

台北外匯市場發展基金會委託計畫

COVID-19疫情下美國勞動市場情況 及展望

研究人員*：陳姿瑄

日期： 中華民國一一一年十二月

*中央銀行外匯局辦事員。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。

摘要

本次 COVID-19 疫情導致美國勞動市場結構出現劇烈變化，出現「大離職潮」(Great Resignation)現象。疫情爆發初期，相關防疫管制措施、生產鏈中斷，導致企業大規模實施無薪假(furlough)或裁員，其中數百萬勞工退出勞動市場；此外，勞動市場供需緊俏，上百萬名勞工離職尋求更好就業機會。美國整體勞動力參與率由 2020 年 2 月之 63.4%大幅下滑 3.2 個百分點至 2021 年 4 月之 60.2%，另 U3 失業率由疫情前低點(2020 年 3 月)一度上升至 2020 年 4 月之 14.7%，創下二次世界大戰後最高點。

惟隨著美國疫苗接種率增加、經濟逐步解封及各類需求回溫下，勞動需求強勁回升，失業率大幅下滑，惟本(2022)年初期仍有數百萬勞工不願重返職場，導致目前勞動力參與率仍顯著低於疫情前水準，除反映人口結構老化外，亦反映提早退休人數大幅增加、生活型態改變及其他種種因素；在供需顯著不對等下，近期美國勞動市場面臨空前緊俏情況，勞工獲得更高的議價能力，導致勞動市場出現高職缺率、高離職率及明顯的薪資上漲壓力。

近期因 Fed 升息抑制通膨，經濟成長趨緩，職缺數自近期高點微幅下滑，而勞動力參與率已逐漸回升至本年 11 月之 62.1%，主要工作年齡人口勞動力參與率亦已回升至本年 11 月之 82.4%，全體勞動力參與率及主要工作年齡人口勞動力參與率分別僅較 2020 年 2 月低 1.3 及 0.6 個百分點，顯示因疫情而退出之勞動力(特別是主要工作年齡人口)逐漸回歸。

另目前美國勞動力缺口已明顯縮小，且勞動市場再平衡主要反映職缺空缺數減少而非失業率增加，勞動市場供需似逐漸平衡，惟薪資成長率及通膨率均尚未降溫，故未來仍須關注美國通膨下滑過程，是否影響失業率上升，以及是否拖累美國經濟陷入衰退。

本文首先說明美國勞動市場結構受疫情影響及政策面因素加劇美國勞動市場變動，其次分析現任 Fed 理事等人及 IMF 前首席經濟學家對 Beveridge Curve 之爭論，並進一步檢視美國勞動市場現況，最後說明勞動市場展望，俾供各界參考。

目 錄

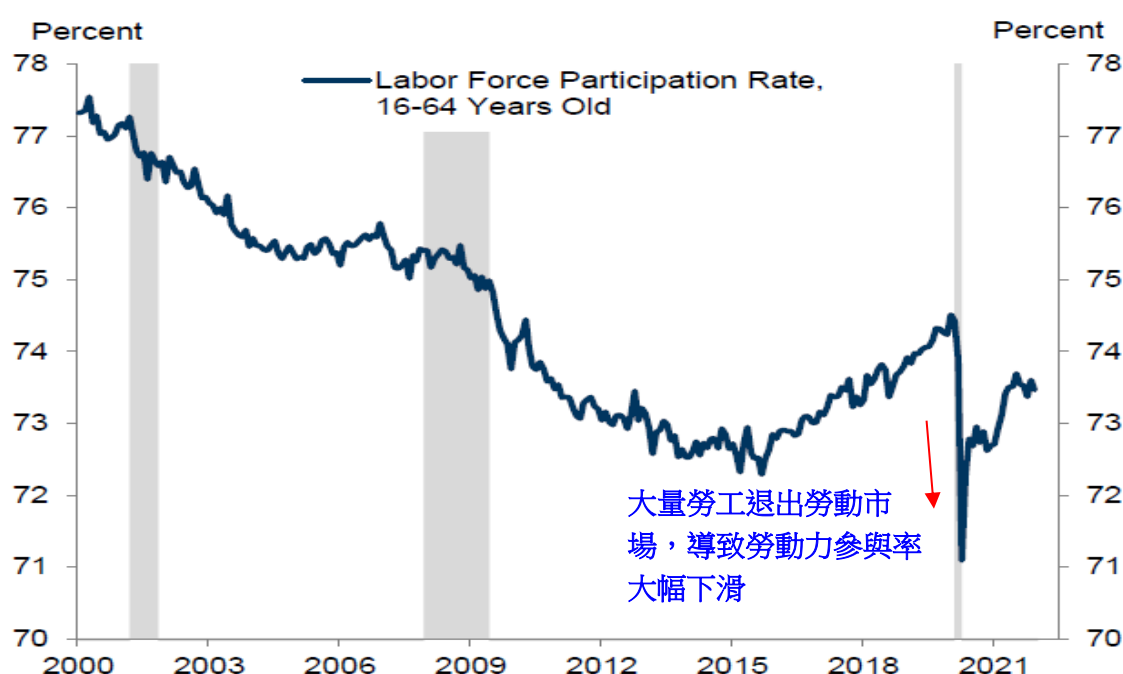
壹、美國勞動市場結構深受疫情影響.....	1
一、COVID-19 疫情導致美國勞動力參與率下滑，就業市場轉趨緊俏.....	1
二、以勞動力缺口衡量勞動市場緊俏程度.....	2
三、政策面因素加劇美國勞動市場變動.....	4
貳、有關美國 Beveridge Curve 之爭論：職缺率及失業率之相對關係	9
一、美國 Beveridge Curve 的移動方式與現況	10
二、高盛指出，Beveridge Curve 在 2 種情境有利經濟軟著陸	11
三、高盛檢視前述 2 種有利於經濟軟著陸的情境.....	12
參、美國勞動市場現況.....	18
一、新增非農就業人數優於預期.....	18
二、美國總就業人口及與疫情前高點比較(家計部門調查).....	20
三、勞動力參與率略微下降，惟主要工作年齡人口勞動力參與率仍接近疫情 前水準.....	21
四、平均時薪略微放緩，但仍維持高檔；通膨率則略微上升.....	23
五、當前美國勞動市場仍維持強勁，薪資成長率似有再度加速成長跡象..	24
肆、美國勞動市場展望.....	26
一、近期美國勞動市場失衡情況逐漸獲得改善，惟薪資及核心通膨並未降 溫.....	26
二、以零售、住宿及餐飲服務業數據分析勞動市場.....	27
三、其他行業勞動市場仍相當緊俏.....	28
四、美國各行業薪資成長前景.....	29
伍、結語.....	32
參考文獻.....	33

壹、美國勞動市場結構深受疫情影響

一、COVID-19 疫情導致美國勞動力參與率下滑，就業市場轉趨緊俏

本次 COVID-19 疫情導致美國勞動市場結構出現劇烈變化，出現「大離職潮」(Great Resignation)現象。疫情爆發初期，相關防疫管制措施、生產鏈中斷，導致企業大規模實施無薪假(furlough)或裁員，其中數百萬勞工退出勞動市場；及勞動市場供需緊俏，上百萬名勞工離職尋求更好就業機會(圖 1)。

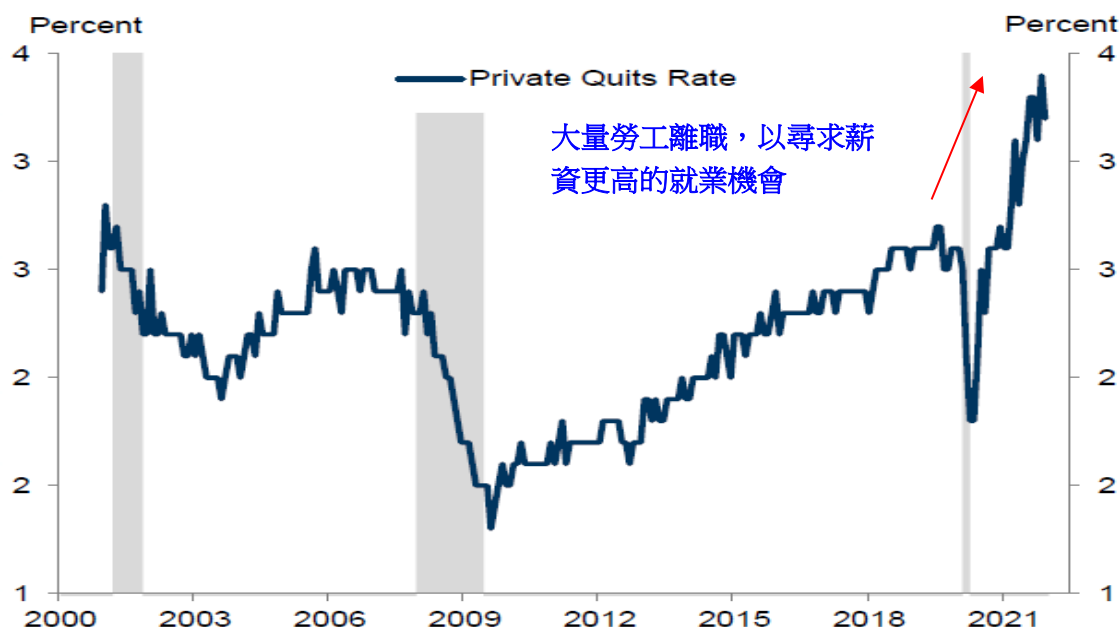
圖 1 美國 16~64 歲之勞動力參與率大幅下滑



資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

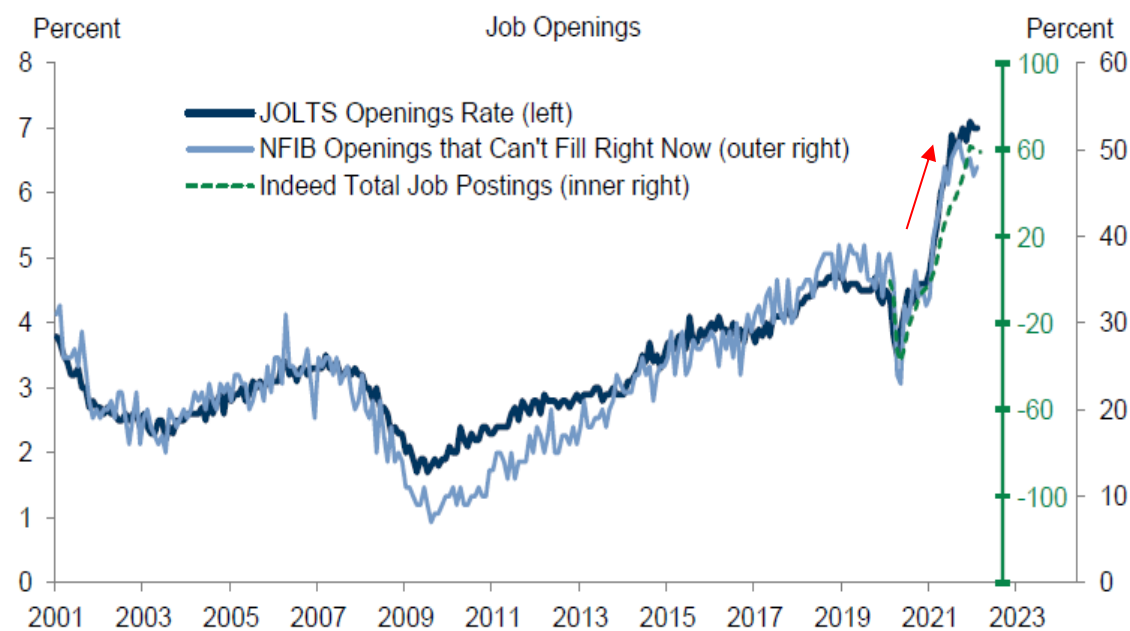
本年春季隨著美國疫苗接種率增加、疫情相關封鎖措施鬆綁、經濟逐步解封及需求回溫下，美國勞動需求(就業數+職位空缺數)持續回升，勞動市場轉趨緊俏，導致數百萬勞工離職，尋求薪資更高/勞動條件更優渥的就業機會。歷史高位的離職率(圖 2)、職缺率(圖 3)及職缺數相對失業人口比率等指標均顯示，當時美國勞動市場極度緊俏，企業主招聘不易。

