

三问美国就业市场，劳动力紧张何时休？

核心观点

供给端来看，预计未来劳动力供给修复空间有限。需求端来看，当前裁员压力主要来自互联网等企业，在整体就业人数中占比相对有限。从招工需求和职位空缺双重视角测算未来美国就业市场的发展趋势，预计 2023 年 Q2 起就业市场的恶化速度可能逐步加剧，失业率可能突破 4.5%；预计届时薪资增长压力将有明显缓解，同环比增速回落速度可能加快。

□ **供给端：劳动参与率 Q2 起回落&劳动力人口增长停滞，供给能否回至疫前水平？**
从劳动力缺口看，鲍威尔在 11 月讲话《通胀与就业市场》的讲话中指出，当前美国的劳动力人口与 CBO 疫前测算的潜在劳动力人口比，大约少去 350 万人次。
从劳动力损耗看，一是 210 万源自疫后的提前退休。二是约 150 万人源自劳动力的结构性损耗：其中疫后边境管控导致移民数量减少损耗劳动力约 100 万人，疫情导致 40 万劳动力死亡（美国当前死于新冠疫情的总人次超过 100 万人）。
综上，当前 350 万人次的劳动力缺口短期之内修复空间有限。210 万提前退休人群回归就业市场的希望渺茫，40 万死亡劳动力无法回归，100 万的移民劳动力缺口有望在疫情常态化后逐步增加但预计速度相对有限。

□ **需求端：以科技为代表的大公司的裁员公告频出，为何就业数据强势与此背离？**
Q4 以来美国大型企业尤其是科技公司的裁员公告频出，10、11 月裁员人数超千人的公司数量达到 23 个，接近 1-9 月总和，大型企业裁员压力明显增加。但非农数据自下半年以来持续强于预期，与“裁员潮”形成明显的反差，我们认为：
大型企业裁员说明企业的招工需求在衰退压力下正在衰减，与就业数据的背离一方面源于时滞，裁员通知到实际裁员仍有 2 个月时滞（美国法律要求员工数量超过 100 人的大型企业在执行大规模裁员前需要提前 60 天通知员工），预计 Q4 以来的裁员潮将在年末以及 2023 年 Q1 进一步体现在就业数据的下行压力中。
一方面源于结构性原因，以互联网为代表的科技企业员工在就业群体中整体占比相对较低（裁员压力对整体数据的影响较小）；且对应行业的就业紧张程度相对较低，并非当前招工最紧张的困难行业，不能反映劳动力市场的整体情况。

□ **看未来：美国劳动力市场紧张和薪资压力何时缓解？**
我们从招工需求和职位空缺双重视角测算了未来美国就业市场的发展趋势，结论均指向 2023 年 Q2 起就业市场的恶化速度可能逐步加剧，失业率可能突破 4.5%；预计届时薪资增长压力将有明显缓解，同环比增速回落速度可能加快。在此之前就业市场仍将维持在较为紧张的状态，就业数据尤其是新增非农就业人数预计恶化幅度有限：

从招工需求来看，未来美国进入去库周期将带动资本开支增速回落，资本开支同比增速与招工需求有较强正相关性。从同比增速持续回落的约束来看，最晚招工总需求自 2023 年 Q2 起将出现明显的环比恶化。

从职位空缺来看，职位空缺数（MA3）自今年 4 月见顶以来便持续回落。经济及就业市场对加息的反应往往存在滞后效应，伴随联储加息持续，预计职位空缺回落速度将加快，如果按照年内回落的加速情况进行线性外推，则 2023 年 Q2 起职位空缺数可能回落至疫情前水平。疫后保护美国就业市场的安全垫自 Q2 起将正式耗尽，经济衰退压力将更加直接的反映在就业市场，美国就业数据的恶化速度可能开始加剧，失业率上行的斜率可能逐步陡峭化。

□ **预计美联储 Q1 加息结束，Q2 起给出明确转向信号**
展望未来，我们对美联储未来政策节奏的判断维持不变：美联储可能在 Q1 结束加息，主要驱动因素源自欧洲的金融稳定冲击；2023 年 Q2 起通过点阵图（例如在点阵图中下修 2024 或 2025 年的远期政策预期）或政策指引传递宽松预期，主要驱动因素源自就业数据恶化速度加快以及通胀水平回落至政策利率以下。

