

为何失业率与非农就业数据背离

——海外观察：2023年5月美国就业数据

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**美国5月新增非农就业33.9万人，前值修正后29.4万人，预期19.5万人；失业率3.7%，预期3.5%，前值3.4%。时薪环比增长0.3%，预期0.4%，前值0.4%。
- **核心观点：**5月美国非农就业与失业率的分歧较大，家庭调查（CPS）与企业调查（CES）背离，主要原因是统计范围差异和员工在行业间跳槽。FOMC的内部分歧将继续加深，6月不加息的概率更高。总量指标无法反映就业市场的内部松弛，对经济衰退的说服力不强。
- **美国数据喜忧参半。**5月美国就业数据的不同指标间分歧较大：一方面，新增非农就业人数达33.9万人，大超前值与预期，与低于预期的初请失业金人数较为一致，显示美国劳动力市场仍紧；另一方面，失业率上升至3.7%，为2022年10月以来最高，时薪增速也低于预期，又展现出了美国劳动力市场偏冷的一面。
- **为何非农就业数据与失业率先背离？**5月劳动参与率与上月持平，劳动力人口的变化影响很小，最主要的原因是家庭调查（CPS）与企业调查（CES）的背离。美国劳工部发布的数据中，失业率来自于对于家庭的电话问卷调查，而新增非农就业则来自于对企业所发放工资单的调查，两种数据的统计范围和方式都有差别。
 - 5月家庭调查的就业人数为1.6亿人，较4月减少了31万人；而非农就业人数为1.56亿人，较4月增加了33.9万人。
 - 统计范围的差别是造成两者背离的重要原因。家庭调查的范围更广，包含了企业调查中所不包含的农业相关就业、自雇人士、家族企业中未获报酬的家族成员、管家保姆等家庭工作者、无薪休假的员工。企业调查则重复统计了在不同雇主处打多份工的人。针对以上项目进行调整之后，通过家庭调查数据估算的非农就业人数约为15.4万人，较4月增长了39.4万人，与新增非农就业人数的数据较为一致。调整项中造成差异的主要原因是5月自雇人士和无薪休假人员的环比减少，以及兼职人数的增多。
 - 员工跳槽也会导致就业在企业调查中被重复统计。5月信息业和制造业的就业人数继续减少，而服务业就业人数持续增加，就业增加最多的行业为教育和保健服务，员工在行业间的流动很可能加剧了数据的分歧。
- **FOMC的内部分歧将继续加深，6月不加息的可能性更大。**5月FOMC会议的纪要显示，FOMC内部对于加息路径存在分歧。4月和5月的通胀及就业数据为两派都提供了论据，很可能加剧这种分歧：非农就业和通胀数据支持继续紧缩，而时薪增速和家庭调查的就业数据支持暂停加息。考虑到银行风险，美联储很有可能选择6月不加息，保持观望。目前CME联储观察工具显示的是6月联储不加息的概率为75%，而7月可能再加一次息，市场对于年内降息的预期已经基本消失。
- **对于美国经济是否能软着陆，本次就业数据的说服力不强。**劳动力市场松紧度的衡量的复杂之处在于，总量指标难以反映劳动力在职业阶梯上的移动。在经济向下时，人们可能出于生计选择接受工资和生产效率更低的职位，但并没有离开就业市场。劳动力市场内部的松弛性并不能反映在总量指标中，而美国本轮经济周期中服务业岗位需求的结构性复苏恰恰加剧了这一点。对于美国经济是否走向衰退，仍需等待时间的验证。
- **风险提示：**银行业流动性风险发酵可能影响美联储利率决策。

正文目录

1. 美国就业数据喜忧参半.....	4
2. 为何非农就业数据与失业率背离.....	5
3. FOMC 的内部分歧将继续加深，6 月不加息的可能性更大.....	7
4. 对于美国经济是否能软着陆，本次就业数据的说服力不强.....	7
5. 核心观点.....	7
6. 风险提示.....	8

