

交銀金融

2024年9月號 第195期

環球金融市場部研究組

近期美國就業市場進展探析

摘要

- ✦ 近期美聯儲的貨幣政策重心從之前的「控制通脹」轉為實現「物價穩定」及「充分就業」的雙向平衡。
- ✦ 勞動力供給方面，在民眾就業意願持續上升以及移民政策寬鬆的影響下，勞動力供給穩健增長，目前已基本上回升至疫情前的水平。
- ✦ 勞動力需求方面，隨著美國經濟增長全面放緩，非農產業（製造業及服務業）對勞動力需求持續減少。
- ✦ 在美國勞動力供需缺口基本上達至平衡的情況下，美聯儲貨幣政策轉向主要是預防就業市場過快下滑。
- ✦ 美國就業市場放緩勢頭料將持續，但總體將漸進可控。本次美聯儲降息50個基點是一種預防性反應，後續大幅降息的概率較低。

一、美聯儲貨幣政策轉向實現「物價穩定」和「充分就業」的雙向平衡

- ✦ **雙重使命為美國經濟穩定增長奠定基礎：**美國1977年通過的《聯邦儲備法修正案》明確了美聯儲的職責，並賦予美聯儲雙重使命，即促進最大就業和維持價格穩定。美聯儲作政策決定時會綜合考慮經濟增長和通脹的情況，並致力於在雙重使命之間尋求平衡，以促進長期經濟穩定。具體來看，促進最大就業是美聯儲致力於達致充分就業或自然失業率的水平；價格穩定則是控制通脹在2%的目標水平，避免物價大幅波動。
- ✦ **美聯儲主席鮑威爾8月表示就業市場是其政策走向的關鍵因素：**美聯儲主席鮑威爾在傑克遜霍爾全球央行年會上發表的講話顯示，其關注點已從「控制通脹」轉向「最大就業」，他表示對通脹回歸2%目標的信心增強，但就業市場正在放緩，美聯儲將盡一切努力支持就業市場；降息的時機已到，降息幅

度和節奏將取決於後續數據、前景變化和風險平衡。

- ✚ 7月以來，美國就業市場明顯降溫，美聯儲在9月會議大幅降息50個基點，暗示未來政策重心轉向實現「物價穩定」和「充分就業」的雙向平衡：隨著通脹可持續回落至2%附近，美聯儲宣稱當前充分就業和通脹目標的風險已經大致平衡。貨幣政策聲明中稱對通脹可持續回落至目標水平的信心加強，並承認當前就業增長放緩，失業率正在上升。鮑威爾將9月降息50個基點描述為在利率正常化過程中「我們決心不落後的信號」，實質上是對7月會議應降息而未降的一種彌補，反映出美聯儲對就業市場下行風險的擔憂。
- ✚ 由此可見，美聯儲已經越來越關注美國就業市場的情況，就業市場放緩的程度將影響美聯儲後續降息的速度和幅度。我們將從供需兩方面來分析美國就業市場的目前情況，並預測其後續走勢，從而預判美聯儲未來的政策利率路徑。

二、勞動力參與率提升與移民大量湧入，勞動力供給接近疫情前的平均水平

- ✚ 近年來，美國勞動力參與率及移民人數持續上升，令美國勞動力供給逐步接近疫情前的水平。勞動力參與率受勞動參與人口及工作年齡人口數量的影響，而就業意願企穩回升、移民人口數量激增等因素將根本性地推升了美國總體勞動力供給：一是適齡勞動人口規模持續增長：在2013至2023年這十年間，美國16歲以上的工作年齡人口平均每年以0.82%的速度在持續增長，並在今年8月上升至2.69億人的歷史高位。二是勞動力參與率已經回升至疫情前的水平，今年1-8月勞動力參與率平均每月為62.63%，這相較2015年至2019年這5年間的平均值62.86%僅差0.23個百分點。
- ✚ 首先，民眾就業意願持續回升是導致美國勞動力參與率回升的原因之一。今年以來，隨著美國居民的超額儲蓄持續縮減，加上平均薪酬增速回落，個人實際收入增長動能減慢，令居民的就業意願持續增強。美國紐約聯儲報告顯示，2024年第二季度美國家庭總債務飆升至17.8萬億美元，環比增加1,090億美元，創歷史新高，反映美國人超前消費的情況越來越嚴重。在美國實際消費者支出持續上升的情況下，美國家庭單位儲蓄卻減少，且個人破產也持續增加。為了提高個人收入，消費者積極尋找工作，使美國勞動力參與率持續攀升。
- ✚ 其次，拜登政府的寬鬆移民政策增加勞動人口。拜登政府推翻了特朗普此前

