

台北外匯市場發展基金會委託計畫

美國勞動市場現況、展望及探討經濟軟著陸之 可能性

研究人員*：廖子萱

日期： 中華民國一一三年十二月

*中央銀行外匯局研究人員感謝任職單位長官與委託單位的指正與建議，本研究僅代表個人觀點，不代表中央銀行立場。

目錄

壹、 美國勞動市場現況及展望	2
一、 美國勞動市場指標介紹	2
二、 疫後(2023 年初至 2024 年上半年)美國就業成長保持強勁.....	3
三、 近期(2024 年下半年迄今)美國就業報告數據出現劇烈波動，惟整體而言， 美國勞動市場已逐漸放緩	7
四、 明(2025)年勞動市場前景.....	13
貳、 美國經濟軟著陸之可能性	15
一、 從 Sahm Rule 指標觀察美國經濟是否陷入經濟衰退.....	15
二、 美國製造業就業擴散指數與經濟衰退期間之關係	18
三、 從美國勞動市場指標觀察，目前勞動市場已降溫；惟其尚未出現與過去經 濟衰退期間相符之態樣	21
參、 結論.....	25
肆、 參考資料.....	26

圖目錄

- 圖 1 美國 U3 及 U6 失業率走勢
- 圖 2 美國總非農就業人口、月變動其及 3 個月移動平均
- 圖 3 2000 年以來 CBO 估計美國移民人口成長組成
- 圖 4 2023 年 CBO 預估美國移民人口成長
- 圖 5 美國就業人口比率
- 圖 6 美國勞動力參與率
- 圖 7 美國平均時薪年增率
- 圖 8 美國核心通膨率
- 圖 9 聯邦資金利率區間
- 圖 10 1960 年迄今美國失業率及其 3 個月移動平均與經濟衰退
- 圖 11 1960 年迄今美國經濟衰退與 Sahm Rule 指標
- 圖 12 美國 1 個月製造業就業擴散指數與美國經濟衰退之關係
- 圖 13 美國 3 個月製造業就業擴散指數與美國經濟衰退之關係
- 圖 14 美國職缺率
- 圖 15 美國職缺對失業比率
- 圖 16 美國離職率
- 圖 17 美國 Conference Board 勞動市場差異指標
- 圖 18 美國勞動市場狀況指數(LMCI)
- 圖 19 美國失業率與自然失業率差距

表目錄

- 表 1 美國失業率未上揚下之每月所需新增就業人數
- 表 2 摩根大通與高盛對 2024~2026 年美國勞動市場前景預估之比較
- 表 3 1960 年迄今美國經濟衰退期間及美國 U3 失業率上升幅度
- 表 4 1960 年迄今美國經濟衰退與 Sahm Rule 指標
- 表 5 美國製造業就業擴散指數與美國經濟衰退期間之關聯性

前言

Fed 致力於達成長期充分就業及 2%通膨目標等雙重法定職責，隨著近期通膨放緩及勞動市場降溫，美國通膨已由 2022 年 6 月之高點顯著朝目標回落¹(第 11 頁圖 8)，而勞動市場則由非常強勁轉為逐步放緩，目前 Fed 實現就業及通膨目標之風險已大致平衡，Fed 遂於本(2024)年 9 月、11 月及 12 月分別調降美國政策利率目標區間 0.50 個、0.25 個及 0.25 個百分點，使該利率區間由上(2023)年 7 月升息循環之峰值 5.25~5.50%降至 4.25%~4.50%(第 13 頁圖 9)。

儘管當前美國勞動市場尚屬穩健，惟已逐步降溫至接近充分就業水準，勞動市場下行風險逐漸顯現，而 Fed 主席 Powell 表示並不樂見美國勞動市場進一步放緩，暗示未來其降息路徑將考量勞動市場之後續發展，爰近期市場密切關注勞動市場狀況。此外，據部分人士指出，隨美國通膨趨緩，加以勞動市場出現放緩跡象，外界擔憂美國經濟恐面臨下行風險而陷入衰退，惟倘若 Fed 能同時抑制通膨及維持經濟穩定成長，即可透過經濟軟著陸之方式避免美國陷入經濟衰退。

本文首先介紹衡量美國勞動市場情況之常見指標，接著探討疫後(2023 年初至 2024 年上半年)美國就業成長保持強勁及近期(2024 年下半年迄今)勞動市場逐漸放緩之現象，並進一步分析明年勞動市場趨勢。最後，從 Sahm Rule 指標、美國製造業就業擴散指數及各大勞動市場指標，分析其與美國經濟衰退之關係，並進一步探討經濟軟著陸之可能性。

¹ 本年 11 月核心 PCE 物價指數年增率為 2.8%；另本年 11 月核心 CPI 年增率為 3.3%。

壹、美國勞動市場現況及展望

一、美國勞動市場指標介紹

(一) Fed 現任與前任主席觀察之勞動市場指標

1. 解雇率(Job Layoffs & Discharge Rate)：當月被解雇人次/整體勞動市場就業人數。
2. 職缺率(Job Openings Rate)：當月最後一個工作日的職缺數/(整體勞動市場就業人數+職缺數)。
3. 雇用率(Hire Rate)：當月總雇用人次/整體勞動市場就業人數。
4. 離職率(Quit Rate)：當月離職人次/整體勞動市場就業人數。
5. 非農就業月增數(千)：由美國勞工統計局(Bureau of Labor Statistics, BLS)進行機構調查統計得出之數據。
6. U3 失業率(U-3 Unemployment Rate)：當月失業人數/總勞動力。
7. U6 失業率(U-6 Unemployment Rate)：當月(失業人數+Marginally Attached²+因經濟因素被迫兼職人數)/(總勞動力+Marginally Attached)。
8. 長期失業(Long-Term Unemployed)占比：失業期間達 27 週或以上的人數佔總失業人數的比率。
9. 就業人口比(Employment-Population Ratio)當月總就業人數/16 歲以上民間公民數。
10. 勞動力參與率(Labor Force Participation Rate)：當月總勞動力/勞動年齡人口。
11. 主要工作年齡人口勞參率(Prime Age Labor Force Participation Rate)：當月 25~54 歲人口的勞動力參與率³。
12. 平均時薪年增率：此係採用美國 BLS 統計之「Average Hourly Earnings of All Employees, Total Private, Seasonally Adjusted」項目資料。
13. 就業成本指數(Employment Cost Index, ECI)：係統計企業支付勞工薪資、健康保險等福利之成本⁴。

² Marginally Attached 係指調查期間前 4 週~12 個月之間曾求職者。

³ Fed 主席 Jerome Powell 視此為判斷勞動市場是否仍有閒置人力之重要指標。

⁴ ECI 增加會顯著減少企業利潤，並可能迫使企業轉嫁成本給消費者，被 Fed 視為是否發生薪資通膨之重要指標。

(二)其他勞動市場指標

1. 職缺對失業比率(Vacancy/Unemployment ratio)：係衡量勞動市場閒置程度，該指標於景氣循環中與失業率反向變動，並包含由職缺率反映之雇主勞動需求訊息，該比率越大表示，勞動市場越緊俏。
2. 美國 Conference Board 勞動市場差異指標：係指 Conference Board 訪查工作眾多指數(jobs plentiful)減掉工作難找指數(hard-to-get)之淨差異，該數值越大表示，工作機會眾多，勞動需求較大。
3. 勞動市場狀況指數(Labor market conditions index, LMCI)：係由 Kansas Fed 綜合美國就業人口比率、勞動力參與率、失業率、職位空缺數、離職率、初領失業救濟金人數等 24 項美國勞動市場指標所編製，該指數越大表示，勞動市場越緊俏。

二、疫後(2023 年初至 2024 年上半年)美國就業成長保持強勁

(一)疫後美國移民人口大幅增加可解釋該期間就業成長強勁之現象

從 2022 年 3 月 Fed 啟動升息循環至本年第一季，美國經濟具韌性且勞動市場呈緊俏，如：該期間美國 U3 失業率維持低檔於 3.4%~3.9%(圖 1 紅虛框)；另上年全年及本年第一季，美國平均每月新增非農就業分別達 25.1 萬人及 26.7 萬人(修正值，次頁圖 2 紅虛框)，遠逾在失業率未上揚下每月所需新增就業預估人數之 6~13 萬人及 6~10 萬人(次頁表 1 原估計區間)。

