

回不去的从前：美国就业“新常态”

大疫3年，疫情对产业、就业生态等微观结构的破坏全面深入，或将在未来很长一段时间内持续影响经济。本文以美国就业为切入点，予以佐证，以供参考。

■ 美国就业的3大“新常态”：人均产出较低，薪资粘性很强，供给缺口难补

“新常态”之一：就业人数虽然已超疫情前，但实际产出却未同步修复。截至10月，美国非农就业人数已修复至1.53亿人，较疫前高点多出80余万人。疫情之后，美国就业人口的缺勤率出现明显提升。往年美国缺勤率的正常水平略低于2%，流感高峰期阶段性抬升至2.5-3%；疫后，美国缺勤率突破2.5%、高峰期甚至突破5%。因此就业人数“确实”增加，但人均产出却明显不及疫情前。

“新常态”之二：就业供需严重错位，薪资粘性远超以往。不同以往，疫后招工需求的释放极为快速，职位空缺数不足1年就修复至疫前水平以上、且持续超过1000万，但就业人数修复相对滞后。作为就业供需矛盾的直接表征，时薪同比维持在5%附近，比疫情前十年均值的2.4%高出一倍左右。休闲酒店等低薪行业的供需矛盾更为尖锐，薪资增速也高于中高薪行业，加剧薪资通胀的顽固性。

“新常态”之三：新冠“创伤”及移民锐减影响下，就业供给缺口难补。新冠疫情引发的死亡、后遗症等持续压制美国就业供给，造成的冲击估计超180万个。移民数量的锐减，进一步放大就业、尤其是中低端服务业就业的缺口。截至2021年，美国年度移民数量已经从120万以上回落到50万左右。即便美国已放宽移民条件，移民数量仍较疫前趋势水平相差约170万，短缺持续性或被低估。

■ 就业“新常态”的3大影响：供给缺口刚性，“滞胀”加深，货币政策两难

影响一：劳动力供给持续偏低，有可能很久回不到历史趋势水平。以2022年为基准，美国2023年后每年的新冠确诊病例预计在1800万例左右，超额死亡病例约12万例。以此类推，15-64岁适龄人口超额死亡病例约3万例；出现“long covid”的15-64岁适龄人口约300万，其中退出劳动力市场或将接近40万。

影响二：经济增长中枢下移、通胀中枢上移，即“滞胀”格局持续存在。1、人口老龄化的背景下，“long covid”等掣肘劳动力人口的增长率与人均实际产出，导致经济增长的潜在中枢长期下移；2、即便未来就业需求下滑，供给弹性受限，使得“贝弗里奇”曲线长期向右偏移，导致薪资增长更为刚性、推升通胀。

影响三：政策周期的历史规律被打破，导致货币政策框架更易陷入两难。双重使命下，美联储需要在经济与通胀之间不断权衡。以往加息周期多止步于制造业PMI下降约3个季度的窗口，眼下该指标已下滑近4个季度，但加息距离终点尚有距离。“滞胀”格局深化下，若美联储调整通胀目标水平，货币公信力将面临质疑；若美联储执意将通胀压回2%附近，或需要付出更“惨痛”的衰退代价。

风险提示：美联储核心通胀居高不下；美国就业修复不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

1、周度专题：美国就业市场“新常态”	4
1.1、就业“新常态”之一：就业人数虽多，人均效率不高，实际产出偏低	4
1.2、就业“新常态”之二：就业供需严重错位，薪资黏性远超以往	6
1.3、就业“新常态”之三：新冠“创伤”及移民锐减下，就业供给缺口难补	8
1.4、就业“新常态”的影响：供给缺口刚性，“滞胀”加深，货币政策两难	10
2、数据跟踪：美国核心通胀“曙光”或现	13
2.1、美国经济跟踪：美国核心通胀见顶趋势基本明朗	13
2.2、欧洲经济跟踪：欧元区 9 月零售销售环比好于预期	14
3、重点关注：美国 10 月零售销售、地产开工	15
4、风险提示：	15