□ **风险提示**

就业市场恶化速度超预期；美国通胀超预期。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

1 供给问题：劳动参与率自 Q2 以来持续回落，是否还能回至疫前水平？	4
2 需求问题：大公司的裁员公告为何与就业数据出现背离？	5
3 未来问题：劳动力市场紧张和薪资压力何时缓解？	7
4 预计美联储 Q1 加息结束，Q2 起给出明确转向信号	9

图表目录

图 1: 美国退休率走势 (%)	4
图 2: 不同结构对美国退休率的贡献拆分 (%)	4
图 3: CBO 预测美国长期劳动参与率及劳动力变化	5
图 4: 2021 年以来美国劳动力市场和参与率变化	5
图 5: 美国 2022 年以来裁员超千人的公司个数	6
图 6: 美国 2022 年以来裁员超千人的公司的裁员人数	6
图 7: 美国信息、专业服务和金融活动在就业人数中占比	6
图 8: 美国信息、专业服务和金融活动在 GDP 中占比	6
图 9: 不同行业职位空缺率与疫前对比 (%)	6
图 10: 美国劳动力市场总供给和总需求变化 (千人)	7
图 11: 同比增速下行约束下招工需求环比推算 (环比右轴)	7
图 12: 美国就业市场总需求与企业资本开支强度存在较强的正相关 (%)	8
图 13: 疫后美国职位空缺数整体变化趋势 (千人, MA3)	8
图 14: 同比增速下行约束下招工需求环比推算 (环比右轴)	8
图 15: 美联储政策利率和通胀的共性关系 (% , 1982 年以前为贴现率, 此后为联邦基金利率)	10
表 1: 美国主体跨境持有欧债的规模及占比情况 (亿欧元)	9

1 供给问题：劳动参与率自 Q2 以来持续回落，是否还能回至疫前水平？

根据 11 月非农数据，当前美国劳动力人口约为 16448 万人，自今年 Q1 以来几乎未有增长（3 月 16441 万人）。当前美国劳动力市场仍然紧张，未来劳动力供给是否能进一步修复是当下的重要问题。从劳动力缺口看，鲍威尔在 11 月讲话《通胀与就业市场》的讲话中指出，当前美国的劳动力人口与 CBO 疫前测算的潜在劳动力人口比，大约少去 350 万人次。从劳动力损耗看，根据美联储测算，当前因提前退休流失劳动力约 210 万人，因结构性损耗（移民和疫情）流失劳动力约 150 万：

一是 210 万源自疫后的提前退休。美联储在 2022 年 11 月发布工作论文《大退休浪潮》并指出：新冠疫情后，美国居民的退休率相较疫前水平提高了 1.5%，对应约 350 万劳动力人口。其中 0.8% 是由疫情及相关衍生影响所导致的提前退休，0.7% 由人口老龄化等长期因素导致（疫情前美国每年退休率增长约 0.2%）。前者对应劳动力数量约 210 万人次。提前退休的原因一方面源于对疫情的担忧，另一方面源于疫后房价和股价的大幅上涨使得部分居民提前完成“养老储备”。对于该部分提前退休的人群，美联储认为其未来回归工作岗位的概率较低。