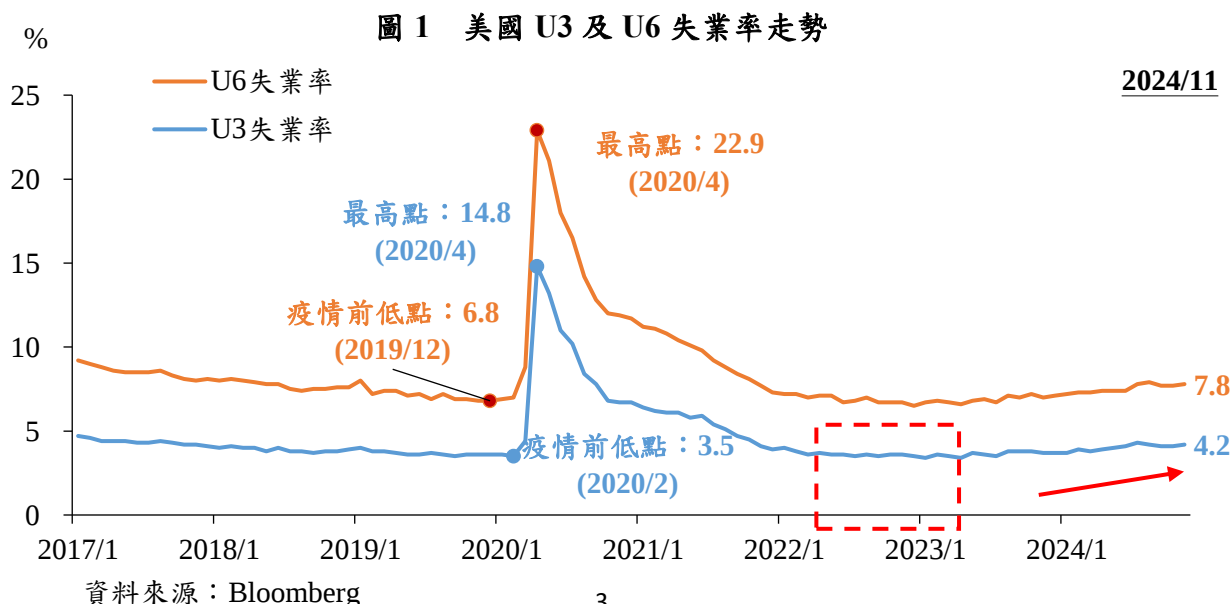
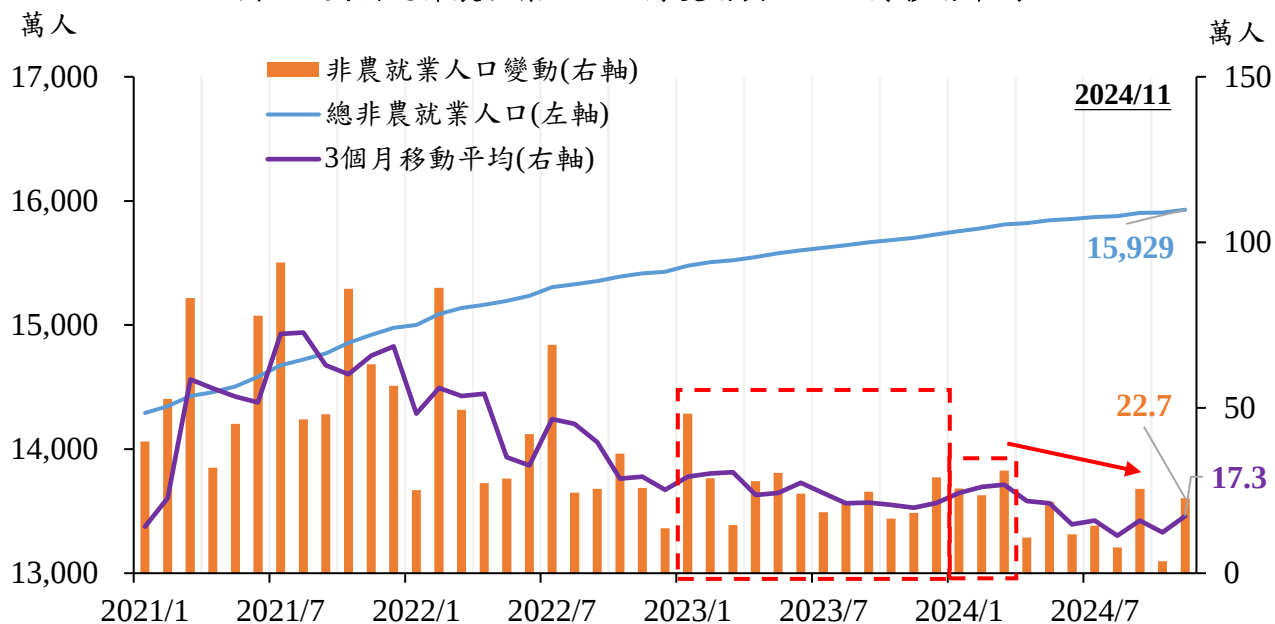


圖 2 美國總非農就業人口、月變動其及 3 個月移動平均



資料來源：Bloomberg

表 1 美國失業率未上揚下之每月所需新增就業人數

	2022 年	2023 年	2024 年
原估計區間*	6~14 萬	6~13 萬	6~10 萬
新估計區間*	13~21 萬	16~23 萬	16~20 萬

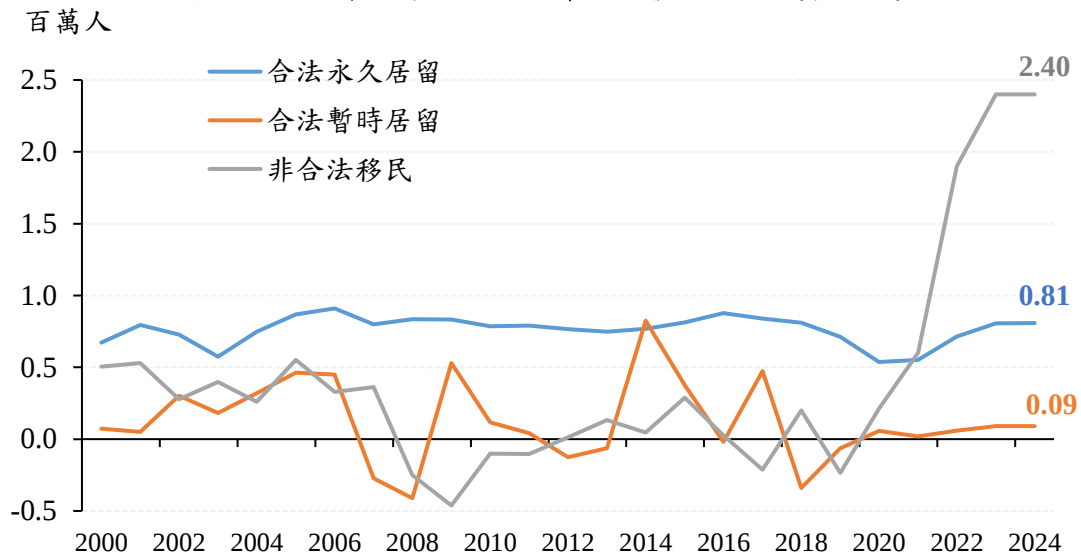
*原估計區間係各機構於疫情前之推估值；新估計區間係 Brookings 將 CBO 上修移民成長幅度納入考量後之修正值。

資料來源：Edelberg and Watson (2024)、CBO、BLS、SSA

本年初美國國會預算辦公室(Congressional Budget Office, CBO)大幅上修疫後美國移民人口成長幅度，估計 2022 年、2023 年及 2024 年美國淨移入人口分別約 260 萬人、330 萬人及 330 萬人，遠逾疫情前(2010-2019 年)平均值之 90 萬人，主要反映非合法移民人口遽增(次頁圖 3)，如以 2023 年為例，美國合法及非合法移民⁵分別約為 90 及 240 萬人(次頁圖 4)。

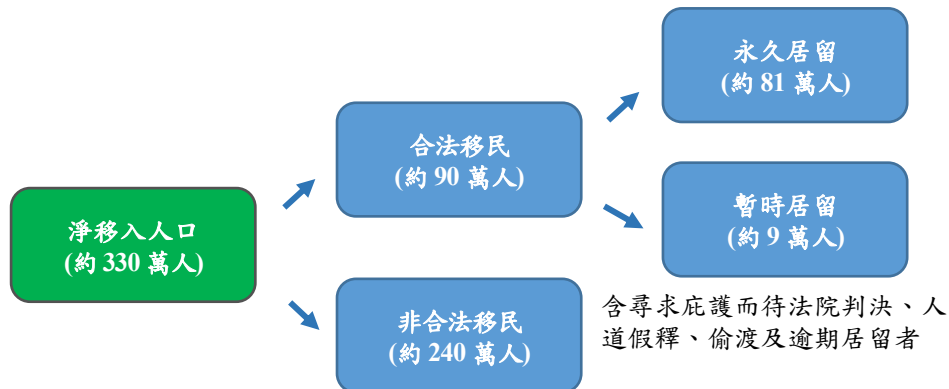
⁵ 合法移民包含永久合法居留(含取得綠卡、尋求庇護及難民身分而取得永久居留權(permanent resident))暫時合法居留(含取得 H-1B 工作簽證、臨時工作簽證及學生等)；非合法移民則包含尋求庇護而待法院判決、人道假釋、偷渡及逾期居留者。

圖 3 2000 年以來 CBO 估計美國移民人口成長組成



資料來源：CBO (2024)

圖 4 CBO 估計 2023 年美國移民人口成長



資料來源：CBO (2024)

美國智庫布魯金斯研究院(The Brookings Institution)分析師指出，鑑於本年初 CBO 大幅上修近期美國移民人口，估計美國失業率未上揚下之每月所需新增就業人數將大幅上揚，如 2023 年該水準由 6~13 萬大幅上修至 16~23 萬人(上頁表 1 新估計區間)，此隱含 2023 年美國平均每月新增非農就業 25.1 萬人相對緩和而尚未過度緊俏。

爰近年美國移民人口大幅增加之現象，使勞動市場供需失衡獲得改善，或能解釋該期間就業成長保持強勁，惟失業率持穩且薪資成長放緩之現象。

**(二) 今年上半年美國就業報告指出，美國勞動市場保持強勁，惟部分指標顯示，
勞動市場似出現放緩跡象**

今年上半年美國勞動市場數據大致維持強勁，惟自本年第二季起有部分指標顯示勞動市場恐存在隱憂，如：6 月非農新增就業人數雖高於市場預期，惟 U3 失業率為 4.05%(係自 2022 年 1 月以來首次突破 4.0%，但仍處於歷史相對低水準)；過去 3 個月非農新增就業人數之移動平均大幅下滑，且平均時薪成長率放緩，顯示勞動市場雖緊俏，但逐漸出現放緩跡象。

(三) 本年 3 月及 5 月聯邦公開市場委員會會議紀錄指出，美國新增就業成長保持強勁；惟其 6 月會議紀錄指出，美國勞動市場存在進一步轉弱之風險

本年 3 月聯邦公開市場委員會(Federal Open Market Committee, FOMC)會議紀錄指出，美國經濟供給面逐步改善，部分反映近年移民人口成長及勞動供給增加；5 月會議紀錄亦指出，隨美國 25 至 54 歲勞動力參與率(主要工作年齡人口)持續上揚，加以移民人口增加，帶動美國勞動供給及就業人口上升。另根據指標顯示，今年上半年美國經濟活動穩健成長，美國新增就業成長保持強勁，且失業率維持於較低水準。

6 月 FOMC 會議紀錄顯示，相較兩年前美國勞動市場呈現過熱狀態，美國職缺數、自動離職率、雇用率及職缺與失業人口比率下滑，而兼職人數及失業率上升，顯示美國勞動市場供需狀況更趨平衡：從供給面來看，移民人口增加及勞動參與率上升；從需求面來看，勞工離職率及職缺數下滑，而薪資成長率下滑至更可持續之水準，失業率則逐步上揚。前述現象顯示，美國勞動市場雖持續強勁，惟職缺與失業人口比率已接近疫情前水準(按 1.2 倍)，隨職缺率續降，後續可能面臨失業人口加速增加，使勞動市場進一步轉弱之風險。

