

➤ 当前美国就业数据的三点“不寻常”

非农数据，还能信吗？ 这或是当前研判美国经济形势最直击心灵的问题。而非农数据的“水分”也是造成近期市场大幅波动的重要因素——市场更倾向于认为现实比数据更差，我们认为原因在于美国就业数据表现出来的三个“不寻常”：数据“打架”，频繁修正，以及偶发和结构性因素的混杂。

第一，就业数据内部“打架”。 跳槽者、多份工作者、新进入移民人数上升，令2022年下半年以来，美国劳工局的企业调查 (CES) 表现明显强于家庭调查 (CPS)。从行业上看，2023 年以来，新增就业主要为教育和医疗服务、以及政府部门所贡献，而制造业和其他私人部门服务业的新增就业显著缩水。“挤水分”后的新增就业或进一步走弱。

第二，就业人数频频下修。 数据频频下修，令市场怀疑非农就业的可信度。一个关键原因是疫后就业调查的回复率显著降低 (尤其是企业调查 CES)、问卷回收偏慢。当前企业调查 (CES) 回复率 43%，远远低于疫情之前 60% 左右的回复率水平。8 月 22 日 QCEW 调查大幅下调就业人数，主因非法移民激增的干扰。

第三，“暂时性因素”和“结构性变化”的干扰。 恶劣天气、移民激增、提前退休、远程办公等因素，扭曲了就业市场的真相，当前我们或站在从“扭曲”回归“常态”的拐点。“贝弗里奇曲线”在疫后显著外移和陡峭化，目前正逐渐下移，回归平坦。“退出曲线” (失业率和主动离职率的关系) 在疫后大幅外移和下移，目前也正在回归正常形态。

➤ 如何衡量劳动力市场的真实“温度”？

为了从众多劳动力市场指标中厘清线索，我们将指标划分五大维度：失业、就业、劳动力市场动态、信心和景气度调查、薪酬。

失业： 指标主要来自于美国劳动局的 CPS 调查，当前普遍偏弱。

就业： 指标来自于多口径、表现分歧。

劳动力市场动态： 雇佣已弱于历史 的初始阶段；主动离职率大幅下降；但裁员率仍在低位，尚未达到历史上衰退早期的特征。劳动力供需缺口进一步向零靠近，转负在即。

信心和景气度调查： 作为领先指标，已降温至历史 期的条件。

薪酬： 增速正在降温，但仍高于疫前 2019 年的水平。

对标历史 期，我们将指标按照当前是否达到衰退状态分类：

已经大幅走弱、并对标历史来看已达到“衰退”条件： 失业率“萨姆规则衰退指标”，中小企业 NFIB 增加就业计划，雇佣，失业人口向就业人口转化率，因经济原因从事兼职就业占比，就业扩散指数。

已经显著走弱、但尚未达到“衰退”： 职位空缺率，非农劳动力的供需缺口，美国咨商会 Labor Differential 指数——关注何时达到“衰退”条件。

尚未进入降温通道： 裁员相关指标，包括裁员率、裁员人数、当周初请失业金人数/就业人数比率、WARN Notice Layoffs 等指标——关注何时出现转弱拐点。

➤ **风险提示：** 美国经济基本面变化超预期，美联储货币政策超预期。

相关研究

1. 宏观事件点评：“转按揭”的海外经验-2024/09/04
2. 新质生产力系列：高校入学的“新质”成色-2024/09/02
3. 本周经济热点：政策等风来还要多久？-2024/09/01
4. 2024 年 8 月 PMI 数据点评：8 月 PMI 的不寻常-2024/08/31
5. 人民币汇率点评：股债未动，汇率先行？-2024/08/30

目录

1 当前美国就业数据的三点“不寻常”	3
2 如何衡量劳动力市场的真实“温度”？	7
3 美国劳动力市场分析框架：五维度跟踪体系	9
3.1 失业	9
3.2 就业	13
3.3 劳动力市场动态	16
3.4 信心和景气度调查	19
3.5 薪酬	23
4 风险提示	25
插图目录	26
表格目录	27

1 当前美国就业数据的三点“不寻常”

非农数据，还能信吗？ 这或是当前研判美国经济形势最直击心灵的问题。而非农数据的“水分”也是造成近期市场大幅波动的重要因素——市场更倾向于认为现实比数据更差。

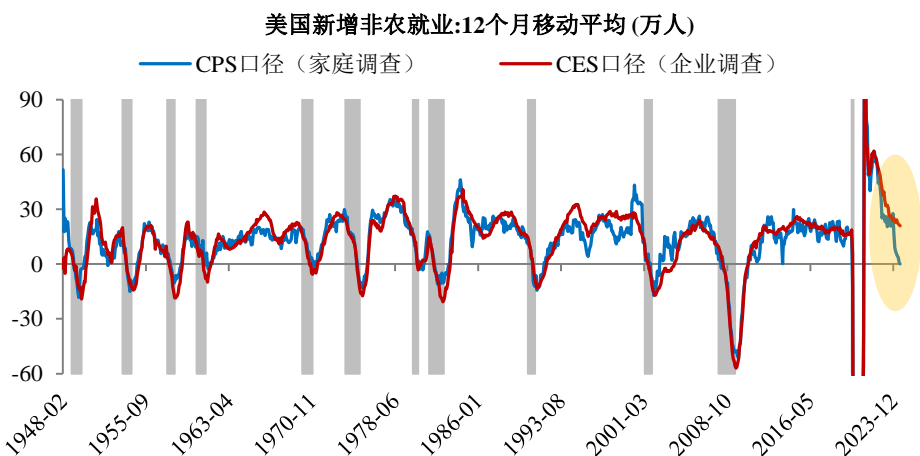
8月的非农数据要逆转当前市场偏悲观的情绪，门槛会比较高。究其症结，我们认为在于美国就业数据表现出来的三个“不寻常”：**数据“打架”，频繁修正以及偶发和结构性因素的混杂。**