图1：美国退休率走势（%）



资料来源：Feds，浙商证券研究所

图2：不同结构对美国退休率的贡献拆分（%）

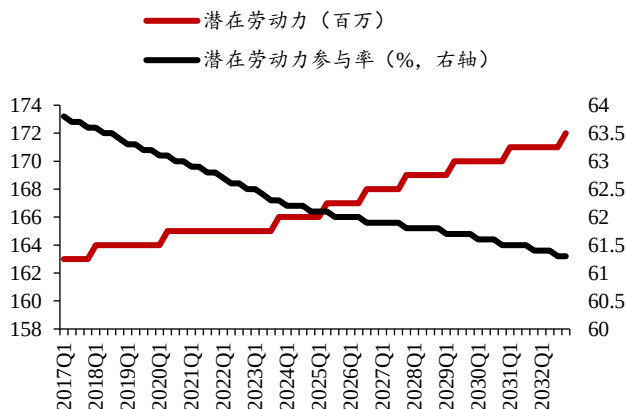


资料来源：Feds，浙商证券研究所

二是约 150 万人源自劳动力的结构性损耗。其中新冠疫情后边境管控导致移民数量减少损耗了劳动力约 100 万人，疫情导致 40 万劳动力死亡（美国当前死于新冠疫情的总人次超过 100 万人）。

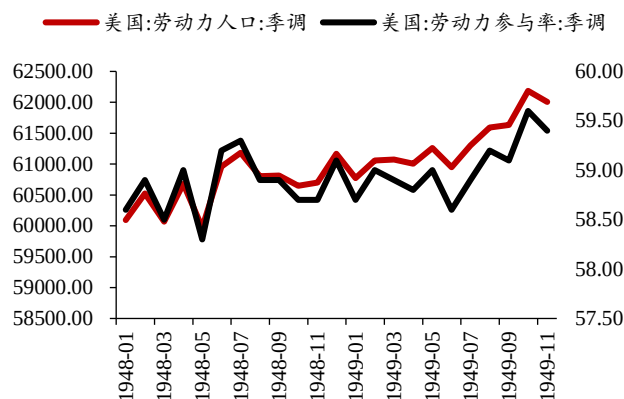
综上，当前 350 万人次的劳动力缺口短期之内修复空间有限。210 万提前退休人群回归就业市场的希望渺茫，40 万死亡劳动力无法回归，100 万的移民劳动力缺口有望在疫情常态化后逐步增加但预计速度相对有限。

图3：CBO 预测美国长期劳动参与率及劳动力变化



资料来源：CBO，浙商证券研究所

图4：2021 年以来美国劳动力市场和参与率变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 需求问题：大公司的裁员公告为何与就业数据出现背离？

Q4 以来，美国大型企业尤其是科技公司的裁员公告频出，诸如谷歌、亚马逊、通用等公司均在 11 月公布裁员计划。根据 Intelligence 数据，10、11 月裁员人数超千人的公司数量达到 23 个，接近今年 1-9 月的总和，大型企业裁员压力明显增加（部分公司仅公布裁员比例，未公布详细人数，未纳入这一统计）。但非农数据自下半年以来持续强于预期，与“裁员潮”形成明显的反差，我们认为这一背离现象主要源于以下因素：

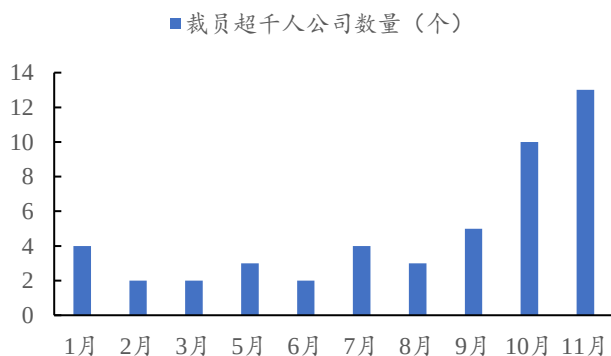
一是公告裁员与实际裁员之间仍存时滞。《美国工人调整和再培训法案》（The Worker Adjustment and Retraining Notification ACT，简称 WARN ACT）要求员工数量超过 100 人的大型企业在执行大规模裁员前需要提前 60 天通知员工。因此企业在公告裁员后距离员工实际离职预计仍有近 2 个月的时滞，Q4 以来科技公司的裁员潮预计将在年末以及 2023 年 Q1 进一步体现在就业数据中。

二是源于以互联网为代表的科技公司和金融公司对经济的影响更大，但是在就业人群中占比相对较低，行业裁员对整体就业的影响相对有限。就业和经济占比的分化主要源于上述行业劳动生产率较高，以 2021 年末为例，专业和商业服务、信息以及金融业三大行业在整体非农就业人数中占比约为 22%，在整体 GDP 中占比约为 27%。

