

# 研究報告

歡迎掃碼關注  
工銀亞洲研究



中國工商銀行（亞洲）

東南亞研究中心

李盧霞 吳起睿 張潤鋒

## 就業市場短期或不是美聯儲主要決策變量 ——美國經濟 2023 年中期展望（就業市場篇）

### 閱讀摘要

2023 年上半年，美國經濟依舊表現出了超預期的韌性，目前市場對於美國經濟在緊縮政策下逐步放緩的趨勢預期較為一致，但對於衰退時點何時到來，以及就業緊張、通脹壓力何時緩解尚存在較大分歧。本報告作為美國經濟中期展望的第一篇（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心中期展望系列之二），聚焦分析美國就業市場。

當前美國就業市場整體仍偏緊張，行業間結構分化較為明顯、供需失衡集中於低端服務業及需求從線上向線下遷移的行業，但新增非農、職位空缺等數據顯示就業市場有放緩的跡象。下半年因供給端 55 歲以上人口勞動參與率下行、海外勞動力供給不足，以及需求端服務業需求增長及製造業回流共同造成的供需缺口彌合尚需時日，梳理分析顯示，就業市場緊張預計需等到 2023 年 4 季度才會明顯放緩，目前數據支持美聯儲 7 月加息 25BP，尚不能對 9 月及以後是否繼續加息給予明確指引。

# 就業市場短期或不是美聯儲主要決策變量

——美國經濟 2023 年中期展望（就業市場篇）

## 一、當前美國就業市場整體仍偏緊張，但出現一些放緩跡象

### （一）勞動力市場供求關係整體仍偏緊張，行業間結構分化較為明顯

失業率、自主離職率等數據顯示就業市場仍偏緊張。目前，美國失業率降至 3.6% 的低位（2015-2019 均值为 4.4%），非農平均工時、平均時薪仍在上升，每位求職者平均對應職位空缺數達到 1.66 個（2015-2019 均值为 0.92）。就業市場依然偏緊持續推升勞動者信心，5 月自主離職率上升 0.2 個百分點至 2.6%。

就業市場供需失衡主要集中在偏低端的服務業，比如運輸倉儲、休閒酒店等領域，以及疫後線上向線下逆向遷移和需求集中釋放的領域，比如教育醫療、專業和商業服務業等。相較而言，與商品生產相關的製造業，以及偏高端服務領域的信息、金融業勞動力供需失衡並不嚴重（見圖表 1）。

### （二）部分指標反映就業市場出現放緩跡象

非農新增就業、總體職位空缺等數據開始出現放緩跡象。美聯儲褐皮書稱就業人數增速有所降溫，新增非農就業人數在連續 14 個月超預期後，2023 年 6 月僅增 20.9 萬人、逾兩年來首次低於預期，特別是供需最緊張的服務業新增非農就

業人數大幅降溫。總體職位空缺總數亦在 2、3、5 月跌破 1000 萬關口。

圖表 1：6 月美國非農略有降溫，但總體數據依然強勁

	新增非農就業人數（千人）			非農平均時薪（美元）			非農平均每周工时（小时）		
	2023-06	2023-05	环比（千人）	2023-06	2023-05	环比（%）	2023-06	2023-05	环比（%）
非農新增就業	209.00	306.00	-97.0						
私人部門	149.00	259.00	-110.0	33.58	33.46	0.36%	34.40	34.30	0.29%
商品	29.00	23.00	6.0	33.99	33.82	0.50%	39.90	39.80	0.25%
采礦業	-1.00	3.00	-4.0	38.08	38.12	-0.10%	45.60	45.70	-0.22%
建築業	23.00	23.00	0.0	36.31	36.24	0.19%	39.00	38.80	0.52%
製造業	7.00	-3.00	10.0	32.38	32.15	0.72%	40.10	40.10	0.00%
服務	120.00	236.00	-116.0	33.48	33.38	0.30%	33.30	33.30	0.00%
批發業	-3.60	4.20	-7.8	36.85	36.65	0.55%	38.90	38.90	0.00%
零售業	-11.20	23.00	-34.2	23.85	23.81	0.17%	29.90	29.90	0.00%
運輸倉儲業	-6.90	16.90	-23.8	29.07	28.98	0.31%	38.00	37.90	0.26%
公用事業	-0.30	0.90	-1.2	49.60	49.34	0.53%	42.30	42.30	0.00%
信息業	0.00	0.00	0.0	47.84	48.16	-0.66%	36.30	36.10	0.55%
金融業	10.00	12.00	-2.0	43.33	43.00	0.77%	37.40	37.50	-0.27%
商業服務	21.00	61.00	-40.0	40.37	40.25	0.30%	36.50	36.40	0.27%
教育醫療	73.00	80.00	-7.0	32.92	32.83	0.27%	33.40	33.40	0.00%
休閒酒店	21.00	26.00	-5.0	21.21	21.13	0.38%	25.40	25.30	0.40%
其他服務	17.00	12.00	5.0	29.75	29.70	0.17%	32.30	32.30	0.00%
政府部門	60.00	47.00	13.0						