三、 近期(2024 年下半年迄今)美國就業報告數據出現劇烈波動，惟整體而言，

美國勞動市場已逐漸放緩

(一) 本年 7 月及 8 月美國就業報告指出，美國勞動市場已放緩，惟尚不至於迅速惡化

本年 7 月及 8 月美國勞動市場數據放緩，如：美國 U3 失業率分別上揚至 4.25%及 4.22%(第 3 頁圖 1)，其中前者創下 2021 年 10 月以來高，且較波段低點(2023 年 1 月之 3.43%)上升 0.82 個百分點；另非農就業新增人數僅分別增加 11.4 萬及 14.2 萬人(原值)，皆低於市場預期之增加 17.5 萬及 16.5 萬人，而 8 月之過去 3 個月非農新增就業人數移動平大幅下滑至 11.6 萬人(原值)，創下 2020 年 6 月以來新低。

儘管 7 月及 8 月美國就業報告顯示美國勞動市場似逐漸放緩，惟各項經濟數據顯示，美國勞動市場尚不至於迅速惡化：(1)該期間美國失業率上升主要來自暫時性裁員(temporary layoff)增加(按約占失業增加之 70%)，惟暫時性裁員人數於短期內可能波動較大；另一方面，永久性裁員(permanent layoff)變動不大，顯示目前美國受薪階級購買力應不致大幅惡化；(2)近期美國失業率上升亦部分反映美國移民面臨摩擦性失業情形；(3)根據該期間職缺數及勞動市場缺口等數據顯示，美國勞動市場供需仍相對均衡，除非美國經濟突然面臨嚴重負面衝擊，否則美國勞動需求不致迅速惡化。

(二) 本年 9 月美國就業報告顯示，勞動市場仍屬穩健，暫時舒緩市場對勞動需求

不足及失業率上升之擔憂

本年 9 月美國勞動市場出現反轉跡象，該月 U3 失業率下降至 4.05%(第 3 頁圖 1)，非農就業新增人數為 25.4 萬人(原值)，遠逾市場預期之增加 15.0 萬人，加以前 2 個月(按 7 月及 8 月)該數值分別上修至 14.4 萬人及 15.9 萬人(第 4 頁圖 2)，顯示美國勞動市場尚屬穩健。

繼 7 月及 8 月美國就業報告數據急遽惡化後，9 月該數據表現又遠較前 2 個月優異，呈大幅波動，高盛進一步分析近期美國就業報告數據如下：

1. 預估未來美國失業率可維持穩定

9 月美國就業成長超越勞動供給成長，高盛認為隨美國勞動力參與率回升結束及移民人數減少，勞動供給成長可能明顯放緩，惟預估每月仍需新增 15~18 萬人就業使失業率維持穩定，而 9 月就業成長已回升至或略高於該範圍。

高盛表示，雖然近期就業數據波動幅度較大，目前尚無明確理由需進一步下修該數據，且近期數據仍具可信度。更廣泛而言，近月新增職缺數據仍高、GDP 成長強勁且經濟亦未遭遇重大負面衝擊，爰渠等對勞動市場保持信心。

2. 先前美國失業率上揚，似反映暫時無法吸收之遽增移民勞動力供給

鑑於 9 月美國 U3 失業率較 8 月下跌 17 個基點至 4.05%，可初步研判前幾次失業率上揚，主要受暫時無法吸收大量移民勞動供給之影響，而其目前已減緩至較為可控之速度。前述論點亦可解釋在過去 1 年半中，新進勞動市場者、移民及年輕勞工對失業率上升具有明顯貢獻，其中年輕勞工與近期移民在就業競爭上變得更加激烈。

3. 近期美國勞動市場數據傳達之訊息急遽變化，部分反映該數據具雜訊

高盛表示，7 月及 8 月美國勞動市場數據急遽惡化，可能係來自調查資料品質問題(如對政府調查之回應率下降等)及季節性調整受 COVID-19 極端波動之影響，而渠等因應雜訊問題採下列方法處理：(1)透過統計工具對多個系列資料進行多月平均以估計潛在趨勢；(2)將官方數據與更多替代資料集融合；(3)更謹慎看待不符合經濟邏輯之極端值，如新增職缺仍高且 GDP 增速達到 3%時，就業成長過度下滑係屬異常。

(三)本年 10 月美國就業報告顯示，非農新增就業人數大幅低於市場預期，儘管失業率未進一步大幅上升，仍顯示勞動市場已有所放緩

本年 10 月美國勞動市場再度放緩，非農就業新增人數為 1.2 萬人(原值)，遠低於市場預期之 10.0 萬人，且前 2 個月(按 8 月及 9 月)該數值分別下修至 7.8 萬人及 22.3 萬人(第 4 頁圖 2)；此外，10 月之過去 3 個月及過去 12 個月非農新增就業人數移動平均皆大幅下滑，分別為增加 10.4 萬及增加 18.1 萬，各創下 2020 年 6 月及 2021 年 3 月以來新低，再次顯示勞動市場已有所放緩。

10 月非農就業新增人數遠低於市場預期，主要反映該月美國受 2 次颶風侵襲及波音罷工影響，其中易受天氣影響行業之就業人數減少 5 千人(前 3 個月平均增加 5.6 萬人)，另該月勞動市場調查回應率係 1991 年 1 月以來最低，顯示其雜訊恐較多。儘管 10 月 U3 失業率未進一步大幅上升，僅較 9 月小幅上升 9 個基點至 4.14%(第 3 頁圖 1)，惟整體而言勞動市場已有所放緩。

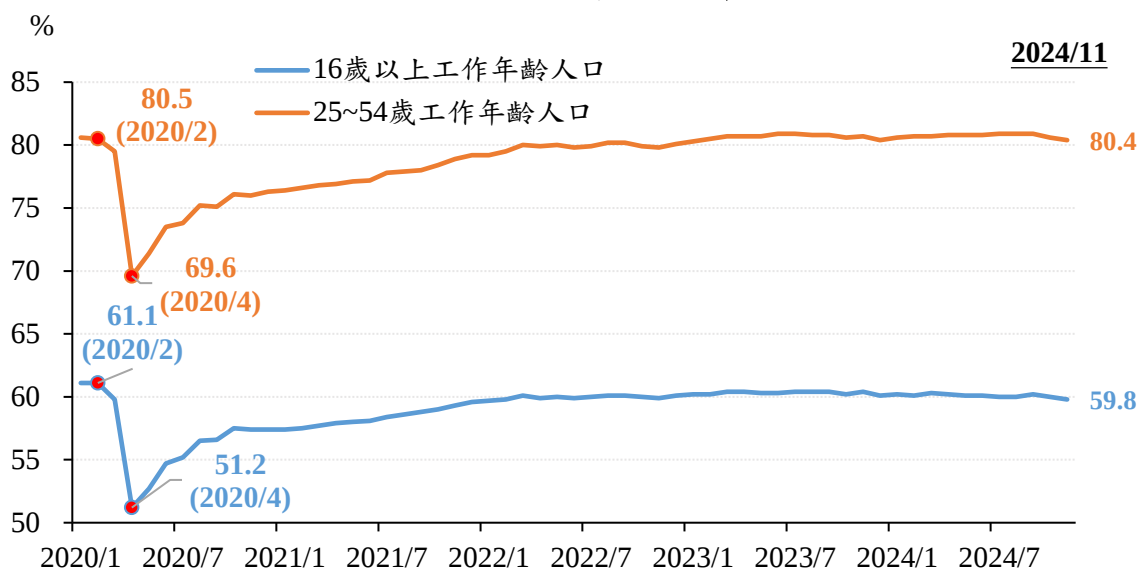
(四)本年 11 月美國最新就業報告數據好壞參半，惟相較本年上半年以前之強勁勞動市場表現，勞動市場已明顯降溫

本年 11 月美國非農就業新增人數為 22.7 萬人(原值)，略優於市場預期之 22.0 萬人，主要反映波音罷工結束後返工潮以及本年 10 月颶風影響之逆轉，另前 2 個月(按 9 月及 10 月)該數值分別上修至 25.5 萬人及 3.6 萬人(第 4 頁圖 2)；同月非農總就業人口上升至 15,929 萬人，已逾疫情前 2020 年 2 月最高點 15,231 萬人，顯示當前勞動市場已接近充分就業狀態。

11 月 U3 失業率較 10 月上升 10 個基點至 4.24%(第 3 頁圖 1)，較波段低點(2023 年 1 月之 3.4%)上升 0.8 個百分點，主要反映勞動力人數減少 19.3 萬人、失業人數增加 16.1 萬人，就業人數減少 35.5 萬人；同月 U6 失業率由 10 月 7.7% 上升 0.1 個百分點至 7.8%(第 3 頁圖 1)。

11月就業對人口比率由10月60.0%下降至59.8%；主要工作年齡(25歲至54歲)就業人口比率由10月80.6%下降至80.4%，且整體就業人口比率尚未回升到疫情前水準(圖5)。

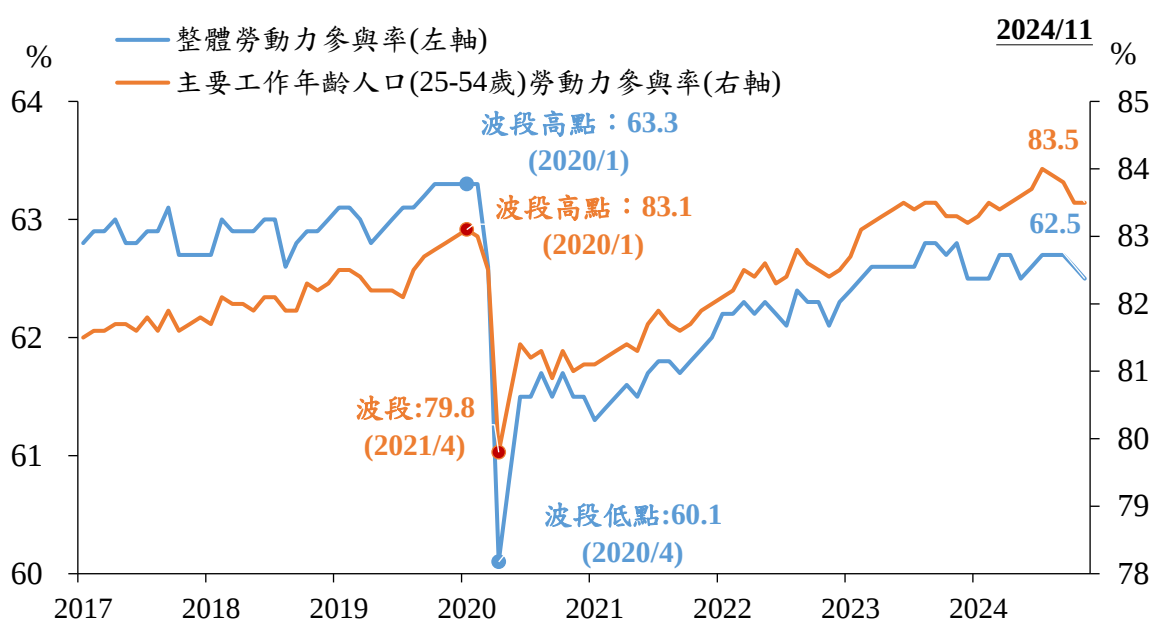
圖5 美國就業人口比率



資料來源：Bloomberg

11月勞動力參與率由10月62.6%下降至62.5%，主要工作年齡人口勞動力參與率持平於10月之83.5%，且較2020年2月高0.5個百分點；惟16-24歲及55歲以上群組之勞動力參與率仍分別較2020年2月低1.2個百分點及1.9個百分點(圖6)。

