

宏观深度报告 20250205

技术帖：美国非农是如何进行“修正”的 ——#海外经济

2025年02月05日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

研究助理 韦祎

执业证书：S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《春节出行和消费数据显著提升》

2025-02-04

《关税硝烟起，黄金创新高——春节期间海外市场四大热点》

2025-02-03

■ **核心观点：**2023年以来，美国非农就业数据出现频繁、大幅的“修正”，引发市场对于美国就业数据真实性的质疑。我们从非农数据修正的原理展开，发现数据的修正更多源自调查问卷反馈的滞后、不同调查统计的口径分歧、估算模型的失真等问题，而非刻意“粉饰太平”，但也同时反映了美国就业市场存在的小企业经营恶化、非法移民对就业的贡献等现象。2月7日公布1月非农就业数据时，BLS将就2024年全年数据进行修正，我们预计此次数据的下修幅度可能是很大的、同时失业率存在上修风险，届时需要关注数据修正给市场带来的负面冲击。

■ **月度修正：**每月BLS公布美国非农就业数据时，会同时修正前两个月的数据，这一频繁的数据修正与其编制方法密切相关，即企业存在延迟反馈问卷的现象。疫情危机后，CES企业调查的初次反馈率持续下降，同时非农的下修变得愈发频繁，这一现象背后的真相可能是：小型企业的经营状况开始变差，反馈问卷也更加怠慢，而延迟反馈的更糟糕的问卷造成了数据的下修。因此，近期非农频繁的下修虽说是一个“技术问题”，但也侧面反映了在美国经济下行周期的背景下，小型企业经营环境恶化的现实。

■ **基于失业保险的校准。**BLS在每年2月会对上一年全年数据做出全面的“年度校准”，其内容包括基于失业保险数据、企业生死模型、人口普查数据进行的校准。其中，为了弥补CES调查样本的有限性问题，BLS根据基于企业失业保险记录的就业和工资季度普查数据（QCEW），在次年2月对非农就业进行年度校准。23H2以来，QCEW就业与CES非农就业之间的分歧不断加大，这或与不同问卷对非法移民的统计有关：QCEW基于失业保险数据，难以捕捉到非法移民，且不存在CES调查对兼职就业的重复统计问题，而这正是疫情后美国新增就业的重要贡献之一。因此，2024年8月BLS基于QCEW对2024年3月数据初步校准的大幅下修可能是“矫枉过正”的，即忽略了非法移民的就业。

■ **基于生死模型的校准。**企业成立与倒闭对就业净增长存在影响，但其在就业统计中存在滞后性，对此，BLS引入企业净出生-死亡模型（NBD），对这一效应进行估算。每年2月，BLS同样会对上年NBD的预测数据进行校准。2024年2月BLS的校准显示，截至2023年3月，NBD模型累计高估了330万的总就业。这一现象这与模型假设有很大关系：NBD模型假定因企业成立与倒闭带来的净就业增长趋势相对稳定，而疫情危机以来，美国新注册企业数目增速大幅加快。随着近期新注册企业数目的降低，NBD模型给非农带来的高估也面临着更大的下修风险。

■ **基于人口普查的校准。**除去CES企业调查，BLS也会在每年2月对家庭调查（CPS）数据进行校准。CPS的年度校准主要来自人口控制方法，该方法基于最新的人口普查、净移民等数据进行校准，并对失业率等数据产生影响。2024年12月19日，人口普查局更新的统计数据上修了美国移民人口，这将体现在最新年度调整中对CPS数据进行的调整中。

■ **2024年度大校准前瞻。**2月7日，美国劳工部将公布1月非农数据，并对2024年数据做年度校准。我们认为此次数据需要尤其关注以下两点：①2024年的新增非农就业是否大幅下修，幅度是多少？②2024年的失业率是否上调？对于非农就业，我们通过对不同非农问卷口径下2024年的美国劳务市场新增就业，预计截至2024年12月，美国非农总就业人数或存在93-154万的下修，这较2024年3月81.8万的初步校准有所增加。对于失业率，由于本次人口普查局的更新统计主要将南部边境的移民数据纳入统计，而这一群体的失业率远高于均值，因此纳入新的非法移民数据意味着2024年美国失业率可能将迎来上调。

