

# 宏观报告

证券研究报告

2024年03月10日

## 为什么小非农（ADP）与非农（NFP）就业持续背离

作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观点评-地产企稳的标志》2024-03-07
- 《宏观报告：宏观-“全球选举年”的不确定性》2024-03-06
- 《宏观报告：宏观-年初经济怎么看》2024-03-05

小非农（ADP）与非农（NFP）同为衡量美国就业的关键指标，但是疫情以来，两者之间的走势背离程度愈发加剧。

小非农（ADP）仅包含私人部门就业，而非农（NFP）既包含私人部门又包含政府部门就业。因此当私人部门和政府部门的就业趋势出现差异，或政府就业遇到季节性变化时，小非农（ADP）和非农（NFP）会产生背离。

我们认为两者就业趋势的差异是近半年来小非农（ADP）和非农（NFP）差异愈发明显的重要原因。

从构成结构上看，与小非农（ADP）更具有可比性的是非农（NFP）的私人部门新增就业。疫情以来，两者的差异也开始加大，且波动更明显。

我们认为有两个原因导致了小非农（ADP）和非农（NFP）私人部门就业出现背离且越来越大，一是编纂方法的差异导致了数据差异甚至背离，二是疫后美国就业活动的新特点放大了数据的差异程度。

小非农（ADP）对灵活就业、临时用工的反应更准确，而非农（NFP）私人就业更多反应的是稳定工作的就业数据。

为什么疫后两个数据的差异越来越大呢？

这和美国疫后就业活动的新特点有关。疫情以来，美国兼职（包括自愿与非自愿）就业数小幅持续增加，但全职就业数快速修复后有所停滞。

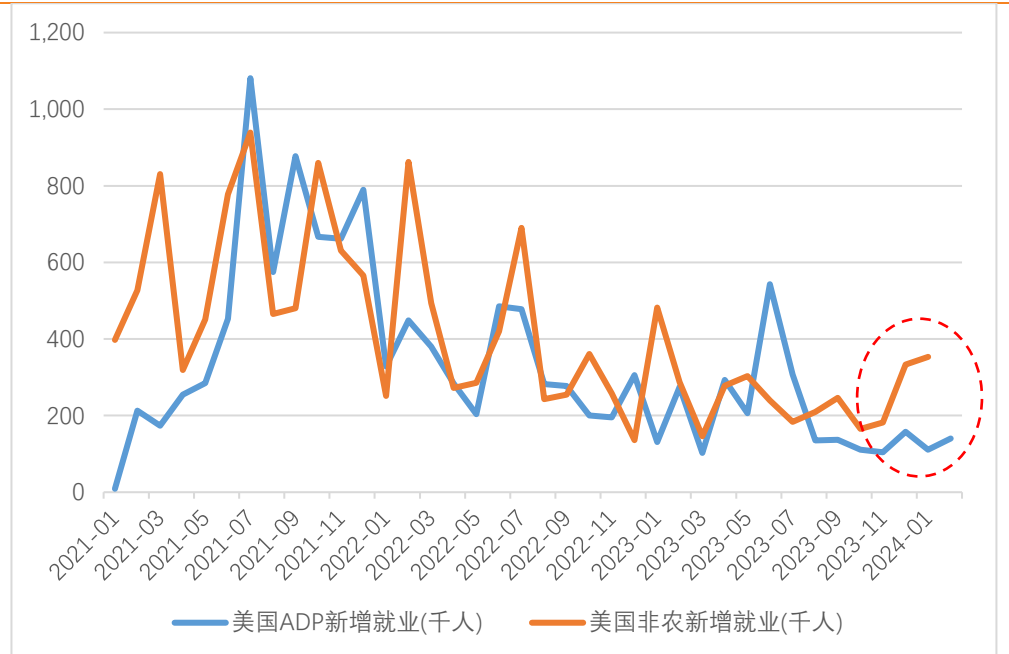
随着兼职人数的增加，非农就业开始再加速。而这一部分兼职的人数此前可能已经被小非农（ADP）所涵盖，因此小非农（ADP）就业保持稳定，加剧了近半年来的背离。

