



穿透美国就业数据的“迷雾”

—— 非农、家庭就业与 QCEW 深度分析

2024年07月 11 H

劳动市场数据间存在诸多矛盾，较常引发争议的问题包括 2024 年以来新增非农就业整体仍然强劲但失业率却在稳步上行、全职就业的“走平”和非农就业持续上升不符等。这也使得投资者开始质疑“非农就业数据到底准不准？”

- **美国劳动市场的三类主要统计序列：**需要关注的第一是家庭调查（CPS），主要包括失业率、全职和兼职就业、劳动力人口和劳动参与率等；第二是企业调查（CCEBSS），主要包括非农就业、薪资、工时等；第三是季度就业和薪资普查（QCEW）。（1）家庭调查主要特点：以统计估算就业人口为目的、月度抽样 6 万户家庭、包括农业人口、不重复统计一人多份兼职、进行“人口控制”调整、近年来回复率降低。（2）企业调查主要特点：以统计估算就业岗位为目的、月度抽样约 11.9 万家企业和机构、不包括农业人口、重复统计一人多份兼职的情况、回复率低于家庭调查。（3）QCEW 的主要特点：为类普查数据，因此准确度高、包括农业就业和自雇佣者、数据季度公布且滞后 6 个月。

- **“企业诞生-倒闭”模型（Birth-Death Model）对非农数据影响几何？** 有部分声

音认为 BLS 调整非农就业的“企业诞生-倒闭”模型显著夸大了 2023 年以来的月度新增非农就业数据，但从数据上来看：（1）诞生-倒闭模型是直接对非季调非农数据的调节，不可以从常用的季调非农就业数值中直接减去；同时该模型自 2004 年投入使用以来表现稳定。（2）从该模型产生就业岗位占当年新增就业的总比例来看，该模型形成的就业在正常范围内的偏高水平。（3）从数据存在滞后的企业诞生和倒闭数量来看，公司诞生数量处于下降当中，而美联储加息后新设立公司理论上应当减少，而倒闭的数量可能上行，这一般对应着相关净就业的减少。总体上，数据显示该模型目前对新增非农就业的影响在正常范围的上沿，即存在小幅夸大的可能，但不能作为非农就业持续强劲的主要解释理由。

- **什么因素可能导致非农与家庭就业近期的背离？** 背离的重要原因可能是“移民人口超预期增长→移民劳动参与率和兼职比例更高，服务业需求较旺盛情况下大量兼职工作诞生→非农就业重复统计兼职而全职就业并不重复统计，两者分化明显。”此外，新增非农数据初值自 2022 年二季度开始多以下修为主，也与更准确的 QCEW 偏离幅度加大，因此新增非农就业初值虽然强劲，但可信度降低。这意味着劳动市场虽然不弱，但实际情况可能没有新增非农就业显示的一样强劲。在月度数据层面综合考虑容易高估就业的非农数据和容易低估移民的家庭就业数据会更为合适。

- **非农数据与更准确的季度调查（QCEW）间存在怎样的差异？** 自美联储加息以来，QCEW 数据显示就业岗位 2022 年增加 411.8 万个，2023 年增加 232.3 万个；同期非农就业分别增加 447.1 万个和 305.8 万个。从非农和 QCEW 就业总数差值的 12 个月移动平均来看，2023 年底的差值已经接近 2020 年的最高位，2023 下半年两者的偏离幅度已经明显高于疫情前的正常范畴。与近似于就业普查的 QCEW

分析师

章俊 首席经济学家

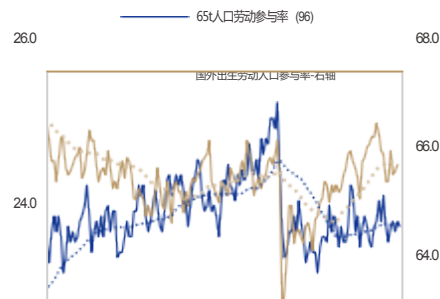
☎：010-8092-8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：老龄人口退出市场，移民劳动力接棒