■ **风险提示：**模型风险；统计风险；样本风险。

内容目录

- 1. 月度的小修正4
- 2. 年度的大校准6
 - 2.1. 基于失业保险的校准.....6
 - 2.2. 基于生死模型的校准.....9
 - 2.3. 基于人口普查的校准.....10
- 3. 2024 年度大校准前瞻 11
- 4. 风险提示13

图表目录

图 1:	美国非农问卷首次、二次修正幅度.....	5
图 2:	美国非农问卷收集率.....	5
图 3:	美国非农首次修正幅度 12 个月均线.....	6
图 4:	美国不同规模私营公司 2019 年来就业总人数变化.....	6
图 5:	QCEW 与 CES 就业调查对比	7
图 6:	年度校准后美国非农就业总人数的变化幅度.....	8
图 7:	不同口径美国非农就业同比增速.....	8
图 8:	不同机构统计的美国新增移民人数.....	8
图 9:	美国各行业新增非农就业人数.....	8
图 10:	因企业扩张缩编成立倒闭带来的就业与失业.....	9
图 11:	因企业扩张缩编成立倒闭带来的就业净增长.....	9
图 12:	美国非季调累计新增非农与 NBD 模型预测值	10
图 13:	美国 NBD 模型预测新增私营就业人数	10
图 14:	美国新注册企业数量.....	10
图 15:	美国新注册、注销企业数目	10
图 16:	人口控制对 2024 年 CPS 数据的影响	11
图 17:	人口控制对美国劳动力人口的影响.....	11
图 18:	2023 年非农总就业人数年度校准前后变化.....	12
图 19:	2023 年新增非农就业人数年度校准前后变化.....	12
图 20:	不同口径下的美国就业总人数.....	12
图 21:	不同口径下的美国就业同比增速.....	12
图 22:	美国不同群体失业率.....	13
图 23:	美国人口普查局对移民人口的更新.....	13

2023 年以来，市场关于美国非农数据“频繁修正”的讨论持续升温，国内外很多机构开始质疑美国非农就业数据的真实性。例如，2023-24 年公布的 23 期非农数据中，有 16 期数据在首次修正中出现了下修，占比 70%，而这一比例在 1964 年以来的 721 期非农中为 46%。再例如，2024 年 8 月，BLS 将 2024 年 3 月的非农总就业人数进行修正，修正后的新增非农较此前减少了 81.8 万人，是 1979 年有该修正以来的第二大下修幅度。Powell 在 9 月 FOMC 发布会上表示，此次修正暗示美国就业数据可能被人为调高且将被下调（...suggests that the payroll report numbers that we're getting may be artificially high and will be revised down）。那么，美国非农就业数据近期频繁修正的原因是什么？后续是否还会有较大幅度的修正，给市场带来一个又一个的“惊喜”？

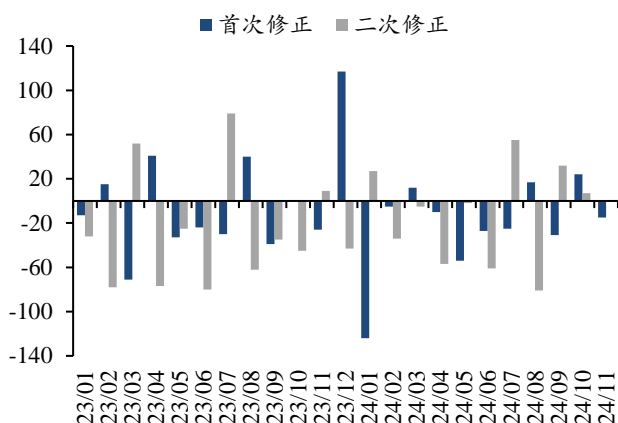
本报告将首先就美国非农数据修正的原理展开分析，接着再论证非农修正只是因为“技术原因”还是拜登政府在背后“粉饰太平”。最后，2025 年 2 月 7 日公布 1 月非农就业数据时，BLS 将就 2024 年全年数据进行修正，我们将分析论证这次数据的下修幅度可能是很大的，届时需要关注数据修正给市场带来的负面冲击。

1. 月度的小修正

美国非农数据的修正可大致分为两类：①每月非农数据公布时对前两个月数据进行的修正，即月度的小修正（revision）；②每年 2 月对上一年全年数据做出的全面校准，即年度的大校准（benchmarking）。每年 8 月，BLS 还会对当年 3 月的数据做一次初步校准。市场平时所讨论的非农数据的频繁下修，多为月度的小修正。

