

宏观报告

证券研究报告

2024年06月10日

美国劳动力市场的再平衡

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观报告-美国经济对再通胀的重新适应》2024-06-05
- 2 《宏观报告：宏观-节能降碳行动会带来什么影响？》2024-06-03
- 3 《宏观报告：宏观-向外求确定性》2024-06-01

美国五月非农就业数据略显矛盾：新增就业人数大超预期的同时，失业率也有所抬升；薪资增速重回4%以上水平的同时，劳动参与率再次回落。

我们认为应该抓主要矛盾——即美国经济的整体运行依然从容，“就业-薪资-消费-通胀”链条保持正常运转通胀将继续呈现小幅反弹的趋势，货币政策没有调整的必要性。

我们在2024年6月5日报告《美国经济对再通胀的重新适应》中明确提出，“不宜以4月数据外推美国经济走势，不宜对降息预期转向乐观。4月美国经济数据走弱，是美国经济对货币政策隐含收紧的“再适应”促成了短期内的波动”。

5月服务业PMI与非农就业等核心指标陆续超预期，证伪了4月数据走弱带来的“经济衰退论”，进一步关闭了年内的联储降息窗口。

5月服务业PMI与消费者信心指数是一组印证，非农就业与薪资增速数据是另一组印证。我们认为接下来发布的5月CPI和PCE消费支出数据可能超预期，有望进一步印证美国经济增长的从容。

风险提示：美国劳动力市场超预期走弱，美国失业率超预期上行，美国高利率维持更长时间

美国五月非农就业数据略显矛盾：新增就业人数大超预期的同时，失业率也有所抬升；薪资增速重回 4% 以上水平的同时，劳动参与率再次回落。

我们认为应该抓主要矛盾——即美国经济的整体运行依然从容，“就业-薪资-消费-通胀”链条保持正常运转通胀将继续呈现小幅反弹的趋势，货币政策没有调整的必要性。

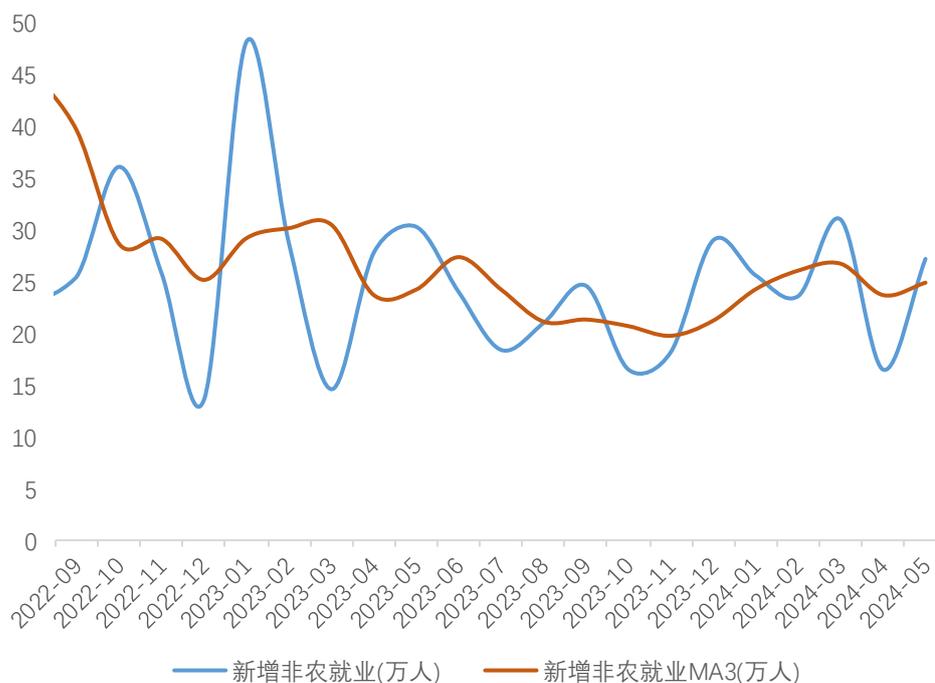
我们在 2024 年 6 月 5 日报告《美国经济对再通胀的重新适应》中明确提到，“不宜以 4 月数据外推美国经济走势，不宜对降息预期转向乐观。4 月美国经济数据走弱，是美国经济对货币政策隐含收紧的“再适应”促成了短期内的波动”。