實施的移民政策，例如停止建造美墨邊境牆、解除特朗普限制的來自 14 個國家的旅遊禁令，和重啟對 DACA¹ 受益人的保護行政令等，導致美國移民人數激增。美國聖路易斯聯儲的數據顯示，截至 2024 年 8 月，在美國的外國出生的 16 歲以上人口總數達到 4,885.3 萬人，佔美國 16 歲以上總人口的比重高達 18.2%，均創歷史紀錄。拜登上任以來（2021 年 1 月至 2024 年 8 月），在美國的外國出生的 16 歲以上人口累計增加了 577 萬人，即平均每月增加 14 萬人，是特朗普執政時的近 4 倍、奧巴馬執政時的 2 倍。此外，據美國國土安全部統計，2020 年以來的合法移民中，介於 16-64 歲之間的工作年齡移民人口佔總移民人口比重也超過 80%。大量移民湧入大大增加了美國勞動力供給。

值得注意的是，美國移民就業主要集中在服務業，且就業意願明顯更強，進而提升了美國總體勞動力參與率。外國出生移民人口的主要特徵是教育水平偏低，主要集中從事服務業、建築、維修、生產、運輸和材料搬運等行業。2023 年以來，以上行業景氣度顯著回升，吸引了較多移民流入，從而補充了本土勞動力的供給。與此同時，根據美國勞工統計局的數據顯示，外國出生的居民勞動力參與率一直以來都顯著高於美國本土出生的居民。舉例來看，截止 2024 年 8 月，外國出生人口中男性的勞動力參與率為 78.7%，高於本地出生男性勞動力參與率的 65.6% 達 17 個百分點。移民人口的流入顯著提升了美國總體勞動力參與率。