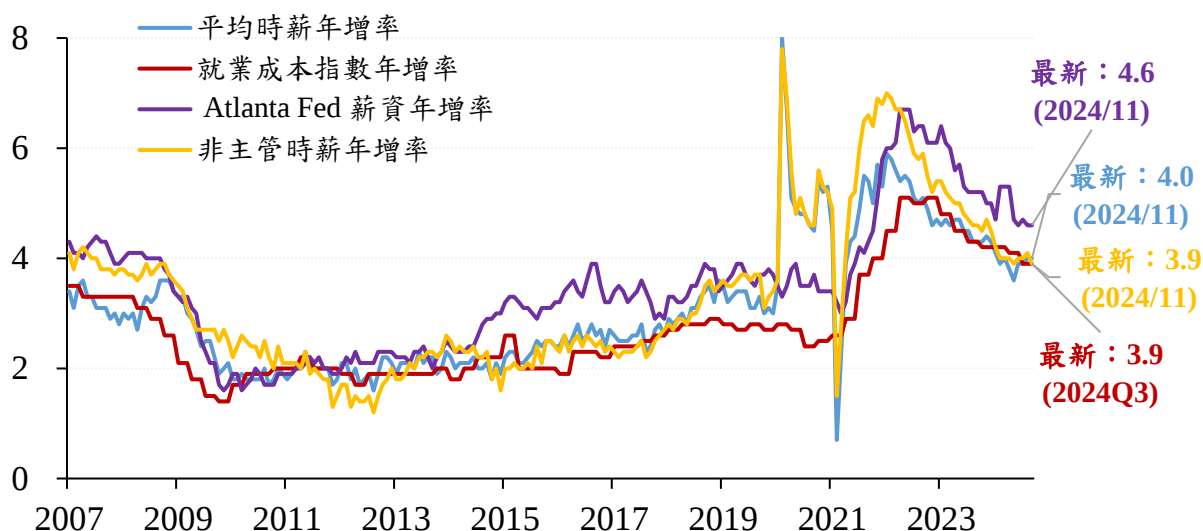
圖6 美國勞動力參與率



資料來源：Bloomberg

11 月平均時薪月增率為 0.4%，高於市場預期之 0.3%；而平均時薪年增率持平於 10 月 4.0%，高於市場預期之 3.9%；同月 Atlanta Fed 薪資年增率⁶為 4.6%，本年第 3 季就業成本指數(ECI)年增率為 3.9%，前述指標短期成長動能似出現放緩(圖 7)。

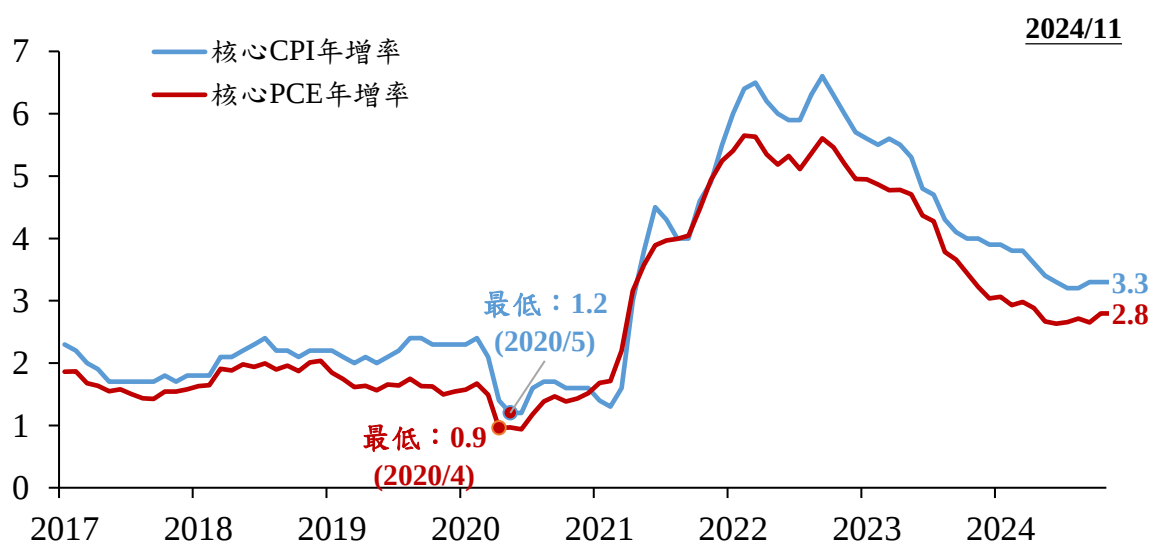
圖 7 美國平均時薪年增率



資料來源：Bloomberg

目前核心 PCE 物價指數年增率及核心 CPI 年增率分別為 2.8%及 3.3%(圖 8)，呼應近期 Fed 於達成 2%通膨目標方面取得進展，惟仍應持續關注薪資成長上揚對通膨的影響。

圖 8 美國核心通膨率



資料來源：Bloomberg

⁶ 該指標係衡量個人名義薪資成長之指標。計算方法為：當月薪資分佈中，薪資處於中位數位置受僱者，相對於 12 個月前處於中位數位置受僱者之薪資變化。

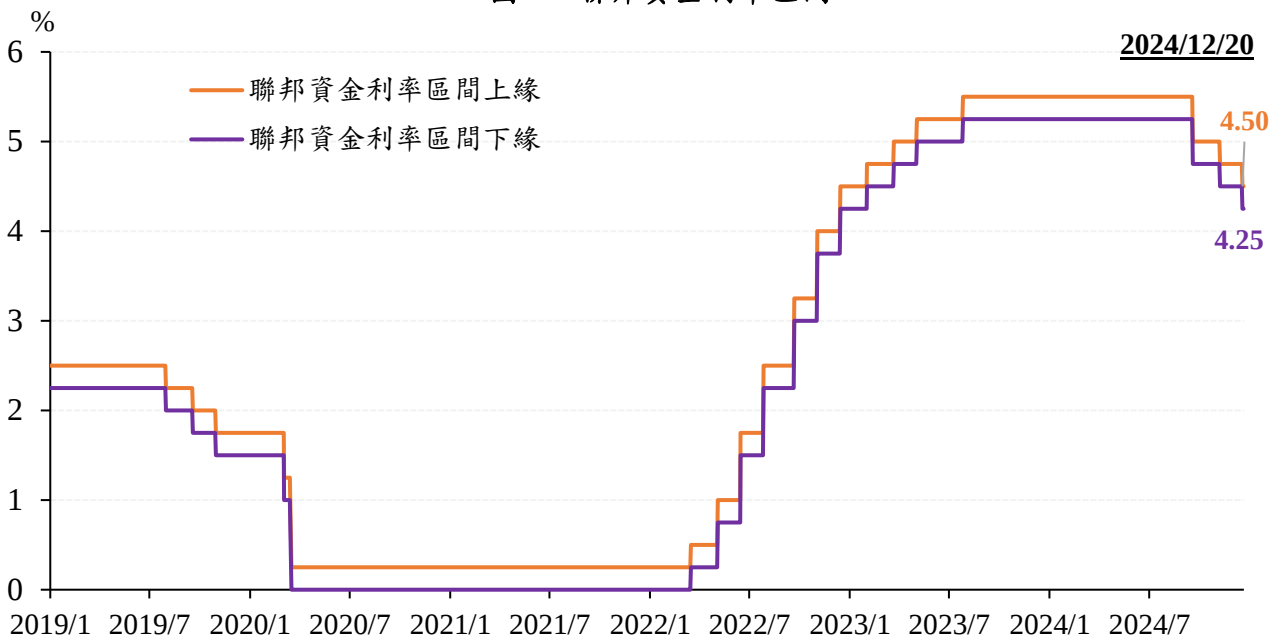
(五)本年 9 月、11 月及 12 月 FOMC 會後聲明皆顯示，美國勞動市場狀況已大致放緩

本年 9 月 Fed 調降政策利率目標區間 0.50 個百分點至 4.75%~5.0%(次頁圖 9)，主要反映通膨方面之進展及風險平衡。根據該次 FOMC 會後聲明顯示，當前美國勞動市場仍穩健，惟已逐步降溫至接近充分就業水準，而該次降息主要反映 7 月及 8 月非農就業數據有所放緩；另多數觀察指標亦顯示，當前美國勞動市場已放緩至接近，甚至略遜於 2019 年水準——當時勞動市場非常強勁，目前勞動市場狀況更像回到 2018 或 2017 年水準，爰須密切關注勞動市場狀況。

11 月 Fed 再次調降政策利率目標區間 0.25 個百分點至 4.50%~4.75%(次頁圖 9)，主要反映勞動市場狀況大致放緩，且通膨朝委員會 2%目標方面取得進展。根據該次 FOMC 會後聲明顯示，該次降息後政策利率仍處於限制性水準，當前勞動市場緊俏程度已較 2 年前大幅放緩，勞動市場供需更趨平衡，且仍持續溫和地降溫，而達成 2%通膨目標不需要勞動市場進一步放緩；另近期指標顯示，美國經濟持續穩步擴張，自本年稍早時間以來，勞動市場狀況大致放緩，且失業率上揚惟仍維持於較低水準。

12 月 Fed 續降政策利率目標區間 0.25 個百分點至 4.25%~4.50%(次頁圖 9)。根據該次 FOMC 會後聲明顯示，當前新增職缺數顯著低於使失業率維持穩定之水準，就職率仍低且持續下滑，其餘部分勞動市場指標亦顯示，勞動市場已較疫情前(2019 年)疲軟。當前勞動市場下行風險似已趨緩，然仍持續有序且溫和地降溫。