图表目录

图表 1：美国非农新增就业维持高增	4
图表 2：美国制造业 PMI 新订单一般领先就业	4
图表 3：机构调查与家庭调查的内涵区别	4
图表 4：家庭调查的农业、非农就业人数	5
图表 5：两份非农就业人数走势基本一致	5
图表 6：美国临时工占比维持低位	5
图表 7：“身兼多职者”占比并不高	5
图表 8：疫情后缺勤率大幅抬升	5
图表 9：美国实际的“产出”却没那么强	5
图表 10：每周工时趋势下滑	6
图表 11：人均产出大幅滑坡	6
图表 12：职位空缺数领先非农就业人数	6
图表 13：新增职位空缺数领先非农新增就业人数	6
图表 14：美国薪资增速依然高企	7
图表 15：美国薪资通胀压力较大	7
图表 16：休闲酒店、教育保健等就业缺口较大	7
图表 17：休闲酒店、教育保健等招工需求依然旺盛	7
图表 18：职位空缺率与薪资增速呈正相关关系	7
图表 19：美国低收入居民薪资增长更快	7
图表 20：美国移民数量较疫情前锐减	8
图表 21：外来移民多从事中低端行业	8
图表 22：中国大陆等地区的绿卡获得者锐减	8
图表 23：墨西哥等地区的绿卡获得者锐减	8
图表 24：美国已放松移民制度	9
图表 25：移民减少约 170 万人的劳动力年龄人口	9

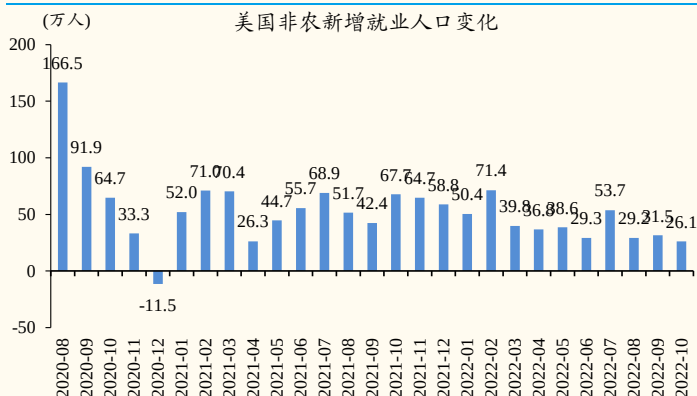
图表 26: 美国疫情形势	9
图表 27: 美国新冠引发的超额死亡人数	9
图表 28: 美国确诊病例结构数据	9
图表 29: 美国死亡病例结构数据	9
图表 30: 约 180-400 万“long covid”后遗症患者退出就业市场	10
图表 31: 新冠疫情使得重度抑郁症等患病率大幅增加	10
图表 32: “9·11”后, 美国航空客运量连续 3 年下滑	10
图表 33: 美国人口增长率	11
图表 34: 美国人口年龄结构预测	11
图表 35: 劳动力供给制约或将长期存在	11
图表 36: 美国就业市场可能回不去从前	11
图表 37: 劳动力供给缺口越发刚性	11
图表 38: 美国薪资增长更为刚性、推升通胀中枢	11
图表 39: 本轮美联储加息呈现明显“赶作业式”特征	12
图表 40: 美国制造业 PMI 与联邦基金目标利率走势	12
图表 41: 美国长期货币政策框架迎来新的挑战	12
图表 42: 美国 CPI、核心 CPI 同比走势	13
图表 43: 美国 CPI、核心 CPI 环比走势	13
图表 44: 美国 CPI 耐用品分项同比走势	13
图表 45: 美国 CPI 非耐用品分项同比走势	13
图表 46: 美国 CPI 住房、医疗护理服务同比走势	14
图表 47: 美国 CPI 运输、休闲服务同比走势	14
图表 48: 当周, 美国初请失业金人数差于预期	14
图表 49: 当周, 美国 EIA 原油库存超预期回升	14
图表 50: 欧元区零售销售同比走势	15
图表 51: 欧元区零售销售环比走势	15
图表 52: 下周海外重点数据发布日期情况	15

1、周度专题：美国就业市场“新常态”