圖 2-1：美國勞動人口持續增長

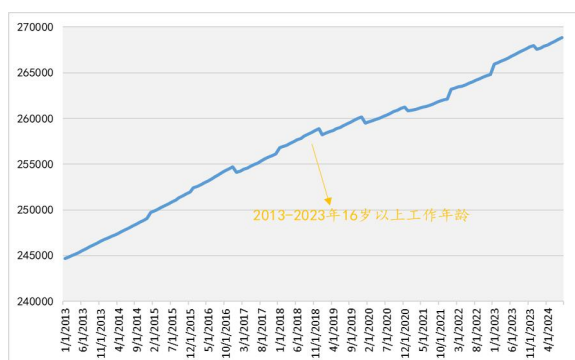


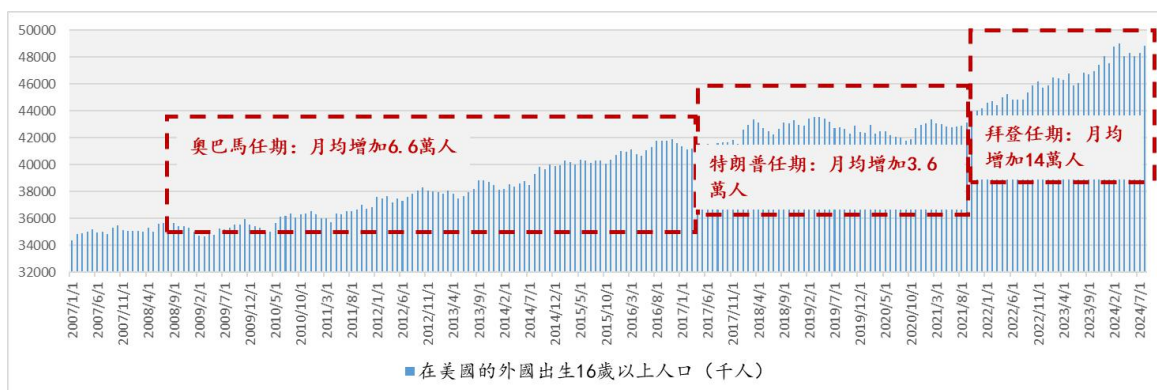
圖 2-2：美國勞動參與率已基本回升至疫情前的水平



數據來源：Bloomberg

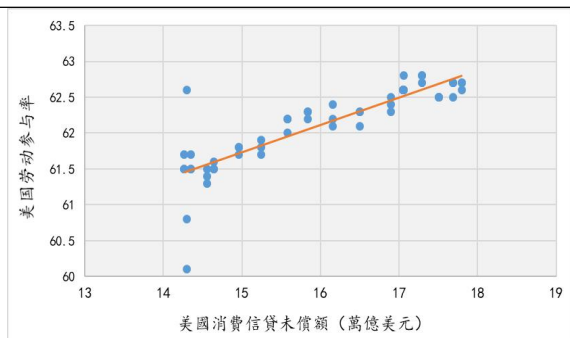
¹ DCAC 是指「童年入境者暫緩遣返」計劃 (Deferred Action for Childhood Arrivals)，是由時任美國總統奧巴馬在 2012 年簽署的行政命令，允許在 2007 年 6 月以前入境美國時未滿 16 歲的非法移民申請可續期的兩年暫緩遣返，並容許他們申請工作許可。

圖 2-3：拜登任內（2021.1-2024.8），在美國的外國出生的16歲以上人口增長速度遠超特朗普及奧巴馬任內移民人口增長速度



數據來源：美國聖路易斯聯儲銀行

圖 2-4：隨著消費信貸規模的增加，民眾的勞動意願持續上升



數據來源：Bloomberg、美國國土安全部

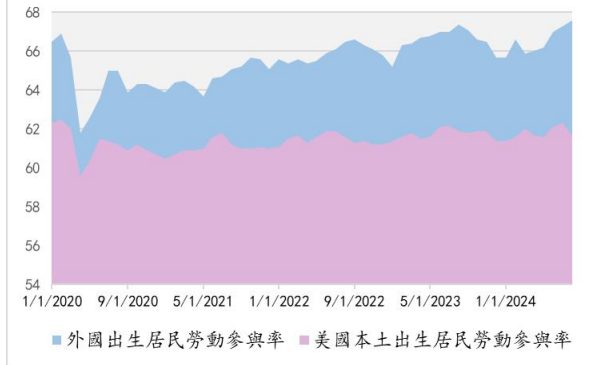
圖 2-5：16-64 歲移民人口佔總移民人口比重超 80%

每年合法獲得永久居留權的人數				
年齡	2020	2021	2022	2023
16歲以下	46,467	45,937	136,910	168,480
16-64歲	378,816	454,565	843,720	936,000
64歲以上	18,924	17,687	52,299	84,510
不清楚	-	-	2	-
總計	439,207	512,796	1,018,349	1,172,910
16至64歲人口佔總人口比重	86%	89%	83%	80%

圖 2-6：移民群體更多從事體力及服務業工作

2023年按職業分類的16歲及以上外國出生及本國出生就業人口（百分比分佈）		
職業	外國出生	本國出生
總共人數（萬人）	2993.2	13110.4
雇傭人數總百分比	100	100
管理人員、專業人員及相關職業	36.1	45.4
服務行業	21.8	15
銷售及辦公職員	13	20.1
自然資源、建築和維修	13.8	7.8
生產、運輸及材料搬運	15.2	11.8