圖 2 美國私部門離職率上升顯示勞動市場緊俏



資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

圖 3 美國職位空缺數居高不下



資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

二、以勞動力缺口衡量勞動市場緊俏程度

鑑於失業率及就業人口比等傳統指標未能明確反映目前勞動市場之緊俏程度；

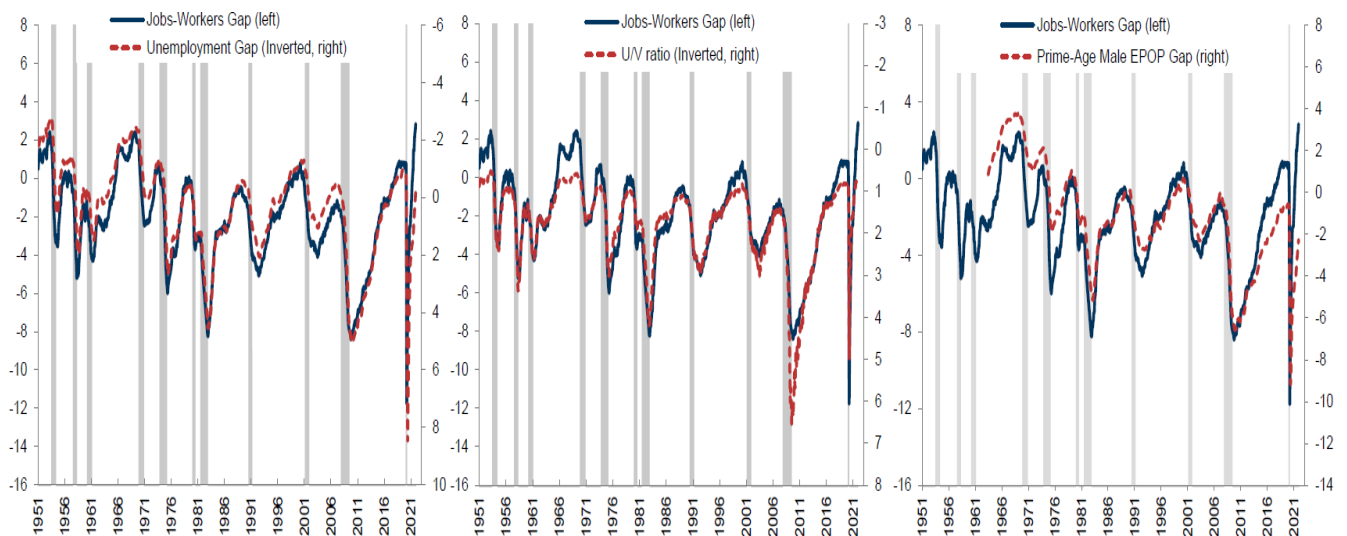
Goldman Sachs 以勞動力供給與需求之缺口建立一新衡量指標，並可提供薪資上漲之訊號。

勞動力需求定義為就業人數及職缺數之總和，勞動力需求自疫情後迅速反彈，並超越疫情前水準；勞動力供給定義為總勞動力，勞動力供給回升速度緩慢且目前仍低於疫情前水準；勞動力缺口即為勞動力需求與供給之差距(按就業人口加計職缺空位與勞動力之差)，較為直觀且容易衡量，且供需不平衡亦可提供薪資上漲之訊號。

$$\text{勞動力缺口} = \text{就業工人} + \text{職缺空位} - \text{勞動力}$$

比較勞動力缺口與其他 3 項常用指標(失業缺口、失業職缺比、主要工作年齡男性就業缺口)，4 項指標走勢相似，以上述指標檢視本年初勞動市場緊俏程度顯示，由勞動力缺口評估之緊俏程度似較其餘 3 項指標更為緊俏(圖 4)，另勞動力缺口較為直觀且容易計算，不需估計指標自然水準或設定供需平衡函數模型，並符合經濟學之供需原理，亦為薪資上漲之決定因素。

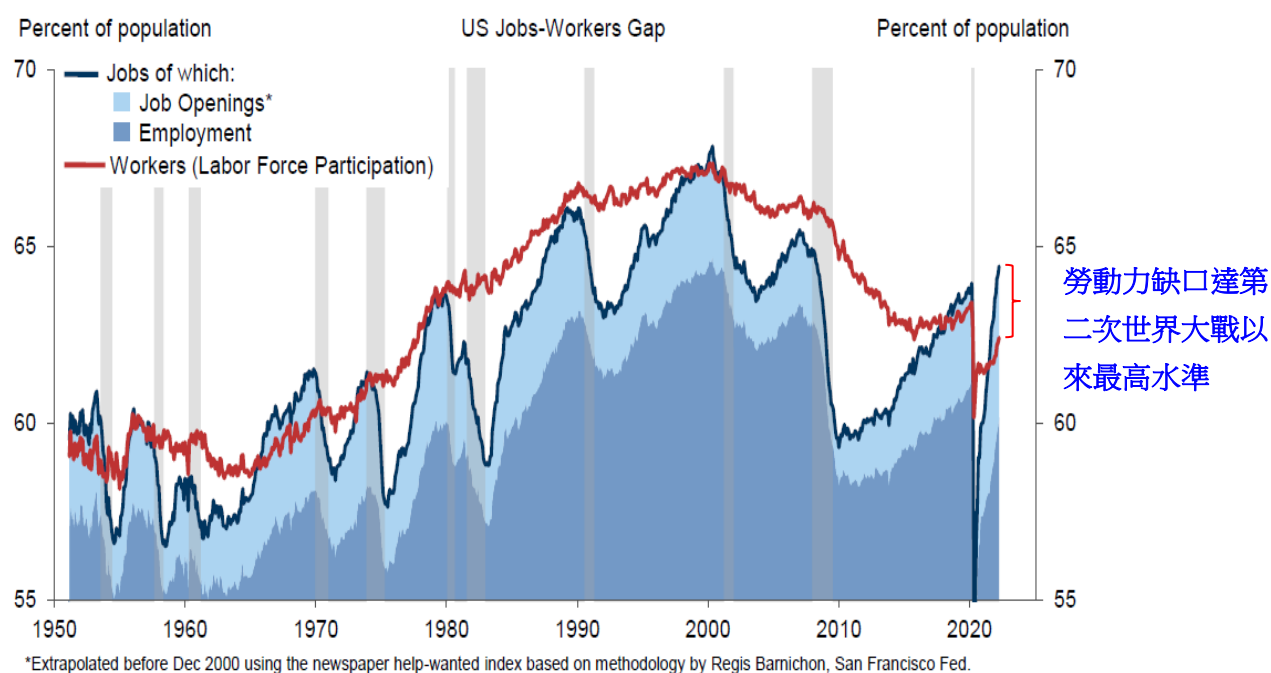
圖 4 美國勞動力缺口走勢與常用指標相近且更能反映本年早期緊俏訊號



資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

回顧本年春季，鑑於勞動需求(就業數+職缺數)呈強勁回升，大致重返疫情前成長趨勢；惟勞動供給(勞動力人口)復甦卻相對疲弱，整體仍低於疫情前水準，其勞動力缺口(按就業勞工數+職位空缺數-勞動力人口，正值表示勞動市場越緊俏)已達第二次世界大戰以來最高(圖 5)。

圖 5 疫情驅使勞動力缺口攀升至第二次世界大戰以來最高水準



資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

美國勞動市場供需顯著不對等，使勞工獲得更高的議價能力，無論是尋找更高薪職缺或跟目前雇主要求更高的薪資，導致薪資年增率快速攀升至約 6% 水準，偏高的薪資增速或使通膨前景的上行風險加劇。

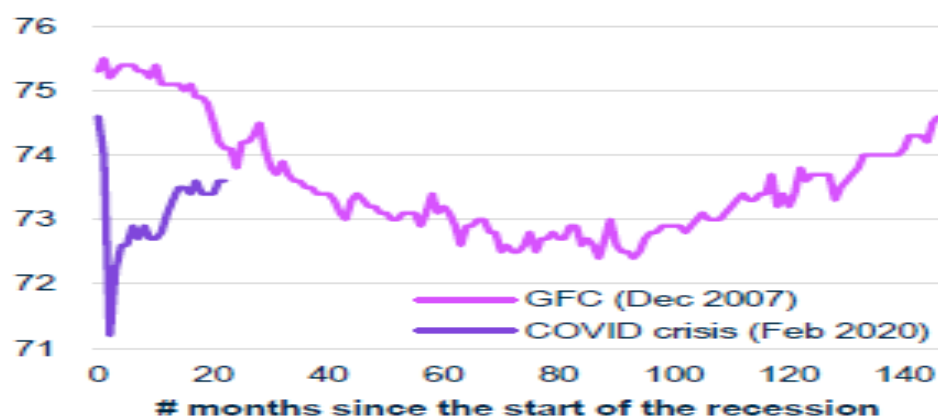
三、政策面因素加劇美國勞動市場變動

本次疫情期間，各國勞動市場因政策面均有不同，導致渠等政府採取不同的因應措施，亦使後續勞動市場緊俏程度及薪資成長情況有顯著差異。

(一) 歐、美勞動市場政策面比較

美國典型作法為採以現金支票、擴大失業救濟金計畫及相關減稅等措施舒緩衝擊，而本次 COVID-19 疫情下，美國大幅放寬失業救濟金資格，如納入臨時工人及其他自營業者等資格，進而使勞動力參與率迅速下滑(圖 6)。

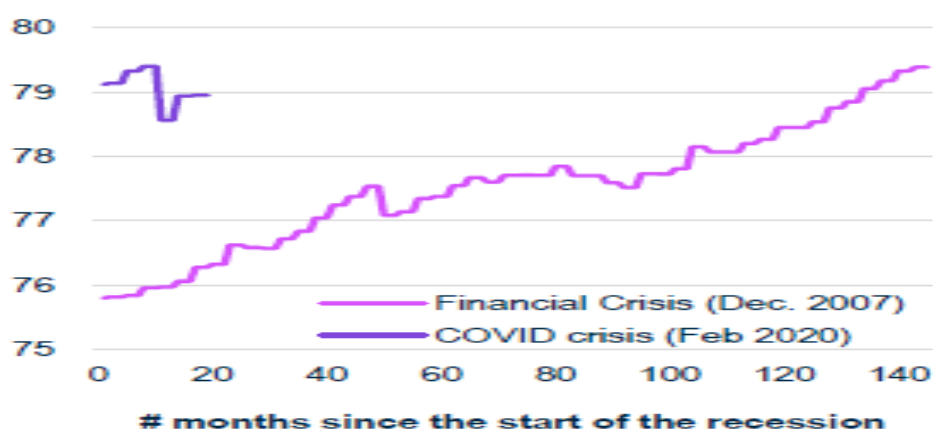
圖 6 美國 16 歲至 64 歲勞動力參與率大幅下滑



資料來源: Neiss, Katharine, et al(2022)

勞權相對高的國家如日本、歐元區，將其財政計畫用於支援公司實施無薪假、減班工作等，雖停工期間導致平均工時大幅下滑，勞動市場較美國相對穩定(圖 7)。

圖 7 德國 15 歲至 64 歲勞動力參與率則相對平穩



資料來源: Neiss, Katharine, et al(2022)

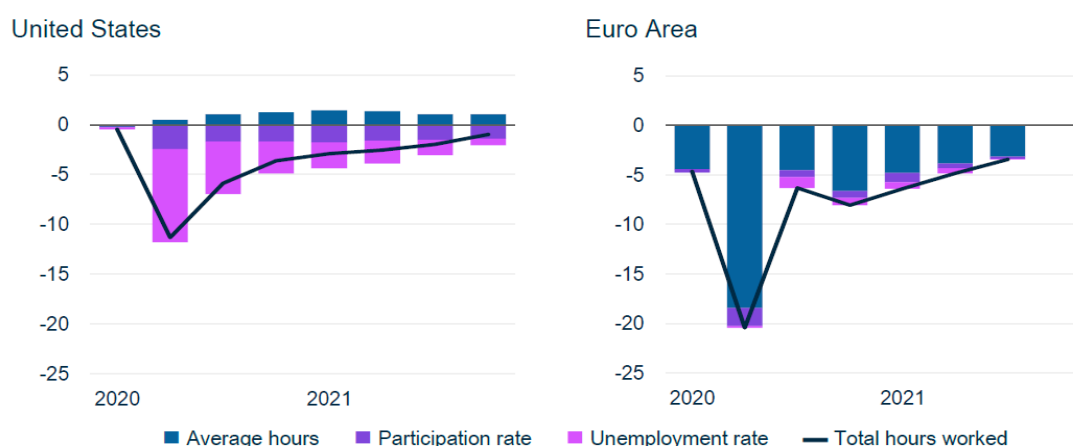
(二)政策面因素對勞動市場供需及薪資成長之影響比較

儘管疫情爆發初期，美國與歐元區勞動市場情勢均快速惡化，致整體勞工總工時

大幅下滑，惟背後驅動原因並不一致，端視該經濟體勞工政策是否偏重於維護勞資關係。

美國主要因大量勞工失業及退出勞動市場所致，在職勞工延長工時以彌補退出動力市場，使每人平均工時略為上揚；歐元區則因企業大規模實施無薪假及減班工作，以避免大量裁員，而導致每人平均工時大幅下滑(圖 8)。

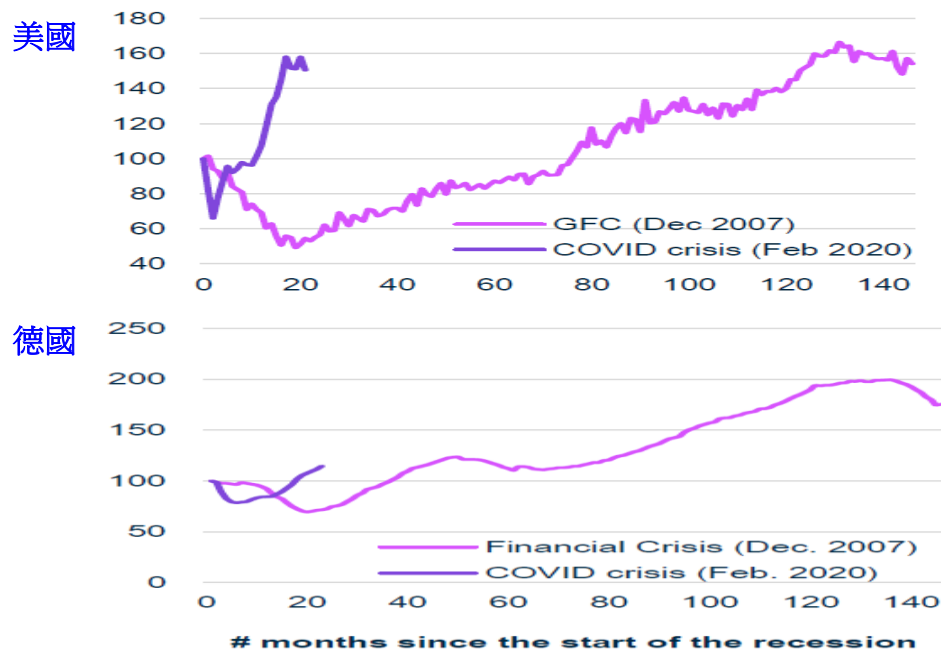
圖 8 歐美整體勞工總工時下滑之成因



資料來源: Neiss, Katharine, et al(2022)