1.1、就业“新常态”之一：就业人数虽多，人均效率不高，实际产出偏低

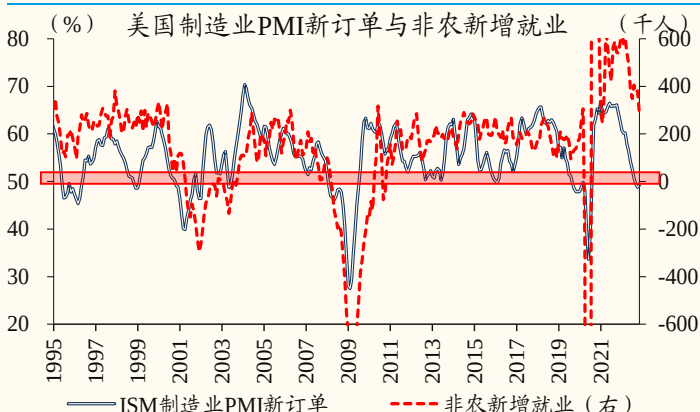
尽管 PMI 新订单等领先指标持续下滑近 1 年，但美国非农就业持续偏强，部分观点认为其中“藏有水分”。历史经验显示，制造业 PMI 新订单指数领先实际 GDP 同比及就业 3 个季度左右；新订单指数自高位持续回落约 1 年，近期已经累计 3 个月（近 4 个月以来）跌破 50% 的荣枯线。但是，美国 9 月非农新增就业 26.3 万人，仍好于预期的 25.5 万人；1 月至 9 月，非农新增就业人数均值达到 42 万人，远远高出了 2017 年至 2019 年的均值水平（约 18 万人）。经济放缓下就业持续偏强，被部分观点解读为数据“虚高”。

图表 1：美国非农新增就业维持高增



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：美国制造业 PMI 新订单一般领先就业



来源：Wind、国金证券研究所

部分观点认为，机构调查的统计方式，使得数据“失真”。美国就业报告分为机构调查和家庭调查。其中，机构调查包括非农企业、非营利团体以及政府部门工资册的工作人员，家庭调查包括农业就业、非农就业（含自雇人士、家务劳动者等）。机构调查的就业数据中，同时从事多份兼职工作的个人会被多次统计，即“只认岗位不认人”。家庭调查的就业人数中，同时从事多份兼职工作的个人不会被多次统计，即“只认人不认岗位”。部分观点以此为由，认为非农就业数据中重复统计了“身兼多职者”，高估了就业市场的景气度。

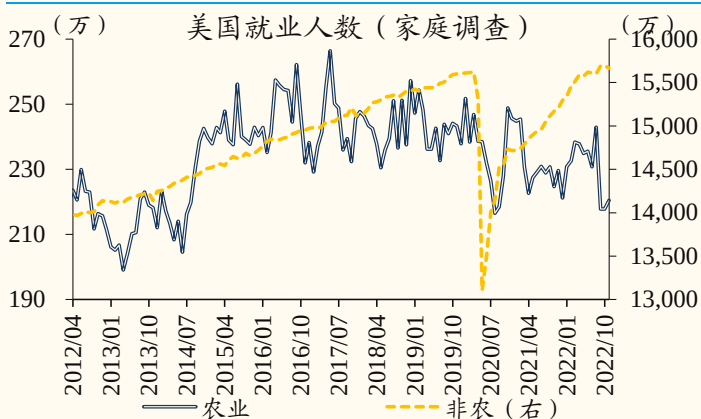
图表 3：机构调查与家庭调查的内涵区别

调查类型	指标	内涵	统计方式
机构调查	非农就业人数	包括非农企业、非营利团体以及政府部门工资册的工作人员	同时从事多份兼职工作的个人会被多次统计，即“只认岗位不认人”
家庭调查	就业人数	包括农业就业、非农就业（含自雇人士、家务劳动者等）	同时从事多份兼职工作的个人不会被多次统计，即“只认人不认岗位”

来源：BLS、国金证券研究所

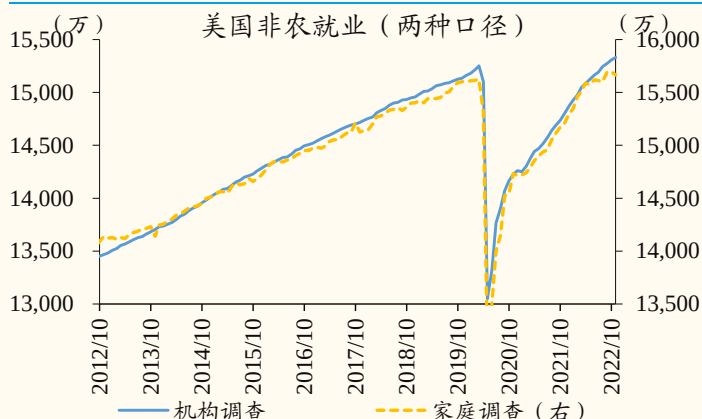
农业就业占比相对小、自雇人士变化不大、“身兼多职者”占比较低，均指向非农就业数据“含金量”较高。农业就业占比不足 2%、且波动较小，对整体就业的影响甚至可以忽略不计。同时，家庭调查的非农就业人数与机构调查的非农就业人数，走势基本一致，稳定保持着大约 400 万的“差距”。换言之，自雇人士、家务劳动者等变化幅度一直相对有限，机构调查的非农就业就能很好地反映“就业全貌”。疫情期间的“身兼多职者”的占比依然不足 5%，仍较疫前正常水平低出 0.2 个百分点，指向 2022 年非农数据“含金量”比以往更高。