**风险提示：**小非农（ADP）与非农（NFP）统计质量下降；美国年轻人就业偏好出现较大不确定性。

小非农（ADP）与非农（NFP）同为衡量美国就业的关键指标，但是疫情以来，两者之间的走势背离程度愈发加剧。

尤其是近半年来，小非农（ADP）和非农（NFP）之间的差异变得更加明显。2023 年 7 月至今，小非农（ADP）新增就业保持在每月 15 万人左右，而非农（NFP）新增就业出现了再加速的趋势。

图 1：23 年 7 月起，非农（NFP）与小非农（ADP）差异更加明显

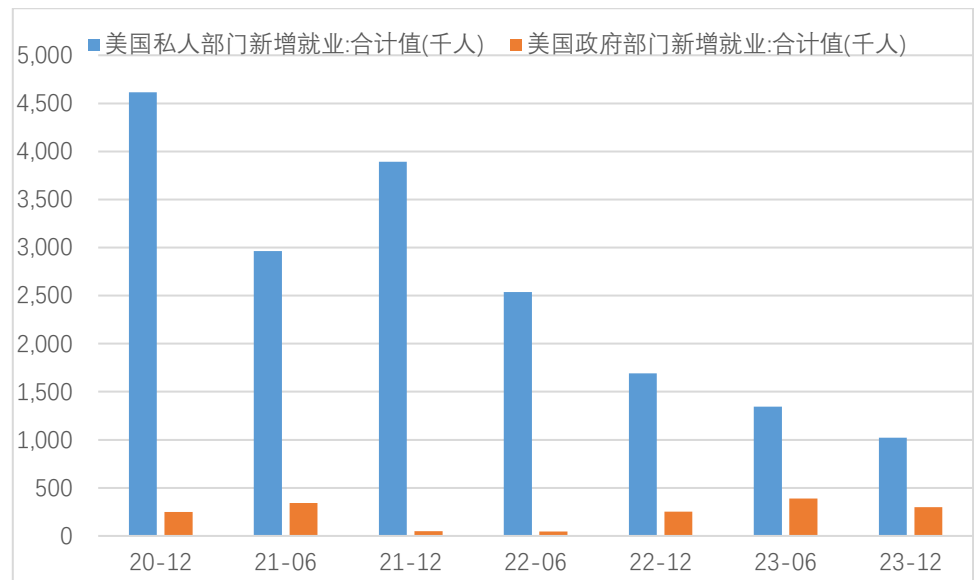


资料来源：Wind，天风证券研究所

两者最直接的区别是构成结构的不同：小非农（ADP）仅包含私人部门就业，而非农（NFP）既包含私人部门又包含政府部门就业。因此当私人部门和政府部门的就业趋势出现差异，或政府就业遇到季节性变化时，小非农（ADP）和非农（NFP）会产生背离。

疫情以来，美国私人部门就业快速修复，但随着加息周期的开启，其新增就业逐步放缓。而政府部门对周期变化相对不敏感，整体就业自 2022 年下半年以来变化不大。我们认为两者就业趋势的差异是近半年来小非农（ADP）和非农（NFP）差异愈发明显的重要原因。