後續疫情穩定，勞動需求回升於美國及歐元區情況亦有所不同(圖 9)：美國政府直接向家庭支付大量現金，有助於產生快速及強勁的總需求，進一步刺激勞動需求，使本年春季美國職缺空位數仍持續創新高；歐元區勞動市場需求強度相對不大，與全球金融危機時期並無明顯差異(封鎖期間歐元區之超額儲蓄主要係由消費下滑所導致，並非因可支配所得提高所致，因此超額儲蓄不太可能大幅刺激消費)。

圖 9 美國及德國職缺空位數之比較

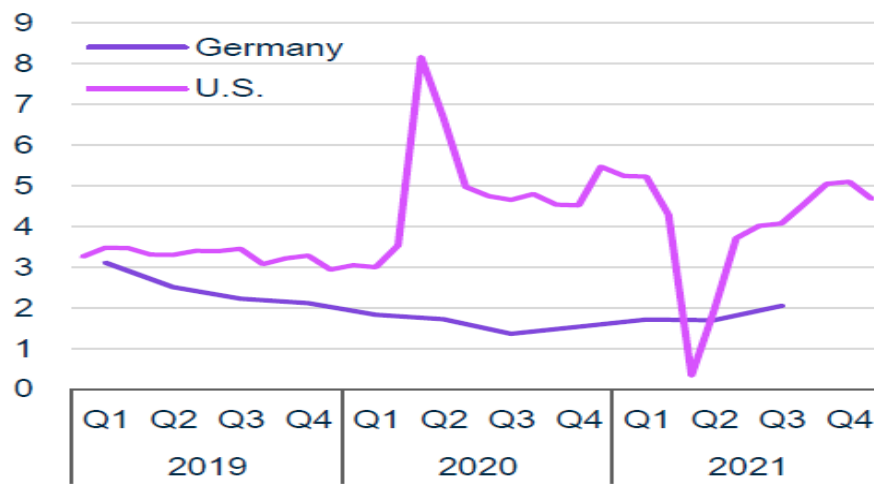


資料來源: Neiss, Katharine, et al(2022)

美國及歐元區勞動市場供需再平衡的過程中勞資重新媒合阻力不同，導致後續薪資成長力道的差異：在疫情爆發初期，鑑於美國勞工大規模失業，即便在景氣回溫及勞動成本上升，且職缺數一路創高下，仍有大量勞工不願重返職場，致缺工問題嚴重、勞工議價能力增加，資方被迫以更高的薪資雇用勞工；歐元區由於多數勞工並未遭到裁員或退出勞動市場，在勞動需求回升後，勞工可直接於原崗位復工，勞資重新媒合過程平順，因此未出現巨大的薪資上漲壓力。

整體而言，美國勞動市場受疫情影響較大，按職位空缺數對失業人數比率衡量，就業市場較疫情前緊縮約 40%，而平均時薪(AHE)年增率由疫情前 3% 上升至本年 1 月(經濟復甦初期)之 5.7%；而歐元區最大經濟體德國，受疫情影響勞動市場僅緊縮約 6%，薪資成長仍然低迷，平均時薪年增率約為 2%，仍低於疫情前水準。

圖 10 德、美薪資成長及勞動成本(ECI)之比較



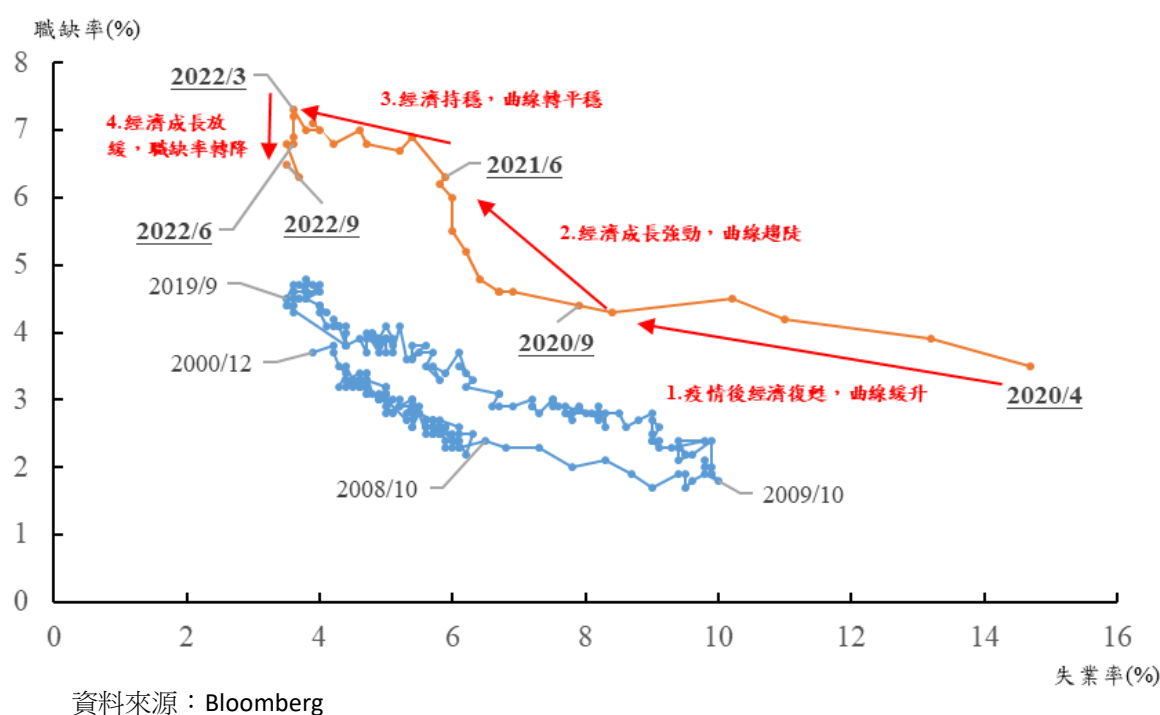
資料來源: Neiss, Katharine, et al(2022)

貳、有關美國 Beveridge Curve 之爭論：職缺率及失業率之相對關係

本年以來美國通膨走揚，CPI 年增率一度高達 9.1%，促使 Fed 採取激進升息，期望將通膨控制在 2% 水準，在持續緊縮政策下，美國經濟是否可能軟著陸，係近期受到高度關注的經濟議題。

如圖 11 所示，Beveridge Curve¹ 係描述一國職缺率與失業率之相對關係，而本年初美國職缺對失業比例剛創歷史高點(圖 12)，引起學者專家討論美國經濟是否可能軟著陸，例如現任 Fed 理事等人與 IMF 前首席經濟學家等人² 的辯論，以下高盛就 Beveridge Curve 提出觀點。

圖 11 美國 2000 年迄今的 Beveridge Curve



¹ Beveridge Curve 係以失業率為橫軸、職缺率為縱軸，並按時間序列而繪製出的曲線，用以觀察一國勞動市場動態。

² Fed 理事 Chris Waller 及經濟學家 Andrew Figura 等研究支持經濟軟著陸；IMF 前首席經濟學家 Olivier Blanchard、哈佛大學學者 Alex Domash 及美國前財政部長 Lawrence Summers 等人研究認為軟著陸機率低，本文以 B.D.S 簡稱後3人。

圖 12 美國 2001 年迄今職缺對失業比例



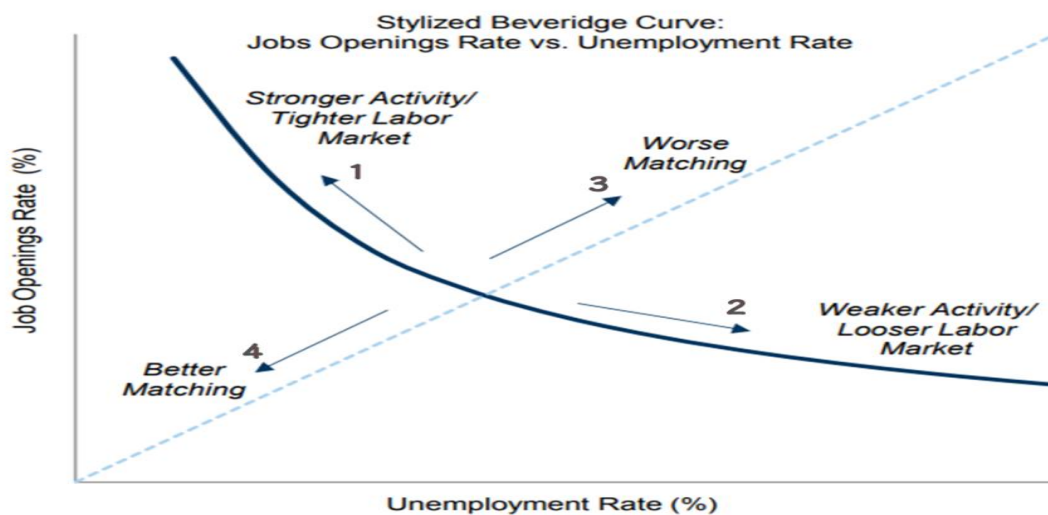
一、美國 Beveridge Curve 的移動方式與現況

(一) Beveridge Curve 的觀察方式

觀察勞動市場活躍程度(沿著曲線移動)：當數據點沿曲線左上方移動，表示經濟強勁與就業緊俏(圖 13 標號 1)；當數據點沿曲線右下方移動，表示經濟疲軟與就業不振(圖 13 標號 2)。

觀察勞動市場工作媒合效率(整條曲線右上移或左下移)：當曲線往右上移，表示媒合效率惡化(圖 13 標號 3)；朝原點左下移，表示媒合效率改善(圖 13 標號 4)。

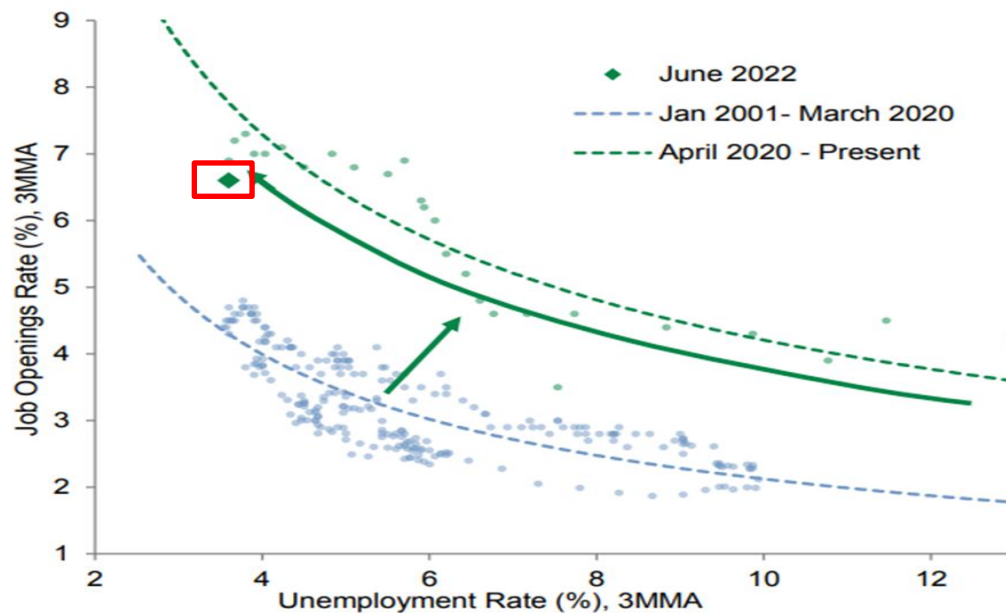
圖 13 Beveridge Curve 的變動與經濟意涵



資料來源：Hatzius, Jan et al. (2022)

與 2001 年 1 月至 2020 年 3 月 Beveridge Curve 相比，目前 Beveridge Curve 已右移，且 2022 年 6 月沿曲線往左上方移動(圖 14)，代表當前為勞動市場緊俏，媒合效率卻較差的組合。