图表 4：家庭调查的农业、非农就业人数



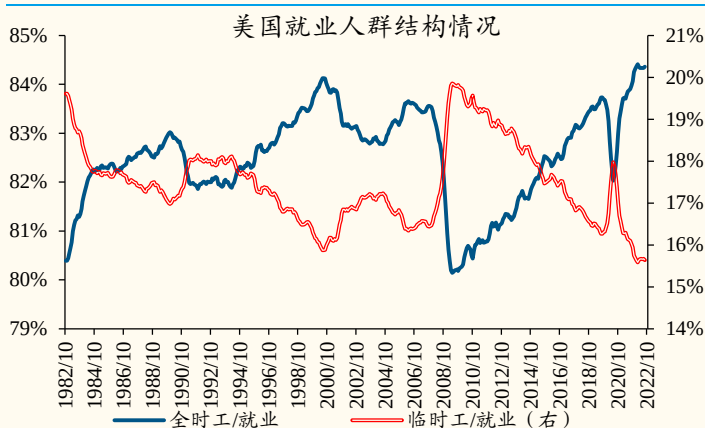
来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：两份非农就业人数走势基本一致



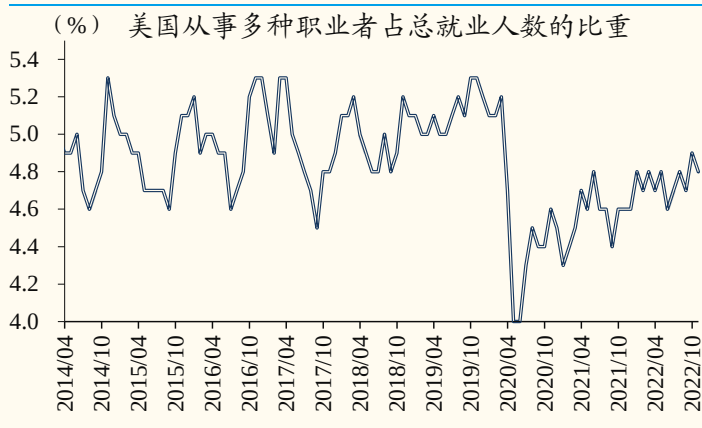
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：美国临时工占比维持低位



来源：Wind、国金证券研究所

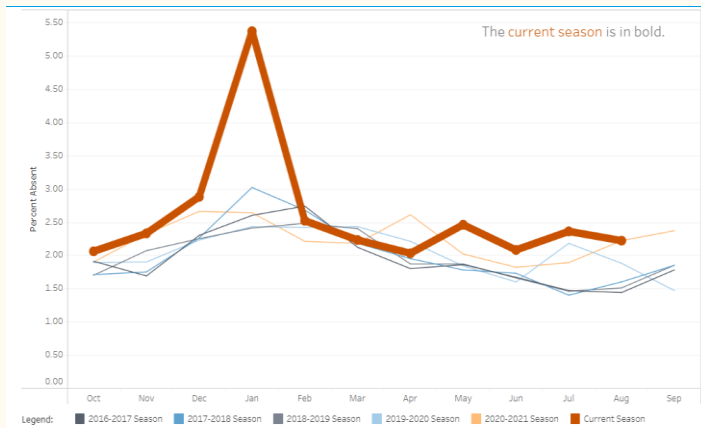
图表 7：“身兼多职者”占比并不高



来源：Wind、国金证券研究所

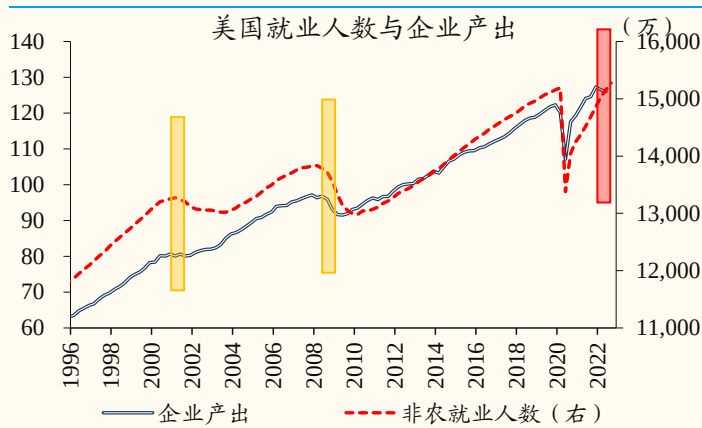
就业市场的真正问题在于，就业人数虽然“多”，但实际“产出”却不足。疫情之后，美国就业人口的缺勤率（缺勤天数占一段时期内可工作天数的比重）出现明显提升。往年美国缺勤率的正常水平略低于 2%，流感高峰期阶段性抬升至 2.5%-3%；疫情之后，美国缺勤率直接突破 2.5%，新冠高峰期甚至可以突破 5%。因此就业人数“确实”增加，但人均工作时长持续下滑、产出明显不及疫情前，甚至导致总产出见顶回落。