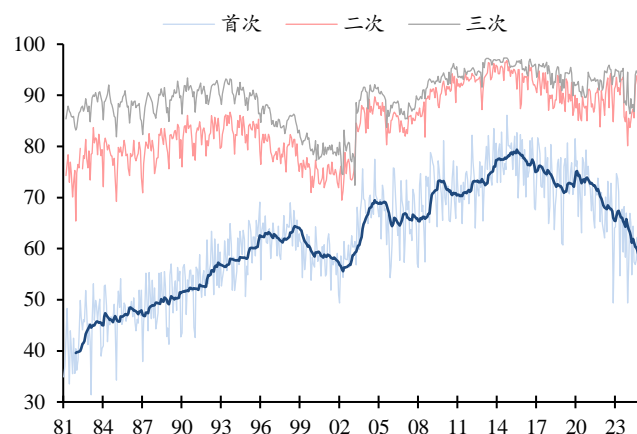
事实上，每次公布非农数据时，前两个月的非农数据都会被修正，这也是为何市场经常参考“三个月平均”新增非农数据的一个原因。而月度非农之所以会出现频繁的修正，其实和美国非农数据的编制方法有密切关联。从编制原理上看，这是一个纯粹由“技术问题”导致的修正。

图1: 美国非农问卷首次、二次修正幅度



数据来源: 美联储, 东吴证券研究所; 单位千人

图2: 美国非农问卷收集率

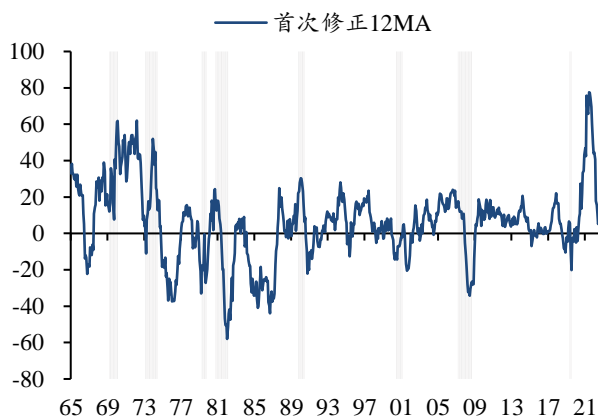


数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 纵轴单位%, 横轴数字代表年份后两位, 下同

月度公布的非农数据来自美国劳工部统计司(BLS)企业问卷(*Establishment Survey*)获取的当前就业数据问卷(*CES, Current Employment Statistics*)。BLS一般在每月包含12号的那周通过电话、电邮、EDI三种途径搜集数据。50人以上的大型公司一般采用EDI(*Electronic Data InterChange*)搜集, 受访者通过提交特定、统一格式的电子文件上传数据, 而电话、电邮则针对小型公司。虽然BLS每月发放问卷的时间是准时的, 但受访者回答的时间却不一定是及时的, 这就导致了部分问卷要多等1-2个月才能反馈。也正因如此, BLS才会对每个月公布的非农数据进行2次修正。例如, 2024年10月企业问卷首次收集率只有47.4%, 但二次、三次收集率分别高达92%、93.5%。**正是延迟反馈问卷的存在, 导致BLS不得不在获得这部分问卷后重新对此前的数据进行修正。**