在这篇报告里，除了要解释这些问题外，我们希望能更加全面客观地评估美国就业市场以及背后的衰退风险。

第一，为何就业数据内部“打架”？

这可能是我们每个月解读非农数据时都得面临的问题。2022下半年以来，美国劳工局的CES调查（企业调查、或称为工资调查）表现明显强于CPS调查（家庭调查）。CES调查的新增非农就业当前仍高于疫前；而CPS调查口径下已明显低于2019年；来自于CPS调查的失业率已触发“萨姆规则”衰退阈值。

图1：美国非农新增就业人数：CPS和CES调查出现分歧



资料：wind，民生证券研究院（阴影部分为NBER衰退期）

数据“打架”的原因在于跳槽者、多份工作、新进入移民人数上升。CPS调查对居民进行电话或面谈采访，每人仅被算作一次“就业人口”；CES调查从企业工资单上提取信息，因此，月内跳槽或兼职者，只要出现在多家机构的工资单上，即被计算多次。

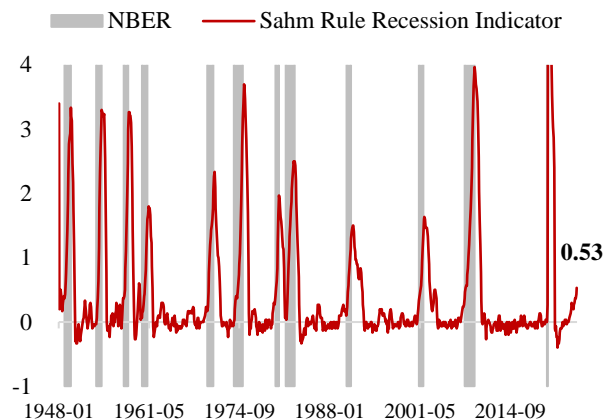
此外，新入境的移民群体会出现在工资单上、被计入企业调查；但难被CPS调查覆盖到。移民加速了劳动力市场供需缺口弥合，推升CPS调查的失业率数据。

图2：2023 年以来移民加速涌入



资料：CBP, 民生证券研究院

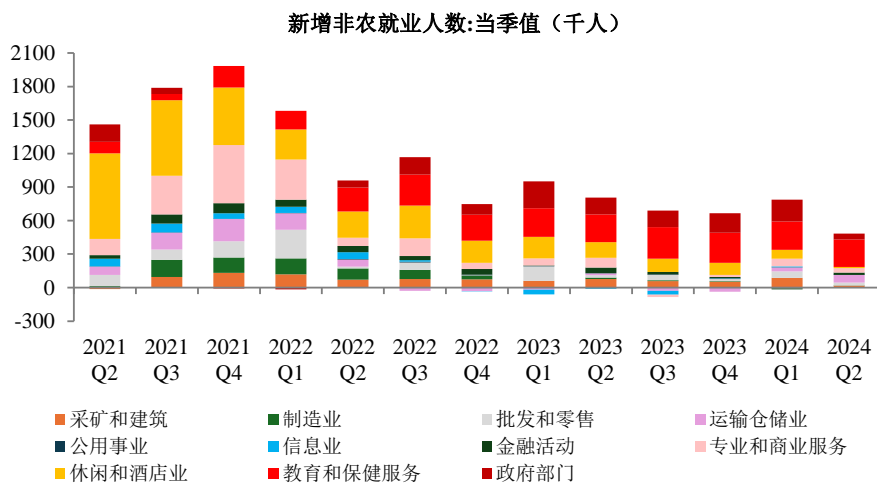
图3：失业率触发“萨姆规则”衰退阈值（单位%）



资料：wind, 民生证券研究院

新增非农就业的“水分”，除了跳槽者和身兼数职者之外，从行业上看，2023 年以来，新增就业主要为教育和医疗服务、以及政府部门所贡献，而制造业和其他私人部门服务业的新增就业显著缩水。往后看，就业流动和跳槽下降、且教育和保健行业的招聘退坡，“挤水分”后的新增就业或进一步走弱。

图4：美国非农新增就业人数:分行业



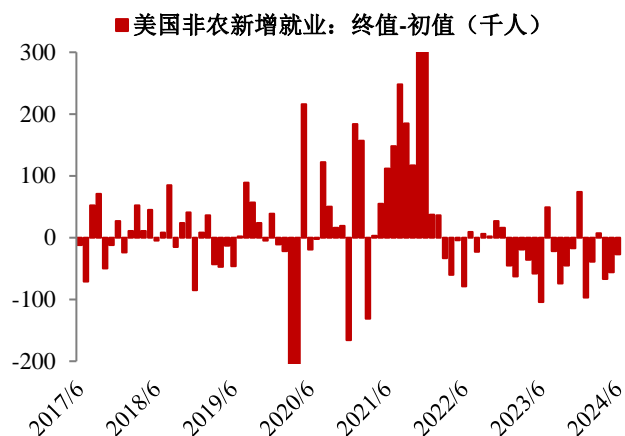
资料：wind, 民生证券研究院

第二，为何就业人数频频下修？

2023 年以来数据频频下修，令市场怀疑非农就业的可信度。一个关键原因是疫后就业调查的回复率显著降低（尤其是企业调查 CES）。今年 6 月企业调查 (CES) 回复率 43%，远远低于疫情之前 60% 左右的回复率水平。收回调查问卷的速度偏慢，导致美国劳工局需要在公布初值后再下修数据。