5 月服务业 PMI 与非农就业等核心指标陆续超预期，证伪了 4 月数据走弱带来的“经济衰退论”，进一步关闭了年内的联储降息窗口。

5 月服务业 PMI 与消费者信心指数是一组印证，非农就业与薪资增速数据是另一组印证。我们认为接下来发布的 5 月 CPI 和 PCE 消费支出数据可能超预期，有望进一步印证美国经济增长的从容。

回到 5 月的非农数据，27.2 万人的新增就业人数对应了 24.9 万人的三个月平均就业水平，整体趋势从去年 11 月之后便开始逐步抬升，并且三个月平均就业从未低过 20 万人，反映美国就业趋势不仅没有走软，反而还在逐步增强。

图 1：从三个月均角度看，23 年 11 月见底后便保持在 20 万人以上水平



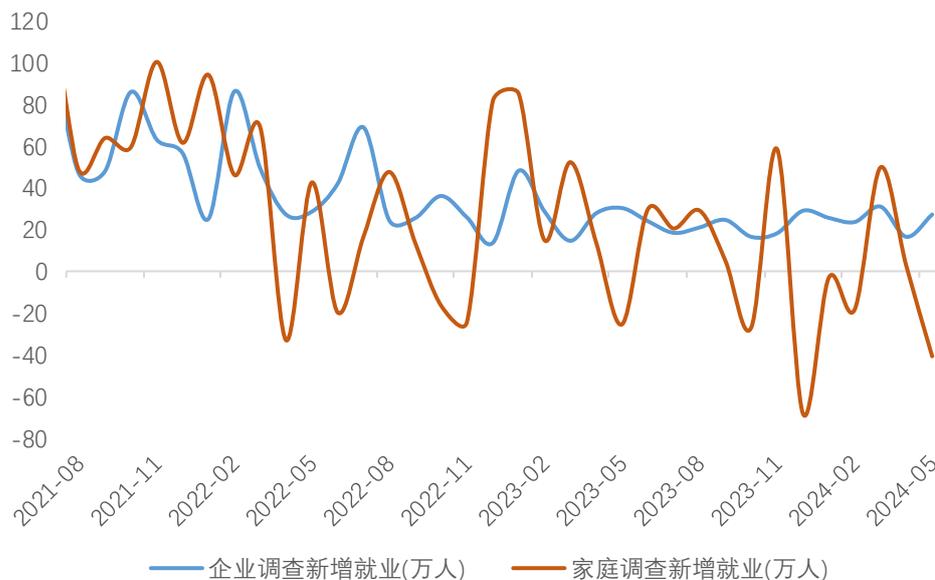
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