圖 14 最新數據點顯示勞動市場緊俏，媒合效率卻較差的組合



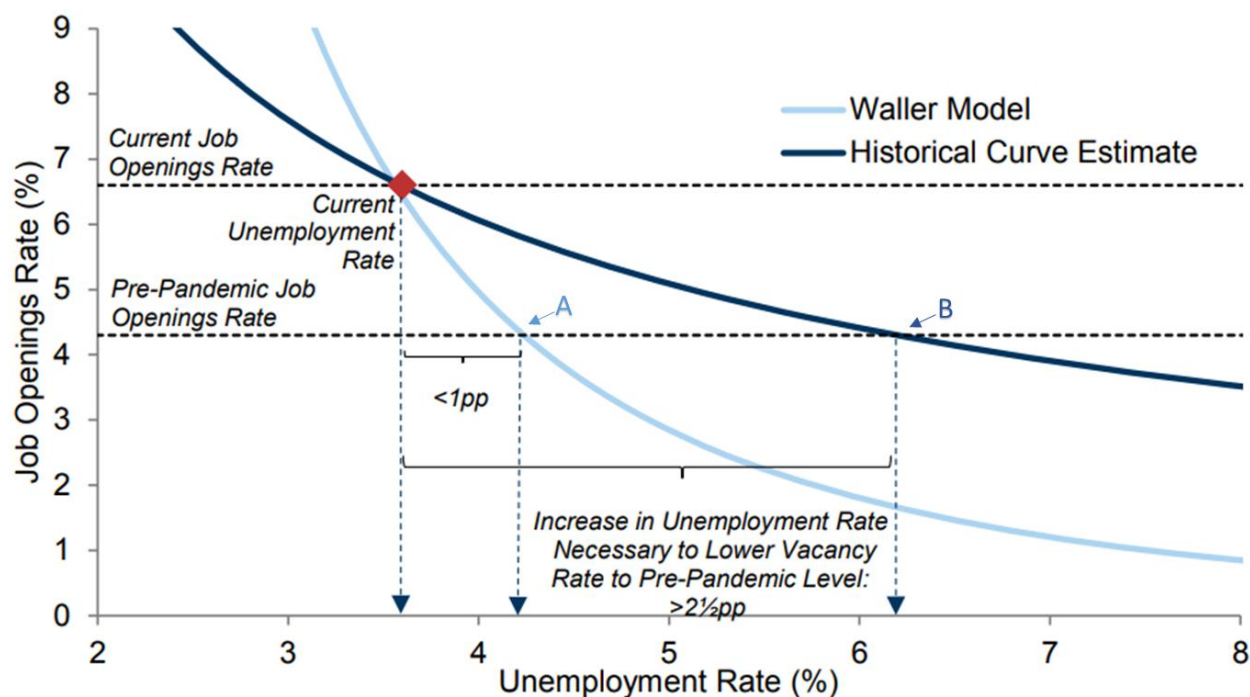
資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

二、高盛指出，Beveridge Curve 在 2 種情境有利經濟軟著陸

媒合效率獲得改善：即 Beveridge Curve 往左下方移動至常態水準，在此情境下，職缺率雖大幅下降，惟對應失業率僅微幅增加。

Beveridge Curve 在低失業率水準呈現陡峭斜率：高盛認為，Beveridge Curve 的曲線斜率係 Waller 與 B.D.S 等人爭論的關鍵，如失業率處在較低水準且曲線斜率呈陡峭，職缺率沿陡峭曲線下降回到疫情前水準時，估計失業率增幅少於 1 個百分點(圖 15 A 點)，而若職缺率沿斜率較平坦的曲線下降，則在相同職缺率減幅情況下，估計失業率增幅將逾 2.5 個百分點(圖 15 B 點)。

圖 15 高盛認為 Waller 假設當前 Beveridge Curve 斜率較為陡峭，而歷史經驗顯示 Beveridge Curve 斜率較為平緩



資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

三、高盛檢視前述 2 種有利於經濟軟著陸的情境

(一)工作媒合效率似有改善

根據高盛觀察，當前 Beveridge Curve 右移，未必係反映媒合效率長期結構失衡，更有可能係疫情造成就業環境改變，多數勞工衡量就業的淨效益不大，求職心態不若以往積極，故媒合效率不佳可能是暫時現象。

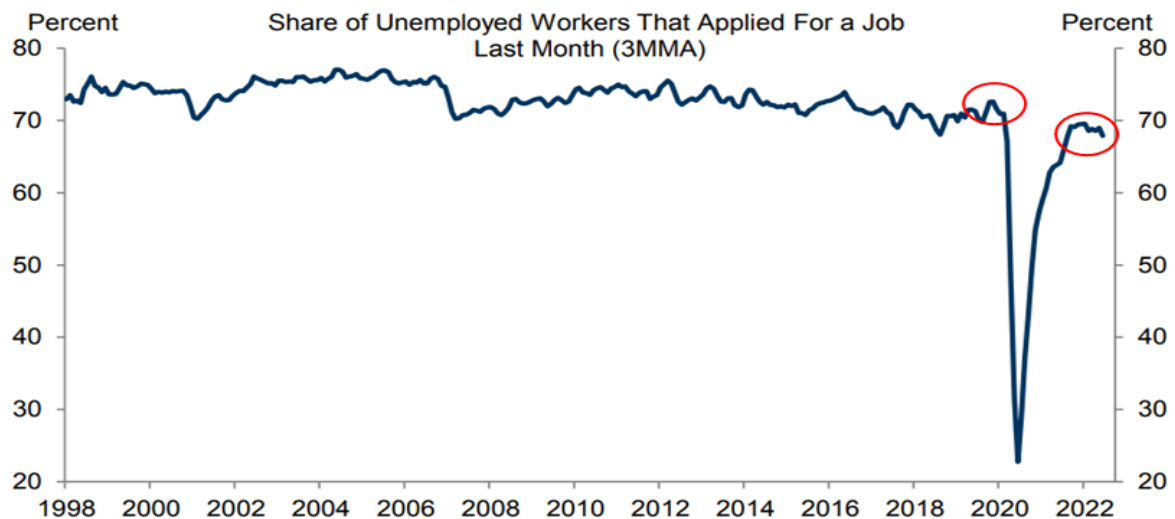
(1)2020 年美國爆發 COVID-19 疫情，美國政府推出條件頗優渥的失業保險救助，影響民眾尋找工作意願；惟 2021 年夏季前述保險補貼結束後，就職率明顯攀升。

(2)勞工因疫情持續散播及求職者個人健康考量，打消求職意願。

(3)根據勞工統計局人口調查報告(CPS)，求職情況雖在疫情後逐漸恢復，惟

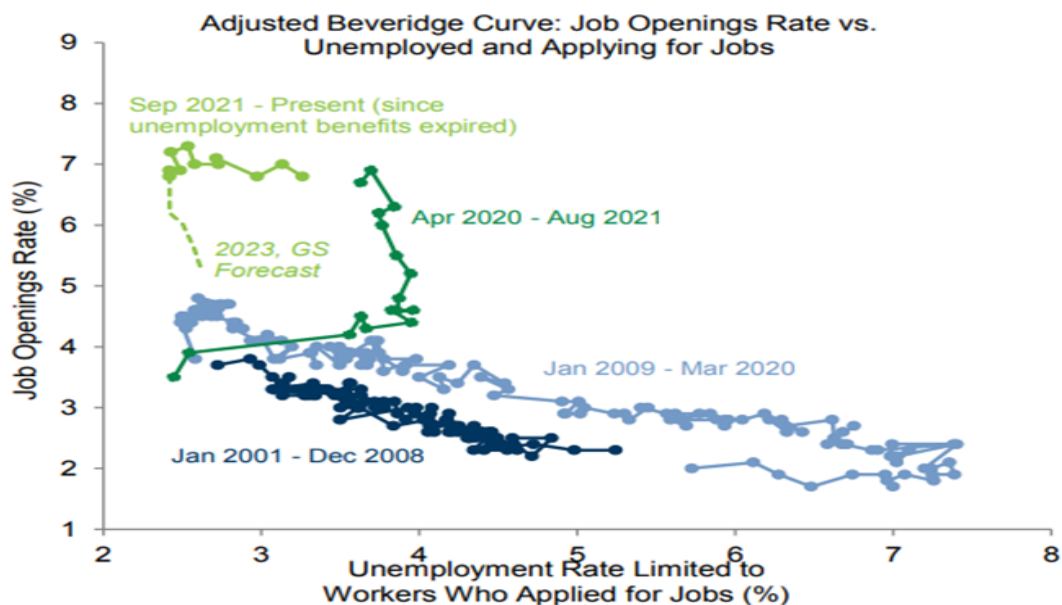
仍未全面恢復至疫情前水準(圖 16)；此外，高盛調整失業率(僅將目前正在求職的失業者納入計算)，並重新繪製 Beveridge Curve(圖 17)，從圖中可觀察到經調整之 Beveridge Curve 與圖 14 曲線相較，外移程度較小。

圖 16 求職情況尚未恢復至疫情前水準



資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

圖 17 調整失業率後的曲線，媒合效率獲改善



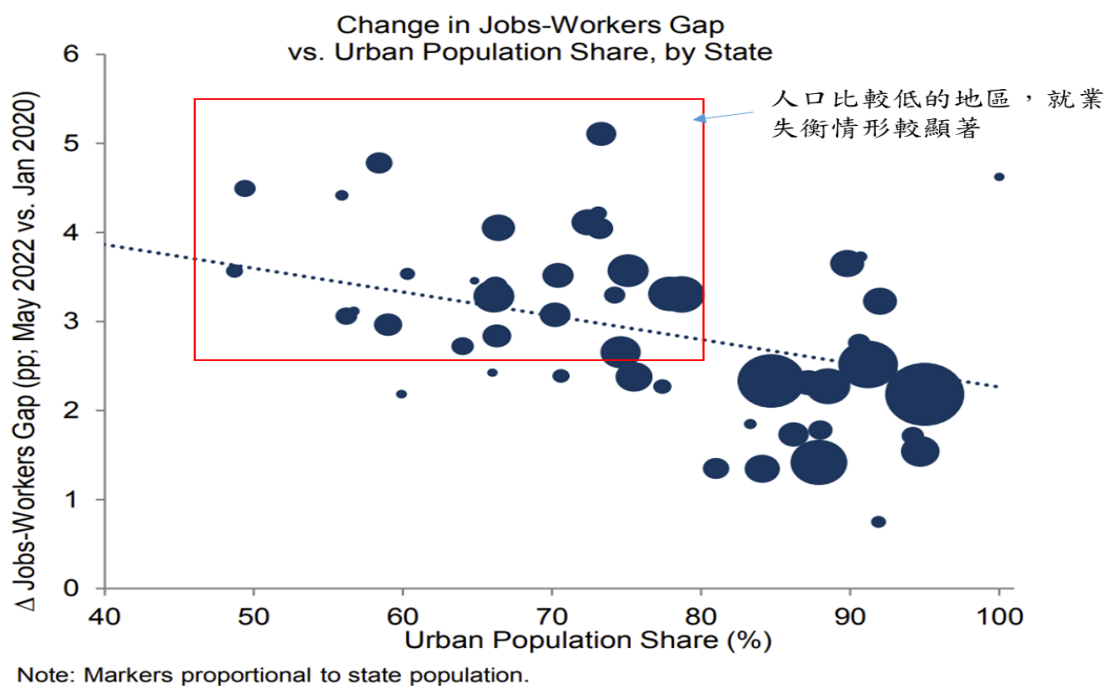
資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

高盛檢視產業、職業別、地理位置及工作偏好等可能造成就業配置失衡的因子，亦未發現有明顯證據支持目前為長期結構性失衡

(1)依據 Lazear-Spletzer 的就業配置失衡指數³來看，目前失衡指數水準雖略增，但結構仍健康。

(2)另檢視美國各州工作缺口，農業州因為較早開工，缺工失衡相對明顯(圖 18)，然而從全國各州的 Beveridge Curve 來看，曲線均一致右移(圖 19)，顯示地理因素並非推動美國 Beveridge Curve 外移的主要因素。

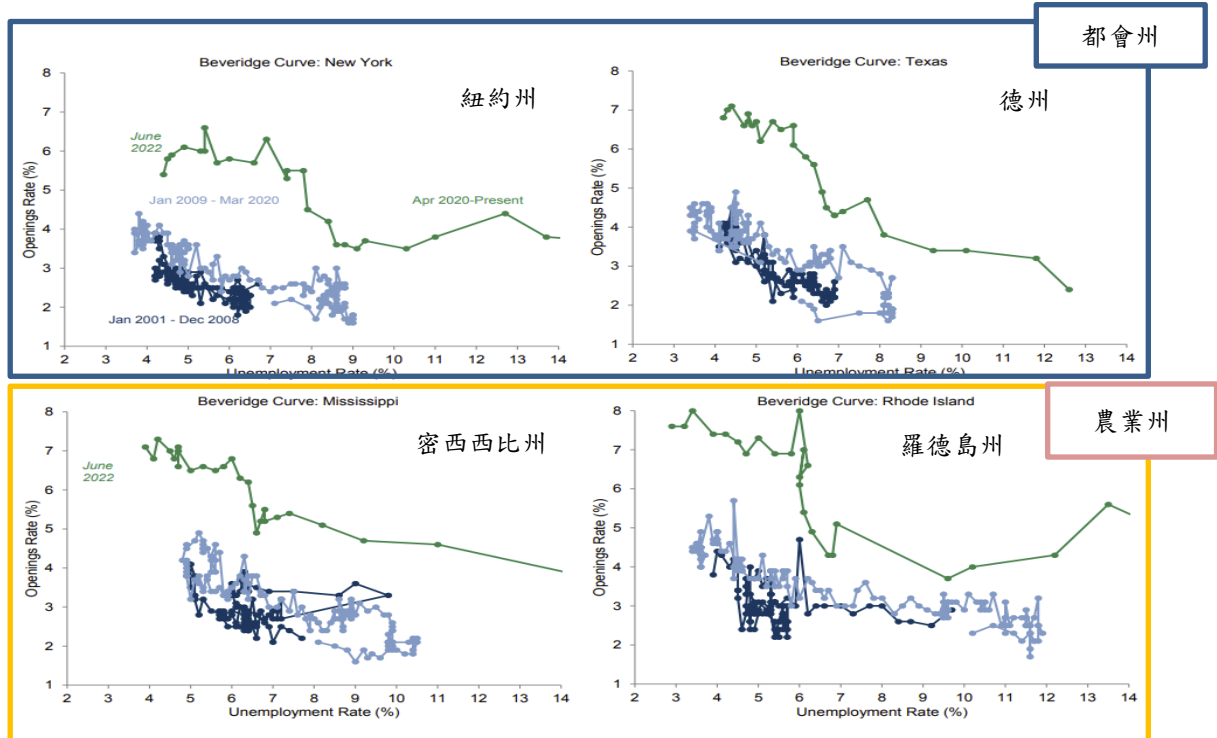
圖 18 農業州(人口比低) 因提早開工，工作失衡較都會區明顯



資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

³ Lazear, Edward P., and James R. Spletzer., (2012) "The United States Labor Market: Status Quo or a New Normal?" No. w18386. *National Bureau of Economic Research*.

