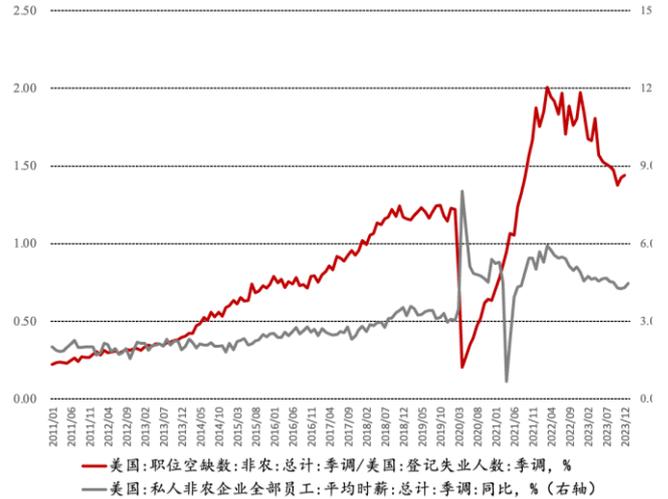
我们预计美国失业率可能会在 2024 年 1 季度左右达到或小幅突破 4.00%，但之后有望于 4.00% 左右企稳；非农新增岗位也会先回落后企稳；薪资增速有望持续回落并带动核心通胀降温。综合考虑我们的美国经济周期模型、就业市场高频指标以及市场一致预期，在不考虑重大信用风险的前提下，我们认为随着美国经济周期进入筑底阶段，美国失业率在未来数月仍面临上行压力，并或将在 2024 年 1 季度左右达到或小幅突破 4.00%，但之后伴随美国经济的回暖，失业率有望在 4.00% 左右企稳。我们的预期目前同市场的一致预期基本一致。类似地，我们认为美国非农新增岗位的趋势性变动也会呈现先回落，后稳定的态势。而在职位空缺数较失业人数的比例不断回落的背景下，即便是失业率不出现快速显著的上升，非农时薪同比增速也可能出现较快速度的下行，而这有助于带动美国核心通胀的回落。另一方面，2000 年以来的历史数据显示，亚特兰大联储衡量的工资同比增速变动大致落后于主动离职率的变动约 12 个月。截至 2023 年 12 月的数据显示，后者仍指向薪资增速将持续回落。事实上，在就业市场边际降温（而不是快速恶化）的同时实现核心 PCE 同比增速不断超 2.00% 回落也正是美联储目前对于未来美国经济前景的基准预期：在 12 月的“经济预测总结”中，美联储委员们的一致预期是失业率可能会小幅上升并于 2024 年和 2025 年维持在 4.10%，而与此同时，核心 PCE 将会在 2024 年和 2025 年逐步回落至 2.40% 和 2.20%。