家庭就业冷（失业率提升）和企业就业暖（新增就业高）的数据矛盾，背后或是非法移民逐渐进入劳动力市场。

依据企业调查统计的非农（新增）就业人数与基于家庭调查统计的就业人数（失业率）持续出现背离，尤其是基于家庭调查就业人数呈现巨大的波动。

我们认为较为可能的解释是美国非法移民进入劳动力市场，造成了企业视角下的就业高增，和（合法就业）家庭视角下的就业放缓。

图 2：家庭调查中的就业人数呈现大幅波动



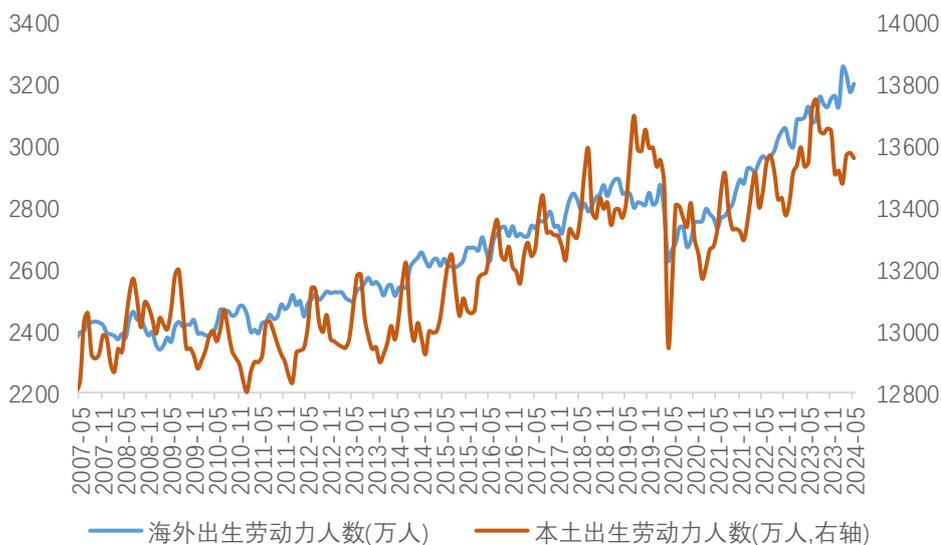
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

这一解释也从劳动力的构成中得到印证，疫情后美国劳动力中的外国出生人数波动式升高，与疫情后美国非法移民的急剧增加相对应，特别是 23 年 7 月之后和本土出生劳动力的裂口明显张开。

这也反映出美国本土劳动力或已经修复到瓶颈。疫情导致 55 岁及以上劳动力的提前退休，以及因托育等原因被迫挤出劳动力市场的情况，美国劳动力（与劳动力参与率）进一步上升的空间有限。

我们认为未来或持续观察到外国出生人口进入美国劳动力市场，未来将会与本土出生的劳动力产生更大的趋势差异。虽然不宜以单月数据外推趋势，但是今年 5 月海外出生劳动力增加了 26.3 万人，接近我们此前报告（2024 年 4 月 7 日）《非农强化美国二次通胀》中提到的不超过 30 万人/月的劳动力释放。

图 3：美国劳动力中的外国出生人数波动式升高



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

但这只是期待海外移民改善劳动力平衡的第一步，如何确保劳动力供给的增量传导到薪资增速的改善还需要观察。如果像五月数据这样指向海外劳动力“挤出”本国劳动力供给，从而带来劳动参与率的下降，那对于去通胀来说不是一个正面信号。

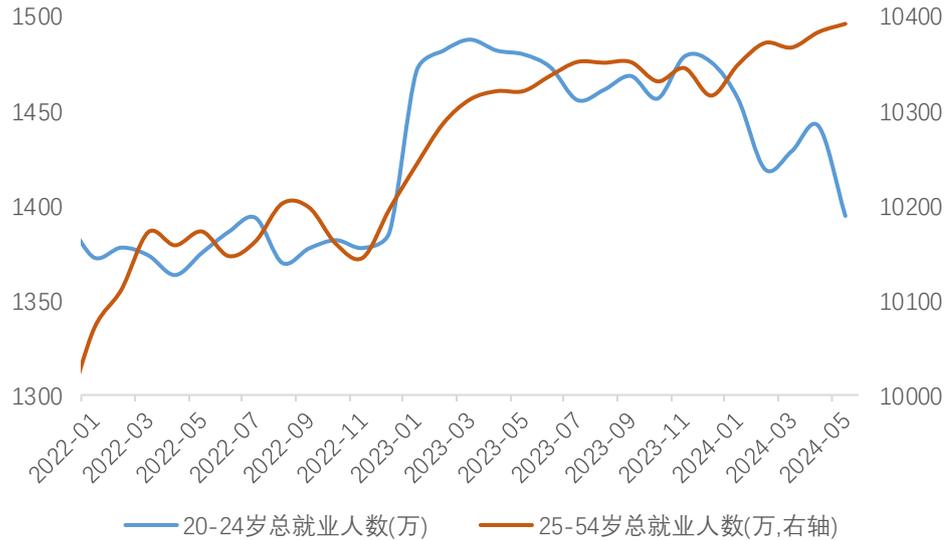
如果进一步探讨美国家庭调查的疲软，可以发现主要是来自于 20-24 岁青年劳动力的就

