



脆弱的“再平衡”

——美国就业 2024 年 2 月数据点评

2 月美国就业数据喜忧参半。新增就业人数 27.5 万（市场预期 20.0 万），失业率 3.9%（市场预期 3.7%），劳动参与率 62.5%（市场预期 62.6%），平均时薪环比增速 0.1%（市场预期 0.3%），同比增速 4.3%。

2 月数据指向经济阶段性转冷和移民增长带来了劳动力市场的新一轮“再平衡”，但我们认为该进程可持续性存疑。一方面，人工智能和地产库存决定了美国经济转冷幅度有限，另一方面，老龄化进程和特朗普重回白宫的可能性决定了移民对劳动力供给的支撑前景难测。我们同时观察到，薪资增长并未实质性降温，指向“供不应求”仍是劳动力市场的现实情况。

前瞻地看，“再平衡”进程是脆弱的，劳动力市场本轮转冷幅度相对有限，且存在再次反弹的可能性。

一、新增就业：韧性延续

2 月美国新增非农就业再超市场预期，前值下修不改韧性延续，疫后美国新增非农就业稳定强于疫前水平。2 月美国新增非农就业人数 27.5 万，去年 12 月至今年 1 月新增就业合计下修 16.7 万，3 个月滑动平均值 26.5 万，继续显著高于疫前三年均值（17.7 万）。

韧性的背后是多重因素的叠加。一是结构性用工荒驱动医疗就业持续领跑。从职位空缺调查（JOLTS）看，1 月医疗行业职位空缺率高达 7.7%，职位空缺数高达 185.4 万，双双领跑全部行业，受此影响教育与医疗行业就业人数保持高增；二是服务消费仍在走强。1 月 PCE 数据指向美国服务和商品消费发生分化，2 月休闲酒店行业就业继续高增且前值上修，而前值下修主要来自于零售、仓储物流行业；三是公共部门雇佣需求仍然旺盛。2024 财年（2023Q4-2024Q3）财政收缩主要集中在对居民部门转移支付，政府购买仍



具韧性，受此影响政府部门新增就业保持高增。

二、失业率：意外跳升

失业率意外跳升的背后，是企业调查与家庭调查的持续分化，前者指向就业市场依然强劲，后者则指向就业市场已在转冷。2月家庭调查失业率超预期跳升至3.9%，就业人数亦在继续下行，与非农就业人数的差值持续收窄。家庭与企业调查的背离主要来自于兼职人数的上升和移民涌入的影响，前者会在企业调查中被重复统计，后者则因部分人口居无定所易为家庭调查所遗漏。全职就业人数已与2023年四季度见顶，兼职就业人数则仍在持续增长；国外出生就业人数仍在高增，国内出生就业人数则已经见顶。

从失业结构看，企业部门雇佣需求出现收缩迹象。2月美国失业者非临时裁员占比达到36.8%，创2021年12月以来新高，反映企业已在实质性增加裁员计划。

三、劳动参与率：保持低位

劳动参与率低位企稳，后续走势取决于“移民效应”和“老龄化效应”的相对强弱。一方面，移民对美国劳动参与率构成阶段性支撑。2月白人劳动参与率于62.1%低位企稳，但黑人及非洲裔劳动参与率录得63.7%续创新高，并驱动25-54岁适龄劳动参与率进一步上行；另一方面，55岁以上人口劳动参与率永久性低于疫前水平，且仍将随老龄化进程进一步下行。

四、薪资增速：大起大落

薪资增速大起大落很大程度上受到了工时变动的的影响。1月美国人均每周工作时长大幅下降，故平均时薪环比高增但平均周薪环比下跌。2月美国人均每周工作时长有所回升，故平均时薪环比微增但平均周薪环比高增。

名义薪资高增的现状并未实质性改变。无论平均周薪还是平均时薪，同比增速中枢均位于4%附近，高出疫前水平约1pct。从结构看，多数行业名义薪资均在高增，仅零售和信息行业增速显著偏低，前者来自于商品消费的温和转冷，后者则来自于科技行业的结构性人才过剩。