圖 9 聯邦資金利率區間



資料來源：Bloomberg

四、明(2025)年勞動市場前景

(一) 預估川普政府將收緊移民政策，致勞動力供給放緩

摩根大通表示，CBO 估計 2022 年至 2024 年美國淨移入人口遠逾疫情前趨勢，且其中包含大量非合法移民之現象，約使在失業率未上揚下每月所需新增就業預估人數增加 10 萬人⁷，惟該現象恐於川普政府上任後受其政策變化影響⁸，導致移民人口大幅減少、勞動力成長放緩及就業成長放緩，而在失業率未上揚下每月所需新增就業預估人數將減少 10 萬人。

(二) 近期美國失業率上升可能並非其將進一步大幅上升或經濟陷入衰退之前兆

1. 摩根大通及高盛指出，近期失業率上升部分反映移民等供給面因素改善所致之短期摩擦性失業，惟此現象將隨明年新政府移民政策而逐漸消逝。
2. 摩根大通指出，招聘放緩及裁員增加皆可能導致失業率上升，而根據 JOLTS

⁷ 該數據係假設移民之勞動力參與率與美國本土人口大致相同。

⁸ 川普之首要政策為減少移民流量，且可能遣返許多非合法移民。

報告顯示，目前雇用率已回落至 2014 年水準(不含疫情期間)，惟解雇率並未增加，爰近期失業率上升主要反映雇用減少情形⁹；預估隨 Fed 實施貨幣寬鬆政策，將阻止雇用率下滑，且解雇率將保持低水準，使失業率於短期內持穩。

3. 高盛表示，隨勞動市場再平衡，目前勞動市場已較 2019 年略為疲軟，惟預估隨移民人口將持續減少，加以未來勞動需求相對穩健，將有助於防止勞動市場進一步放緩而降低失業率。

綜上所述，摩根大通預估，明年上半年 U3 失業率會小幅上升至 4.5%之峰值，至 2026 年底再回落至 4.2%；高盛則預估，明年底 U3 失業率將下降至 3.9%(表 2)。

表 2 摩根大通與高盛對 2024~2026 年美國勞動市場前景預估之比較 單位：%；千人

		2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2024 年	2025 年	2026 年
U3 失業率*	摩根大通	4.2	4.2	4.3	4.5	4.4	4.4	4.1	4.4	4.3
	高盛	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	4.1	3.9	3.8
每月非農就業新增人數**	摩根大通	186	135	130	95	125	100	184	113	78
	高盛	148	104	150	150	150	150	167	150	128

*摩根大通採各季度平均值；高盛採各季季底值。

**摩根大通採各季度平均值，且該值經季節調整；高盛亦採各季度平均值。

資料來源：Feroli et al. (2024)、Hatzius et al. (2024)

⁹ 2022 年下半年迄今，職缺數持續減少，反映勞動需求下降，惟相較疫情前，專業及商業服務業類別之職缺數仍處於較高水準。

貳、美國經濟軟著陸之可能性

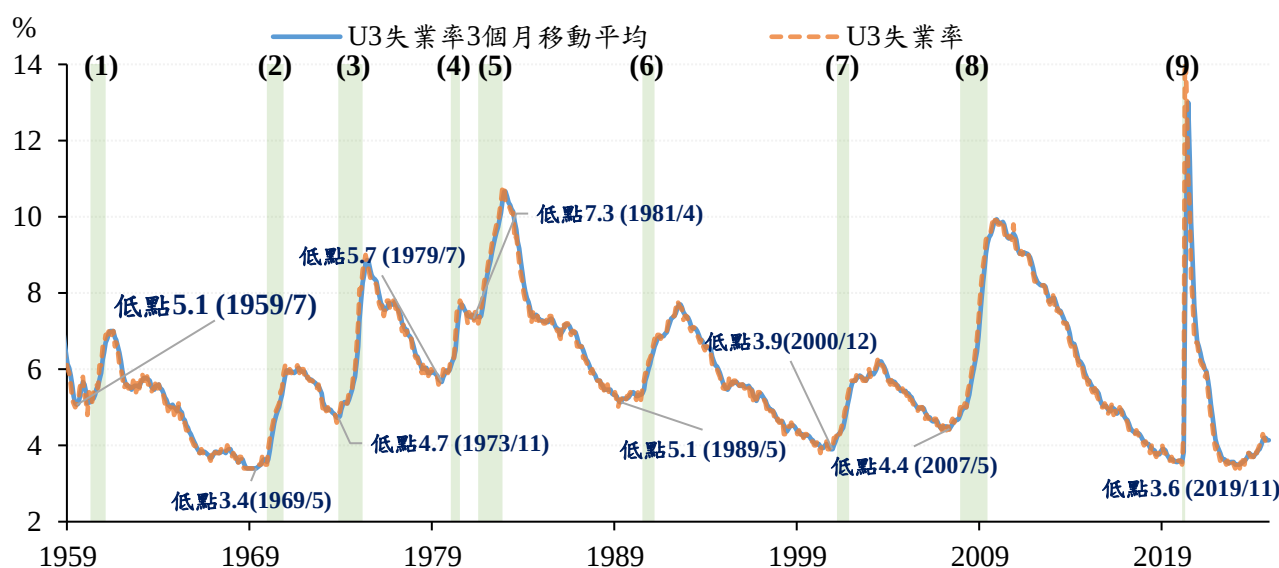
St. Louis Fed 經濟學家 Restrepo-Echavarria 表示，經濟上尚未對軟著陸有明確定義，惟一般而言，軟著陸係指當美國經濟過熱而通膨居高時，Fed 透過實施緊縮貨幣政策，讓經濟緩慢平穩回到正常水準，而未導致失業率劇增及 GDP 成長率為負；相對地，硬著陸係指 Fed 實施緊縮貨幣政策而降低通膨過程中，或因緊縮程度過高或時間過長，致出現經濟衰退¹⁰及失業率大幅上升之現象。

爰經濟過熱時，Fed 希望能同時抑制通膨及維持經濟穩定成長，即透過經濟軟著陸之方式避免經濟衰退；歷史上，有些經濟指標與美國經濟衰退具關聯性，如觀察 Sahm Rule 指標、美國製造業就業擴散指數和各大勞動市場指標等，會於美國陷入經濟衰退前或期間出現特定態樣。

一、從 Sahm Rule 指標觀察美國經濟是否陷入經濟衰退

根據 NBER 定義，1960 年迄今美國經濟共陷入 9 次經濟衰退，而美國失業率傾向於經濟衰退前上揚，且於衰退期間大幅上揚(圖 10、次頁表 3)。

圖 10 1960 年迄今美國 U3 失業率及其 3 個月移動平均與經濟衰退



*淺綠色網底為 NBER 判斷美國經濟陷入衰退期間

資料來源:Bloomberg

¹⁰ 美國全國經濟研究(The National Bureau of Economic Research, NBER)將經濟衰退定義為整個經濟體之經濟活動顯著下降，並持續數月以上，原則上擴散度、深度及持續時間等三項標準皆需達一定程度之滿足，惟倘若某一項標準產生極端情況，亦可能抵消另一項標準較弱之情況。

表 3 1960 年迄今美國經濟衰退期間及美國 U3 失業率上升幅度

次序	經濟衰退期間	美國 U3 失業率上升幅度(百分點)
1	1960/4~1961/2	1.7
2	1969/12~1970/11	2.4
3	1973/11~1975/3	3.8
4	1980/1~1980/7	1.5
5	1981/7~1982/11	3.6
6	1990/7~1991/3	1.3
7	2001/3~2001/11	1.2
8	2007/12~2009/6	4.5
9	2020/2~2020/4	11.3
平均值		3.5
中位數		2.4

資料來源：NBER、Bloomberg

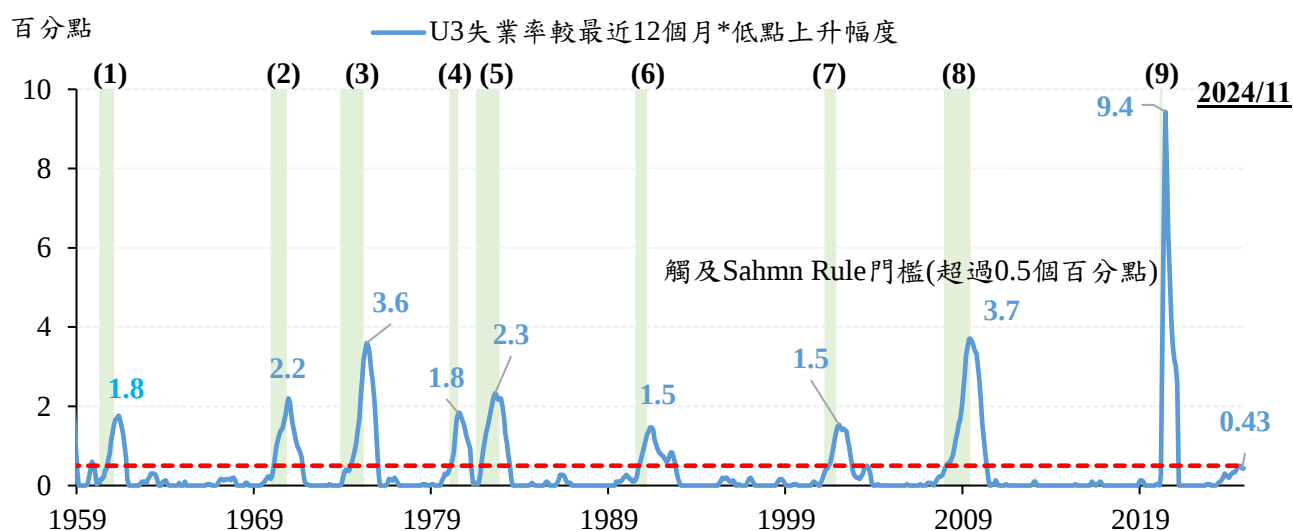
(一) Sahm Rule 指標之說明

1. 定義：Fed 前經濟學家 Claudia Sahm 提出，倘若美國 3 個月移動平均 U3 失業率較過去 12 個月內最低點上揚達 0.5 個百分點，則隱含經濟可能陷入衰退。
2. 舉例說明：以 2024 年 11 月為例，過去 12 個月(2023/11~2024/10)3 個月移動平均 U3 失業率最低點為 3.70%；當月 3 個月移動平均 U3 失業率為 4.13%，爰 Sahm Rule 指標為 0.43 個百分點(=4.13%-3.70%)。