资料来源：Fred BLS，中国银河证券研究院

风险提示

1. 美国通胀意外反弹的风险
2. 对劳动市场数据统计方法和误差理解不到位的风险
3. 美国意外出现流动性问题的风险

数据偏离意味着非农就业情况可能存在高估，非农数据并不根据更准确的 QCEW 进行月度修正也是其准确度面临的另一个问题。

- **劳市场缓慢缓和，静待失业率上行：**除了新增就业可能没有非农数据显示的一样强劲外，其他劳市场指标，包括在粘性中弱化的薪资增速、持续降低的职位空缺

率、回升斜率持续高于疫情前的移民供给、稳步抬升的失业率和失业人口、非农就业的不断下修、服务个人消费支出的弱化等等因素都支持劳动市场“缓慢缓和”的趋势延续。

我们依然认为供需角度是理解劳动市场合适框架:需求方面,由于高利率下私人部门总需求的降低(表现为消费下滑和投资回升受阻),劳动市场吸纳就业的能力不断降低,贝弗里奇曲线基本已经正常化至疫情前的位置。供给方面,虽然常规人口的劳动参与率难再上升,婴儿潮一代退出劳动市场,但移民的持续涌入使得总劳动力人口还在上行中。需求降低而供给延续的状态将会逐步推升失业率。美联储主席鲍威尔在 2024 年 5 月议息会议发布会中指出未来利率面临的三种路径: (1) 通胀持续偏强,劳动市场火热,则会不降息; (2) 通胀下行增加降息信心; (3) 劳动市场弱化超过预期带来降息。从近期美联储经济展望 (SEP) 中维持年末失业率预期为 4% 以及通胀仍具备一定粘性来看,失业率未来的稳步抬升可能依然是触发降息的关键因素。目前的数据和经济演化的方向支持美联储 9 月进行首次降息,全年有望降息 1 至 2 次的判断。

目录

catalog

一、 美国劳动市场主要统计序列有什么特征？	4
(一) 家庭调查数据 (CPS) 的特征	5
(二) 企业调查数据 (CES) 的特征	5
(三) 季度就业和薪资普查 (QCEW) 的特征	6
二、 劳动市场像非农就业展示的一样强劲吗？	7
(一) “企业诞生-倒闭”模型 (Birth-Death Model) 对非农数据影响几何？	7
(二) 什么因素可能导致非农与家庭就业近期的背离？	10
(三) 非农数据与更准确的季度调查(QCEW)间存在怎样的差异？	a
三、 劳动市场缓慢缓和，静待失业率上行.....	14
四、 风险提示	16

作为美联储的“双重任务”之一，就业最大化一直是影响本轮货币政策周期的核心因素。由于疫情后的美国劳动市场面临（1）婴儿潮一代永久性退出劳动市场和（2）移民人口的快速回升的新范式，就业在“紧货币+宽财政”组合下展现超出市场预期的韧性，成为迫使美联储令政策利率在高位保持更久的关键之一。

不过，劳动市场数据间存在诸多矛盾，特别是每月如期而至的非农就业统计和其他劳动数据的背离导致了对劳动市场真实情况的争议。较常引发争议的问题包括 2024 年以来新增非农就业整体仍然强劲但失业率却在稳步上行、全职就业的“走平”和非农就业持续上升不符等。这也使得投资者开始质疑“非农就业数据存在哪些缺陷？到底准不准？”

下文将致力于回答上述问题并梳理美国劳动市场当前的状况。第一部分将列举美国劳动数据的主要统计序列与各序列的特征和问题。第二部分将分析可能导致非农数据和其他序列背离的因素，包括移民、兼职就业、劳工数据局的企业诞生-倒闭模型和修正方面的缺陷。第三部分将判断美国劳动市场当前的趋势以及对货币政策潜在的影响。