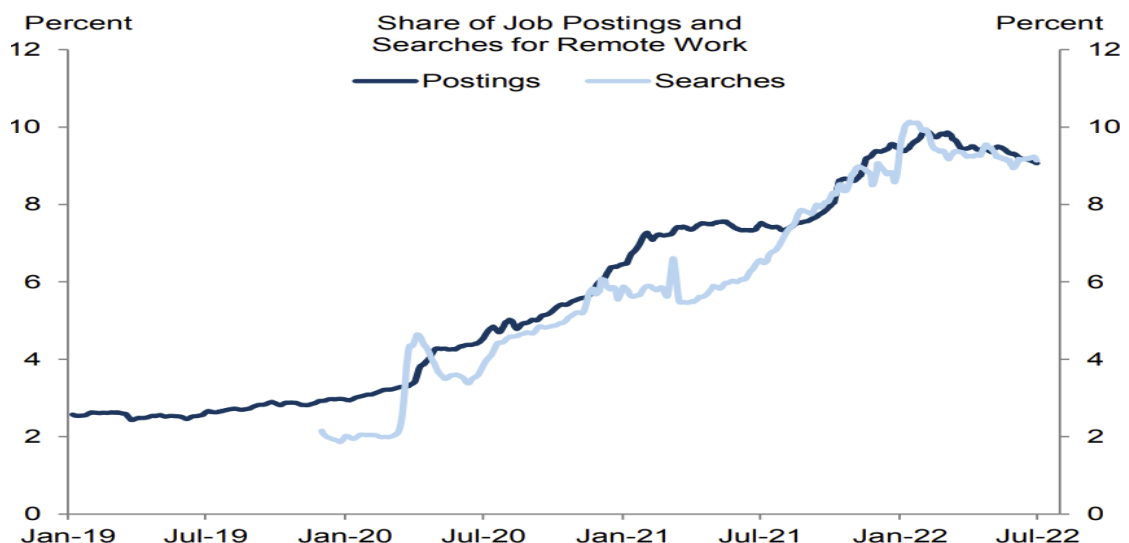
圖 19 農業州、都會州的 Beveridge Curve 均呈外移



資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

(3)另觀察過去 2 年疫情改變勞工求職偏好，勞工現階段傾向優先尋找較為彈性的工作，如按時計薪、遠距工作等，而從雇主的徵才廣告觀察，資方亦有呼應勞工求職偏好，而增加提供具彈性條件的工作機會(圖 20)，顯示勞資雙方當前的供需條件也大致契合。

圖 20 彈性工作條件的供需大致契合



資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

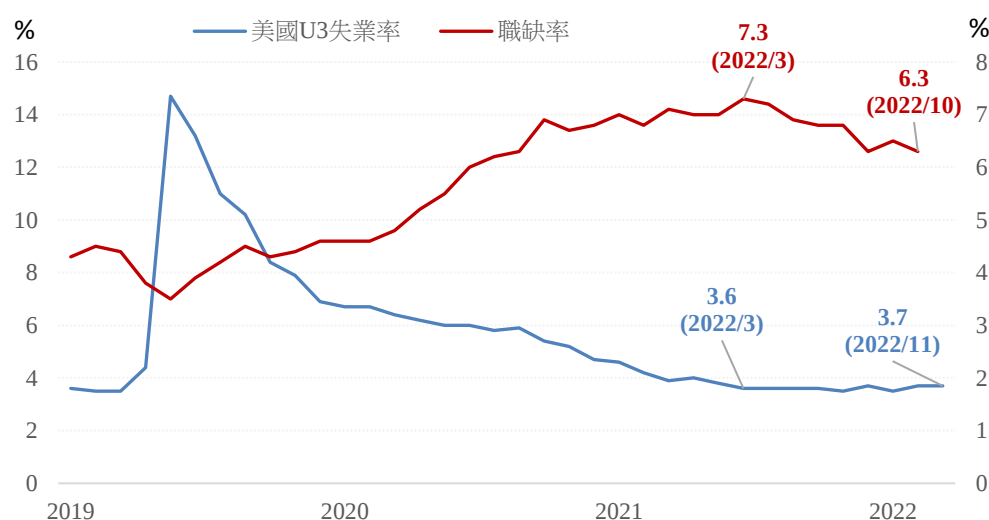
高盛認為，目前未有明顯證據指出當前就業配置失衡，當前右移的 Beveridge Curve 似不能以傳統定義的長期結構失衡來詮釋，高盛推測當疫情對經濟的影響逐漸消退後，Beveridge Curve 將回歸常態。

(二) Beveridge Curve 的陡峭程度

高盛認為，實務上，估計 Beveridge Curve 斜率相當困難，因為過去很少有類似今日職缺數激增，而失業率處於低檔的情況；此外，學術界對於這個主題的研究也不多。

惟高盛檢視近期勞動市場數據，發現職缺率正在下滑，但尚未伴隨失業率大幅增加(圖 21)：職缺率自本年 3 月高點之 7.3%，下滑 1 個百分點至本年 10 月之 6.3%，而失業率對應僅由本年 3 月之 3.6% 上升 0.1 個百分點，至本年 11 月之 3.7%，未如預期大幅增加。

圖 21 失業率目前尚未對應職缺率減少而大幅上揚



資料來源: Bloomberg

高盛亦指出，斷定 Beveridge Curve 斜率陡峭仍尚早，未來如發生企業大量裁員將會造成曲線斜率平坦化：Waller 等人研究指出，如經濟放緩，企業進行大

量裁員導致失業數大增，則 Beveridge Curve 就會偏向 B.D.S 等人推論的平坦型態，另外，裁員失業變化通常會落後職缺數變動(圖 22)，故後續仍須密切觀察勞動市場是否出現失業率上揚情形。

圖 22 職缺數變動(藍線)通常領先初領失業金變動(紅線)



資料來源: Hatzius, Jan et al. (2022)

高盛預期如美國經濟情勢回歸正常，Beveridge Curve 有望左移，美國經濟仍可能軟著陸，高盛假設，當受疫情干擾的經濟回歸常態，配合企業慢慢減少職缺，但被資遣者如能迅速在剩餘職缺找到工作，則失業率便不會快速上揚，當前右移的 Beveridge Curve 有望左移。

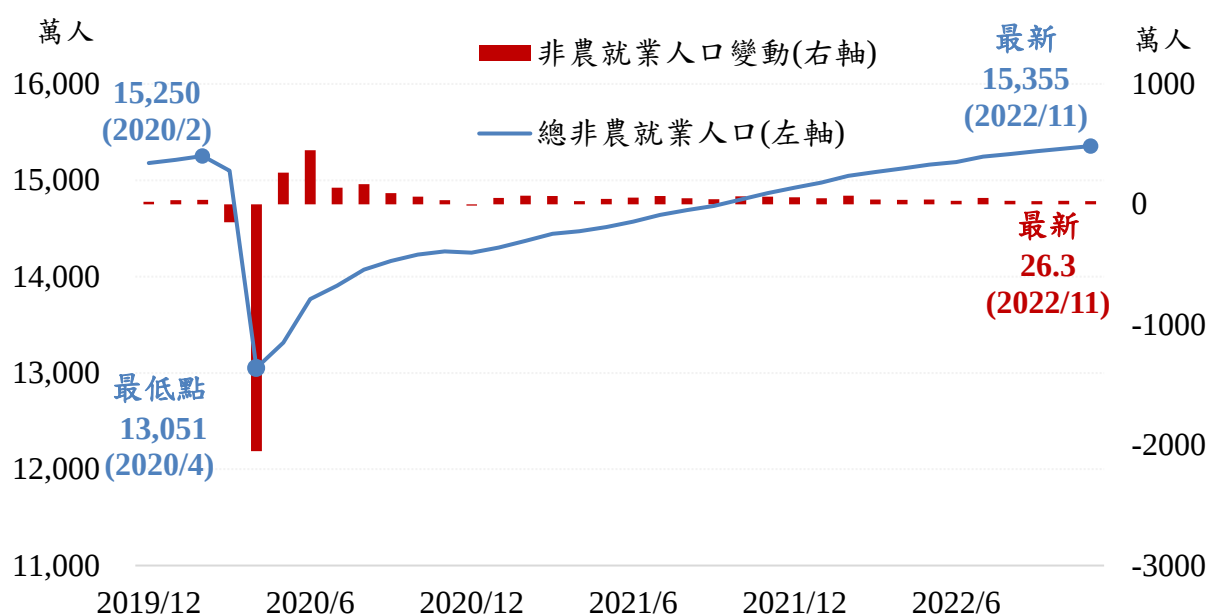
惟高盛提醒，不能忽視 Beveridge Curve 過去歷史經驗，即曲線斜率在多數週期大致平坦，意謂存在職缺率小幅下降，失業率卻會大幅增加之關係。

參、美國勞動市場現況

一、新增非農就業人數優於預期

美國非農總就業人口因 COVID-19 疫情爆發，由 2020 年 2 月最高點 15,250.4 萬人，大幅減少 2,199.1 萬人至該年 4 月最低點 13,051.3 萬人，之後隨著勞動市場復甦，本年 11 月非農就業人數增加 263K，高於市場預期的增加 200K，迄今累計增加約 2,303.5 萬人，使非農總就業人口上升至 15,354.8 萬人，已高於疫情前 2020 年 2 月最高點 15,250.4 萬人，顯示當前勞動市場已接近充分就業狀態 (圖 23)。