业恶化，而 25-54 岁壮年劳动力的就业依然在稳步增长。

我们认为一个最有可能的逻辑是 20-24 岁的人群恰逢疫情后（2020 年）开始逐渐进入劳动力市场，但因为工作更多的转移到线上，并没有从“干中学（learning by doing）”中积累有效的工作经验。尤其是对于那些没有接受过高等教育（less-educated），且薪资水平更低的年轻劳动力更是如此。

美国近期有调查显示约 40%的企业家在雇佣“Gen Z（1997-2012 年出生）”时有所顾虑，更愿意选择有经验的候选人。叠加劳动力市场需求的再平衡以及外来移民的直接冲击，这些没有充足工作经验积累的 20-24 岁年轻人或首当其冲面临失业的局面。

图 4：美国 20-24 岁就业人数成为家庭调查的最大拖累



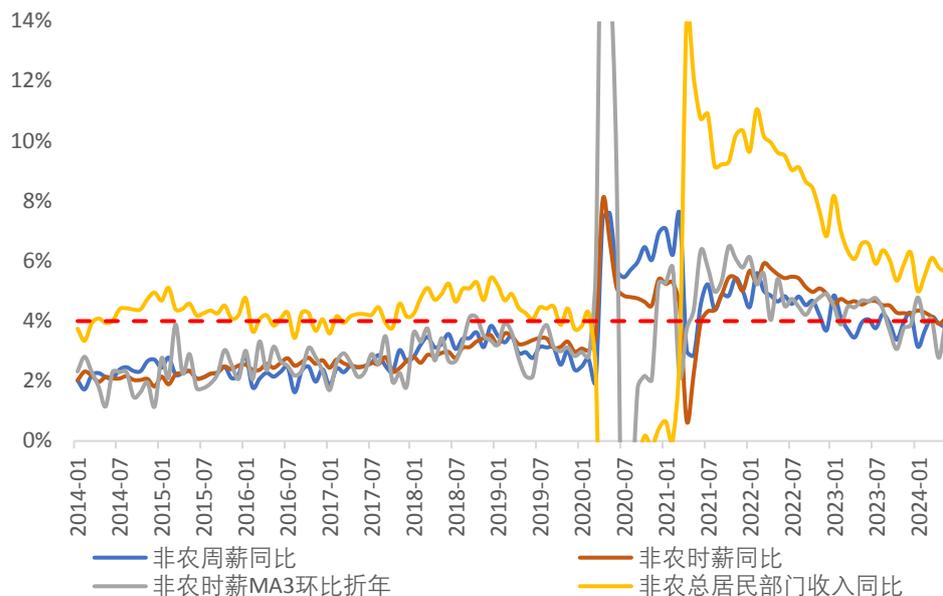
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

当下美国非农薪资增速同比在 4%企稳，总居民部门薪资增速同比保持在 6%左右。我们早在 2024 年 3 月 12 日报告《美国核心通胀反弹的两条线索》中便明确表示，“美国薪资增速难以实质性跌破 4%”，4%或成为美国薪资增速的新常态。

从 V/U 比来看，当前美国劳动力市场的平衡程度已经回到了 2019 年底的水平，跳槽者与留职者薪资增速差也进一步收敛到同期水平；但两者的绝对值都高于疫情前约 1.5%，这也差不多弥补了通胀的上行水平。