(二) 美國經濟衰退及 Sahm Rule 指標之關係

1. Sahm Rule 指標傾向於美國經濟陷入衰退前上揚，並於經濟衰退期間續揚並逾臨界值(0.5 個百分點)(次頁圖 11)，而 1960 年至 2024 年間該指標可有效辨別經濟衰退。
2. 前述 9 次美國經濟衰退期間，Sahm Rule 指標於經濟衰退期間前後平均升幅為 3.2 個百分點，而升幅中位數則為 2.3 個百分點；升幅中，最大值達 9.4 個百分點(2020/2~2020/4)，最小值則為 1.5 個百分點(1990/7~1991/3)(次頁表 4)。

圖 11 1960 年迄今美國經濟衰退與 Sahm Rule 指標



*以 2024/6 為例，最近 12 個月低點為 2023/7~2024/6 之 U3 失業率最低值

淺綠色網底為 NBER 判斷美國經濟陷入衰退期間

資料來源：Bloomberg

表 4 1960 年迄今美國經濟衰退與 Sahm Rule 指標

次序	經濟衰退期間	U3 失業率 3 個月移動平均值較波段低點上升幅度 (百分點)
1	1960/4~1961/2	1.8
2	1969/12~1970/11	2.3
3	1973/11~1975/3	3.7
4	1980/1~1980/7	1.9
5	1981/7~1982/11	2.5
6	1990/7~1991/3	1.5
7	2001/3~2001/11	1.6
8	2007/12~2009/6	4.0
9	2020/2~2020/4	9.4
平均值		3.2
中位數		2.3

資料來源：NBER、Bloomberg

- 最新 Sahm Rule 指標(2024 年 11 月)為 0.43 個百分點(圖 11)，已接近其臨界點 0.5 個百分點。惟近期該指標面臨勞動供給改變之挑戰(如勞動力參與率上升)，如前述指標創始者 Claudia Sahm 指出，本次失業率上揚主要反映勞動供給增加(尤其移民勞動力面臨摩擦性失業)，而非勞動需求減少，爰當勞

動市場面臨結構性轉變，恐將影響該指標之解讀。

4. 摩根大通亦表示，自 2023 年下半年迄今，美國失業率之上升現象似與過去典型經濟衰退態樣不同，且目前失業率仍處於歷史相對低水準。

二、美國製造業就業擴散指數與經濟衰退期間之關係

(一)美國製造業就業擴散指數(Employment Diffusion Index)之說明

1. 定義：美國就業擴散指數由 BLS 所編製，依據美國 250 個行業別就業人數變動情形，衡量當前美國就業成長係侷限在少數行業還是擴散至多數行業別之指標。美國製造業就業擴散指數則依據美國製造業 72 個行業別就業人數變動情形所編製，由於製造業對於經濟情勢變動較為敏感，爰該數據似可協助觀察經濟是否陷入衰退。
2. 計算方式：製造業就業擴散指數=(製造業就業人數增加行業比率)+(1/2)*(製造業就業人數不變行業比率)。
3. 舉例說明：以 1 個月美國製造業就業擴散指數為例，倘若當月該行業就業較前 1 月增加、相同及減少之比率分別為 50%、10%及 40%，則 1 個月美國製造業就業擴散指數=50+(1/2)*(10)=55。當指數>50(=50 或<50)，指該月製造業就業人數較前 1 月增加之比率，大於(等於或小於)該月製造業就業人數較前 1 月減少之比率。

(二)美國製造業就業擴散指數與美國經濟衰退期間之關聯性

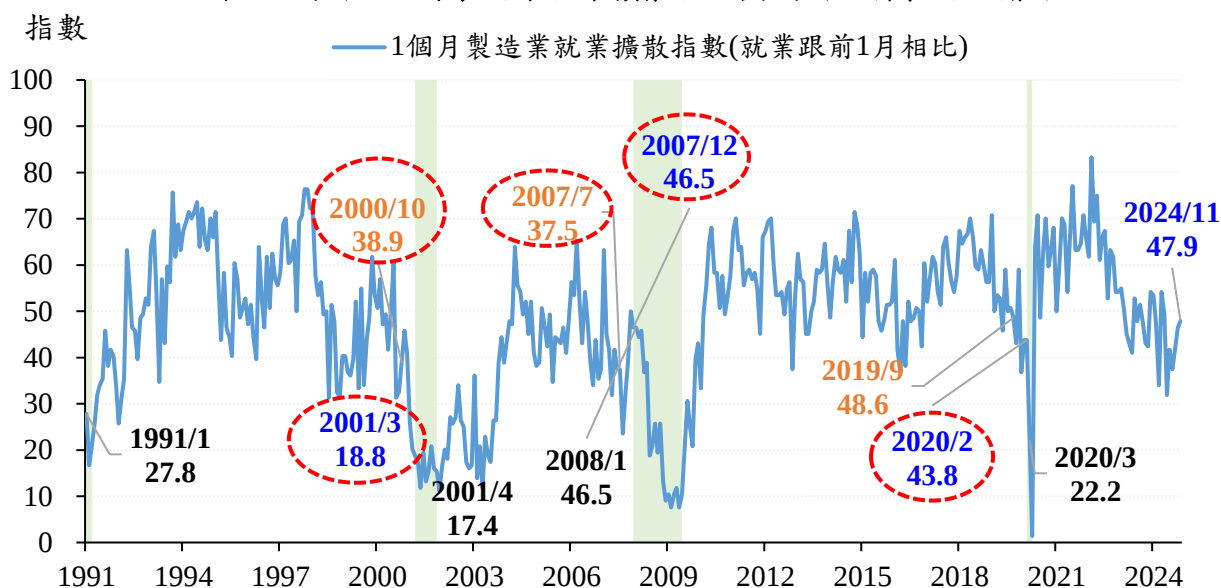
1. 一般而言，勞動市場就業人數變動情形為景氣之同時指標，如美國非農新增就業人數即為美國經濟諮商局(Conference Board)編製之同時指標(Coincident Economic Index, CEI)之一種子項目，而此處將以美國製造業就業擴散指數作為觀察美國經濟之指標。
2. 從過去美國經濟衰退期間(按 1990 年迄今美國共發生 4 次經濟衰退)美國製

造業就業擴散指數之態樣，觀察目前美國是否陷入經濟衰退：

(1) 觀察 1991 年迄今之 4 次經濟衰退期間，美國製造業就業擴散指數傾向於經濟正式步入衰退前 1 個月(即 NBER 界定之景氣循環高點)明顯低於 50 之水準，並於經濟衰退期間逐漸下滑，且該期間美國製造業就業擴散指數平均值低於 50 之水準(圖 12、次頁圖 13 及表 5)。

(2) 本年 11 月之 1 個月美國製造業就業擴散指數為 47.9，高於上述美國景氣循環高點之數值(藍色數值)，亦高於大部份美國經濟正式步入衰退前 6 個月(橘色數值)之水準¹¹，顯示目前 1 個月美國製造業就業擴散指數似尚未示警美國經濟可能即將步入衰退(圖 12)。

圖 12 美國 1 個月製造業就業擴散指數與美國經濟衰退之關係



*淺綠色網底為 NBER 判斷美國經濟陷入衰退期間

資料來源：Bloomberg

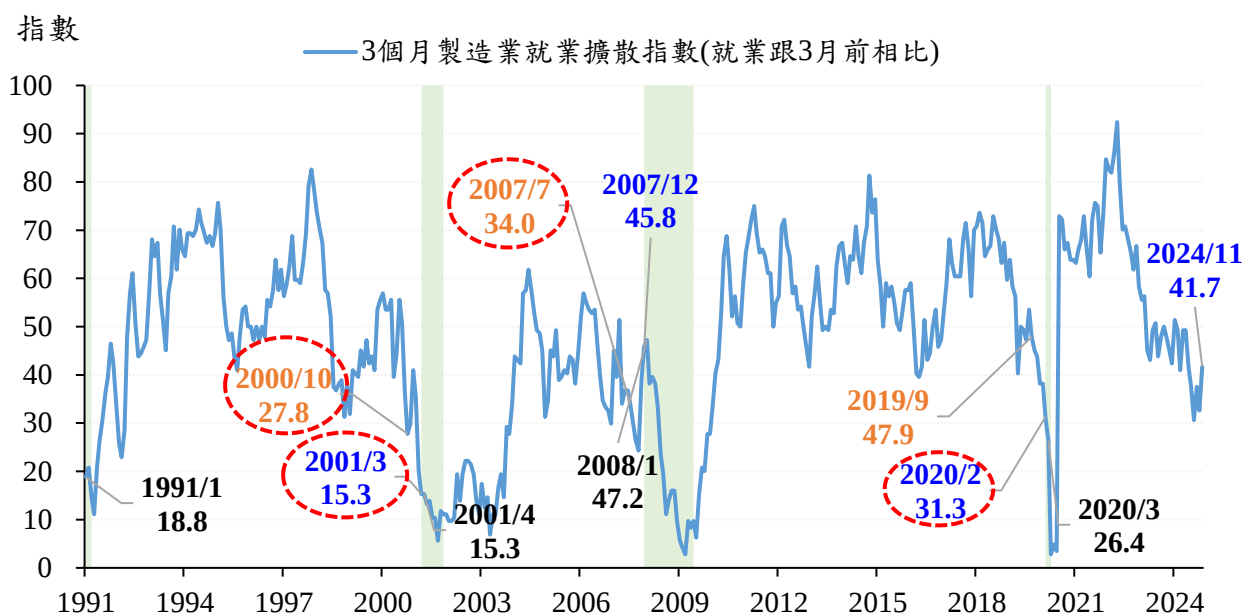
(3) 本年 11 月之 3 個月美國製造業就業擴散指數為 41.7，雖低於 2007 年 12 月美國景氣循環高點之數值 45.8，亦低於 2019 年 9 月美國經濟正式步入衰退前 6 個月之數值 47.9，惟仍高於大部分美國景氣循環高點之數值及經濟正式步入衰退前 6 個月之數值，加以該指數已從本年 8 月之低