圖 2-7：外國出生居民較本土出生居民勞動參與率更高



數據來源：Bloomberg、美國人口普查局

三、經濟增長放緩，非農產業勞動力需求普遍降溫

- ✦ **製造業方面**，自本年第二季度開始，美國工業生產全線回落，企業下調產能及推遲投資以應對宏觀不確定性。今年第一季度，市場持續糾正從去年末開始出現的大幅降息預期，金融環境總體偏緊，加上美國大選令產業政策存在較大不確定性，所以從第二季度開始美國製造業景氣顯著回落：一是製造業訂單增速回落後，企業開始主動下調產能以避免存貨積壓；目前除了石油及天然氣採掘還在全速生產之外，其他產業的產能利用率均全線下滑，特別是下游處理階段成品的產能利用率目前僅有76%左右。二是應對高息和產業政策的不確定性，企業普遍推遲投資的傾向也較為顯著，令耐用品訂單回落及相關的產能利用率也跟隨回落至僅有75%左右。
- ✦ **產能下滑令市場對製造業的勞動力需求減少**，企業開始採取更靈活的僱用方式，減少員工工時及增加兼職人數。因工業品訂單及銷售均在萎縮，除縮減招聘及加大裁員之外，企業開始降低在職員工的工時並增加較為廉價的兼職崗位。8月非農就業人數變動中的製造業就業人數減少了2.4萬人，主要受耐用品相關的就業人數減少所影響。自2022年3月美聯儲進入加息周期以來，美國製造業（特別是對利率較為敏感的耐用品行業）的就業人數變動就在持續減少。
- ✦ **服務業方面**，今年第二季度開始，美國零售銷售及庫存等指標均顯示個人消費增長動能趨弱。今年以來，隨著家庭積累的超額儲蓄逐步下跌，以及疫情相關的政府補貼項目相繼到期，居民實際可支配收入減少，消費支出增速見頂回落，居民實際消費支出從2021年4月的同比增長25%下降至今年7月的2.7%左右。美國零售銷售全線降溫，包括百貨公司、運動及影音商店、建材及機動車經銷商等在內的名義銷售額增幅均在下滑，部分行業更進入了負增長階段（見下圖3-4）。銷售增長動能放緩讓企業信心減弱，並進入了主動去庫存階段，除機動車及零件經銷商外，家居用品店、餐飲、建材經銷商及百貨公司的庫存量均在減少。
- ✦ **個人消費動能放緩導致服務業擴張速度呈見頂回落**，令勞動力需求全面轉弱。今年上半年，美國服務業營收增速普遍回落，服務業整體名義營收同比增速從2021年第二季度24%的高位下滑至2024年第二季度的6.5%，當中公用事業、交通運輸及倉儲、就業服務及租賃服務等產業更出現了連續數個季度的負增長（公用事業、交通運輸及倉儲業名義收入從2023年第一季度至2024年第一季度經歷了持續一年的負增長），而之前火熱的娛樂休閒和住宿服務的營收增長放緩勢頭也十分顯著。服務業營收轉弱減少了市場對勞動力的需求。美國勞工統計局公布的8月非農就業人數變動數據顯示，非周期性產業

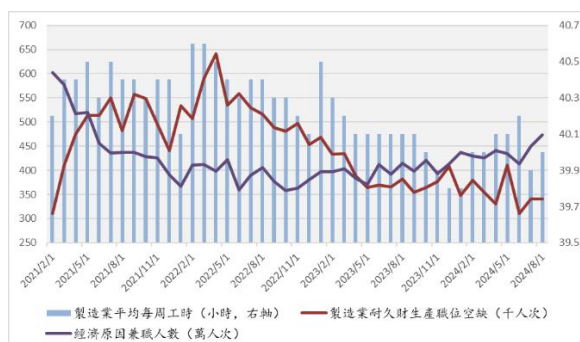
(如政府部門、教育及保健服務) 貢獻了主要的就業增長，而周期性較強的貿易和資訊等行業的新增就業降幅則相當顯著。

✚ **總的來說**，雖然美聯儲已開啟降息周期，但利率仍處較高水平，製造業投資和工業生產仍受高利率影響而全線轉弱，以及居民實際收入增速下滑後，個人消費的放緩也讓服務業增長速度見頂回落。從非農產業勞動力需求的角度來看，對利率較為敏感的製造業勞動力需求降幅較為顯著，而主要由居民財富增長驅動的服務業勞動力需求料也將面臨見頂回落。