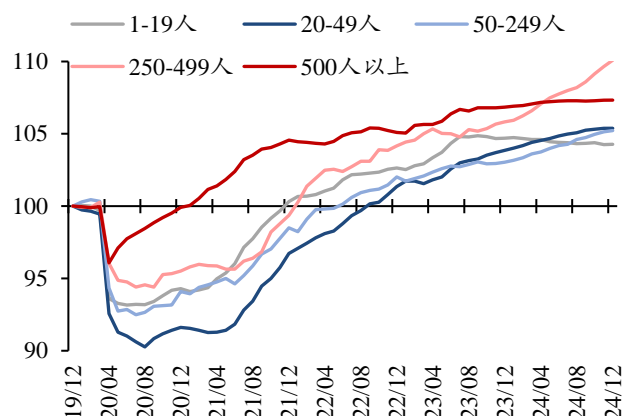
但疫情危机后, 越来越多的问卷未在第一时间反馈给BLS。图2可见, 2020年以来, CES的首次收集率从70%迅速回落至60%, 但二次、三次收集率则在90%附近保持稳定。单从疫情后的数据来看, **CES问卷反馈愈发拖沓的同时, 非农的下修开始变得愈发频繁, 即后反馈的数据显示出的就业情况更差。**现实情况中, 大型企业通过EDI反馈, 时效性一般较强, 但通过电话电邮等方式受访的中小企业很难说有专设的相关岗位, 因此更容易出现问卷反馈的延后。而从ADP统计的不同规模公司的就业总人数变化来看, 1-19人的小型公司在23H2便开始缩编(图4)。因此, 疫后美国非农数据频繁下修背后的真相可能是: **小型企业的经营状况开始变差, 最早出现了缩编与裁员。这也导致小型企业在反馈问卷时也变得更加怠慢, 使得问卷首次收集率大幅下降, 而在BLS在拿到这些延迟反馈的结果更糟糕的数据后, 便相应对数据进行了下修。**因此, 近期非农频繁的下修虽说是因问卷设计导致的一个“技术问题”, 但也侧面反映了在美国经济下行周期的背景下, 小型企业经营环境恶化的现实。

图3: 美国非农首次修正幅度 12 个月均线



数据来源: 美联储, 东吴证券研究所; 单位千人

图4: 美国不同规模私营公司 2019 年来就业总人数变化



数据来源: 美联储, 东吴证券研究所, 2019.12=100

但若拉长观察窗口，企业问卷首次反馈率的变化与经济周期没有明显关系（图2），衰退时期美国非农数据也并非全部出现下修（图3）。当然，考虑到互联网普及是在次贷危机后，而2008、2020年非农确实也出现了持续下修，因此当前非农下修、首次反馈率下降的情况仍可能是美国小型企业经营环境恶化下，问卷反馈延后、结果更差的体现。

2. 年度的大校准

除去月度的小修正外，年度的大校准发生频率更低，但修复幅度也相对更大。2024年8月，BLS根据最新公布的普查数据将2024年3月的非农总人数下修了81.8万，占非农总人数的0.5%，是1979年以来第二大幅度的下修（图6）。此外，由于原定于北京时间22点就应公布的数据校准被无故推迟到了22:37才公布，市场对BLS“数据作假”的质疑变得更深。

2.1. 基于失业保险的校准

前述我们提到，月度公布的非农数据来自调查问卷，而调查问卷反馈的延迟导致了数据的修正。作为调查问卷，CES仅仅覆盖了美国30%的就业人员，因此其不可避免地存在统计误差。为解决这一问题，每个季度BLS会基于企业的失业保险缴纳记录生成就业和工资季度普查数据（*Quarterly Census of Employment and Wage, QCEW*），该普查数据覆盖97%的美国企业，剩余3%通过人口普查局的其他数据补全。

图5: QCEW 与 CES 就业调查对比

	QCEW (Quarterly Census of Employment and Wages)	CES (Current Employment Statistics)
调查来源	提交失业保险 (UI) 记录的 1160 万家机构 (截至 2023 年一季度数据)	样本涵盖 11.9 万家企业和政府机构, 包括 67 万个工作场所
覆盖范围	同失业保险 (UI) 和联邦失业税法 (UCFE) 的涵盖范围一致, 包括所有受州和联邦失业保险法律约束的雇主	非农薪酬职位: 1) 受失业保险 (UI) 覆盖的职位, 但不包括农业、私人家庭服务以及自雇工人 2) 其他就业类型, 包括铁路部门、宗教组织以及其他未被失业保险覆盖的工作岗位
发布频次	季度发布 (每个季度结束后 6 个月发布)	月度发布
失业保险在统计中的用途	直接汇总并发布每个新季度的失业保险数据	使用失业保险记录作为抽样来源, 并每年根据基于失业保险的普查数据进行基准校准
统计方式	从县、大都市统计区 (MSA)、州和国家层面, 按照详细行业分类, 报告季度和年度的机构数、就业人数和工资总额	从大都市统计区 (MSA)、州和国家的层面, 按照行业分类, 提供当前月度就业、工时和薪资估计值
主要内容	主要包括: 1) 详细的地区数据 2) 定期用于抽样调查进行基准校准的全样本数据 3) 劳工统计局 (BLS) 企业调查的抽样来源	主要包括: 1) 主要的联邦经济指标 2) 用于衡量就业变动的官方时间序列数据 3) 作为其他主要经济指标的输入数据