图 2：美国私人和政府部门就业趋势出现差异



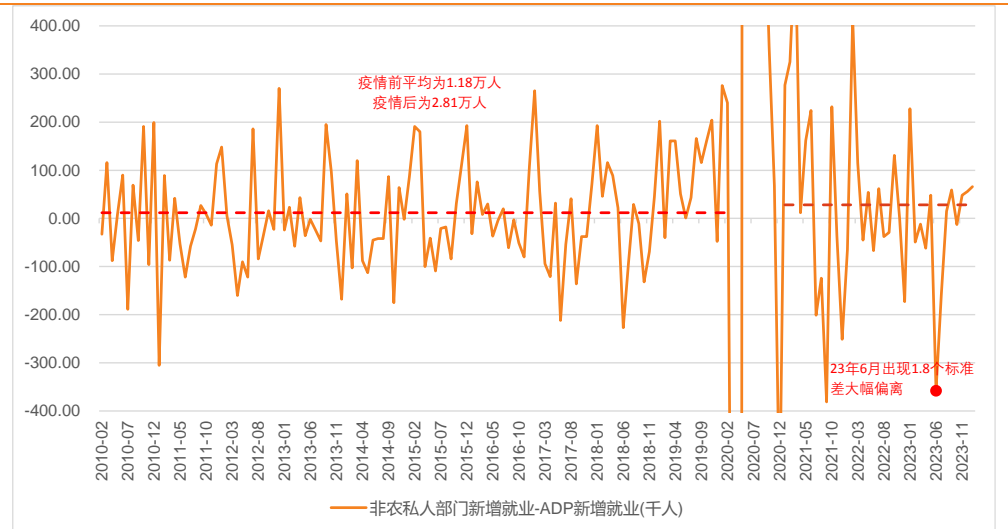
资料来源: Wind, 天风证券研究所

从构成结构上看,与小非农(ADP)更具有可比性的是非农(NFP)的私人部门新增就业。疫情以来,两者的差异也开始加大,且波动更加明显。

具体来看,2021年1月至今,小非农新增就业和非农私人部门新增就业的平均差值为2.81万人,是疫情前(2010年2月-2020年2月)1.18万人的近三倍。

且两者出现大幅偏差的情况也更加常见,比如2023年6月,ADP新增就业为54.3万人,而同期非农私人部门新增就业仅有18.5万人,两者之间出现了向下1.8个标准差的大幅偏离。而疫情前的10年,超过1.8个标准差的偏离水平也仅出现过三次。

图3:疫情后ADP与非农私人就业偏差加大,波动更加明显



资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们认为有两个原因导致了小非农(ADP)和非农(NFP)私人部门就业出现背离且越来越大,一是编纂方法的差异导致了数据差异甚至背离,二是疫后美国就业活动的新特点放大了数据的差异程度。

一是编纂方法上的差异导致了数据差异和背离。

小非农(ADP)与非农就业均聚焦于职位数(jobs)而非雇佣人员(employed persons),因此均可能出现重复计算,但是两者在样本选取数、纳入就业的标准以及采样频次等方面

有较大差异。

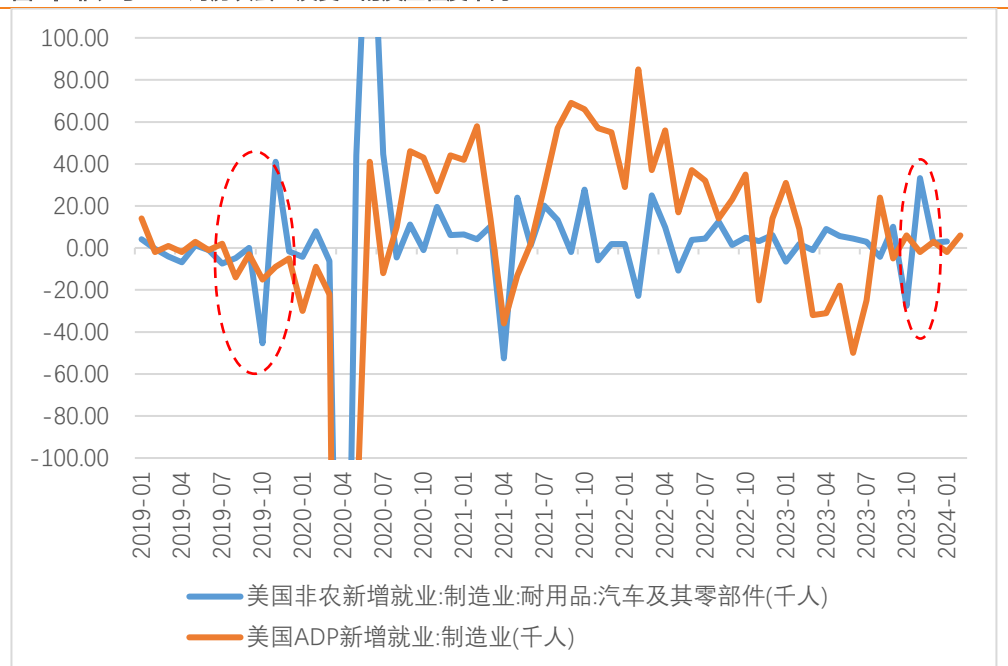
第一个差异是样本数量。ADP 覆盖使用其软件支付薪资的约 50 万家企业。而非农的企业调查报告覆盖约 15.4 万家企业和政府机构的约 66 万个就业地点，**非农相对覆盖面更大。**