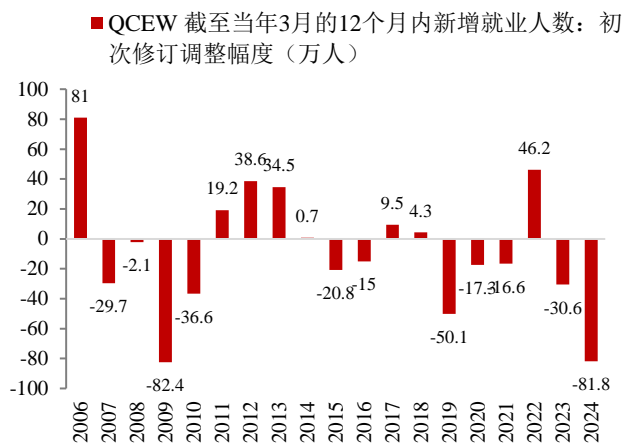
QCEW 大幅下调就业人数, 主因非法移民。8月22日美国劳工局公布 QCEW 初步估计值, 在截至 2024 年 3 月的 12 个月里, 新增非农就业人数共计下修 81.8 万个, 为 2009 年以来最大的下修幅度。QCEW 基于失业保险计算, 2023 年以来大量移民涌入, 非法移民没有社会保险号 (SSN) 因而不被计入 QCEW 调查, 导致了和企业薪资调查的差异扩大。

图5: 美国非农就业数据被频频下修



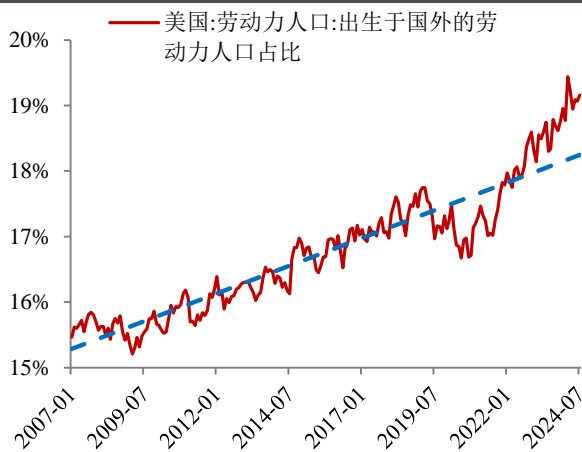
资料 : 美国劳工局, 民生证券研究院

图6: 历年 QCEW 调查初次下修的幅度 (万人)



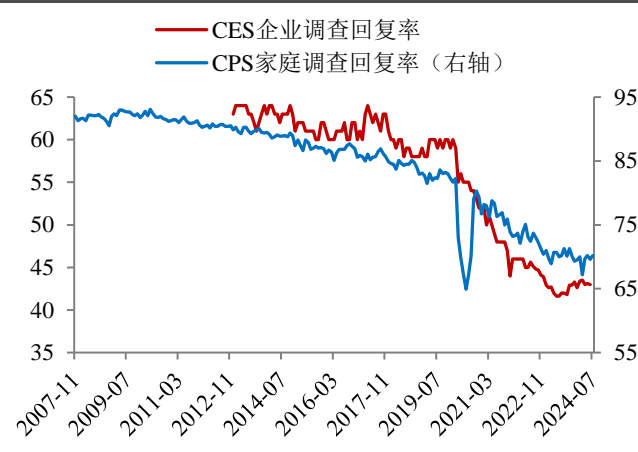
资料 : 彭博, 民生证券研究院

图7: 2023 年以来移民群体显著加速进入劳动力市场



资料 : ifind, 民生证券研究院

图8: 企业调查 (CES) 的回复率疫后大幅下降

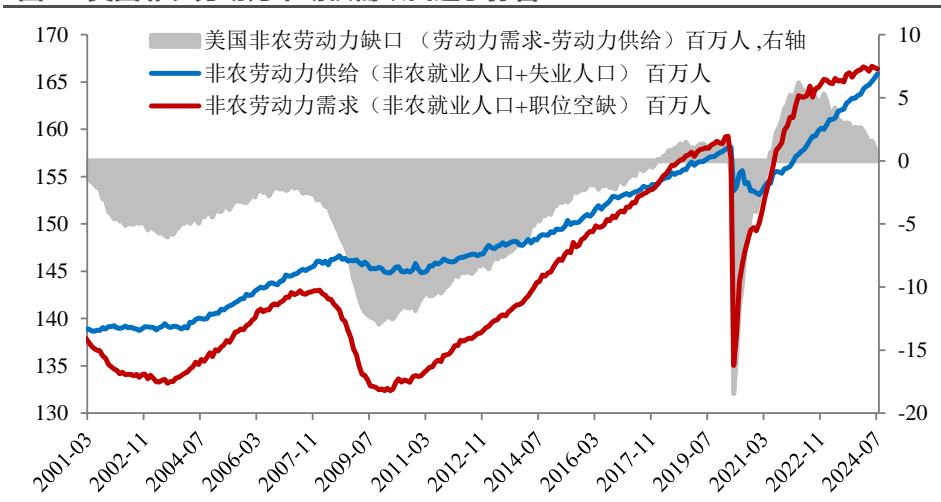


资料 : 美国劳工局, 民生证券研究院

第三, 有哪些“暂时性因素”和“结构性变化”干扰了判断?