圖 3-1：工業訂單增速回落，製造業產能利用率下滑



圖 3-2：製造業平均每周工時下滑，用工需求整體下行



數據來源：Bloomberg

圖 3-3：美國個人實際可支配收入成長放緩，消費支出增速回落

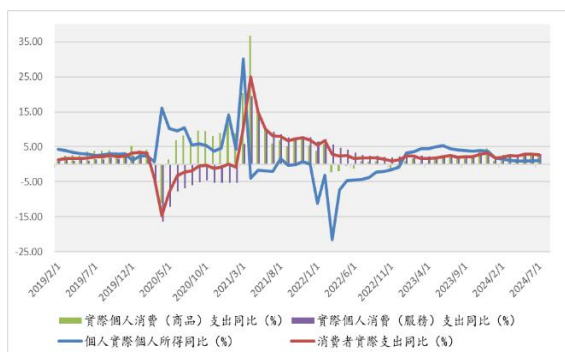


圖 3-4：美國零售銷售全線降溫，企業進入主動去庫存階段



數據來源：Bloomberg

圖 3-5：服務業擴張勢頭放緩，周期性較強的行業用工需求下降顯著

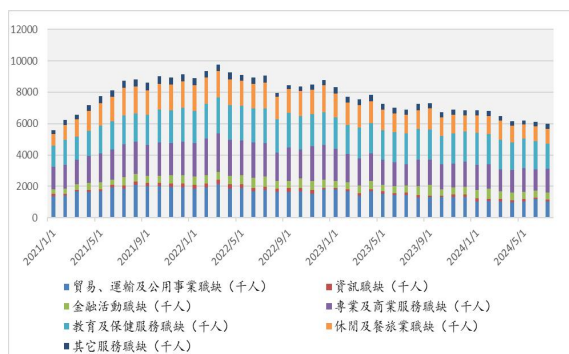
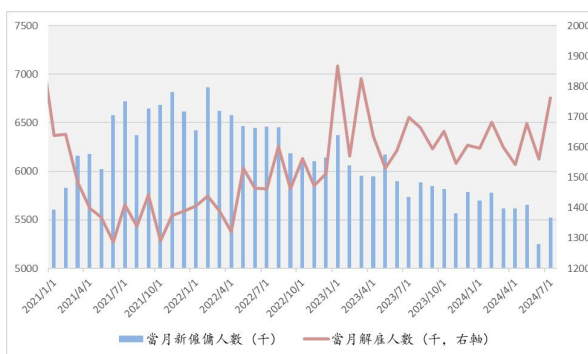


圖 3-6：裁員、新招聘人數等指標也顯示美國勞動力需求總體回落



數據來源：Bloomberg

四、勞動力缺口持續縮窄，美聯儲貨幣政策轉向支撐就業市場

- 隨著勞動力缺口持續縮窄，預計就業市場已非常接近供求平衡。目前美國的就業市場已不再過熱，美聯儲「實現充分就業及維持價格穩定」的雙重使命更趨向平衡。疫情導致的勞動力供應緊缺已得到快速修復，而隨著非農產業的普遍降溫，美國的勞動力缺口將持續縮窄。美國勞動力缺口從 2022 年 3 月的高位持續回落，至 2024 年 8 月已非常接近供求平衡。舉例來看，若勞動參與率再上升 0.2 個百分點至 62.9%，或職位空缺再減少 50 萬個，則美國勞動力供應將會在時隔三年半後再次高過需求，正式進入供過於求的階段。
- 隨著就業市場持續轉弱，美聯儲將貨幣政策的重心由控制物價過熱轉向實現充分就業。美聯儲在 9 月會議大幅降息 50 個基點，將聯邦基金目標利率區間從 5.25%-5.50% 降至 4.75%-5.00%。政策聲明稱，美聯儲對通脹可持續地回歸 2% 目標有了更大的信心，目前通脹及就業目標的風險基本平衡。主席鮑威爾在新聞發布會上表示，若美聯儲在 7 月會議上知道 7 月就業報告疲弱，則當時就可能會降息；相關言論暗示，本次大幅降息 50 個基點實際上是對 7 月以來美國就業形勢顯著轉弱的追趕反應，標誌著美聯儲將貨幣政策重心從「控制物價」轉向「實現充分就業」的分水嶺。