三是当前的就业市场紧张带有结构性特征，和疫情前相比，休闲住宿和医疗保健行业就业市场紧张程度较高，专业和商业服务以及金融业的紧张程度相对较低，当前的裁员压力主要分布在紧张程度较低的行业。当前整体非农就业的职位空缺率为 6.5%，相较疫前水平高出 2 个百分点（疫前为 4.5%）。其中休闲住宿和保健及社会救助行业是当前美国招工最为紧俏的两大行业，职位空缺率分别达到 9%和 9.1%，相较疫前水平分别高出 3.7 和 3 个百分点，

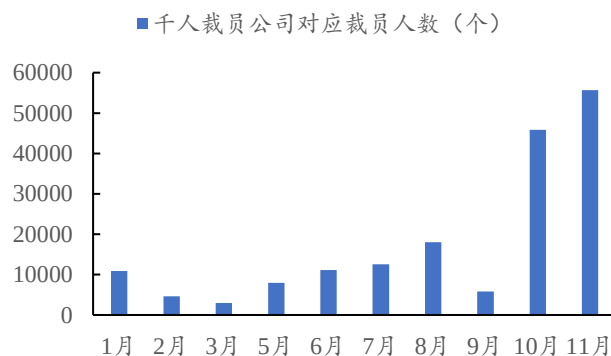
紧张程度高于整体非农；上文提到的专业和商业服务、金融业以及信息业的职位空缺率分别为 7.6%、5.5%和 7.1%，相较疫前水平分别高出 1.8、0.4 和 2.9 个百分点，和疫前相比除信息业外紧张程度均大幅低于整体非农。