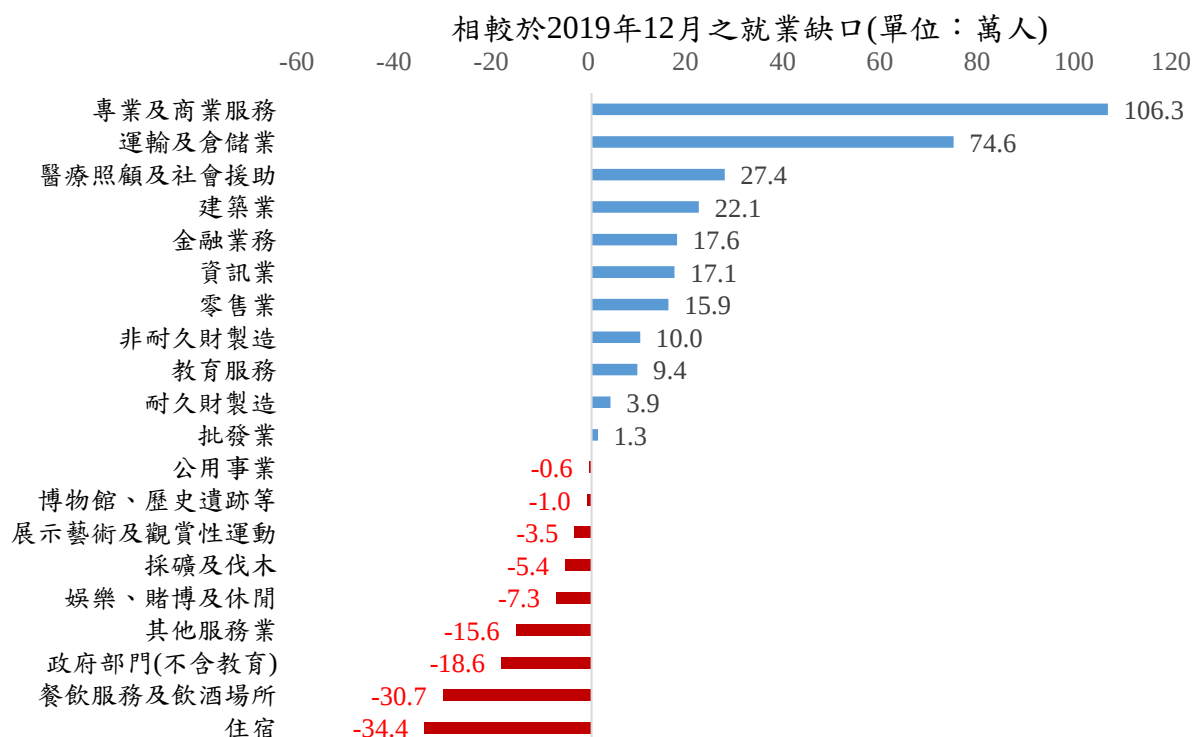
圖 23 美國非農總就業人口及非農就業人口變動



資料來源：Bloomberg

依產業別：與 2019 年 12 月相比，高接觸服務業如住宿及餐飲服務等產業就業缺口分別為 34.4 萬人及 30.7 萬人，合計約 65 萬人(圖 24)。

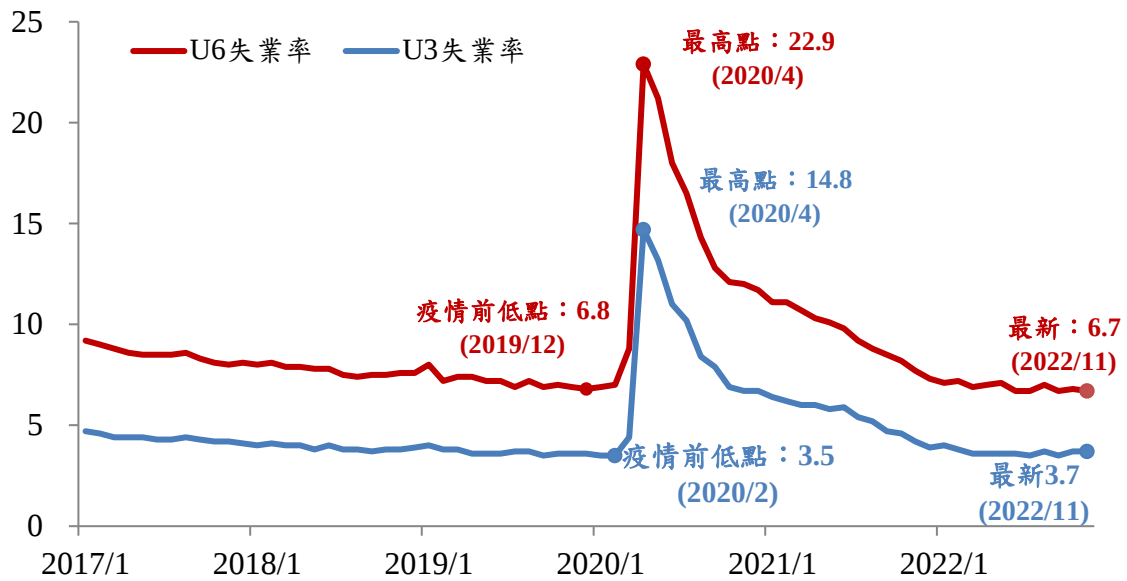
圖 24 依產業別之非農業就業缺口



資料來源：Bloomberg

本年 11 月失業率 3.7%，與 10 月份失業率及市場預期相同，其中失業人數減少 4.8 萬人，就業人數減少 13.8 萬人，及勞動力人數減少 18.6 萬人；U6 失業率較 10 月下滑 0.1 個百分點至 6.7%，部分反映失業人數減少。U3 及 U6 失業率自 COVID-19 疫情爆發後迄今持續下降，目前已接近疫情前低點(U3:2020 年 2 月之 3.5%；U6:2019 年 12 月之 6.8%，圖 25)。

圖 25 U3 及 U6 失業率走勢



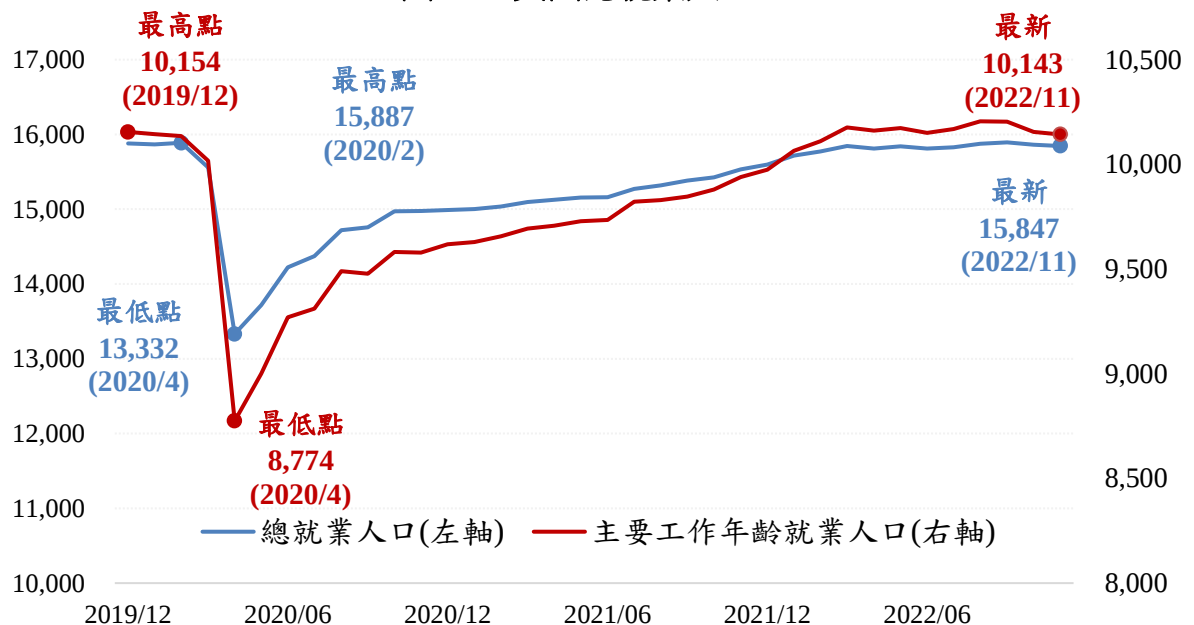
資料來源：Bloomberg

*U3 失業率：當月失業人數/總勞動力；U6 失業率：當月(失業人數+Marginally Attached+因經濟因素被迫兼職人數)/總勞動力，U3 失業率係為美國較常用失業率評估指標。

二、美國總就業人口及與疫情前高點比較(家計部門調查)

美國總就業人口因 COVID-19 疫情爆發，由 2020 年 2 月 15,887 萬人，大幅減少 2,555 萬人至 2020 年 4 月最低點 13,332 萬人，之後隨著勞動市場復甦，至本年 11 月累計增加約 2,515 萬人，使總就業人口上升至 15,847 萬人(圖 26)。

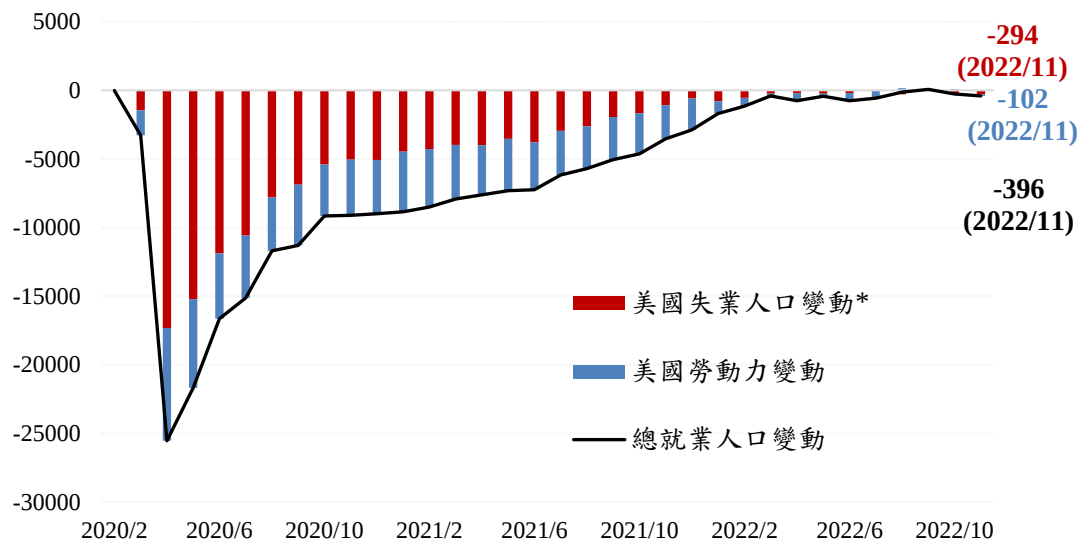
圖 26 美國總就業人口



資料來源：Bloomberg

本年 11 月就業人口較疫情前 2020 年 2 月減少 39.6 萬人，其中 10.2 萬民眾加入勞動力，以及失業人口約增加 29.4 萬(圖 27)。

圖 27 美國總就業人口、失業人口及勞動力變動*



資料來源：Bloomberg

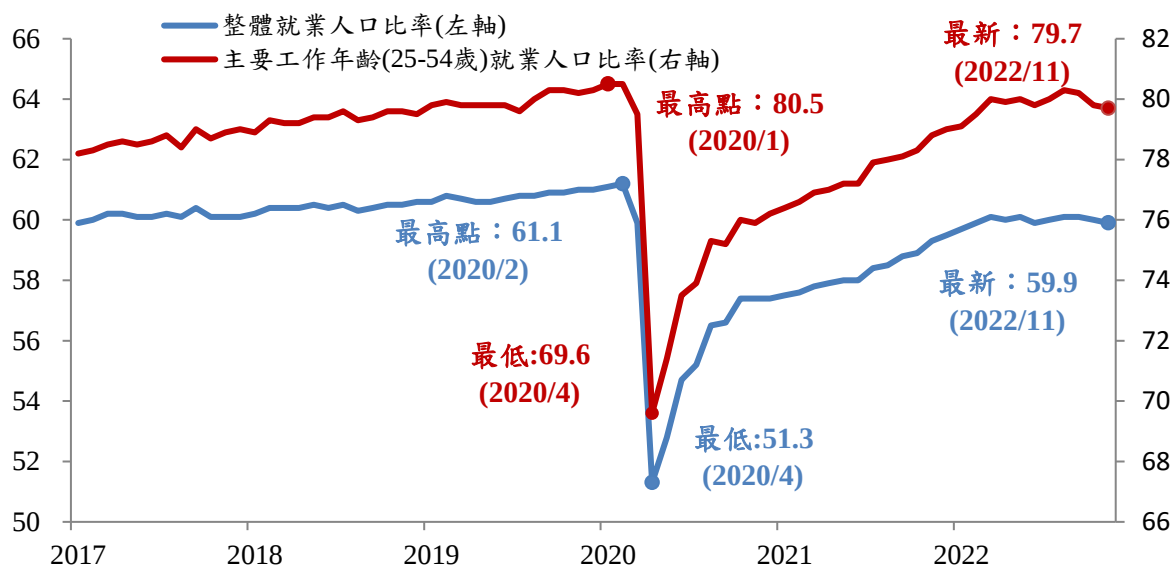
註：比較基準以 2020 年 2 月為基礎；採家計部門調查(Household Survey)

*此處失業人口變動負值表示，該月失業人口較 2020 年 2 月之累計增加數

三、勞動力參與率略微下降，惟主要工作年齡人口勞動力參與率仍接近疫情前水準

本年 11 月就業人口比率維持在 59.9%；主要工作年齡(prime-age)(25 歲至 54 歲)就業人口比率由 2022 年 10 月之 79.8%下降 0.1 個百分點至 79.7%(圖 28)。前述數據於疫情爆發後多呈持續回升，惟尚未回升到疫情前水準。

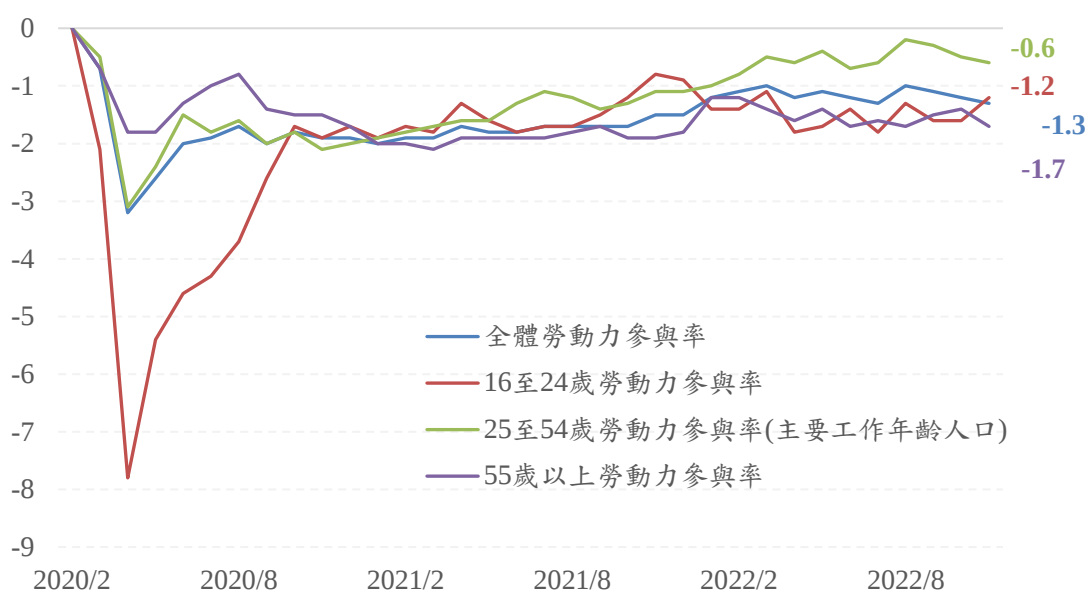
圖 28 美國就業人口比率



資料來源：Bloomberg

本年 11 月全體勞動力參與率由本年 10 月 62.2% 下降 0.1 個百分點至 62.1%；主要工作年齡人口勞動力參與率由本年 10 月之 82.5% 下降 0.1 個百分點至 82.4%。前述數據於疫情爆發後多呈持續回升，其中主要工作年齡人口勞動力參與率僅較 2020 年 2 月低 0.6 個百分點，惟 55 歲以上及 16 歲至 24 歲勞動力參與率仍分別較 2020 年 2 月低 1.7 及 1.2 個百分點(圖 29)