数据来源: BLS、东吴证券研究所

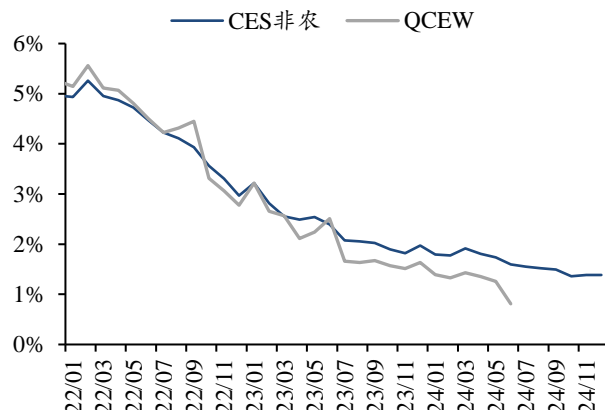
因此, 在每年 8 月当年一季度的 QCEW 数据发布时, BLS 将对当年 3 月的就业数据进行“初步校准”, 随后在次年 2 月进行“年度最终校准”。由于基于 CES 的非农数据是基于对 11.9 万家企业的抽样调查, 而基于 QCEW 的就业数据是基于对 1160 万家企业的普查数据, 因此两份数据时常存在差异。如图 7, 23H2 以来, 非季调的 QCEW 口径下的就业人数与 CES 非农之间的轧差不断走阔。截至最新 2024 年 6 月, QCEW、CES 非农分别对应的就业同比增速分别为 0.81%、1.59%。

图6：年度校准后美国非农就业总人数的变化幅度



数据来源：BLS、东吴证券研究所；单位千人

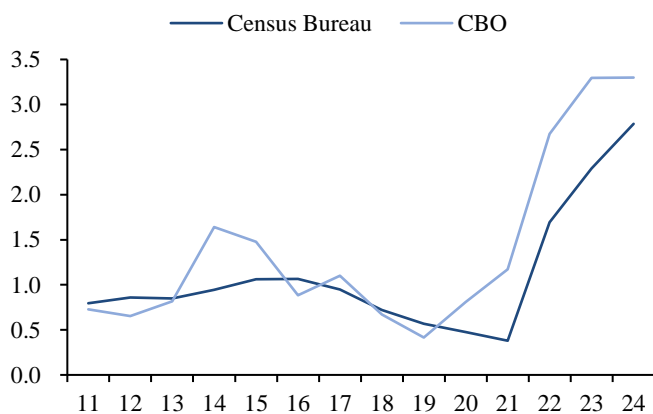
图7：不同口径美国非农就业同比增速



数据来源：彭博，东吴证券研究所

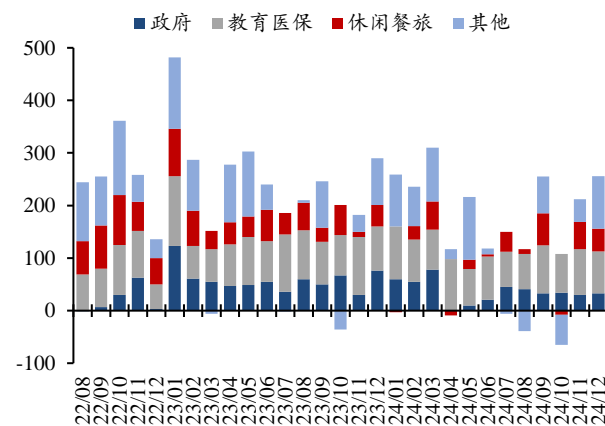
那么，为何 23H2 以来 CES 与 QCEW 的分化开始加剧？对 2024 年 3 月的初步校准又为何会出现如此大幅度的下修？我们认为这或与不同问卷对非法移民的统计有关。QCEW 作为普查数据，统计的依据是失业保险，而拜登政府时期引入的非法移民并不具备合法身份，因此无法获取失业保险，因此难以被覆盖到。此外，CES 非农在调查时询问的其实是新增岗位数，如果涌入的非法移民在不同的企业身兼数职，则非法移民很可能被重复统计。