第二个差异是纳入就业的标准。ADP 统计的是调查周期内**实际获得薪资的员工数 (Paid Employment)**，而非农统计的是**企业薪资册 (Payroll Employment) 在册人数**，非农统计并不要求企业在当期实际发放工资，**只要签署了劳资协议即可被算入。**

**所以在出现罢工和复工时，两者之间会出现明显差异。**例如 2019 年 9 月 16 日开始的通用汽车罢工事件，该事件于 2019 年 10 月 26 日以劳资双方达成新的协议而结束。但该协议签署后，有很多工人并未立即复工。因此非农将复工员工算在 11 月就业，而 ADP 将大部分人算在 12 月，导致了就业数据的背离。

同样的，2023 年 9 月 15 日开始的全美汽车工人 (UAW) 大罢工于 2023 年 10 月 30 日结束。非农就业里的汽车及零部件行业在 10 月录得 -2.75 万人后，随着罢工的结束，11 月录得 3.3 万人增长；而 ADP 就业并未明显反应。

图 4：非农与 ADP 对历次罢工及复工的反应程度不同



资料来源：Wind，天风证券研究所

第三个差异是采样频次。ADP 数据是周度收集、月度统计，即一个月内每一个观察周的实际薪资发放都会被计入就业。而非农仅收集每月 12 号当周的数据，随后月度统计发表。

表 1：ADP 和非农编纂方式存在较大差异

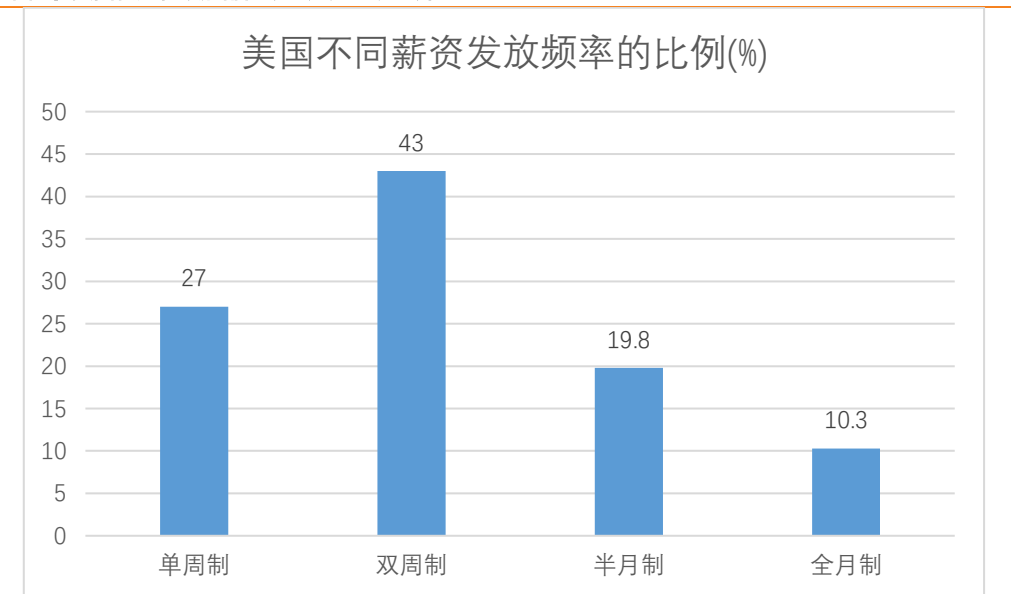
编纂标准	小非农(ADP)	非农(NFP)
样本数量	约50万家私营企业	15.4万家企业与政府机构 约66万个工作地点
纳入标准	调查期内（每一周）获得薪资的员工数（Paid Employment）	企业薪资册(Payroll Employment) 在册人数 签署了劳资协议但当月尚未发薪亦可算在内 (此发薪周期包含12号即可)
采样频次	周频收集, 月度统计	仅在当月含12号的当周收集(往往是每个月第二周), 月度统计