“暂时性因素”包括今年7月的“贝里尔”飓风, 以及在2023年至今年上半年移民的激增; “结构性变化”包括“提前退休”的劳动力永久退出, 疫后劳动力市场供需缺口升至2001年有数据以来最高。这些因素扭曲了就业市场的真相, 当前我们或站在从“扭曲”回归“常态”的拐点。供需缺口或在一个季度左右之后弥合。

图9：美国非农劳动力市场供需缺口趋于弥合



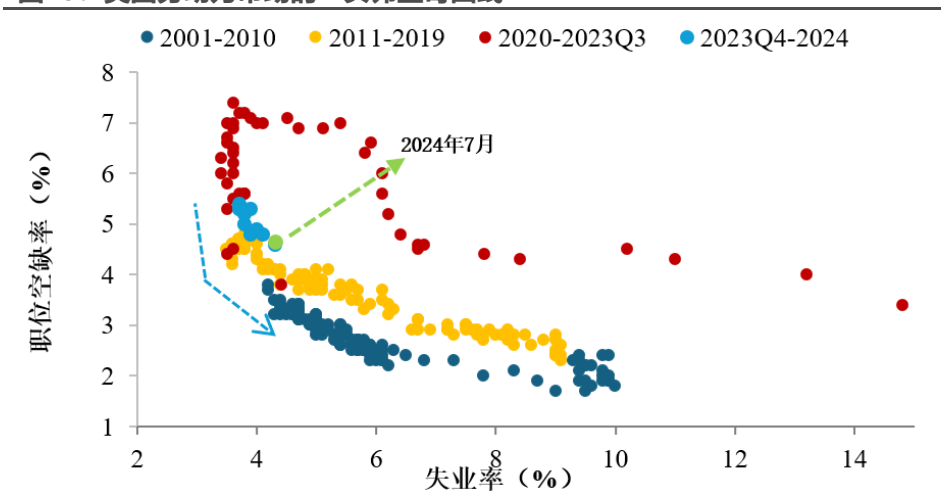
资料：wind, 民生证券研究院

我们正站在“贝弗里奇曲线”和“退出曲线”的拐点。

“贝弗里奇曲线”在疫后显著外移和陡峭化，反映了在劳动力市场极度供不应求、匹配效率下降的情况；目前正逐渐下移，回归平坦化。

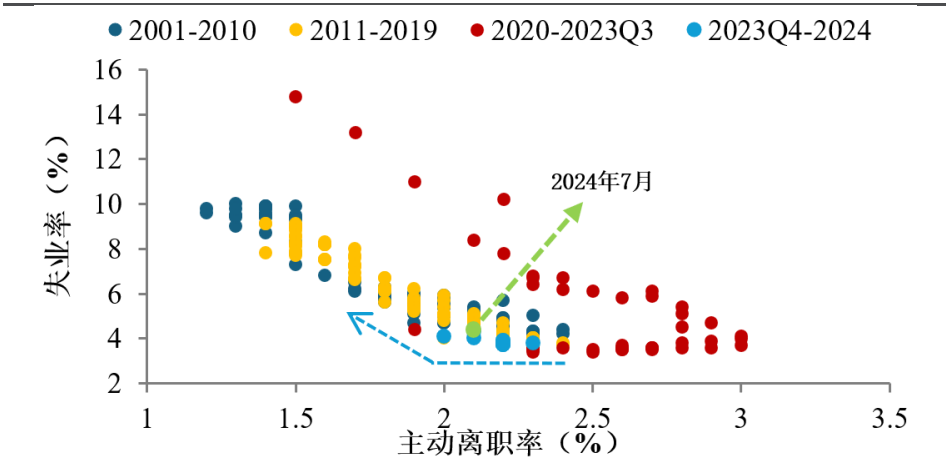
“退出曲线”（失业率和主动离职率的关系）在疫后大幅外移和下移，反映在火热的就业市场中，更多人选择自动跳槽追求更高的工资，且失业率处于低位。目前“退出曲线”也正在内移和回升。

图10：美国劳动力市场的“贝弗里奇曲线”



资料：wind, 民生证券研究院

图11: 美国劳动力市场的“退出曲线”