圖 4-1：根據我們的測算，美國勞動力供需缺口已接近平衡（勞動力缺口=職缺+就業-勞動年齡人口*參與率）

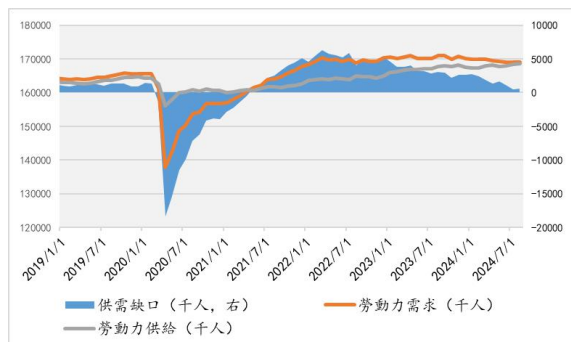
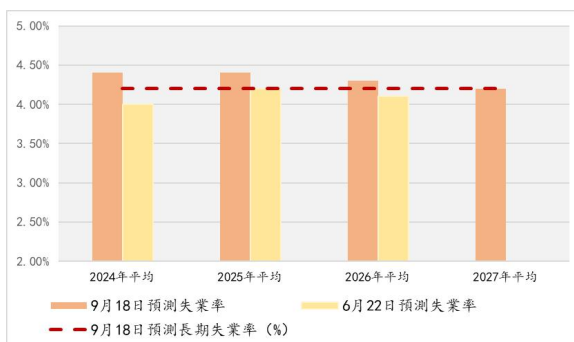


圖 4-2：美聯儲在最新預測中調高近兩年失業率，料短期內政策重點將為預防就業過快冷卻



數據來源：Bloomberg

五、展望未來，美國就業市場供求再平衡前景如何？

綜合上述分析，美國就業市場未來或呈現以下幾個特徵：

✦ 一是隨著勞動力供求基本平衡，美國就業市場料將延續放緩趨勢。

- **勞動力供給短期料將繼續維持在相對高位。**美國總統候選人賀錦麗和特朗普在9月10日舉行電視辯論之後，民調顯示賀錦麗的支持率明顯上升。賀錦麗的移民政策較為寬鬆，主張將DACA計劃永久化、允許美國公民的無證配偶申請綠卡等。若賀錦麗當選，美國移民人數料將會進一步增加。另一方面，即使特朗普當選下任美國總統，並下令收緊移民政策及通過立法，其實際產生影響也有滯後性，因此預計短期內美國移民增長還將會維持一段時間，讓美國勞動力供給在短期內也繼續維持在相對較高水平。
- **勞動力需求或將進一步放緩。**考慮到美聯儲長達兩年半緊縮政策的滯後效應，美國製造業的下降勢頭或至少會延續到今年年末，製造業勞動力需求的萎縮還將持續。此外，隨著家庭超額儲蓄下跌、居民實際收入增速放緩，以及曾經火熱的個人消費增長動能減退，伴隨零售銷售下滑，美國服務業景氣程度料將有所下行，對勞動力的需求也將進一步回落。
- 美聯儲在9月最新的經濟預測中將2024年的實際GDP增速從6月時預測的2.1%下調至2.0%，並調升今年失業率0.4個百分點至4.4%。隨著本土居民就業意願上升、移民人數維持在相對高位，以及包括製造業及服務業在內的非農產業增速回落，美國就業市場放緩勢頭料將持續。7月失業率一度升至4.3%並觸及了預示經濟衰退的「薩姆規則」，此亦是美國就業市場轉弱的一個表現。