數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

## 二、總量數據來看，現階段美國就業市場仍存在約 400 萬人的供需缺口

美國勞工部數據顯示，現階段美國就業市場登記失業人數約 600 萬人、但職位空缺數近 1,000 萬人，即仍存在約 400 萬的供需缺口（見圖表 2），從供需角度進行解構：

1. 供給角度存在約 240 萬缺口。美國國內勞動力供給隨疫情好轉部分恢復，其中受健康、家庭等因素影響“超額”離場的勞動力基本回補完成，但提前退休<sup>1</sup>造成的勞動力“永久性”離場回補困難，目前美國青年、中年人口勞動參與率已超過疫前，但 55 歲及以上人口的勞動參與率低於歷史平

<sup>1</sup> 疫情期間，部分企業為降低薪資成本提供了提前退休計劃，部分 55 歲以上勞動力提前離場。

均水平。美國勞工部數據顯示，截至 2023 年 5 月，美國全年齡段勞動參與率 62.2%（疫前 63.1%），其中 16-24 歲勞動參與率 56.3%（疫前 55.8%）、25-54 歲勞動參與率 83.4%（疫前 82.5%）、55 歲及以上勞動參與率 38.4%（疫前 40.2%），總體估算由 55 歲以上人口提前退休引致的勞動力供給缺口約 140 萬<sup>2</sup>。國際勞動力亦受疫情期間嚴格的出入境管制政策影響，總體估算 2020-2022 年期間由移民缺口引致的勞動力缺口約 100 萬<sup>3</sup>，數據修復尚需時間。

2. 需求角度存在約 160 萬缺口。市場憂慮美國經濟景氣前景，但短期勞動力需求韌性仍強，特別是教育醫療、休閒酒店、商業服務職位空缺率居高，一方面部分需求從線上向線下逆向遷移，另一方面部分休閒娛樂需求集中釋放，導致美國就業市場仍存在結構性緊張問題（見圖表 3），預估存在約 130 萬的需求缺口。此外，近年美國政府積極吸引製造業投資，2022 年“製造業回流+外國直接投資”在美國創造了 36 萬個新增工作崗位<sup>4</sup>（同比增 53%）、創歷史新高，電動汽車和芯片制造是主要增長領域。

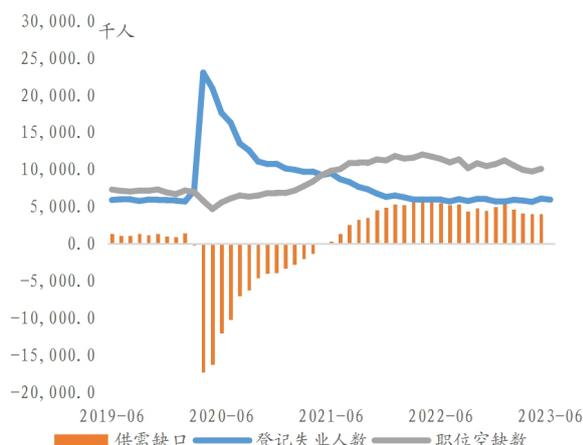
---

<sup>2</sup> 美國勞工部數據顯示，目前美國人口總數約 26,662 萬人，55 歲以上人口比例 29.7%，疫前疫後 55 歲以上人口勞動參與率差值 1.8%，估算 55 歲以上人口勞動力供給缺口=26662\*29.7%\*1.8%=142.5 萬人。