资料 : wind, 民生证券研究院

2 如何衡量劳动力市场的真实“温度”？

为了从众多劳动力市场指标中厘清线索，我们将指标划分五大维度：失业、就业、劳动力市场动态、信心和景气度调查、薪酬。第三章中，我们对这五维度的指标展开详细介绍。

对标历史上的 NBER 期，我们将劳动力市场的指标按照当前是否达到衰退状态分类（注：有数据以来刚进入 NBER 衰退时的平均水平，和当前进行对比）：

已经大幅走弱、并对标历史来看已达到“衰退”条件：

失业率“萨姆规则衰退指标”，中小企业 NFIB 增加就业计划，雇佣，失业人口向就业人口转化率，因经济原因从事兼职就业占比，就业扩散指数。

已经显著走弱、但尚未达到“衰退”——关注何时达到“衰退”条件？

职位空缺率，非农劳动力的供需缺口，美国咨商会 Labor Differential 指数。

尚未进入降温通道——关注何时出现明确转弱拐点？

裁员相关指标，包括裁员率、裁员人数、当周初请失业金人数/就业人数比率、WARN Notice Layoffs 等指标。

表1：美国劳动力市场指标的表现梳理

分类	指标名称	指标	最新报告期	现值	去年同期	2019年均值	最近24个月走势	经济表现信号	
								相较于2019	最近6个月
失业	失业率:U3:季调(官方失业率)	CPS	2024-07	4.3%	3.5%	3.7%		更弱	走弱
	失业率:U6:季调	CPS	2024-07	7.8%	6.7%	7.1%		更弱	走弱
	失业率:U6-U3:季调	CPS	2024-07	3.5%	3.2%	3.5%		持平	波动
	失业人数占比:失业时长少于5周:季调	CPS	2024-07	33.0%	34.0%	34.80%		更弱	走弱
	失业人数占比:失业时长15周及以上:季调	CPS	2024-07	36.9%	36.6%	35.50%		更弱	走弱
	永久性裁员/劳动力人数	CPS	2024-07	1.44%	1.18%	1.20%		更弱	走弱
	暂时性裁员/劳动力人数	CPS	2024-07	0.63%	0.43%	0.50%		更弱	走弱
	当周持续领取失业金人数(4周移动平均)	UI	2024-08	186.3万人	170.3万人	170.2万人		更弱	波动
	当周持续领取失业金人数/劳动力人数(反映失业率)	UI、CPS	2024-08	1.11%	1.03%	1.04%		更弱	波动
就业	新增家庭就业人数:当月值(12mma)	CPS	2024-07	0.48万人	24.39万人	14.78万人		更弱	走弱
	新增非农就业人数:当月值(12mma)	CES	2024-07	20.93万人	26.44万人	16.75万人		更强	波动
	非农就业:因经济原因从事兼职的人数占比	CES	2024-07	2.82%	2.46%	2.79%		更弱	走弱
	就业扩散指数:私营企业:1个月跨度:季调	CES	2024-07	49.6%	58.0%	58.8%		更弱	走弱
	ADP新增私营就业人数:当月值(12mma)	ADP	2024-08	13.5万人	25.0万人	6.2万人		更强	走弱
劳动力市场动态	雇佣率:非农:私人部门:季调	JOLTS	2024-07	3.8%	4.0%	4.3%		更弱	走弱
	主动离职率:非农:私人部门:季调	JOLTS	2024-07	2.3%	2.6%	2.6%		更弱	走弱
	裁员解雇率:非农:私人部门:季调	JOLTS	2024-07	1.2%	1.2%	1.3%		更强	波动
	美国:职位空缺率:非农部门:季调	JOLTS	2024-07	4.6%	5.3%	4.5%		更强	走弱
	非农部门:劳动力缺口(劳动力需求-劳动力供给)	JOLTS、CPS	2024-07	51万人	290万人	115万人		更弱	走弱
	职位空缺数/失业人数	JOLTS、CES	2024-07	1.07	1.49	1.19		更弱	走弱
	WARN Notice layoffs	克利夫兰联储	2024-07	17803	21136	19555		更强	走强
	挑战者企业招聘计划(12mma)	Challenger	2024-07	5.9万人	9.5万人	7.0万人		更弱	走弱
	挑战者企业裁员人数(12mma)	Challenger	2024-07	5.8万人	5.7万人	5.1万人		更弱	走强
	当周初次申请失业金人数(4周移动平均)	UI	2024-08	23.2万人	23.8万人	21.8万人		更弱	波动
	当周初次申请失业金人数/就业人数(反映裁员)	UI、CPS	2024-08	0.14%	0.15%	0.14%		持平	波动
信心和景气度调查	中小企业乐观指数:增加就业计划:季调(12mma)	NFIB	2024-07	14.83	18.08	20.08		更弱	走弱
	中小企业乐观指数:当前职位空缺:季调(12mma)	NFIB	2024-07	39.58	44.42	36.5		更强	走弱
	中小企业乐观指数:薪酬计划:季调(12mma)	NFIB	2024-07	23.08	23.67	21.31		更强	走弱
	美国咨商会调查:Jobs Plentiful	The Conference Board	2024-08	32.8%	39.9%	45.8%		更弱	走弱
	美国咨商会调查:Jobs Hard to Get	The Conference Board	2024-08	16.4%	13.2%	12.6%		更弱	走弱
	美国咨商会调查:labor market differential	The Conference Board	2024-08	16.4%	26.7%	33.2%		更弱	走弱
	ISM制造业PMI:就业	ISM	2024-08	46.0	48.5	50.9		更弱	走弱
	ISM服务业PMI:就业	ISM	2024-08	50.2	54.7	55.0		更弱	走强
	预期未来1年可能被裁员的概率	纽约联储	2024-07	14.3%	11.8%	14.3%		持平	波动
	如果今天失业,能在3个月内找到工作的概率	纽约联储	2024-07	52.5%	55.8%	59.9%		更弱	波动
薪资	非农就业时薪同比	CES	2024-07	3.6%	4.7%	3.3%		更强	走弱
	劳动力报酬指数(ECI):当季同比	ECI	2024-06	4.1%	4.5%	2.8%		更强	走弱
	跳槽者(Job Switcher)薪资同比	亚特兰大联储	2024-07	5.4%	7.0%	4.1%		更强	走弱