图表 8：疫情后缺勤率大幅抬升



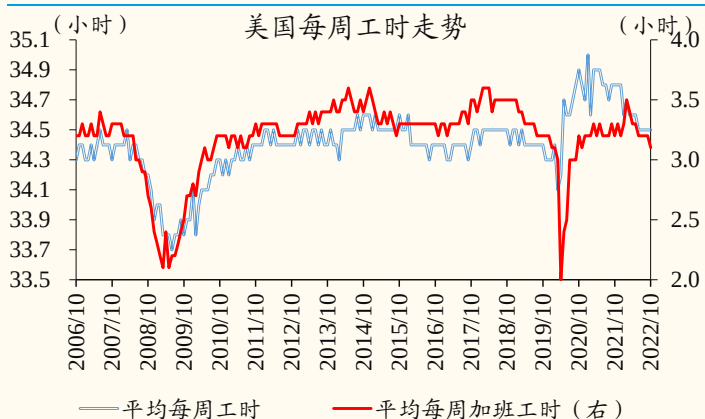
来源：CDC

图表 9：美国实际的“产出”却没那么强



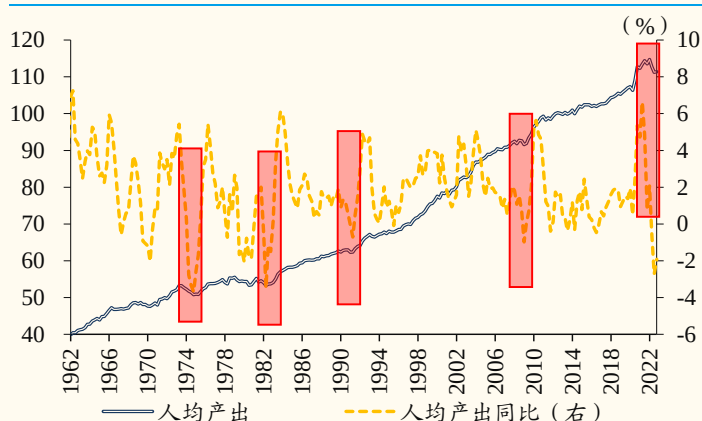
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：每周工时趋势下滑