<sup>3</sup> 根據世界銀行數據進行估算，2020-2022 年美國移民缺口約為 156 萬人，移民的勞動參與率一般為 68%左右，估算存在 106 萬左右的勞動力缺口。

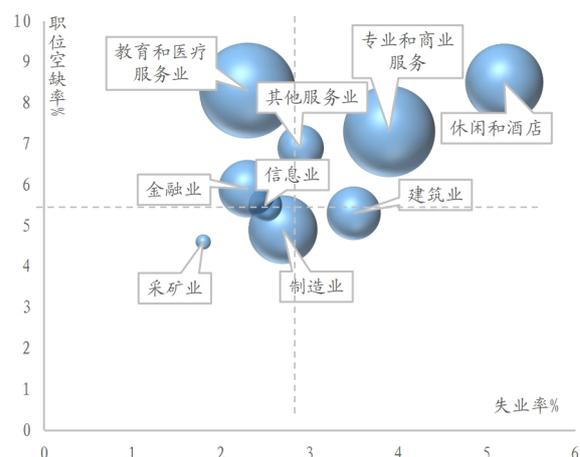
<sup>4</sup> 數據來源於 Reshoring Initiative Database。

圖表 2：美國目前約有 400 萬勞動力供需缺口



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 3：美國各細分行業勞動力供需情況



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

### 三、預計就業市場緊張狀況在 4 季度可以明顯緩解，短期內就業市場對美聯儲政策抉擇的影響偏小

#### （一）供需兩端分析，美國就業市場緊張狀況或可在 4 季度明顯緩解

綜合供需缺口分析，**供給端**隨美國政府在 2023 年初宣布放松入境限制<sup>5</sup>，100 萬移民勞動力缺口有望加速修復，但美國人口老齡化問題加劇<sup>6</sup>，140 萬提前退休造成的永久性缺口回補緩慢。**需求端**美國製造業回流雖受地緣、政策等支撐，但人力、供應鏈成本等仍是現實約束，預計由此產生的新增職位空缺數較難過快增長，由線上需求向線下遷移、休閒娛樂需求集中釋放帶來的新增職位需求也將伴隨時間推移和超額儲蓄下降逐步減退。曆史規律看，美國職位空缺與求職

<sup>5</sup> 2023 年 1 月，美國總統拜登宣布了一項新移民對策，計劃每月接受 3 萬名移民；以防疫為由快速驅逐非法移民的第 42 條邊境條款於 5 月 11 日終止。

<sup>6</sup> 美國人口普查局最新數據顯示，2022 年美國人口年齡中位數達 38.9 歲、創歷史新高。

人比例從 2001 年 1 月的 0.9 下降至 2002 年 4 月的 0.4 第一級階段觸底，耗時逾一年。本輪美國職位空缺與求職人比例在 2022 年 7 月觸頂 1.99，參考歷史周期時間規律，或於 2023 年 3 季度第一階段觸底，但考慮到本輪勞動力修復或慢於歷史規律，初步預估勞動力供需將推遲至 4 季度緩解，後續就業市場是否進一步下行取決於美國經濟後續的放緩節奏。

## （二）美聯儲政策邏輯仍是數據依賴，就業市場短期影響偏小

6 月“暫停加息”後，美聯儲進入階段性的觀察期，目的在於通過放緩緊縮步伐、提供更多時間觀測累積緊縮的效果，後續政策邏輯仍是“數據依賴”。目前，美國就業市場供給恢復節奏偏緩，需求結構性失衡延續時間超預期，且短期內供需缺口彌合的難度仍大，特別是供給端移民回補疫情期間的國際勞動力缺口後、進而彌補提前退休缺口仍需一定時間。因而，短期內就業市場對美聯儲政策抉擇的影響偏小，通脹仍是主要決策變量。

考慮到通脹特別是核心通脹韌性，以及基數效應的影響，通脹或於 6 月延續降溫後，下半年出現一定的反復風險。美聯儲 7 月加息 25BP 是大概率事件，9 月及以後是否繼續加息仍需關注通脹回落軌跡，我們將在中期展望的第二篇詳細討論下半年美國通脹的走勢。



香港中資銀行業協會  
Chinese Banking Association  
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者  
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構  
及/或作者的意見及分析，並不代  
表香港中資銀行業協會意見。**