资料：wind, ifind, 彭博, 纽约联储, 亚特兰大联储, 克利夫兰联储, 民生证券研究院 (注: 12mma 代表 12 个月移动平均)

3 美国劳动力市场分析框架：五维度跟踪体系

美国劳动力市场指标，数据 主要包括：美国劳工局（BLS）、地方联储调查、美国自动数据处理公司（ADP），以及其他景气调查机构。

表2：美国劳动力市场指标梳理（按数据公布）

公布机构	调查/统计名称	相关指标
美国劳工局 (BLS)	CPS 当前人口调查; 家庭调查	劳动力人口、家庭就业人口、失业人口、劳动力参与率、就业率、失业率、失业持续时间.....
	CES 当前就业统计; 企业调查\工资调查	非农就业人数、非农时薪、每周工时、兼职工人、就业扩散指数.....
	JOLTS 职位空缺和劳动力流动调查	雇佣数、解雇数（包括主动离职、裁员）、职位空缺数.....
	NCS 全国劳动报酬调查	劳动力报酬指数（ECI）
	QCEW 就业和工资季度普查	季度的就业人数、机构数、工资.....
地方联储	纽约联储 消费者调查	预期未来 1 年可能被裁员失业的概率、如果失业在 3 个月内能找到工作的概率、预期 1 年后的失业率比现在更高的概率
	亚特兰大联储 薪资增长跟踪	跳槽者薪资增速、分学历/年龄/种族的薪资增速、全/兼职薪资增速
	克利夫兰联储 WARN Layoffs	受 WARN 通知影响的工人数量
美国独立企业联合会 (NFIB)	中小企业乐观指数	中小企业乐观指数:增加就业计划、薪酬计划.....
美国经济咨商会 The Conference Board	消费者信心指数	Jobs Plentiful/Jobs Hard to Get 比例、Labor Differential
供应链管理协会 (ISM)	采购经理指数 (PMI)	制造业 PMI 就业分项, 服务业 PMI 就业分项
美国劳工局失业保险办公室	申请失业救济金数据 (UI)	当周首次申领失业金人数, 持续领取失业金人数
美国自动数据处理公司 (ADP)	ADP 就业调查	ADP 就业人数、分行业就业人数