¹¹ 該值僅略低於 2019 年 9 月(按 2001 年 3 月美國陷入經濟衰退前 6 個月)之數值 48.6。

點 30.6 大幅回升，判斷尚無明顯跡象示警美國經濟可能即將步入衰退，

惟宜再密切觀察目前 3 個月美國製造業就業擴散指數走勢(圖 13)。

圖 13 美國 3 個月製造業就業擴散指數與美國經濟衰退之關係



*淺綠色網底為 NBER 判斷美國經濟陷入衰退期間

資料來源：Bloomberg

表 5 美國製造業就業擴散指數與美國經濟衰退期間之關聯性

期間	美國經濟衰退前 6 個月 之美國製造業就業擴散指數	美國經濟衰退期間 之美國製造業就業擴散指數平均值
1990 年 7 月至 1991 年 3 月*	1 個月指數：— 3 個月指數：—	1 個月指數：21.8 3 個月指數：18.1
2001 年 3 月至 2001 年 11 月	1 個月指數：38.9 3 個月指數：27.8	1 個月指數：16.4 3 個月指數：11.9
2007 年 12 月至 2009 年 6 月	1 個月指數：37.5 3 個月指數：34.0	1 個月指數：23.7 3 個月指數：20.6
2020 年 2 月至 2020 年 4 月	1 個月指數：48.6 3 個月指數：47.9	1 個月指數：22.5 3 個月指數：20.2

*註：按就業擴散指數最早追溯至 1991 年 1 月迄今，此處僅以 1991 年 1 至 3 月期間數據為代表。

資料來源：Bloomberg

3. 觀察近期美國製造業就業擴散指數，已較 2022 年 4 月之高點大幅下滑，顯示美國景氣正在放緩，惟仍高於大部份上述四次美國景氣循環高點之數值

(藍色數值)及經濟正式步入衰退前 6 個月之數值(橘色數值)，加以近期該指數已不再下降而有所回升，顯示目前 1 個月及 3 個月美國就業擴散指數應未明顯示警美國經濟可能即將步入衰退，惟未來宜密切注意其後續走勢。

三、從美國勞動市場指標觀察，目前勞動市場已降溫；惟其尚未出現與過去經濟衰退期間相符之態樣

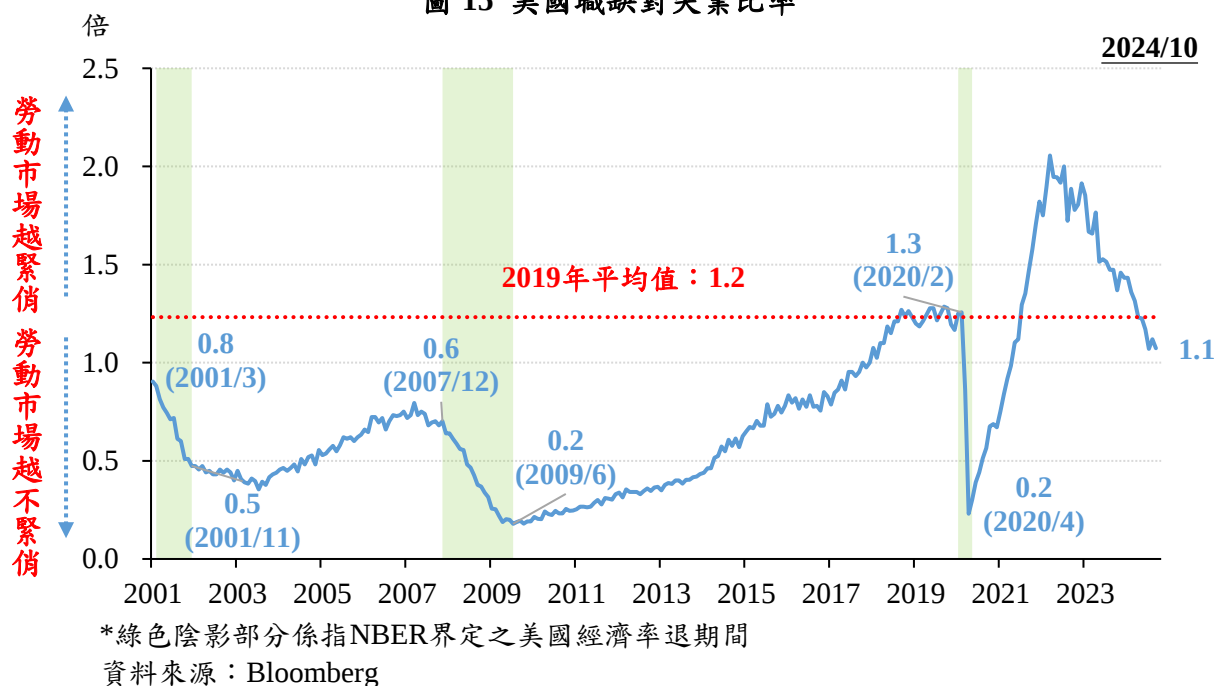
儘管部分美國勞動市場指標略低於疫情前(2019 年)平均水準，顯示勞動市場已較疫情前疲弱，惟相較其長期平均水準仍相對樂觀，顯示美國勞動市場供需更趨平衡，但尚未出現與過去經濟衰退期間相符之態樣。

(一)本年 10 月職缺率由 2022 年 3 月高點 7.4% 下滑 2.8 個百分點至 4.6%，接近疫情前平均水準 4.5%(圖 14)。



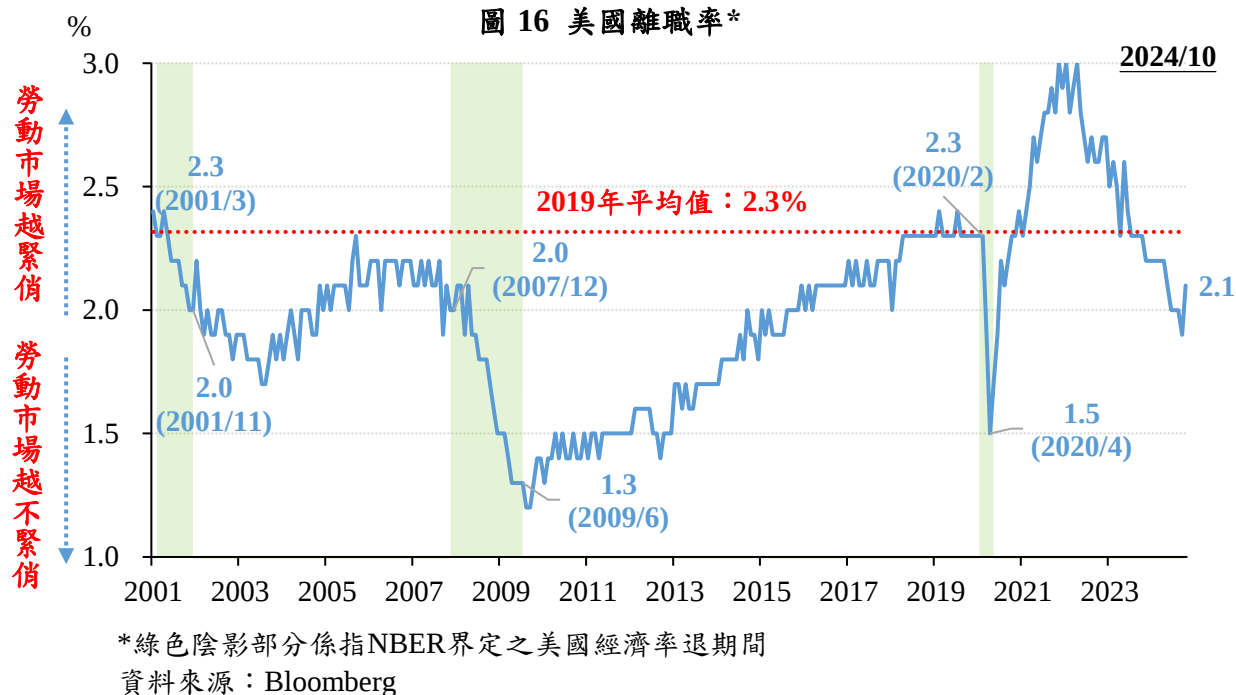
(二)本年 10 月職缺對失業比率由 2022 年 3 月高點 2.1 倍降至 1.1 倍，已恢復至略低於疫情前平均水準 1.2 倍(次頁圖 15)。

圖 15 美國職缺對失業比率*



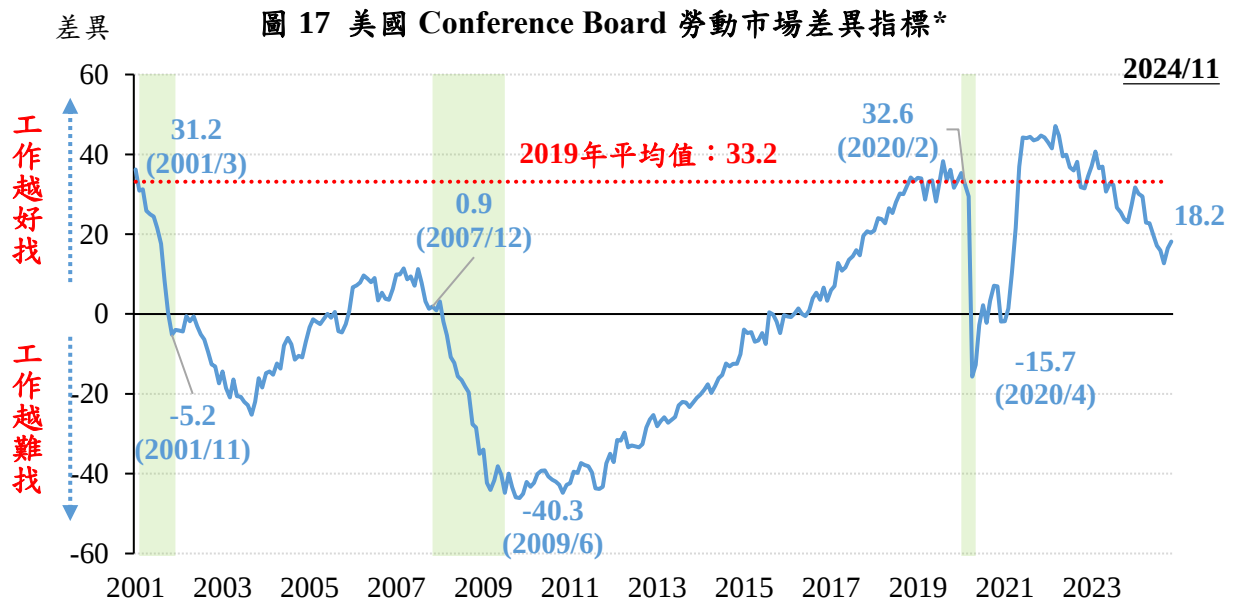
(三)本年 10 月離職率由 2022 年 4 月高點 3.0%下滑 0.9 個百分點至 2.1%，低於疫情前平均水準 2.3%(圖 16)。

圖 16 美國離職率*



(四)美國 Conference Board 勞動市場差異指標則顯示，美國勞動需求放緩，勞工認為工作難找比例有所上升，如本年 11 月該數值雖由 10 月 16.5 反彈 1.7 至 18.2，惟較 2022 年 3 月高點 47.1 大幅下滑，且遠低於疫情前平均水準 33.2，