资料来源：BLS，ADP，天风证券研究所

周薪和双周薪工作在美国的占比为 70%，因此 ADP 周度采集数据可以更好地捕捉就业的真实情况。尤其是那些兼职员工较多、临时性用工需求较高的行业，只要受雇佣者在当月任意一周获得薪资收入即可被算入当月就业。而非农视角下，如果该员工没有在 12 号当周处于企业薪资册中，就不会被计算为就业。

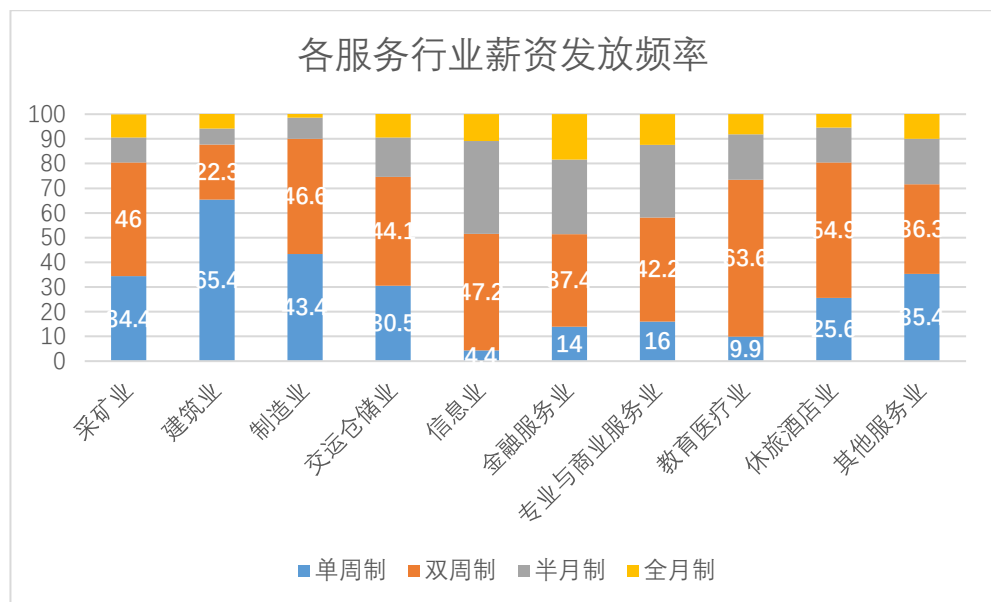
现实中，休闲旅游业，采矿业，制造业与建筑业等行业的周薪（双周薪）制较为集中。疫情后，休闲旅游业与采矿业的 ADP 与非农就业平均差值是疫情前两倍左右；而建筑业平均差值由负转正，制造业平均差值更是从疫情前的几乎无差别大幅增加至约 -2700 人。