来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：人均产出大幅滑坡

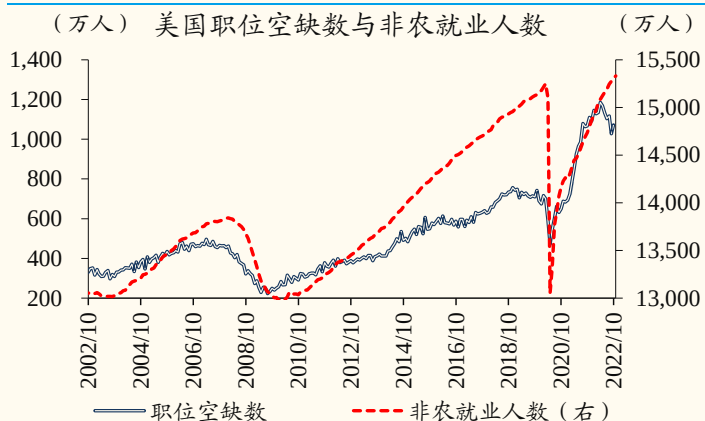


来源：Wind、国金证券研究所

1.2、就业“新常态”之二：就业供需严重错位，薪资黏性远超过以往

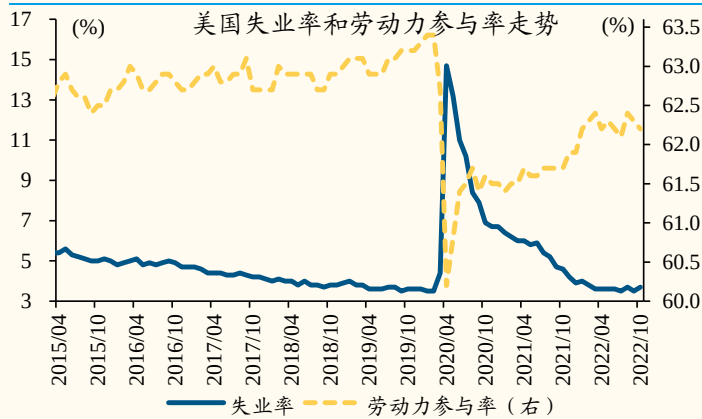
本轮就业市场供需错位，需求见顶后，就业供给的修复依然相对滞后。美国劳工统计局公布的职位空缺数，可衡量企业的招工需求。考虑到劳动力市场需求快于供给变化，职位空缺数走势一般会弱领先于非农就业人数，历史走势也大致如此。不同以往，疫后招工需求的释放极为快速，职位空缺数不足 1 年就修复至疫前水平以上，且持续超过 1000 万，但就业人数修复相对滞后。

图表 12：职位空缺数领先非农就业人数



来源：Wind、国金证券研究所

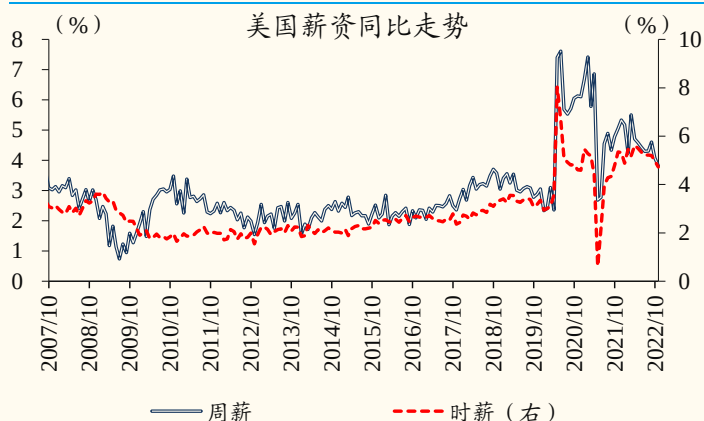
图表 13：新增职位空缺数领先非农新增就业人数



来源：Wind、国金证券研究所（删除异常值，取 6 个月移动均值）

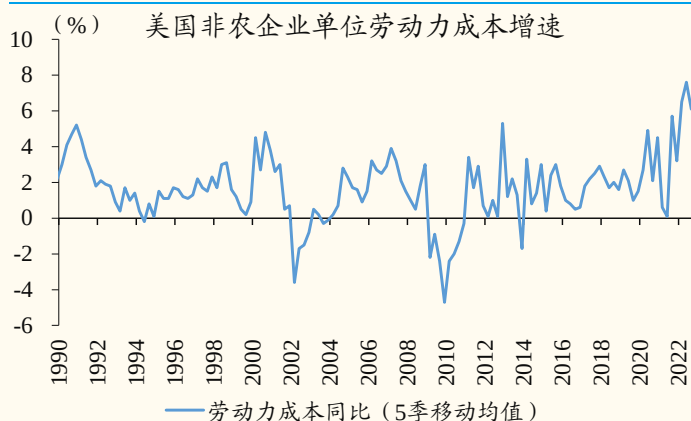
供需周期严重错位的背后，美国薪资增速的黏性也远强于以往。作为就业供需矛盾的直接表征，美国 9 月时薪同比依然维持 5% 附近，比疫情前十年的均值 2.4% 高出一倍有余。美国就业市场“供不应求”下，本轮薪资增速维持高位的时间也长于以往。以史为鉴，薪资增速持续高企、越发刚性，导致劳动力成本远高于以往，容易从成本端进一步支持核心通胀的粘性。

