



## 回归均衡

### ——美国就业数据点评（2024年8月）

8月美国就业不温不火。新增非农就业人数 14.2 万（市场预期 16.5 万），失业率 4.2%（市场预期 4.2%），劳动参与率 62.7%（市场预期 62.7%），平均时薪环比增速 0.4%（市场预期 0.3%），同比增速反弹至 3.8%（市场预期 3.7%）。

#### 一、整体：回归均衡

总体而言，美国劳动力市场基本完成正常化，供求关系回归均衡，结束了疫情以来的大起大落。7月职位空缺比（空缺职位/求职人数）降至 1.1 倍，较高点（2022年3月，2.0 倍）回落 0.9 倍，已经低于疫前水平（2020年2月，1.2 倍）；空缺职位与就业人数之和占劳动人口的比重降至 100.4%，较高点（2022年4月，104.3%）回落 3.9pct，已经逼近疫前水平（2020年2月，100.3%）。

边际上看，“贝丽尔”飓风影响退坡，8月就业数据有所好转。失业率回落 0.1pct 至 4.2%，新增非农就业人数上升 5.3 万至 14.2 万，平均时薪环比增速上行 0.1pct 至 0.4%。但从趋势看，就业转冷风险仍然显著高于过热风险。一是 3 个月滑动平均失业率已经达到 4.2%，而疫前三年（2017-2019）失业率中枢为 4.0%；二是 6-7 月新增非农就业人数合计下修 8.6 万，3 个月滑动均值已经降至 11.6 万，而疫前三年中枢高达 17.7 万；三是年初以来劳动参与率稳定在 62.5-62.7%，8 月录得 62.7%，持平 7 月，疫后供给修复已无空间。

#### 二、结构：仍然失衡

尽管整体供求趋于均衡，但美国就业结构失衡问题仍然存在，一是整体就业显著转冷但薪资增速依旧偏强，二是行业层面就业冷热不均。



劳动力市场匹配效率仍待改善，新增就业与薪资增速因而分化。疫前三年平均时薪增速环比中枢为 0.3%，同比中枢为 3%，而 8 月平均时薪环比增速为 0.4%，同比增速为 3.8%。在新增就业显著弱于疫前水平的情况下，薪资增速仍然强于疫前水平。究其原因，劳动力市场仍然存在大量结构错配，局部“用工荒”仍然存在，贝弗里奇曲线指向疫情暴发后同一失业率对应的职位空缺率水平已经显著上移。7 月职位空缺率仍然高达 4.6%，而疫前同一失业率对应职位空缺率水平在 4% 附近。

从行业看，局部“用工荒”集中在服务业，服务业就业继续强于制造业。7 月制造业各分项职位空缺率全线低于 4%，其中建筑业职位空缺率已经低至 2.9%，而服务业仍有半数行业空缺率高于 5%，包括教育与医疗（5.7%）、休闲酒店（5.3%）、地方政府（5.3%）、专业及商业服务（6.2%）等重要分项。8 月服务业新增就业人数 13.2 万，占总新增就业比重达到 93%，教育与医疗（4.7 万）、休闲酒店（4.6 万）、地方政府（2.4）、专业及商业服务（0.8 万）合计新增就业已达 12.5 万，占总新增就业比重达到 88%。

需要强调的是，8 月薪资高增存在一定“水分”，随着均衡状态从整体向结构扩散，薪资增速或进一步软化。信息行业薪资环比高增 0.9% 但就业人数减少 0.7 万，商品制造行业薪资增长 0.4% 但就业人数减少 2.4 万，行业涨薪或来自于裁去低收入员工。金融行业薪资环比高增 0.6% 但职位空缺率低于 5%，大幅涨薪同样可能部分来自于人员结构的调整。

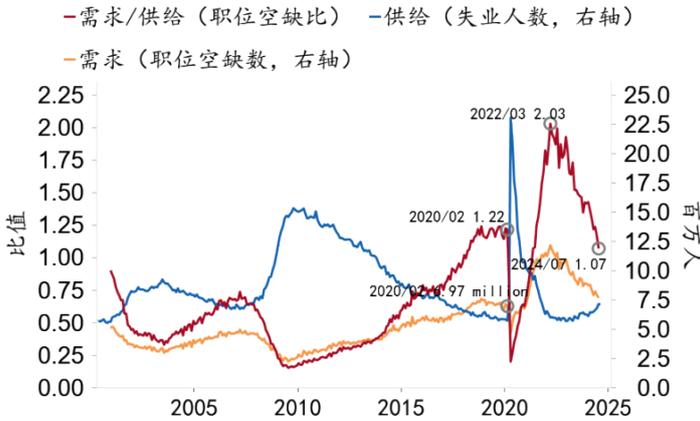
### 三、影响及前瞻：稳步降息

随着均衡状态从整体向结构扩散，叠加美股回调冲击居民消费，美国就业仍有进一步转冷风险。预计美联储年内降息 2-3 次，合计幅度 50-75bp，美国经济的边际支撑将从财政扩张逐步过渡至货币宽松。