圖 29 美國年齡別勞動力參與率與 2020 年 2 月差異

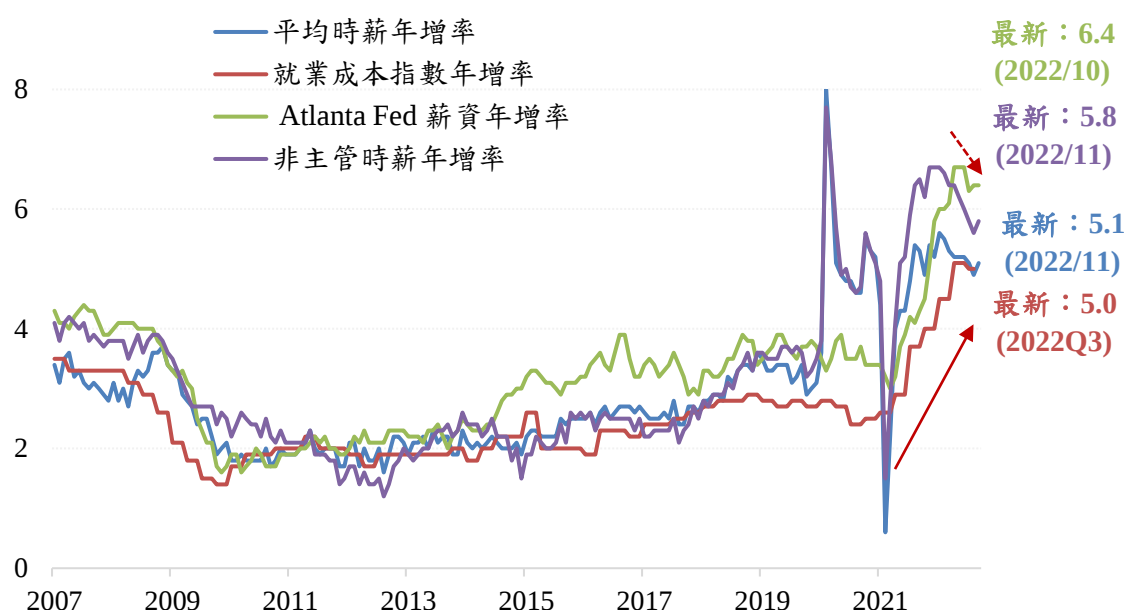


資料來源：Bloomberg

四、平均時薪略微放緩，但仍維持高檔；通膨率則略微上升

本年 11 月整體平均時薪月增率與年增率分別為 0.6%(預測值 0.3%)與 5.1%(預測值 4.6%)；本年 11 月生產及非主管時薪年增率為 5.8%；本年 10 月 Atlanta Fed 薪資年增率為 6.4%，本年第三季就業成本指數(ECI)年增率為 5.0%，長期趨勢均呈現上揚(圖 30)，惟似有放緩跡象。

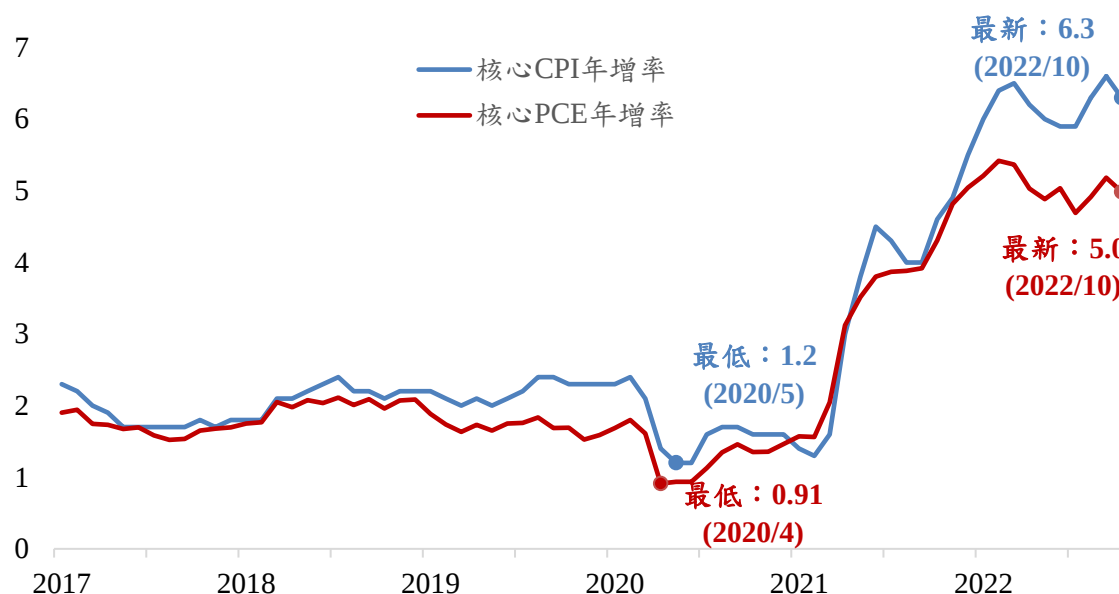
圖 30 美國平均時薪年增率



資料來源：Bloomberg

而美國通膨為近期市場熱烈討論問題，本年 10 月核心 PCE 年增率及核心 CPI 年增率分別為 5.0%及 6.3%(圖 31)，愛 Fed 主席 Powell 釋出放緩升息步調之訊息，未來應持續關注薪資成長持續上揚對通膨的影響。另本年 11 月平均每週工時維持在 34.4 小時，為本波新低。

圖 31 美國核心通膨率



資料來源：Bloomberg

五、當前美國勞動市場仍維持強勁，薪資成長率似有再度加速成長跡象

(一)美國勞動市場仍維持強勁

(1)本年 11 月非農就業新增人數為 26.3 萬人，優於市場預期，勞動市場仍維持強勁。

(2)本年 11 月勞動力參與率下降 0.1 個百分點至 62.1%，主要工作年齡人口勞動力參與率下降 0.1 個百分點至 82.4%，雖較上月略微降低，但勞動力參與率及主要工作年齡人口勞動力參與率分別僅較 2020 年 2 月低 1.3 及 0.6 個百分點，顯示因疫情而退出之勞動力(特別是主要工作年齡人口)逐漸回歸。

(3)本年 11 月 U3 及 U6 失業率分別上升至 3.7%及 6.7%，U3 與本年 10 月持平，U6 則較上月之 6.8%略微下滑，部分反映其中失業人數減少 4.8 萬人，就業人數減少 13.8 萬人，及勞動力人數減少 18.6 萬人。

(4)另薪資成長微幅反彈，如平均時薪及 Atlanta Fed 薪資年增率皆較上月微

幅上升，生產及非主管薪資月增率及年增率分別為 0.7%及 5.8%，過去 3 個月年化成長率達 6.4%，顯示勞動市場仍緊俏，未來仍須關注薪資成長對通膨的影響。

(二)多數投銀認為，Fed 於明年第 1 季前將再升息 1 至 3 碼，並於明年底左右開始降息。

(1)Morgan Stanley 預期明年 2 月 Fed 可能再升息 1 碼，並於明年 12 月降息 1 碼。

(2)Barclays 預期明年 2 月及 3 月分別升息 2 碼及 1 碼，並於明年 11 月及 12 月各降息 1 碼。

(3)J.P. Morgan 預期明年 2 月及 3 月 Fed 可能分別各升息 1 碼。

(4)UBS 預期明年 2 月將升息 2 碼。

肆、美國勞動市場展望

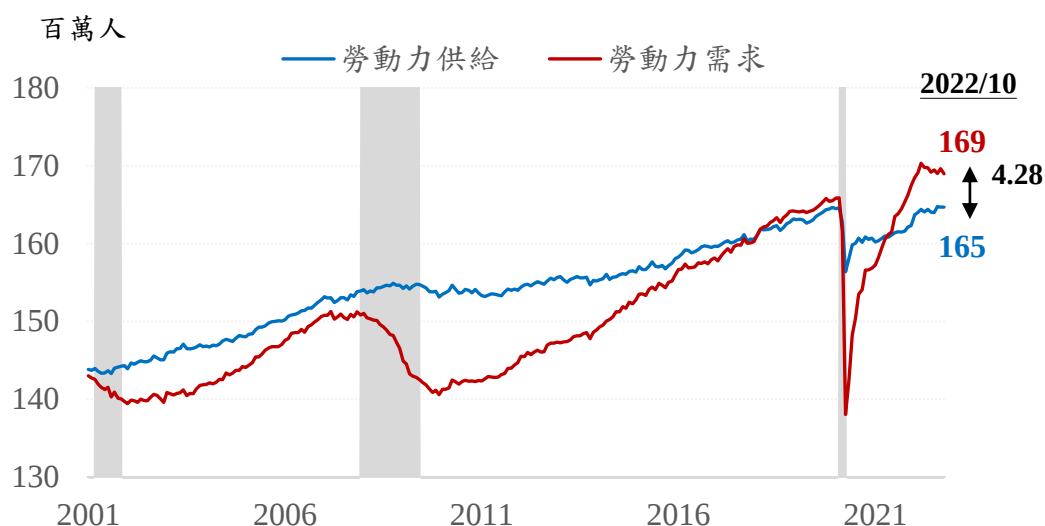
近期高盛重新檢視美國經濟軟著陸過程，數據顯示，目前美國朝軟著陸的進展似較預期好：政府財政支持下滑及金融情勢大幅緊縮使美國經濟活動顯著放緩，惟並沒有出現經濟萎縮(contraction)。高盛認為，未來實質 GDP 成長將維持疲軟的正成長，預估本年及明年分別為 0.3%及 1.1%。

高盛認為，美國勞動力缺口已明顯縮小，且失業率並未大幅上揚，勞動市場供需似逐漸平衡，惟薪資成長及通膨均尚未降溫，故未來仍須關注美國通膨下滑過程，是否影響失業率上升且拖累經濟衰退。

一、近期美國勞動市場失衡情況逐漸獲得改善，惟薪資及核心通膨並未降溫

勞動力缺口已自本年 4 月之 591 萬高峰縮小至 10 月之 428 萬(圖 32)，且值得注意的是，勞動市場再平衡主要反映職缺空缺數減少而非失業率增加，本年 11 月失業率為 3.7%，仍接近歷史低點。

圖 32 美國勞動力缺口



註：灰色部分係 NBER 定義之經濟衰退期間。資料來源：Bloomberg

惟薪資成長尚未顯著降溫，本年 11 月平均時薪年成長率仍高達 5.1%，本年第三季就業成本指數 ECI 年增率亦較上年同期成長 5.0%，且通膨仍居高不下，本年 10 月核心 CPI 年增率仍達 6.3%，目前通膨數據尚未出現明確且讓人信服的放緩。

二、以零售、住宿及餐飲服務業數據分析勞動市場

以美國消費者實際支出、職缺空缺數及勞動力缺口分析零售、住宿及餐飲服務業勞動市場現況，結果顯示其勞動市場再平衡情況較美國整體勞動市場更為明顯。

(一)消費者實際支出成長放緩

零售業支出放緩主要受到 COVID-19 疫情初期財政紓困提振經濟效果減弱及消費者支出模式由商品逐漸轉向服務業所致，另住宿及餐飲服務業支出放緩主要反映經濟重啟動能正在減弱

職位空缺數較疫情前高峰大幅回落：零售業職缺數相對疫情前水準，已由高峰之 75% 下滑至 11% (即目前職缺數僅較疫情前水準高 11%)；另住宿及餐飲服務職缺數雖保持較高水準，但相對疫情前水準亦由高峰之 124% 下滑 72 個百分點至 52%。