图表 14: 美国薪资增速依然高企



来源: Wind、国金证券研究所

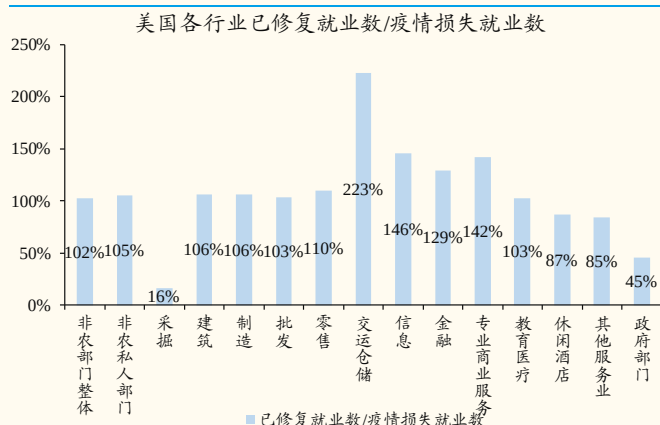
图表 15: 美国薪资通胀压力较大



来源: Wind、国金证券研究所

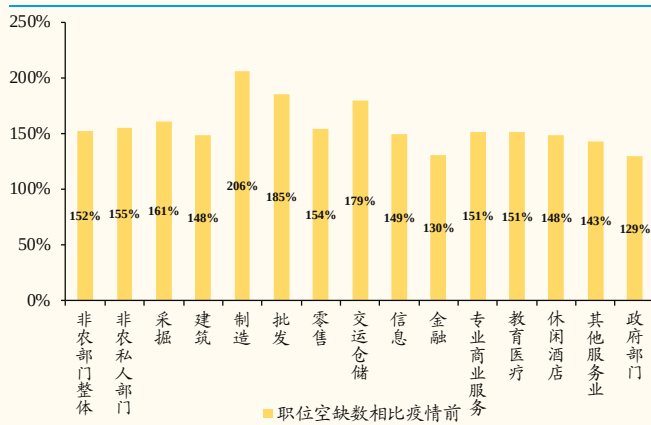
低薪行业的供需矛盾更为尖锐, 薪资增速也高于中高薪资行业, 加剧薪资通胀的顽固性。截至 9 月, 美国休闲酒店等低端服务业的就业人数仍未修复至疫情前水平, 且招工需求依然高企。不同行业的职位空缺率与 12 个月工资增长率之间存在明显的正相关关系, 低端劳动力的议价能力大幅强化, 工资增速也明显更快。数据显示, 低收入 (0-25%) 居民的时薪同比增速达到 7.3%, 涨速明显高于中高、高收入居民。考虑到低收入居民的边际消费倾向更高, 更加公平的收入分配格局, 进一步加剧通胀的顽固性。

图表 16: 休闲酒店、教育保健等就业缺口较大



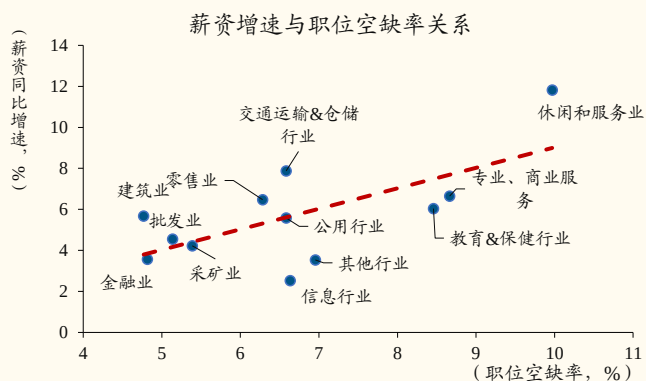
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 休闲酒店、教育保健等招工需求依然旺盛



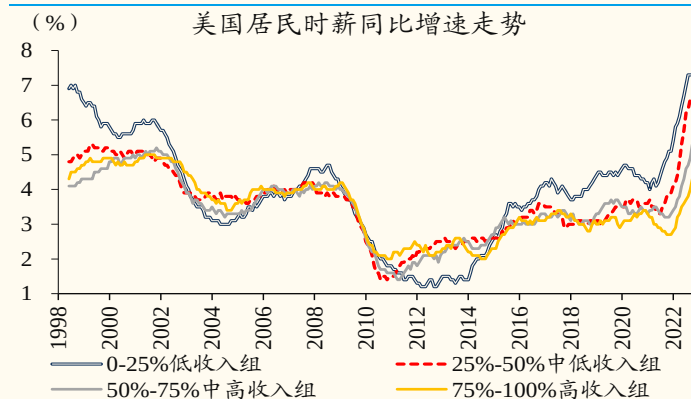
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 职位空缺率与薪资增速呈正相关关系