图表目录

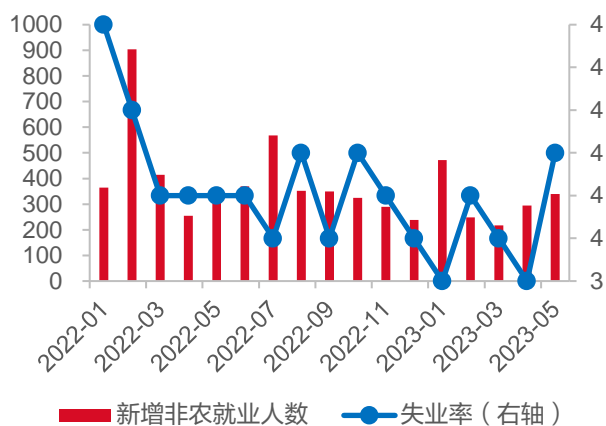
图 1 新增非农就业人数和失业率, 千人, %	4
图 2 当周初请失业金人数, 人	4
图 3 时薪环比增速, %	4
图 4 劳动力总供需, 百万人	4
图 5 经过调整的家庭与企业调查就业人数, 千人	6
图 6 分行业新增非农就业人数, 千人	6
表 1 家庭调查与企业调查的区别	5
表 2 CME 联储观察工具显示的加息概率	7

事件：美国 5 月新增非农就业 33.9 万人，前值修正后 29.4 万人，预期 19.5 万人；失业率 3.7%，预期 3.5%，前值 3.4%。时薪环比增长 0.3%，预期 0.4%，前值 0.4%。

1. 美国就业数据喜忧参半

5 月美国就业数据的不同指标间分歧较大：一方面，新增非农就业人数达 33.9 万人，大超前值与预期，与低于预期的初请失业金人数较为一致，显示美国劳动力市场仍紧；另一方面，失业率上升至 3.7%，为 2022 年 10 月以来最高，时薪增速也低于预期，又展现出了美国劳动力市场偏冷的一面。

图1 新增非农就业人数和失业率，千人，%



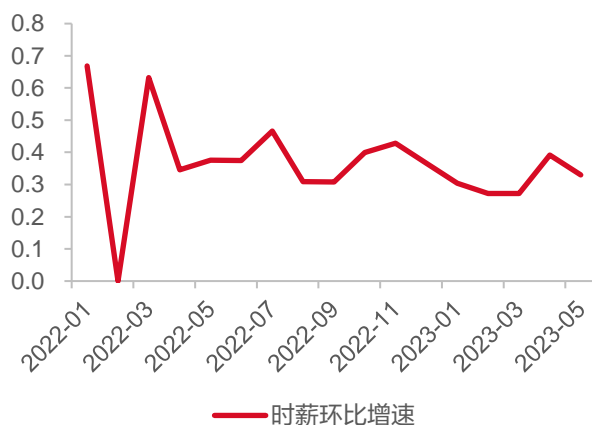
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 当周初请失业金人数，人



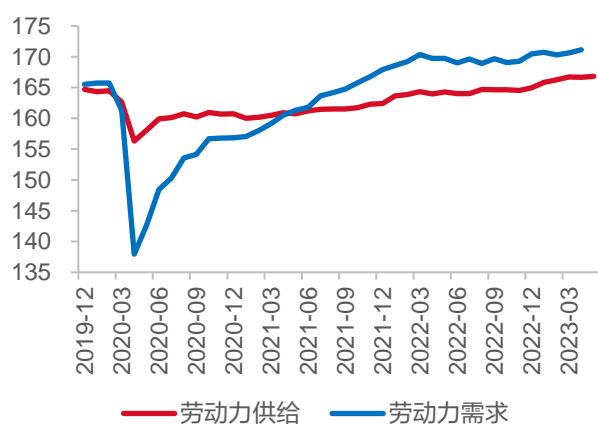
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 时薪环比增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 劳动力总供需，百万人



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.为何非农就业数据与失业率背离

5月劳动参与率与上月持平，劳动力人口的变化影响很小，最主要的原因是家庭调查（CPS）与企业调查（CES）的背离。美国劳动部发布的数据中，失业率来自于对于家庭的电话问卷调查，而新增非农就业则来自于对企业所发放工资单的调查，两种数据的统计范围和方式都有差别。