五、市场：小幅转鸽

失业率意外跳升叠加新增非农前值下修，市场小幅上调降息预期。美元隔夜利率曲线(OIS)暗示美联储将于6月开启降息，2024年全年降息约100bp（4次）。美国国债收益率整体下行，仅30年期微涨。2年期收跌2.8bp至4.47%，5年期收跌2.7bp至4.05%，10年期收跌0.8bp至4.07%，30年期收涨1.0bp到4.25%；美元延续弱势表现。美元指数从102.81下跌至102.74。美元兑换离岸人民币于7.19附近企稳。受科技板块大幅调整影响，美股三大指数全面收跌。标普500指数收跌0.65%，纳斯达克指数收跌1.16%，道琼斯指数收跌0.18%。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5.33%左右，1w5.40%，1m5.55%，3m5.65%，6m5.65%。

六、影响及前瞻：“再平衡”缓步前进

在“经济转冷”和“移民效应”的双重影响下，美国劳动力市场“再平衡”进程缓步前进，但速度和幅度均受到限制，且前景存在较大不确定性。在人工智能和地产库存的双重支撑下，美国经济转冷幅度不会很大，且存在随降息预期发酵再度走强的可能性。移民对劳动力供给的支撑亦将持续受到来自老龄化进程的对冲，如若特朗普重回白宫，移民对劳动力供给的支撑大概率将告一段落。

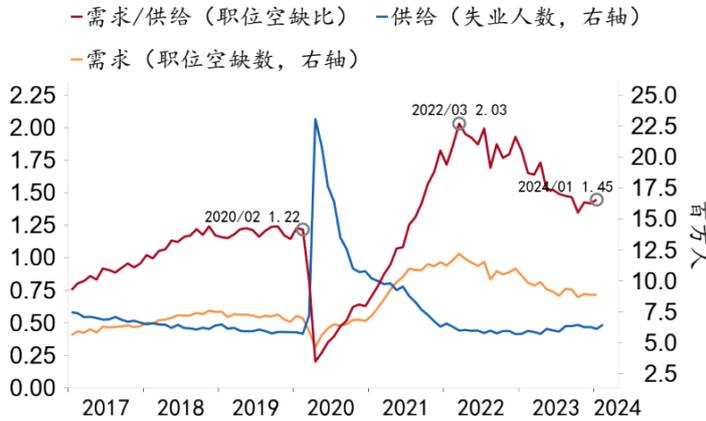
(评论员：谭卓 刘一多 王天程 陈诚)

附录



图 1: 劳动力市场继续“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 3: 教育与医疗继续领跑新增就业