资料：美国劳工局，美国各地方联储，NFIB，ISM，美国经济咨商会，民生证券研究院

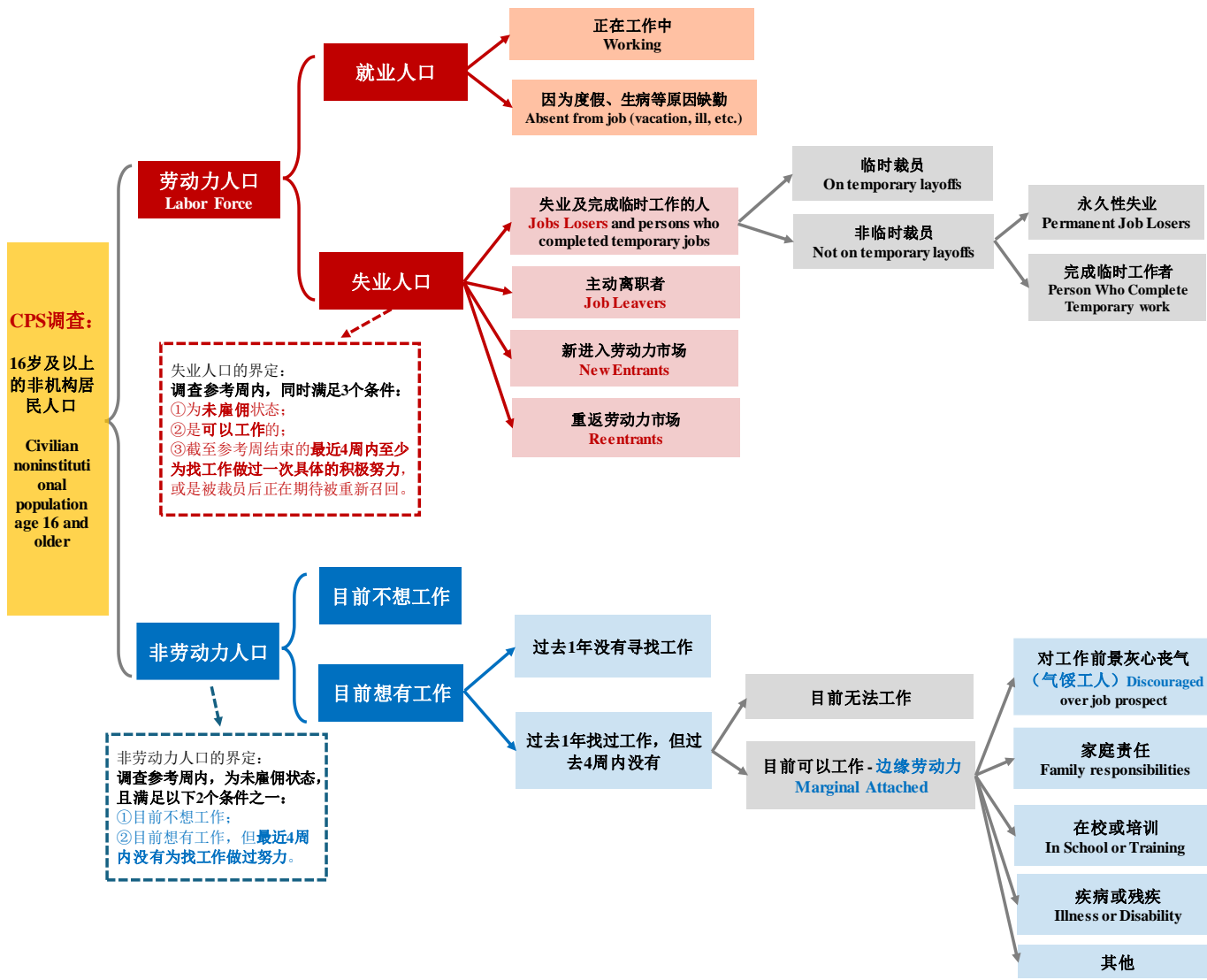
3.1 失业

3.1.1 劳动力参与

失业率作为最核心的指标之一，分子端（失业人口）和分母端（劳动力人口）的分析同样重要。

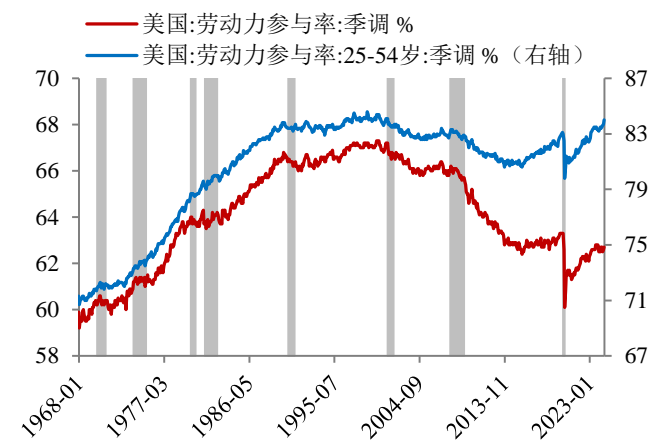
劳工局的 CPS 调查对 16 岁以上的非机构居民进行抽样采访，询问工作状态，将居民分为 3 类：非劳动力人口、就业人口、失业人口；后两者合称劳动力人口。

图12: 美国劳工局 CPS (家庭调查) 的指标概念图



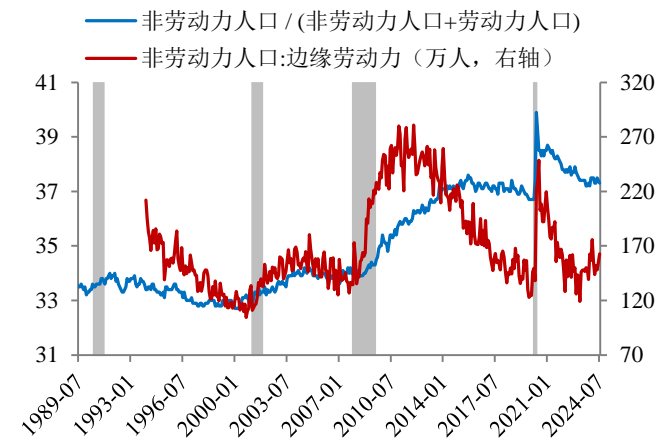
资料 : 美国劳工局, 民生证券研究院

图13: 美国劳动力参与率



资料 : wind, 民生证券研究院 (阴影部分为 NBER 衰退期)

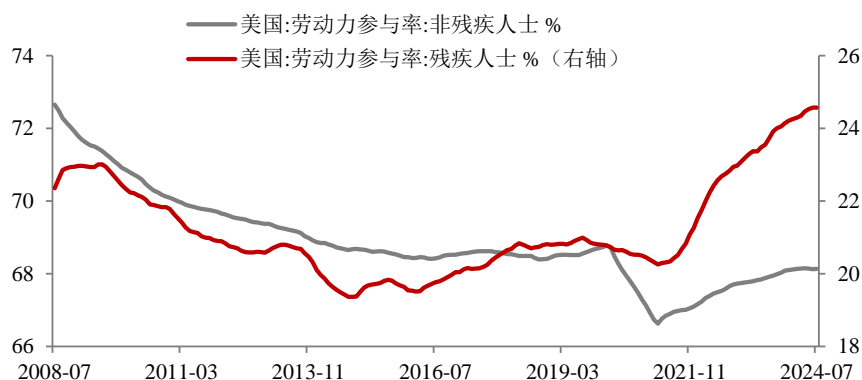
图14: 美国非劳动力人口以及边缘劳动力人口



资料 : Fred, 民生证券研究院 (阴影部分为 NBER 衰退期)

劳动力人口的结构变化，推动了失业率上行。一是移民加速涌入，2023 年以来，劳动力人口中移民占比加速上行，边境捕获移民人数在今年上半年刷新历史峰值。二是残疾群体大量新进入劳动力市场，受益于远程办公模式的普及，残疾群体的劳动力参与大幅上行，远高于疫前。