表1 家庭调查与企业调查的区别

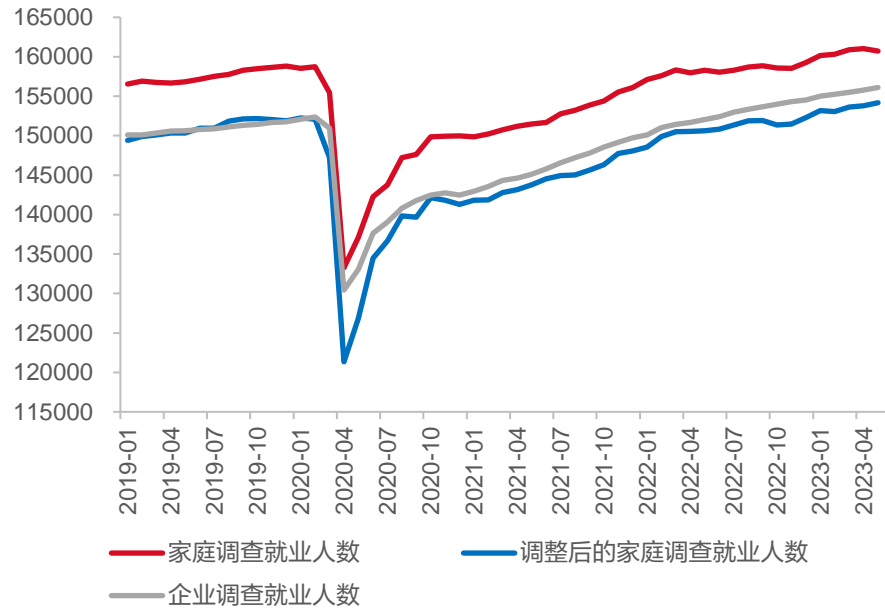
	家庭调查 (CPS)	企业调查 (CES)
范围	16岁及以上的非机构公民人口	非农有薪工作人员
数据来源	每月对大约60,000个符合条件的家庭进行样本调查	每月对大约122,000家企业和政府机构进行样本调查，代表约666,000个单独的工作场所
数据产出	劳动力、就业、失业和相关率，包括人口统计学细节	就业、工时和收入，包括行业和地理细节
参考期	通常是包括该月12日的日历周	包括该月12日的雇主支付期（可以是每周、每两周、每月或其他）
就业概念	就业人数的估计值（多职人员仅计算一次）。包括离职期间未获报酬的人。	工作岗位的估计值（每个非农工资单工作计算多职人员）。仅包括参考支付期间获得报酬的人。
统计范围	包括未纳入公司的自雇人士、家庭企业中未获报酬的家庭成员、农业和相关工作者、私人家庭中的工人以及离职期间未获报酬的工人。排除整个参考周都被停职的工人，即使他们在停职期间获得报酬（他们被视为失业，暂时停职）。	排除左侧列出的所有群体，除了农业和相关行业的伐木组成部分。如果停职期间的任何支付期包括停职，则包括停职工人。
90%置信区间范围	± 600,000	± 130,000
基数调整	没有就业的直接基准。每年使用普查间人口估计进行基础人口基准调整，并每10年使用一次人口普查。	就业按年基准调整为总体就业数，主要来自失业保险（UI）税记录。

资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

5月家庭调查的就业人数为1.6亿人，较4月减少了31万人；而非农就业人数为1.56亿人，较4月增加了33.9万人。

统计范围的差别是造成两者背离的重要原因。家庭调查的范围更广，包含了企业调查中所不包含的农业相关就业、自雇人士、家族企业中未获报酬的家族成员、管家保姆等家庭工作者、无薪休假的员工。企业调查则重复统计了在不同雇主处打多份工的人。针对以上项目进行调整之后，通过家庭调查数据估算的非农就业人数约为15.4万人，较4月增长了39.4万人，与新增非农就业人数的数据较为一致。调整项中造成差异的主要原因是5月自雇人士和无薪休假人员的环比减少，以及兼职人数的增多。