**（评论员：谭卓 刘一多 王天程 陈诚）**

图 1: 美国劳动力市场从过热回归均衡

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: 8 月平均时薪环比增速反弹至 0.4%

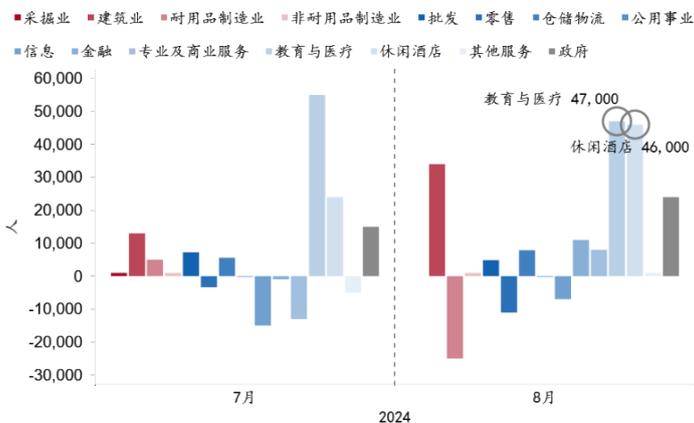
美国平均时薪同比与环比



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 5: 行业层面就业表现冷热不均

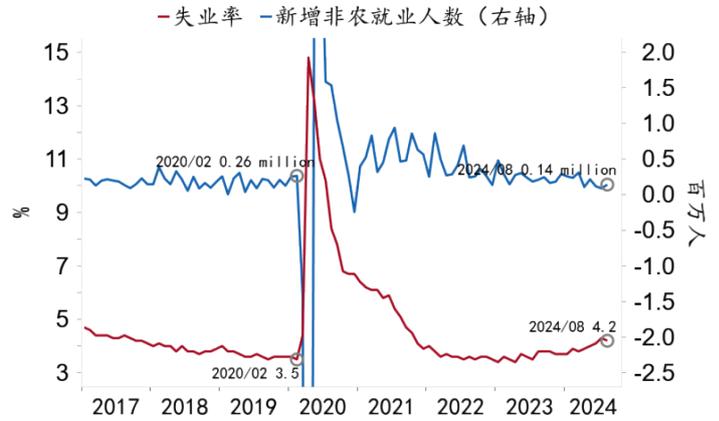
美国新增非农就业行业分布



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 2: 8 月美国就业数据边际好转

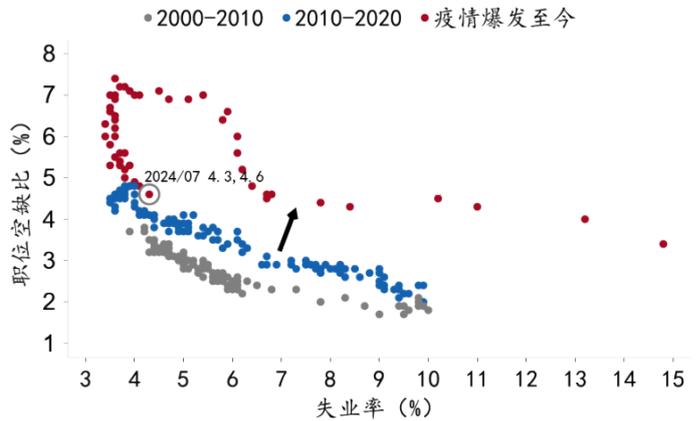
美国失业率与新增非农就业



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 4: 疫后美国劳动力市场匹配效率下降

美国贝弗里奇曲线



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 6: 市场预期美联储 9 月降息幅度仍为 25bp

联邦基金：利率期货预测的概率  
数据来源: CME Group (20240906)

会议	远期利率	2.25-2.5	2.5-2.75	2.75-3	3-3.25	3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25	4.25-4.5	4.5-4.75	4.75-5	5-5.25
2024-09-18	5.20%											40.0%	60.0%
2024-11-07	5.01%									17.9%	48.9%	33.2%	
2024-12-18	4.43%							9.1%	33.7%	40.9%	16.2%		
2025-01-29	3.82%				2.6%	16.1%	35.8%	33.9%	11.7%				
2025-03-19	3.69%		0.5%	5.3%	20.0%	35.4%	29.5%	9.3%					
2025-04-30	3.49%		1.0%	7.3%	23.0%	35.4%	26.1%	7.3%					
2025-06-18	3.08%	0.3%	3.1%	13.0%	27.5%	31.3%	18.9%	5.4%	0.5%				
2025-07-30	2.97%	1.5%	7.4%	19.3%	29.2%	25.9%	13.0%	3.3%	0.3%				

资料来源: MACROBOND、招商银行研究院