图15：美国残疾群体的劳动力参与率（12 个月移动平均）显著加速上升

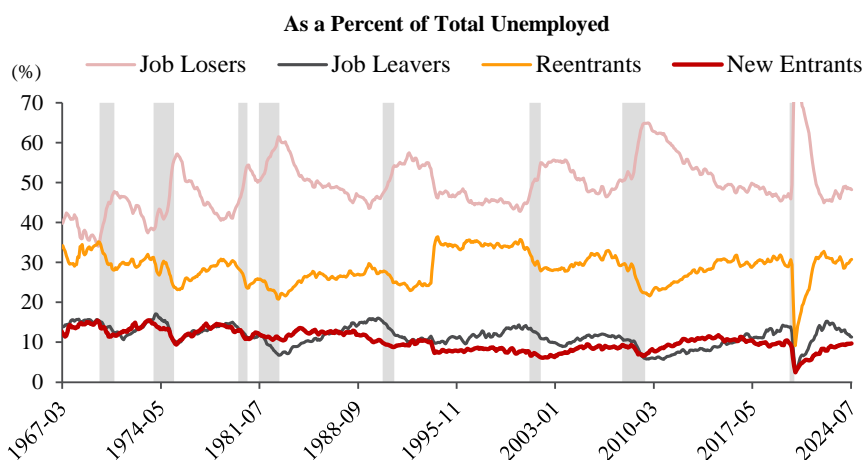


资料 : ifind, 民生证券研究院

3.1.2 失业人口

从失业人口的结构，也可以看出劳动力供给增加对本轮失业率上行的贡献。失业人口按失业原因可以分为 4 类:新进入劳动力市场找工作的人(New Entrants)、再进入者 (Reentrants)、主动离职 (Job Leavers)、丧失工作 (Job Losers)。当前“新进入者”占总失业人口的比例上升，而历史上的衰退期内“新进入者”占比均在下降。这反映了移民等“新进入者”对本轮失业率上行的贡献。

图16：各类失业人口占总失业人口的比例

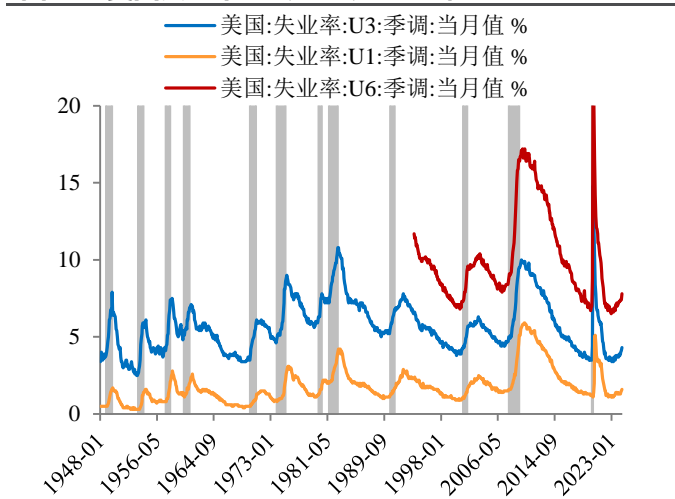


资料 : wind, 民生证券研究院

3.1.3 失业率

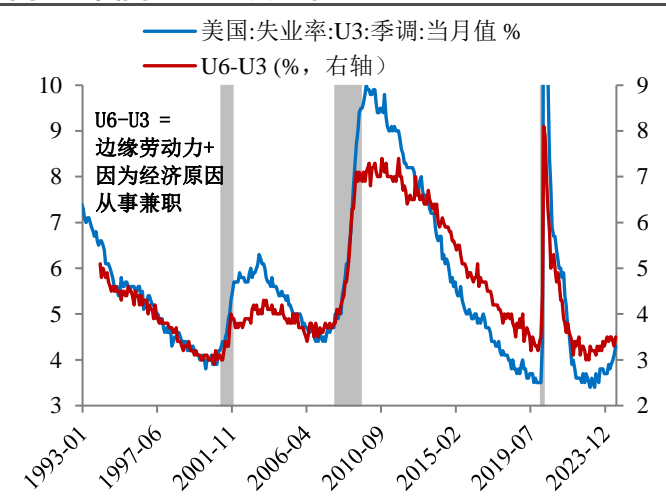
失业率为周期性的滞后指标。劳工局的失业率有 U1~U6 六种口径，U3 为官方失业率，U1~U2 的分子较 U3 缩小，U4~U6 的分子分母在 U3 的基础上扩大。U6-U3 的差值代表边缘劳动力和因经济原因从事兼职者的变化。

图17: 美国失业率 U1、U3、U6 口径



资料：Wind, 民生证券研究院 (阴影部分为 NBER 衰退期)

图18: 美国 U6-U3 失业率



资料：Wind, 民生证券研究院 (阴影部分为 NBER 衰退期)

表3: 美国 U1~U6 失业率口径定义

失业率口径	分子	分母
U1	失业时长 15 周或以上的失业人口	劳动力人口
U2	丧失工作者 (永久性裁员+临时性裁员) + 完成临时工作者	劳动力人口
U3 (官方失业率)	官方失业人口	劳动力人口
U4	官方失业人口+对工作前景灰心丧气者 (气馁工人)	劳动力人口+对工作前景灰心丧气者 (气馁工人)
U5	官方失业人口+边缘劳动力	劳动力人口+边缘劳动力
U6	官方失业人口+边缘劳动力+因经济原因正在兼职者	劳动力人口+边缘劳动力+因经济原因正在兼职者

资料：美国劳工局, 民生证券研究院

3.1.4 失业时长

失业持续时间和失业率类似，均为滞后指标。历史上 期，失业时长少于 5 周的人数占比下降，失业时长 15 周及以上的人数占比上升。这两个指标在今年二季度出现拐点，“失业时长少于 5 周占比”从今年 2 月份 36.1%波动下降至 7 月的 33%；“失业时长 15 周以上占比”从今年 4 月的 33.8%波动上升至 36.9%。失业持续时间的平均时长在最近 1 年内呈波动走势。

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/627105121153006150>