图表 62. 非农滚动 12 个月新增岗位 VS 美国经济周期



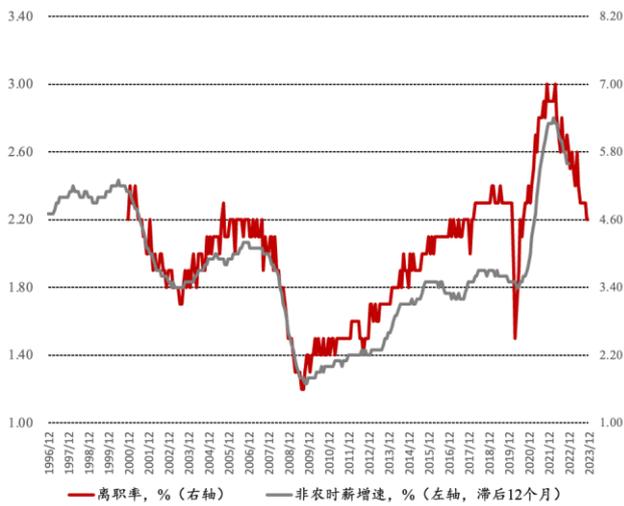
资料来源：万得，中银证券

图表 63. 非农职位空缺数与失业人数比值 VS 时薪增速



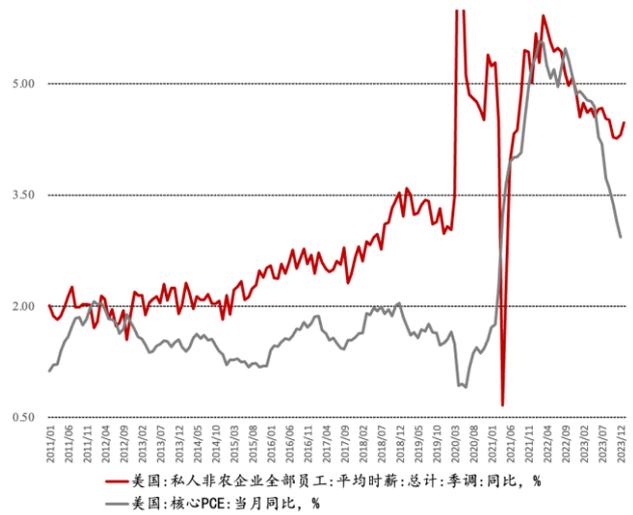
资料来源：万得，中银证券

图表 64. 主动离职率显示薪资增速仍将持续回落



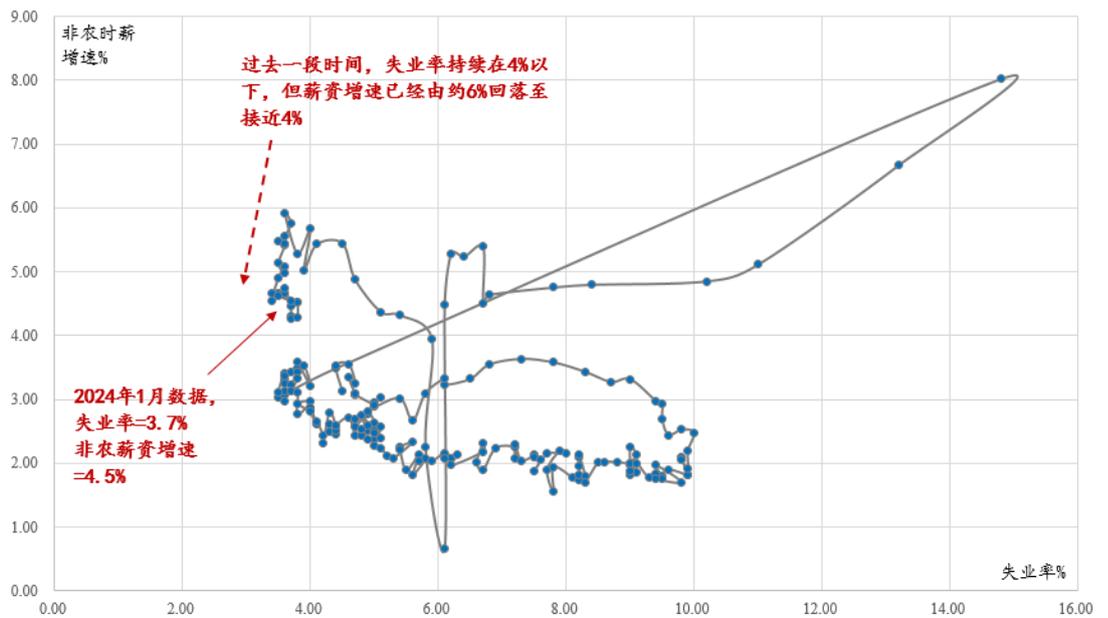
资料来源：彭博，中银证券

图表 65. 时薪同比增速 VS 核心 PCE 同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 66. 时薪同比增速在失业率大致保持稳定的情况下持续回落



资料来源：万得，中银证券

5. 风险提示

- 1) 美国经济超预期快速下滑或将伴随失业率快速走高。**如果美国出现金融/经济危机，那么失业率可能会出现非线性走高（可参考“衰退前后失业率的历史变动规律”一节）。截至 2024 年 2 月初的数据显示，尽管尚无迹象表明美国金融系统已经出现重大风险，但美联储于 2023 年 10 月发布的“金融稳定报告”指出，市场专业人士认为 2024 年可能影响金融稳定的风险包括：持续的高通胀所带来的进一步的紧缩政策、商业/居民地产减值风险、银行挤兑事件再现等金融、信用、财政、地缘政治方面的风险。
- 2) 美国经济超预期强劲或将伴随失业率低于预期。**如果美国经济韧性超预期，美国经济进入新一轮的上行周期，那么失业率可能会低于我们的预期，并可能进一步震荡回落。截至 2024 年 2 月初的数据显示，美国的经济数据显示美国经济活动仍然强劲，美国企业盈利周期也出现触底回升的迹象。
- 3) 经济周期模型预测错误。**我们的经济周期模型主要基于历史规律、先导指标以及经济学家的一致预期。黑天鹅事件可能会使得经济活动受到突然冲击，从而偏离经济周期规律的运行轨道。不同历史时期的经济运行周期长度和特征也会较历史平均水平出现一定的偏离。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371