来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 美国低收入居民薪资增长更快

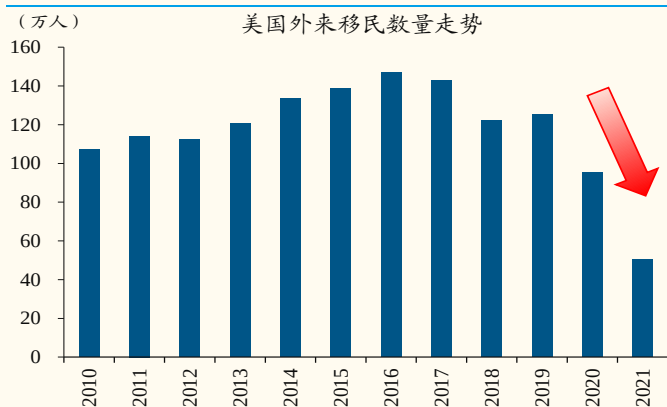


来源: Wind、国金证券研究所

1.3、就业“新常态”之三：新冠“创伤”及移民锐减下，就业供给缺口难补

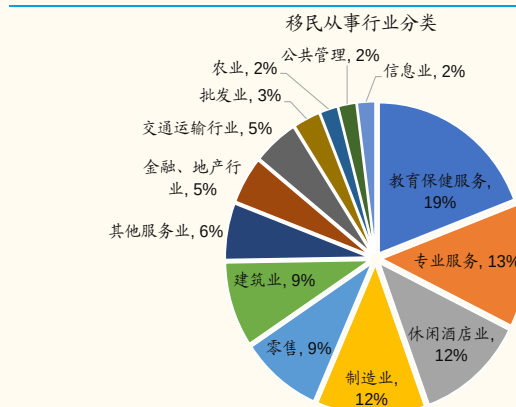
低薪行业的就业供需矛盾背后，与移民数量较疫情前锐减有关。截至2021年，美国年度移民数量已经从120万以上回落到50万左右，其中来自墨西哥等主要经济体的移民数量大幅减少。与美国国内居民不同的是，外来移民从事教育保健、休闲酒店、建筑业等中低端行业的占比总计接近3/4，是不可忽视的劳动力来源。尤其是建筑业，移民就业占比超过3成。

图表 20：美国移民数量较疫情前锐减



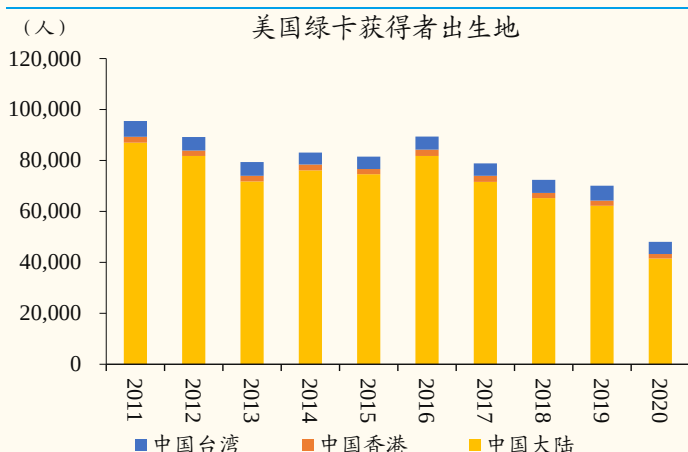
来源：BLS、国金证券研究所

图表 21：外来移民多从事中低端行业



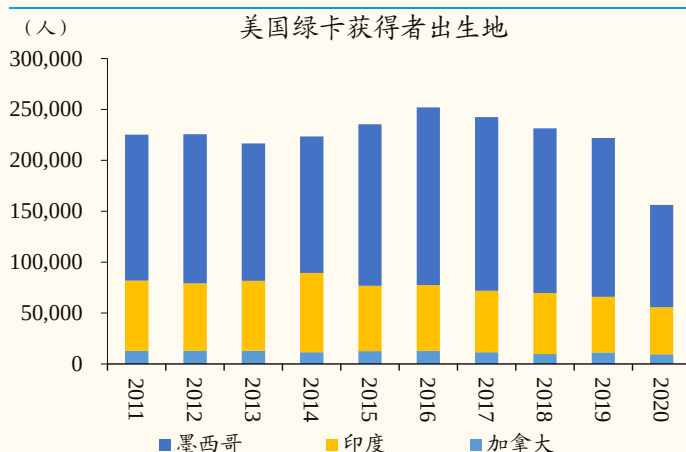
来源：BLS、国金证券研究所

图表 22：中国大陆等地区的绿卡获得者锐减



来源：BLS、国金证券研究所

图表 23：墨西哥等地区的绿卡获得者锐减



来源：BLS、国金证券研究所

即便美国已放松移民制度，但由于防疫政策差异等，移民供给短缺的持续

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48845