亦佐證勞動市場有所降溫(圖 17)。



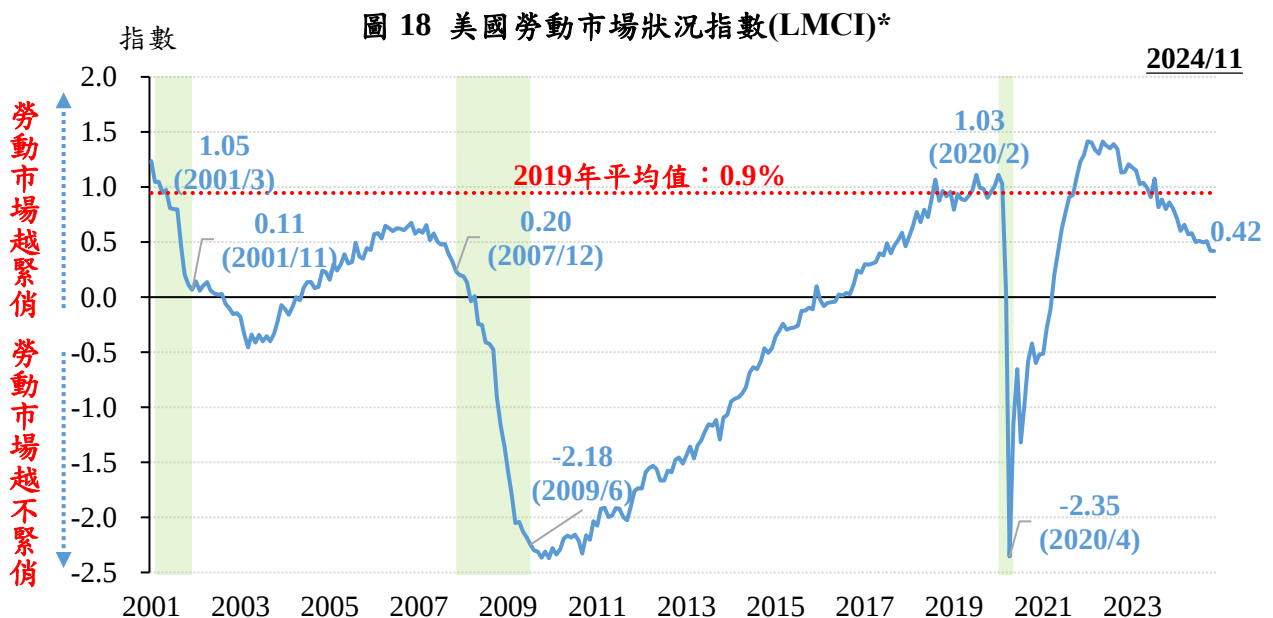
*綠色陰影部分係指NBER界定之美國經濟衰退期間。

資料來源：Bloomberg

(五)勞動市場狀況指數亦顯示，美國勞動市場緊俏程度趨緩，如本年 11 月

LMCI 由 2022 年 5 月高點 1.41 下滑至 0.42，儘管仍高於長期平均水準(預設

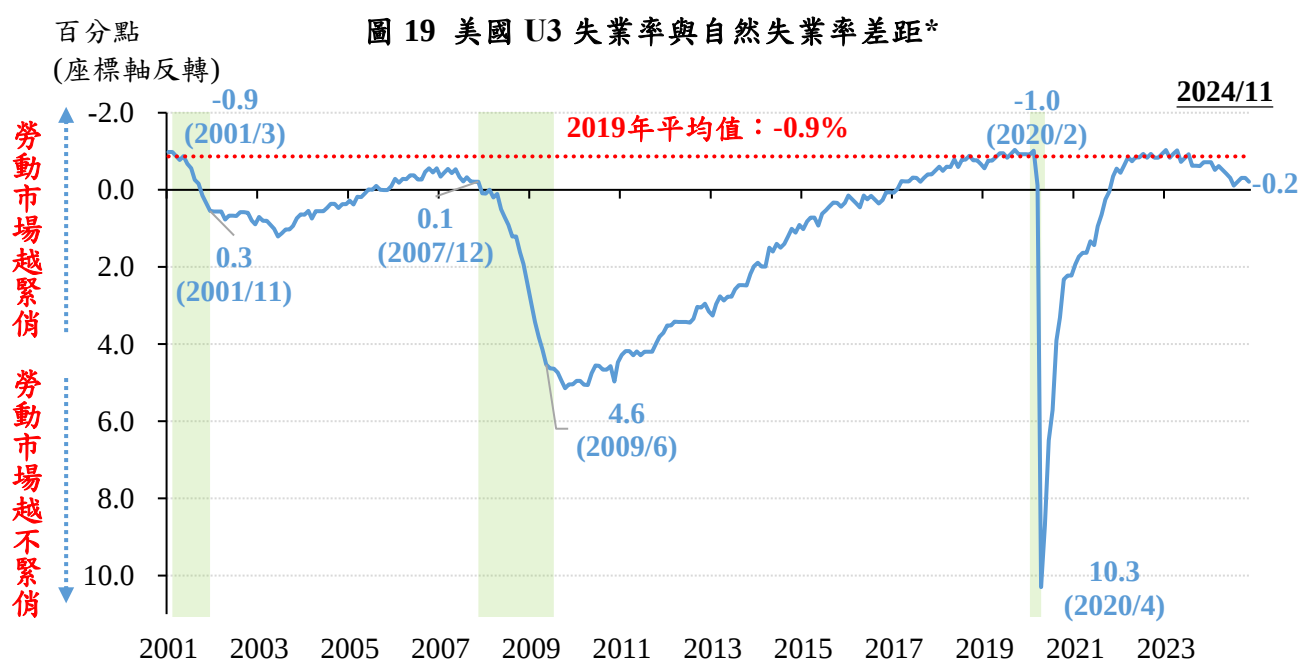
為 0)，惟已低於疫情前水準 0.9(圖 18)。



*綠色陰影部分係指NBER界定之美國經濟衰退期間。

資料來源：Kansas Fed

(六)由美國 U3 失業率扣除國會預算辦公室(CBO)估計之自然失業率觀察，當兩者差距擴大，表示勞動市場趨於緩和，該差距於 2020 年 4 月經濟衰退期間曾擴大至 10.3 個百分點，之後大幅滑落至上年 1 月-1.0 個百分點，惟本年 11 月略微上揚至-0.2 個百分點，顯示勞動市場緊俏程度低於疫情前水準(-0.9 個百分點，圖 19)。



*藍色線係指美國U3失業率扣除美國國會預算辦公室(CBO)估計之自然失業率；綠色陰影部分係指NBER界定之美國經濟衰退期間

資料來源：Bloomberg、CBO

觀察 Sahm Rule 指標、美國製造業就業擴散指數和各大勞動市場指標，近期美國勞動市場已逐漸降溫，惟目前其尚未出現與過去美國陷入經濟衰退期間之類似態樣，加以近期美國經濟仍具韌性，近期 Fed 隨勞動市場放緩及通膨朝 2%目標方面取得進展亦採取逐步降息，預估美國軟著陸可能性高。

參、結論

近期指標顯示，美國經濟持續穩步擴張，而自本年下半年以來，勞動市場已由上年之強勁表現大致放緩，且失業率上揚但仍維持於較低水準。當前勞動市場下行風險似已趨緩，然仍持續有序且溫和地降溫。另部分勞動市場指標顯示，勞動市場已較疫情前(2019 年)疲軟，惟觀察各大勞動市場指標，尚未出現與過去經濟衰退期間相符之態樣，加以多數投銀認為目前勞動市場情形並非失業率將進一步大幅上升或經濟陷入衰退之前兆，顯示勞動市場雖放緩但尚屬穩健。

當前 Fed 研判達成就業及通膨目標之風險大致平衡，惟美國經濟前景仍存在不確定性¹²，故 FOMC 仍將密切關注其雙重法定職責之風險，並藉由適時校準政策立場以確保經濟韌性，未來將持續依據經濟數據調整政策利率至趨於中性水準。Fed 主席 Powell 指出，目前美國正處於利率調整過程中之新階段(new phase)，自本年 9 月迄今 Fed 已降息 100 個基點，並更接近中性水準。

展望未來，勞動市場、通膨、消費者信心、新政府政策方向及施政順序等，都將影響美國經濟前景，其中 Fed 降息路徑將持續考量勞動市場走勢，爰宜持續密切關注未來美國勞動市場情形。

¹² 隨川普新政府上任，市場認為包括關稅、財政、移民及產業監理等政策具高度不確定性，如：市場多預期其政策將促進美國經濟成長並導致通膨上揚，而其移民政策恐致美國勞動市場供給大幅減少。

肆、參考資料

- Bureau of Labor Statistics (2024), “The Employment Situation,” *News Release*, Dec. 6
- Congressional Budget Office (2024), “The Demographic Outlook: 2024 to 2054,” Jan. 18.
- Edelberg, Wendy and Tara Watson (2024), “New Immigration Estimates Help Make Sense of the Pace of Employment,” *Brookings Research*, Mar. 7
- Feroli, Michael, Michael S Hanson, Abiel Reinhart and Murat Tasci (2024), “2025 US Economic Outlook: Yes, There Are Two Paths,” *J.P. Morgan Economic Research*, Nov. 21.
- FOMC (2024), “Federal Reserve issues FOMC statement,” Dec. 18.
- FOMC (2024), “Minutes of the Federal Open Market Committee,” Nov. 26.
- Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Tim Krupa, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “Rate Cuts and Recession Risk After the July Employment Report,” *Goldman Sachs Research*, Aug. 4.
- Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Tim Krupa, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “Back on Track: Reassessing Labor Market Trends After the Employment Report (Mericle),” *US Economics Analyst*, Oct. 6.
- Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Tim Krupa, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “2025 US Economic Outlook: New Policies, Similar Path,” *US Economics Analyst*, Nov. 17.
- Sahm, Claudia (2024), “My Recession Rule Was Meant to Be Broken: Claudia Sahm,” *Bloomberg Opinion*, Aug. 7.
- The Conference Board (2024), “The Conference Board Leading Economic Index(LEI) for the US Fell in October”<https://www.conference-board.org/topics/us-leading-indicators>
- Wilcox, David (2024), “US INSIGHT: Six Indicators Say Fed Has Cooled Job Market Enough,” *Bloomberg Intelligence*, Aug. 8.