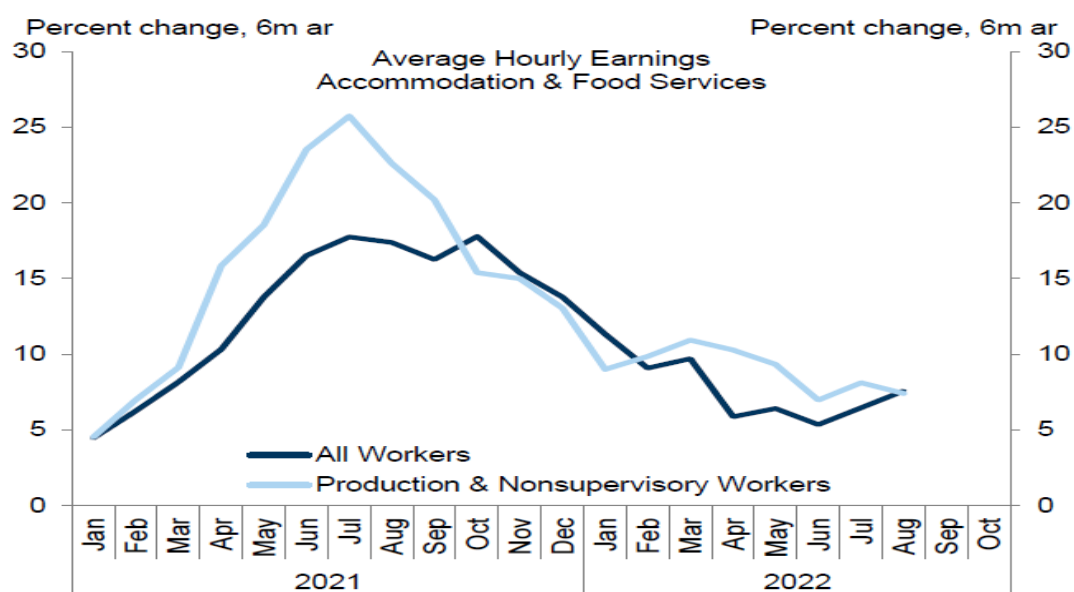
(二)勞動力缺口顯著縮小

零售業勞動力缺口由 3.2% 縮小 3 個百分點至 0.2%，已低於 2019 年平均水準；而住宿及餐飲服務勞動力缺口亦由 8.9% 下滑 4.2 個百分點至 4.7%。值得關注的是，上述兩類行業勞動市場逐漸趨於平衡，主要反映職缺空缺數減少而非失業率明顯增加。

(三)由於勞動市場緊俏情況改善，使薪資成長大幅放緩

零售業工人薪資成長年增率由高峰之 7%放緩至 2%；而儘管住宿及餐飲服務目前薪資成長維持較高水準，亦由高峰之 18%下滑至 7.5%。其中生產及非主管工人薪資成長對就業市場供需平衡較為敏感，上述行業生產及非主管工人薪資成長降溫幅度更大(圖 33)

圖 33 美國住宿及餐飲業薪資成長大幅放緩

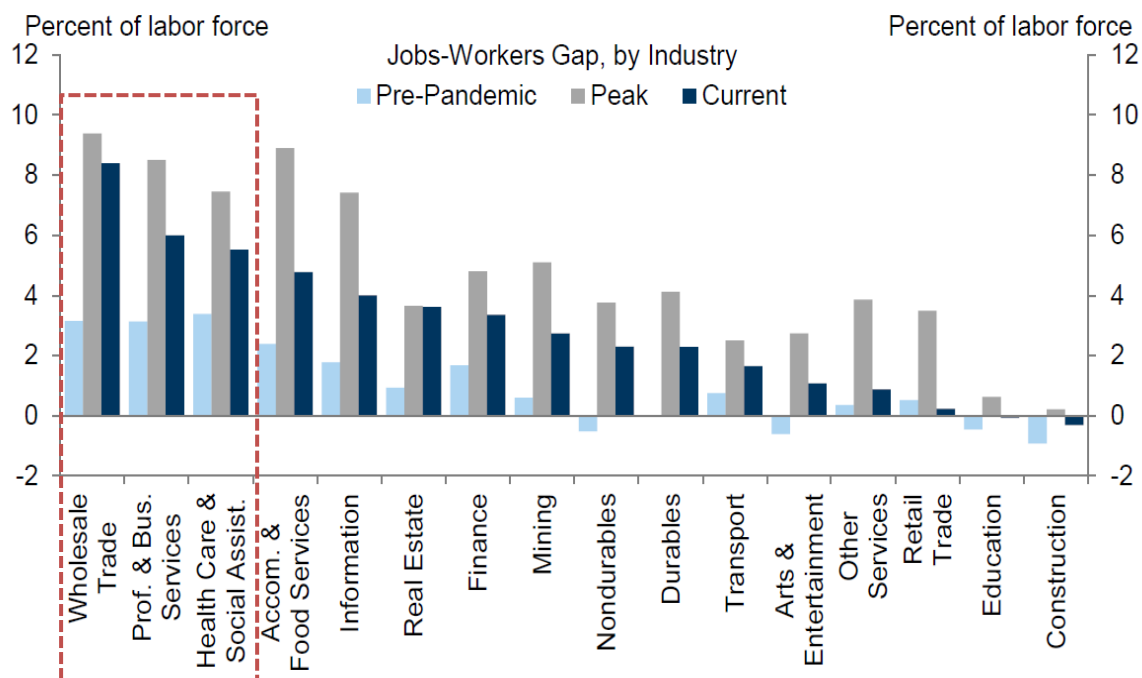


資料來源：Hatzius, Jan et al. (2022)

三、其他行業勞動市場仍相當緊俏

儘管零售貿易、住房及餐飲服務提供令人信服的證據，隱含美國經濟可能軟著陸，惟其他行業進展仍較緩慢，如批發貿易、商業服務、醫療保健及社會援助行業，上述三類行業加總約占私營部門就業人數 40%，其勞動市場仍極度不平衡，勞動力缺口遠高於疫情前水準(圖 34)

圖 34 美國多數行業勞動力缺口仍高疫情前水準



資料來源：Hatzius, Jan *et al.* (2022)

鑑於多數行業勞動市場仍相當緊俏，導致 3 個月年化薪資成長依舊強勁，儘管普遍較高峰大幅下滑，惟多數行業薪資成長仍遠高於疫情前水準，其中資訊、藝術與娛樂及金融業薪資成長相對強勁。

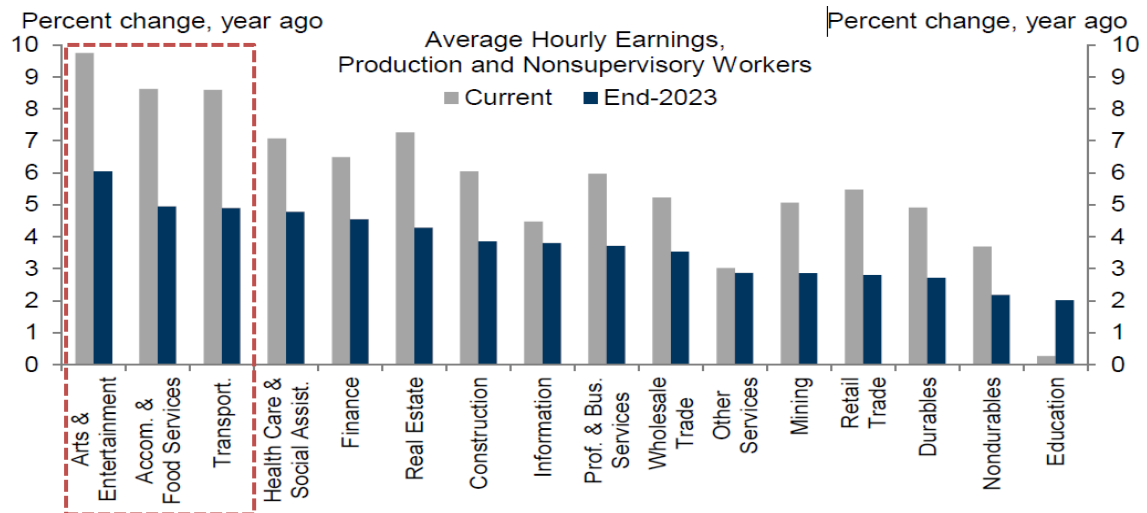
整體而言，勞動市場再平衡及薪資成長降溫進展有限，惟高盛認為，目前進展仍支持美國經濟軟著陸。此外，勞動力缺口變動與平均時薪成長放緩存在明顯正相關，即勞動力缺口縮小程度最大之行業，其薪資成長放緩幅度亦較大，此結論支持高盛觀點—薪資成長及物價通膨可於經濟未出現衰退情況下放緩。

四、美國各行業薪資成長前景

美國行業間勞動市場再平衡速度影響各行業薪資成長前景，且將影響整體通膨走勢，高盛認為，職缺數對美國 GDP 敏感度較大及薪資成長對勞動力缺口敏感度較大行業，將使該行業未來薪資成長下滑幅度更大。

數據顯示，2023 年底藝術娛樂(該年薪資年增率預估為 5.9%)、住宿與餐飲服務(5.0%)、運輸(4.9%)及醫療保健(4.8%)等行業薪資仍將強勁成長，而教育(2.0%)、製造(2.5%)及零售業(2.8%)等行業最後成長應會放緩(圖 35)。

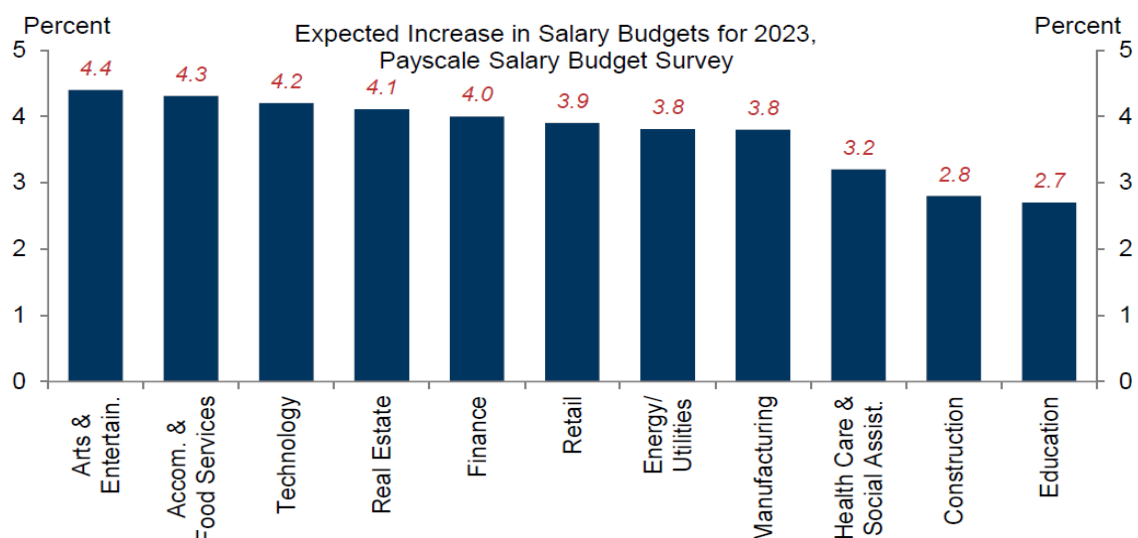
圖 35 高盛針對明年底美國各行業薪資成長之估計



資料來源：Hatzius, Jan *et al.* (2022)

另雇主調查報告亦顯示類似結果，明年底薪資成長前三名行業分別為藝術娛樂、住宿與餐飲服務及科技業，雖多數行業薪資年增率仍高於 Fed 通膨目標 2%，惟相較本年薪資成長已較穩定(圖 36)

圖 36 雇主調查預期明年底薪資水準較穩定



資料來源：Hatzius, Jan *et al.* (2022)

高盛估計結果與雇主調查報告存在一些差異，而整體而言，當未來美國勞動市場仍維持緊俏，將導致薪資成長居高不下，後續應持續關注勞動市場供需平衡狀態，整體而言，勞動市場再平衡及薪資成長降溫雖進展有限，高盛仍認為，目前進展仍支持美國經濟軟著陸

伍、結語

近期美國勞動市場失衡情況逐漸獲得改善，惟薪資及核心通膨並未降溫，勞動力缺口已明顯縮小，且值得注意的是，勞動市場再平衡主要反映職缺空缺數減少而非失業率增加，故未來仍須關注美國通膨下滑過程，是否影響失業率上升及拖累美國經濟陷入衰退。

參考文獻

1. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Joseph Briggs and Ronnie Walker(2022a), “ Missing Workers and Rising Wages,” *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, Feb. 6.
2. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Joseph Briggs and Ronnie Walker(2022b), “ More Jobs than Workers: A New Measure of Labor Market Tightness,” *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, Feb. 18.
3. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Joseph Briggs and Ronnie Walker(2022c), “ What Will It Take to Restore Balance to the Labor Market?” *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, Apr. 3.
4. Hatzius, Jan, Daan Struyven, Yulia Zhestkova, Sid Bhushan and Daniel Milo(2022d), “ The Great Jobs-Workers Divergence Across the G10,” *Goldman Sachs Global Economics Analyst*, Apr.22.
5. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Joseph Briggs, Ronnie Walker, Tim Krupa and Manuel Abecasis (2022f), “ The Beveridge Curve Debate: Has Match Efficiency Really Declined?” *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, Aug. 7.
6. Hatzius, Jan (2022), “Global Views: Progress Toward a Soft Landing,” *Goldman Sachs Economics Research*, Sep. 5.
7. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Joseph Briggs, Ronnie Walker, Tim Krupa and Manuel Abecasis (2022e), “ Labor Market Rebalancing and the Wage Growth Outlook: An Industry-Level View,” *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Oct. 23.
8. Lazear, Edward P., and James R. Spletzer., (2012) “The United States Labor Market: Status Quo or a New Normal?” No. w18386. *National Bureau of Economic Research*.
9. Neiss, Katharine and Ellen Gaske(2022), “ Supply Chain Strain in Labor – We can Work (Inflation) out,” *PGIM Fixed Income*, Feb.