✦ 二是預期美國總體就業市場放緩將漸進可控，出現意外惡化的可能性仍較低。

- **勞動力供給增速將有所放緩。**拜登政府6月4日通過新的邊境禁令，只要美墨邊境每日非法移民人數超過2,500人次，就會暫停受理庇護申請並遣返非法入境者，體現出當前美國的民主、共和兩黨在抑制非法移民問題上無疑達成了某些共識。特別是民主黨候選人、現任美國副總統的賀錦麗表示，將推動全面的邊境立法，收緊移民管控及對非法越境者從嚴處置。由於美國2022年非法移民數量佔所有移民數量的比重達23%，從嚴的非法移民管制政策意味著未來美國勞動力供給增長的速度將會有所回落。勞動力供過於求若能得到有效控制，則失業率的上升速度料將是漸進及可控的。
- **勞動力需求總體仍具韌性。**拜登政府的產業政策讓美國製造業持續增長，特別是基建、知識產權投資增幅顯著，工業品及原料、資本貨物進口平均增幅均高於奧巴馬及特朗普任期。自2008年金融危機以來，美國居民持續去槓桿也令其資產負債表相對較為穩健，令私人消費具有韌性。美聯儲最新經濟預測將2024至2027年的實際GDP同比變化維持在2%不變，高於其預測的長期中性增長率1.8%，並稱對經濟實現軟著陸具有信心，顯示非農產業對勞動力需求或仍具一定韌性。
- 此外，美聯儲本次大幅降息50個基點，基本上明確了未來美聯儲貨幣政策的重點將是偏向維護「充分就業」。鮑威爾在新聞發布會上還稱，若就業出現超預期下行，美聯儲的降息節奏還可能會加快，顯示支撐經濟和就業市場的決心。

✦ 三是隨著美聯儲貨幣政策重心逐步轉向實現「充分就業」與維持「價格穩定」的雙重平衡，其後續降息路徑料也將是漸進及審慎的，大幅降息的緊迫性或不大。

- **美聯儲明言沒有預設的利率路徑，未來減息步伐將取決於經濟數據，料後續大幅降息的緊迫性或不大。**雖然美聯儲在9月會議大幅降息50個基點，但政策聲明中形容目前美國「就業增長在放緩，失業率雖然上升但其水平仍然相對低」、「通脹向2%目標進一步回落但仍有些高企」，總體表述相對中性。相比金融危機（2008年）及新冠疫情（2020年）期間為了應對經濟衰退而進行50個基點及以上的非常規大幅降息操作來看，本次大幅降息重點還是為了預防就業市場過度放緩，以及補回7月會議「應降而未降」的落後情況。從目前經濟基本面來看，若沒有重大危機事件發生，後續再次大幅降息的緊迫性並不大。

- 預計美聯儲未來將審慎及漸進地推進降息操作，每次降 25 個基點的機會較大。美聯儲在最新點陣圖中預計，今年年底的利率預測中值是 4.375%，意味著今年 11 月和 12 月會議還將有兩次 25 個基點的降息操作；2025 年和 2026 年底利率預測中值分別為 3.375% 及 2.875%，暗示明年和後年分別還有 100 個基點及 50 個基點的降息。預計後續美聯儲將會審慎和漸進地推進降息操作，每次都將採取 25 個基點的降息幅度，直到聯邦基金目標利率降至長期中性的 2.9% 水平附近。

圖 5-1：移民增長仍有慣性，料短期勞動力還將保持相對高位

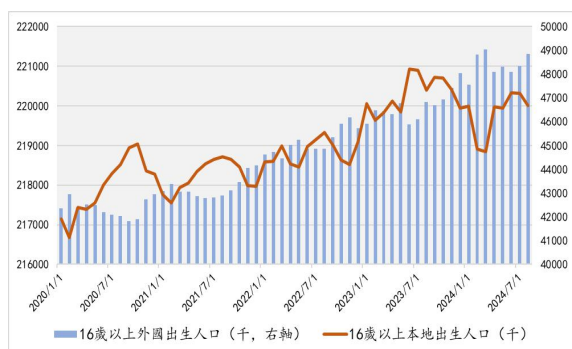
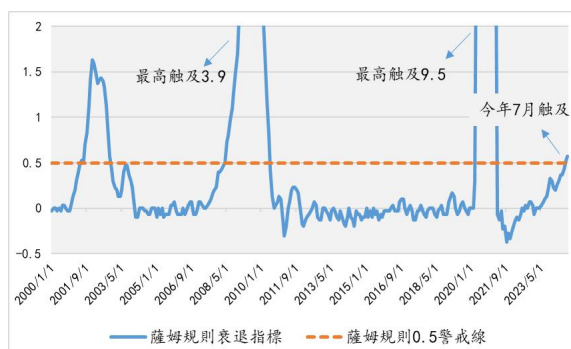