图5：美国 2022 年以来裁员超千人的公司个数



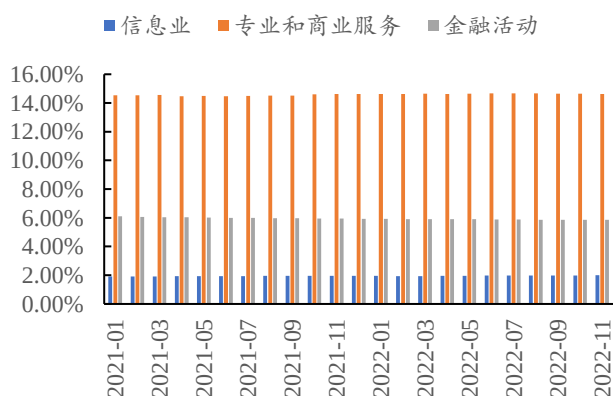
资料来源：Intelligence，浙商证券研究所

图6：美国 2022 年以来裁员超千人公司的裁员人数



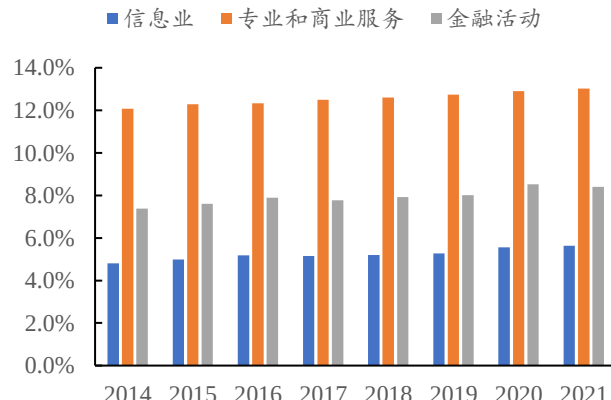
资料来源：Intelligence，浙商证券研究所

图7：美国信息、专业服务和金融活动在就业人数中占比



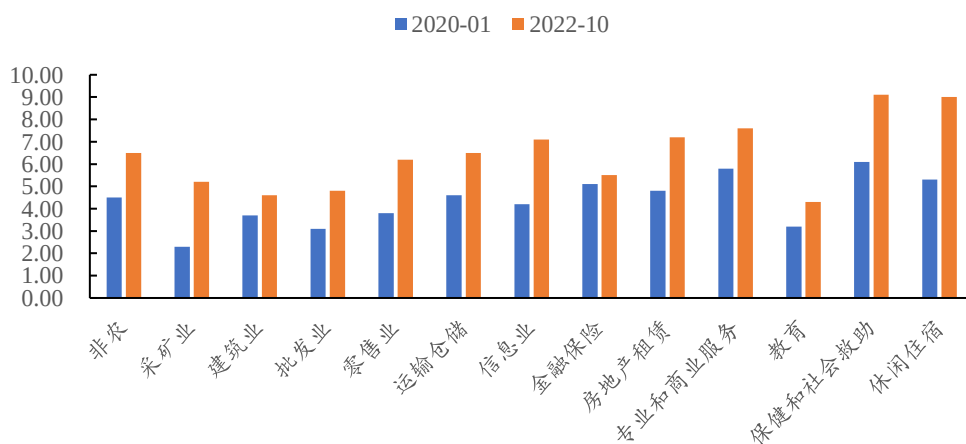
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：美国信息、专业服务和金融活动在 GDP 中占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：不同行业职位空缺率与疫前对比 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上，我们认为大型企业裁员说明企业的招工需求在衰退压力下正在衰减，与就业数据的背离一方面源于时滞，裁员通知到实际裁员仍有 2 个月时滞，预计 Q4 以来的裁员潮将在年末以及 2023 年 Q1 进一步体现在就业数据的下行压力中。一方面源于结构性原因，以互联网为代表的科技企业员工在就业群体中整体占比相对较低（裁员压力对整体数据的影响较小）；且对应行业的就业紧张程度相对较低，并非当前招工最紧张的困难行业，不能反映劳动力市场的整体情况。

3 未来问题：劳动力市场紧张和薪资压力何时缓解？

如上文所述，新冠疫情的破坏使得未来劳动力供给修复的空间较为有限，未来劳动力市场紧张程度的缓解更多需依赖劳动力需求的下降。

从劳动力市场总需求的环比变化来看，2022 年共分为两个阶段：1-7 月企业招工需求仍处于环比增长阶段；7 月至今招工需求的增长基本陷入停滞。

美国劳动力市场的招工总需求和企业资本开支强度的同比增速存在较强的正相关性，而美国企业资本开支从短周期视角来看又与企业的库存行为高度相关（详细可参考我们的年度策略报告《万里风云，峰回路转》）。从库存周期来看，美国自 2022 年 6 月起已正式进入新一轮去库周期，美国过去 8 轮库存周期平均时长约 34 个月，从历史时间规律来看，本轮去库延续时长预计在 12 月-18 个月之间；换言之，库存增速下行趋势可能延续至 2023 年 Q3 或 Q4，从而带动企业资本开支增速逐步下行。企业资本开支同比增速下行意味着招工需求同比增速下行，为此，我们可以以同比增速持续下行作为约束推导企业招工需求环比转负的时间点。

如上文所述，过去 3 个月（8-10 月）企业招工总需求的增长基本陷入停滞，环比增速均值位于 0 附近，假设未来继续维持停滞状态，则基数效应也可以使得招工需求在 2023 年 Q2 前一直维持同比增速回落态势。2023 年 Q2 起，环比增速需进一步转负方可拖累同比增速进一步回落。因此，从同比增速持续回落的约束来看，最晚招工总需求自 2023 年 Q2 起将出现明显的环比恶化。

图10：美国劳动力市场总供给和总需求变化（千人）

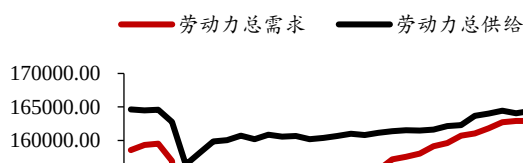
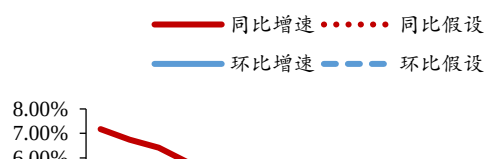


图11：同比增速下行约束下招工需求环比推算（环比右轴）



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_49891