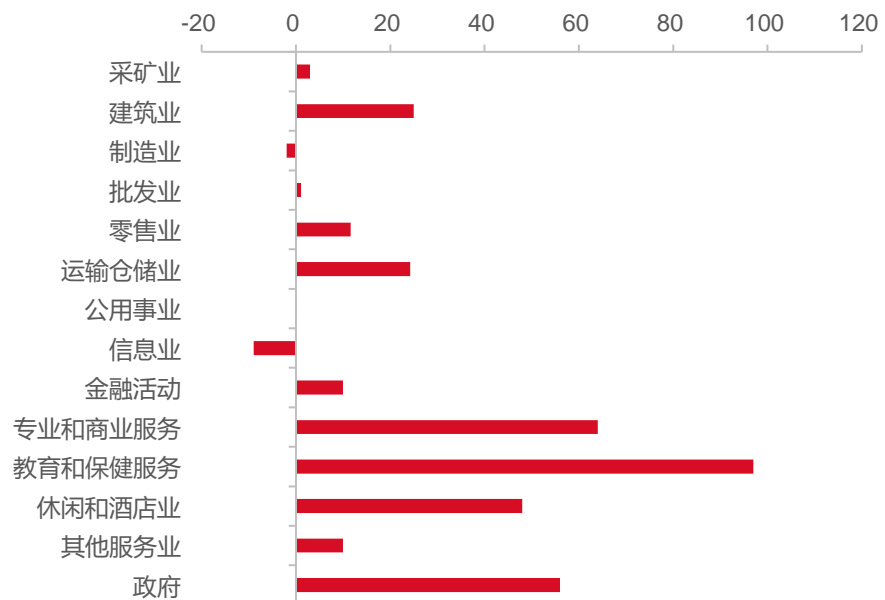
图5 经过调整的家庭与企业调查就业人数，千人



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

员工跳槽也会导致就业在企业调查中被重复统计。5月信息业和制造业的就业人数继续减少，而服务业就业人数持续增加，就业增加最多的行业为教育和保健服务，员工在行业间的流动很可能加剧了数据的分歧。

图6 分行业新增非农就业人数，千人



资料来源：FRED，东海证券研究所

3.FOMC 的内部分歧将继续加深，6 月不加息的可能性更大

5 月 FOMC 会议的纪要显示，FOMC 内部对于加息路径存在分歧。4 月和 5 月的通胀及就业数据为两派都提供了论据，很可能加剧这种分歧：非农就业和通胀数据支持继续紧缩，而时薪增速和家庭调查的就业数据支持暂停加息。

考虑到银行业风险，美联储很有可能选择 6 月不加息，保持观望。目前 CME 联储观察工具显示的是 6 月联储不加息的概率为 75%，而 7 月可能再加一次息，市场对于年内降息的预期已经基本消失。

表2 CME 联储观察工具显示的加息概率

MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	74.7%	25.3%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.1%	53.5%	14.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	34.7%	48.8%	12.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	19.6%	41.9%	30.4%	6.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	10.9%	30.8%	36.1%	18.2%	3.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	8.5%	26.1%	34.8%	22.4%	6.6%	0.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.4%	23.7%	33.6%	24.1%	8.8%	1.6%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	10.0%	25.3%	32.1%	21.7%	7.7%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.1%	20.0%	29.7%	25.3%	12.6%	3.5%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.0%	6.5%	18.5%	28.6%	25.8%	14.0%	4.5%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.8%	5.3%	15.9%	26.4%	26.4%	16.6%	6.6%	1.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.6%	4.1%	13.2%	23.7%	26.4%	19.1%	9.2%	2.9%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，东海证券研究所

4.对于美国经济是否能软着陆，本次就业数据的说服力不强

劳动力市场松紧度的衡量的复杂之处在于，总量指标难以反映劳动力在职业阶梯上的移动。在经济向下时，人们可能出于生计选择接受工资和生产效率更低的职位，但并没有离开就业市场。劳动力市场内部的松弛性并不能反映在总量指标中，而美国本轮经济周期中服务业岗位需求的结构性复苏恰恰加剧了这一点。对于美国经济是否走向衰退，仍需等待时间的验证。

5.核心观点

5 月美国非农就业与失业率的分歧较大，家庭调查（CPS）与企业调查（CES）背离，主要原因是统计范围差异和员工在行业间跳槽。FOMC 的内部分歧将继续加深，6 月不加息的概率更高。总量指标无法反映就业市场的内部松弛，对经济衰退的说服力不强。

6.风险提示

银行业流动性风险发酵可能影响美联储利率决策。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089