图 5：美国私人和政府部门就业趋势出现差异



资料来源：BLS（截止 2023 年 2 月 CES 调查），天风证券研究所

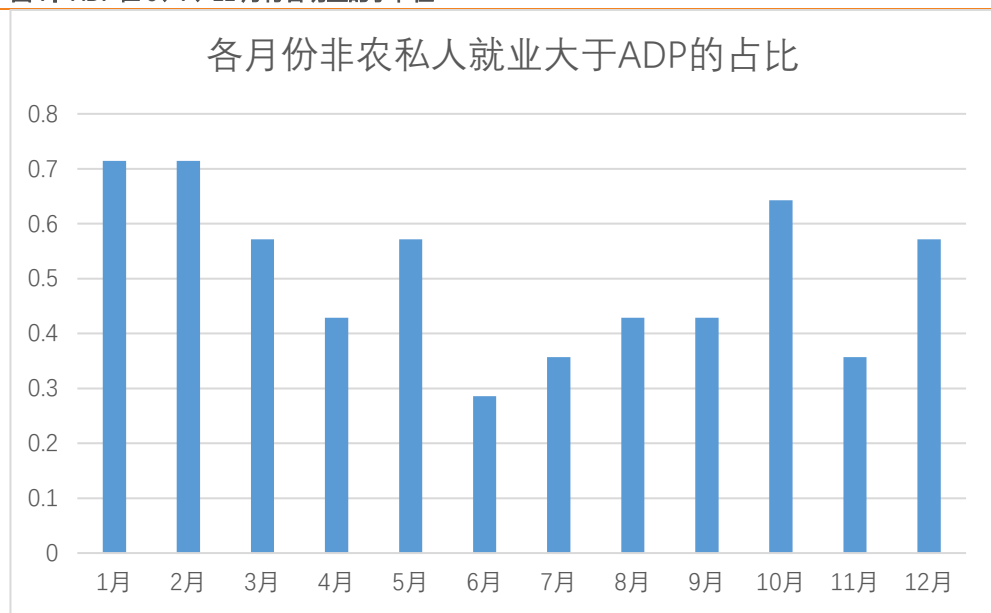
图 6：休旅业、建筑业、采矿业和仓储物流业薪资发放更为灵活



资料来源：BLS（截止 2023 年 2 月 CES 调查），天风证券研究所

**小非农（ADP）就业在每年 6、7、11 这三个月有明显的季节性**，原因是 6、7 月正值暑假开端，学生暑期打短工的情况较多，同时休闲旅游等行业的临时用工需求增加；而 11 月恰逢感恩节假期，叠加随后 12 月圣诞新年假，各行业往往也开始增加临时用工需求。

图 7：ADP 在 6、7、11 月有着明显的季节性



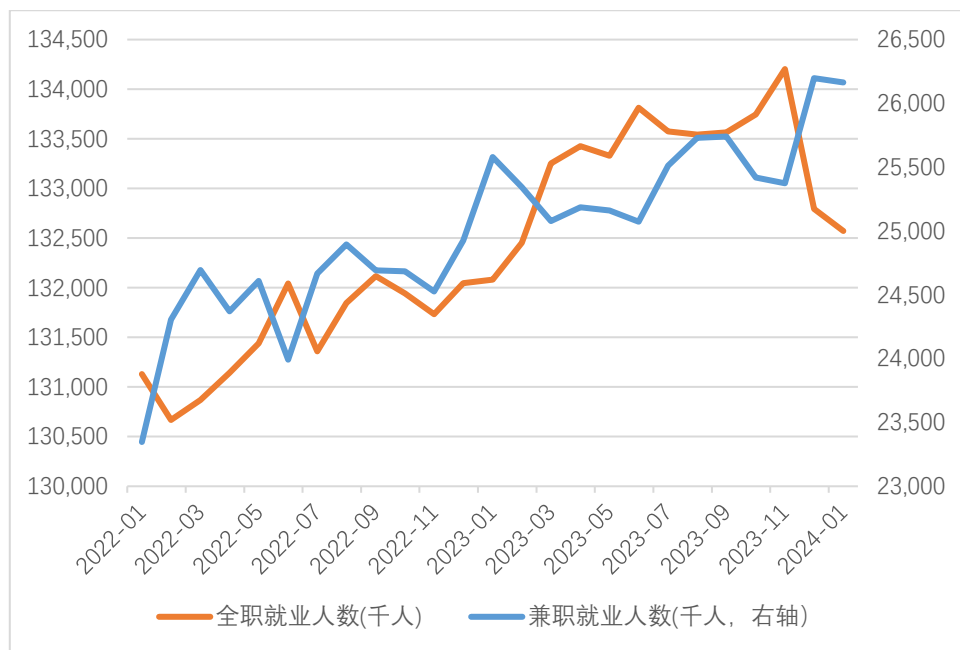
资料来源：Wind，天风证券研究所

综上所述，“小非农”ADP 对灵活就业、临时用工的反应更准确，而非农更多反应的是稳定工作的就业数据。

为什么疫后两个数据的差异越来越大呢？

这和美国疫后就业活动的新特点有关。疫情以来，美国兼职（包括自愿与非自愿）就业数小幅持续增加，但全职就业数快速修复后有所停滞。特别是 2023 年 6 月-2024 年 1 月期间，非农口径下的兼职人数增加了约 109 万人，而全职就业人数减少了约 124 万人。