圖 5-2：7 月非農就業報告中失業率一度觸及「薩姆規則」，勞動力需求料將持續回落



數據來源：Bloomberg

圖 5-3：非法移民佔總移民比重近四成，美國針對非法移民的政策收緊將有助於限制未來勞動力供給增速

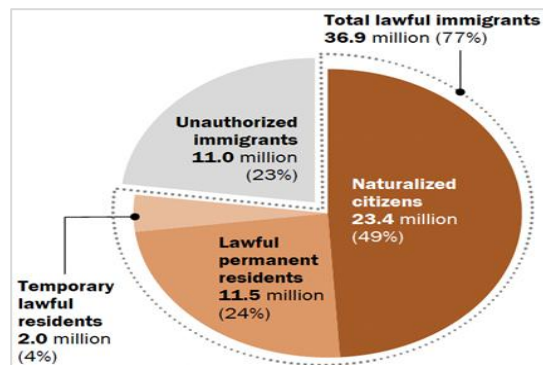
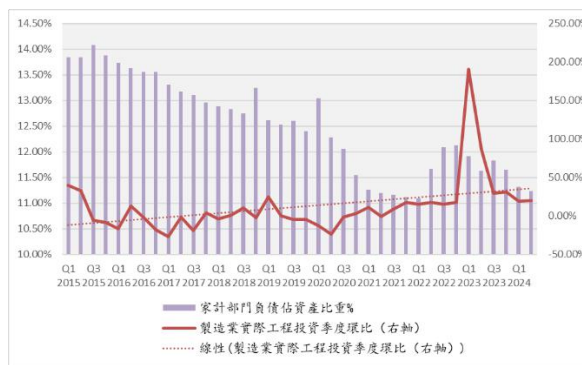


圖 5-4：家庭資產負債表較為穩健，產業投資維持健康成長，料非農用工需求較為穩健



數據來源：Bloomberg

圖 5-5：利率互換市場隱含美聯儲今年將降息約 75 個基點，高於點陣圖顯示的 50 個基點

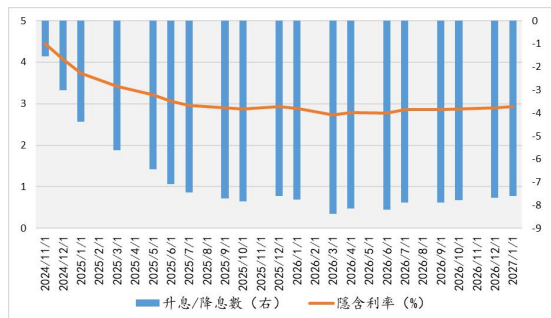
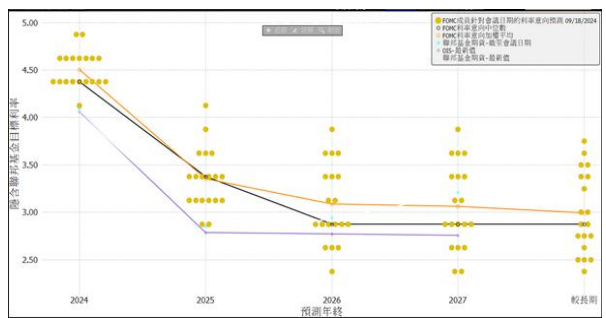


圖 5-6：9 月最新點陣圖顯示美聯儲明後兩年分別降息 100 個及 50 個基點



數據來源：Bloomberg

【 免責聲明 】

本文件所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本文件所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本文件而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本文件只供一般參考用途，本文件（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本文件內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。