数据分析可以得出以下 5 点主要结论：（1）三类数据中 QCEW 数据最准确但滞后，家庭就业和非农就业为估算值且统计口径存在明显差异，优点是月度更新可以及时反映劳动市场变化。（2）非农就业采用的“企业诞生-倒闭”模型并不存在刻意“虚增”就业的情况，该模型对非农数据的影响处于正常范围的上沿，考虑到加息后企业倒闭数量抬升可能会在 2024 年存在高估，但幅度有限。（3）非农就业和家庭就业自美联储 2022 年加息以来偏离的程度不断扩大，这很可能是由于大量进行兼职就业的“超额”移民涌入劳动市场所致，统计岗位数量的非农就业会计入所有兼职，但统计就业人数的家庭就业并不会重复统计兼职，造成两者差值持续扩大。（4）与近似于普查数据的 QCEW 比较，非农数据在 2023 年存在一定程度高估，这种情况在 2024 年可能延续；而相较于 QCEW，家庭就业则有低估的风险，因此需要综合考虑月度非农和家庭就业数据判断劳动市场情况。（5）结合两个月度序列来看，美国的新增就业处于持续的缓慢放缓中，虽然不弱但并未有非农数据显示的强劲。综合考虑，美国弱化的就业创造能力将在移民供给的持续增长下推动失业率上行，不降息的情况下未来数月中可能接近甚至超过 4.4% 的自然失业率；在通胀尚不具备显著反弹基础的假设下，失业率可能成为触发美联储三季度末降息的核心数据。

图1：老龄人口退出劳动市场，移民供给接棒

资料来源：Fred、BLS，中国银河证券研究院

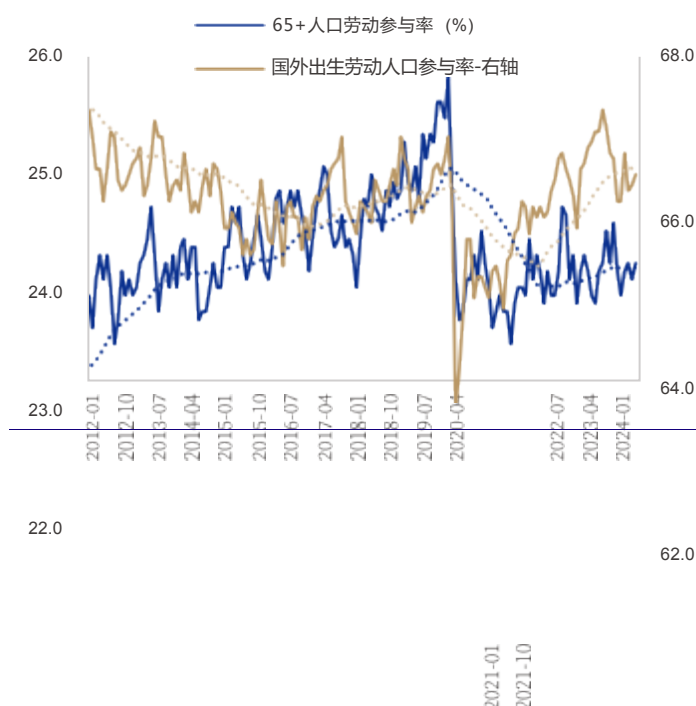
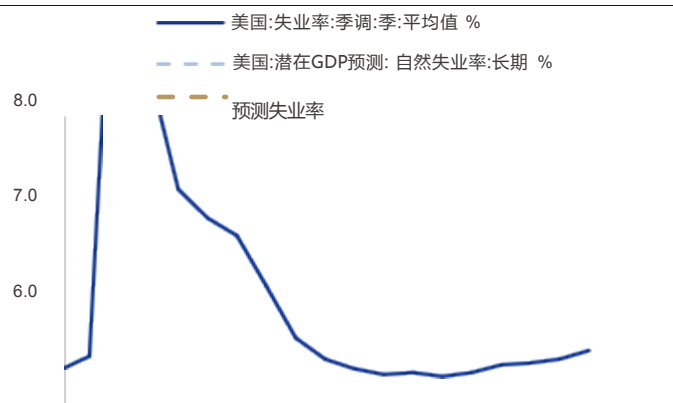


图2: 劳动市场的紧张程度将影响失业率和货币政策



资料来源: ind, 中国银河证券研究院

一、美国劳动市场主要统计序列有什么特征?

在分析非农数据和其他劳动数据的差异前,首先需要了解不同劳动市场统计序列的目的和特征。主要的统计序列中有三类需要重点关注: 第一是家庭调查 (cps/household survey), 主要包括失

以上内容仅为本文档的试下载部分, 为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文, 请访问: <https://d.book118.com/016123000140010201>