图 8：全职人数修复停滞，兼职人数增加



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们分别从劳动力的需求侧和供给侧来解释为什么兼职就业数持续上升。

从劳动力需求侧来看，2023 年 6 月开始，随着降息预期的降温，美国企业在高利率的环境中可能采取更灵活的招工政策。尽管生产水平和需求小幅下降，但在景气度调查中对未来招工预期依然持续处于扩张区间。预期与现实有所矛盾的情况下，企业可能会更多选择兼职就业作为权宜之计。

灵活的招工政策具体体现为工作时长的持续下行。制造业部门总工作时长降至非衰退期最低点，耐用品和非耐用品生产部门的加班时长更是下滑到了 2010 年以来的最低点，兼职就业人数持续扩大。

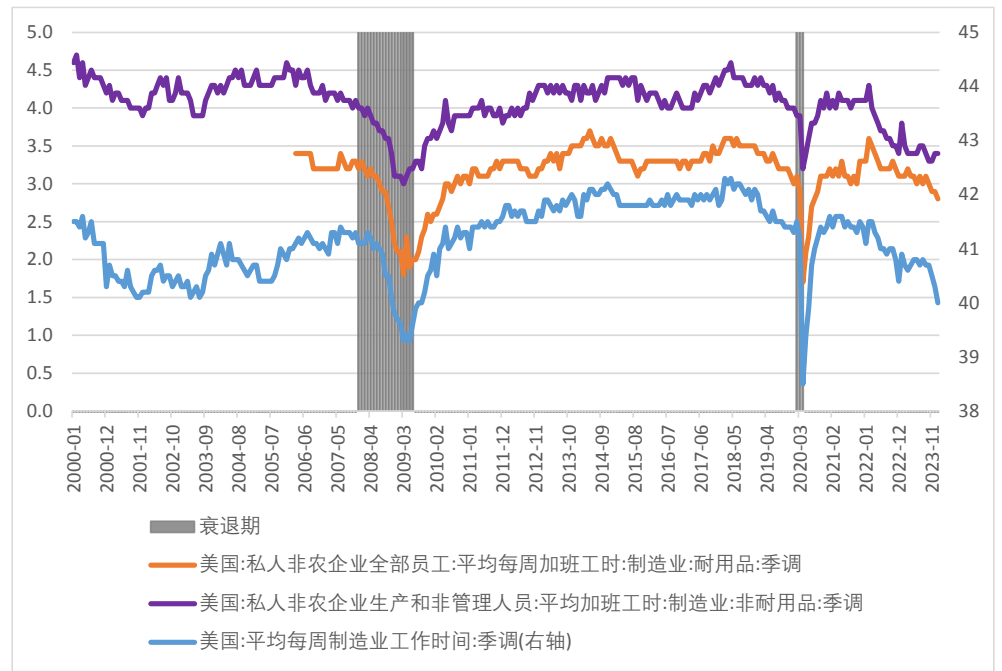
从劳动力供给侧来看，疫情以来，年轻群体（16-24 岁）和壮年（25-54 岁）劳动参与率明显修复，而老年人（55 岁以上）的劳动参与率则尚未恢复到疫情前水平。从性别角度看，男性劳动参与率修复水平不及女性。

2022 年以来，华盛顿邮报和时代周刊等媒体进行了大量访问，发现年轻群体和壮年群体在疫情后更倾向于兼职就业。美国劳工局（BLS）的数据与研究也表示，女性的兼职比例与人数要高于男性，且疫情后劳动力供给恢复更快。

疫后的这一就业特点也提供了更多“不排斥”兼职工作的劳动力供给。

此前我们提到过，非农对兼职就业的捕捉不如 ADP 精确，此前增加的兼职就业可能已经被 ADP 口径所涵盖，但没有被非农记录在内，随着这一部分人数的增加，非农就业开始再加速，而 ADP 保持稳定，加剧了近半年来的背离。

图 9：美国总工时降至非衰退期最低点，加班工时下滑到 2010 年以来最低点。



资料来源: Wind, NBER, 天风证券研究所



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com