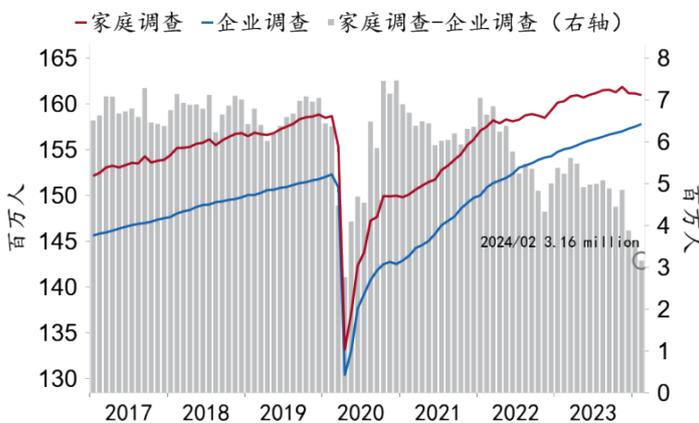
美国非农就业行业分布



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 5: 企业调查与家庭调查持续分化

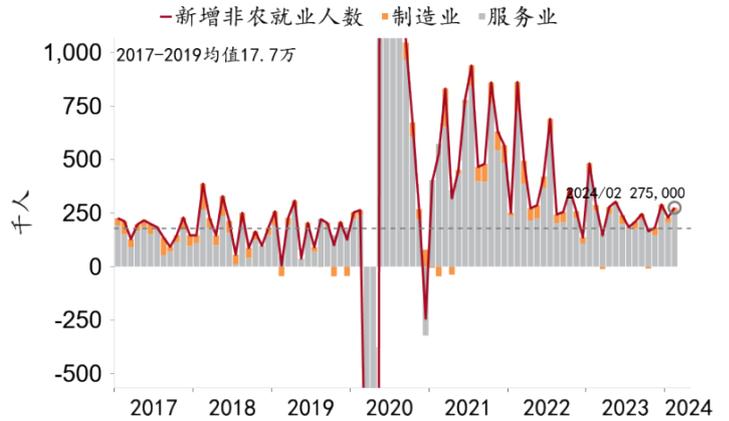
美国家庭调查和企业调查就业人数



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 2: 新增就业稳定强于疫前水平

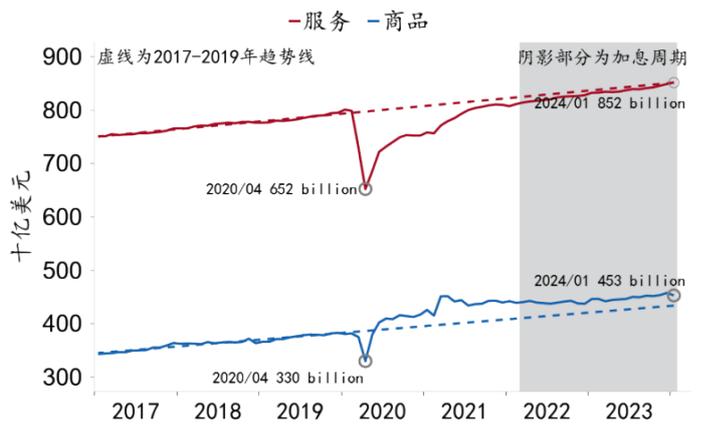
美国新增非农就业结构



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 4: 服务与商品消费发生分化

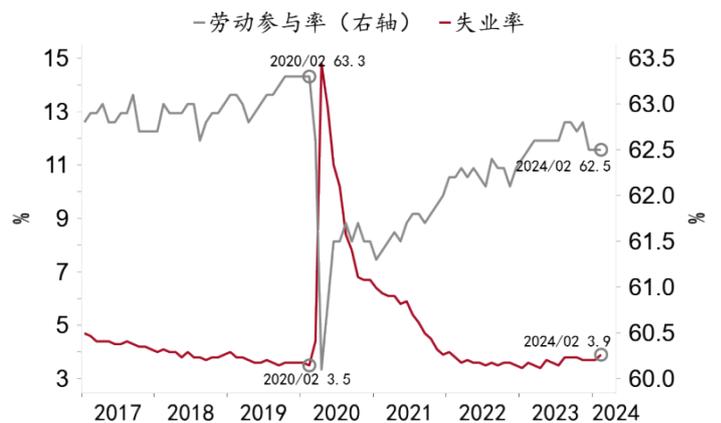
美国商品及服务实际PCE走势



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 6: 失业率意外跳升 0.2pct

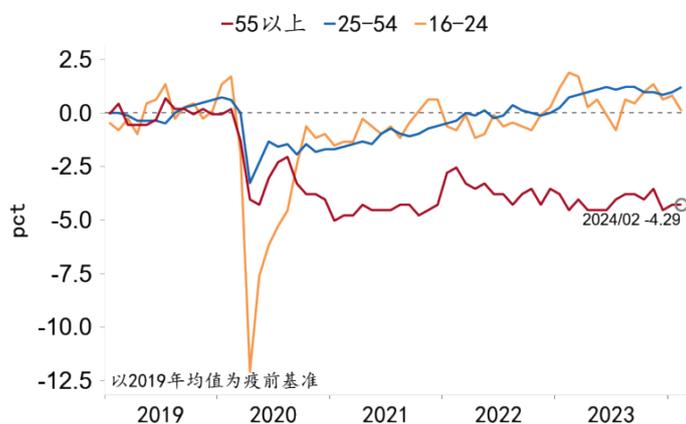
美国失业率与劳动参与率



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图7：25-54岁适龄劳动参与率续创新高

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8：平均时薪环比动能大起大落

美国平均时薪同比与环比



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院