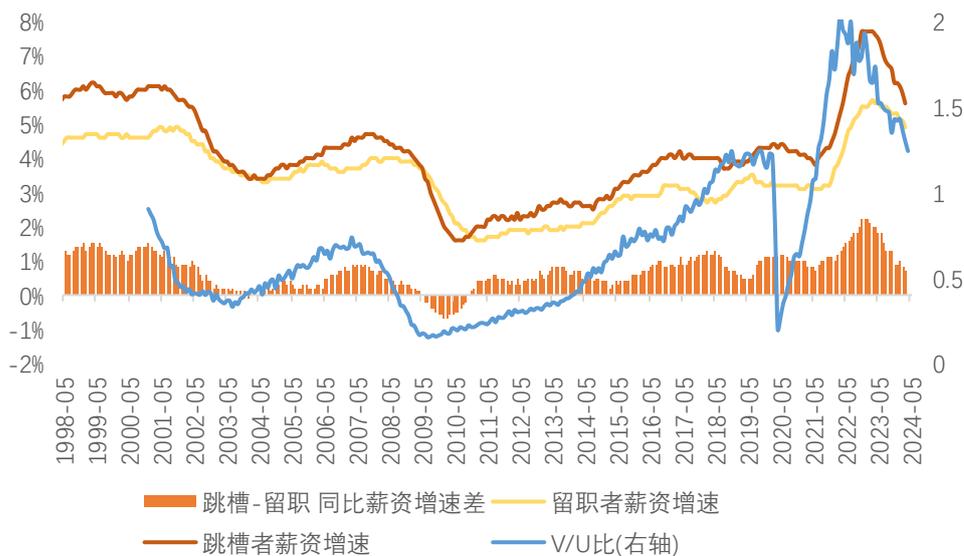
因此，无论是雇佣者还是非雇佣者都没有进一步压低薪资增速的动力，V/U 的下行幅度将进一步放缓，且对薪资增速降温的指向性作用将不那么明显。无论是从微观主体的劳动报酬还是宏观视角的通胀补偿后的实际购买力，4%更理应是美国薪资增速的新常态。

图 5：4%或成为美国薪资增速的新常态



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：从跳槽者和留职者薪资增速差的角度看，已经回归常态

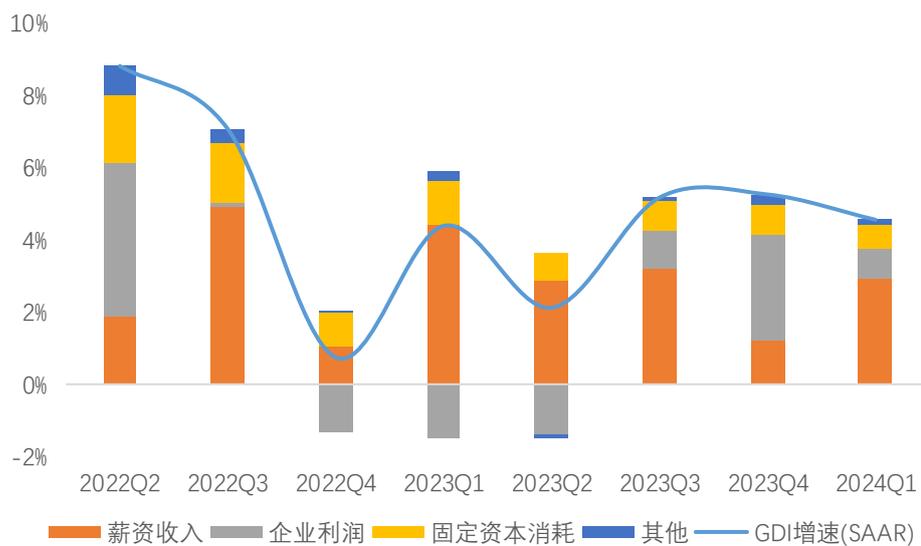


资料来源：FRED，天风证券研究所

我们认为 4%的失业率依然和降息有着巨大的差距；这仅仅是进一步关上了加息的大门，并不能转向降息之路。尤其是，鲍威尔明确表示失业率需要意外走软才能触发降息，而当前失业率的走势仅是放缓的演绎。基于此，我们认为 6 月的 FOMC 会议联储或将变得更加鹰派，但这也无碍美国经济在高波动性中从容增长。

退一步讲，如果当前失业率的走势就能让联储转向降息，那未来也不排除二次加息。

图 7：企业通过损失利润的方式加大对雇员的薪资支出也是美国经济韧性的来源



资料来源：Bloomberg，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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com