图8：不同机构统计的美国新增移民人数



数据来源：CBO、美国人口普查局，东吴证券研究所；单位百万人

图9：美国各行业新增非农就业人数



数据来源：美联储，东吴证券研究所；单位千人

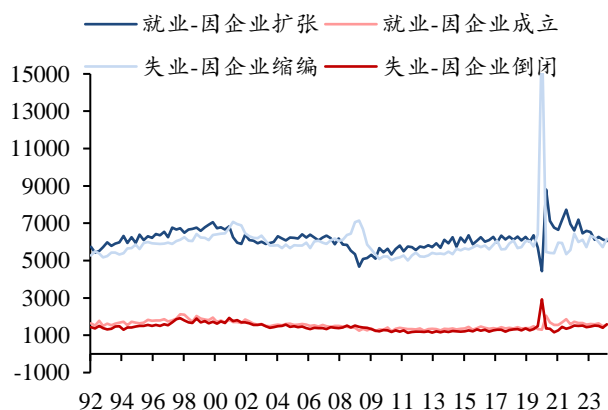
例如有 40 万非法移民涌入美国，上午在肯德基、下午在麦当劳兼职，则 CES 非农问卷统计到的是 80 万就业，而由于这 40 万非法移民都未缴纳失业保险，因此 QCEW 统计到的新增就业为 0，这就导致 BLS 在拿到普查数据进行校准时，会对数据进行大幅下修。从数据上看，根据 CBO 估算，受拜登政府放开非法移民政策影响，2022-24 年美国每年预计新增移民 267、330、330 万人，显著高于 2004-2020 年 99 万的均值（图 8）。而这些涌入的非法移民多在教育医保行业中的社区医院兼职护工、休闲餐旅行业中的餐

厅兼职服务员（图 9），因此很容易被 CES 问卷重复统计，但却无法被 QCEW 问卷捕捉到。因此，2024 年 8 月 BLS 基于 QCEW 对 2024 年 3 月数据的初步校准可能是“矫枉过正”的：正是 QCEW 与 CES 非农问卷一个低估、另一个高估了非法移民带来的就业影响，才导致初步校准出现了如此大幅度的修正。

2.2. 基于生死模型的校准

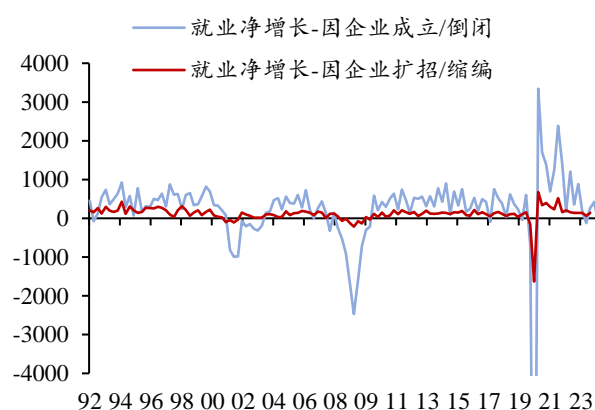
每时每刻美国都有新的企业注册成立、新的企业破产注销，因此 BLS 在统计就业时会存在一个很现实的问题：新注册成立的企业经过登记、纳入样本、信息处理等流程，最终出现在 CES 企业调查样本上的时滞长达一年多，因此月度的非农问卷很难统计到这些新成立的企业信息和其带来的就业。对劳务市场而言，就业与失业变化来自两部分：存量企业的扩张与缩编，以及企业的成立与倒闭。如图 10，截至最新 24Q2，对生产与非管理岗的私营部门而言，由企业扩张带来的就业、缩编带来的失业分别为 604、616.2 万人，而由企业成立带来的就业、倒闭带来的失业分别为 155.1、159.2 万人。由企业成立与倒闭带来的就业波动不容忽视。这意味着，BLS 在计算就业变化时，必须要考虑企业成立与倒闭带来的影响。而相对于扩张与缩编，由企业成立与倒闭带来的净就业增长趋势相对稳定（图 11）。这一特征意味着，只需要估算新注册企业带来的就业增长，即可捕捉到企业“生死”给劳务市场带来的波动，这即 BLS 净出生-死亡模型（*Net Birth-Death Model, NBD*）的原理。例如，当前美国有 100 家企业，同时新成立、倒闭了 5 家企业。因此 BLS 会对 95 家存量企业进行调查统计，同时通过 NBD 模型预测 5 家新注册企业带来的就业增长。

图10：因企业扩张缩编成立倒闭带来的就业与失业



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位千人

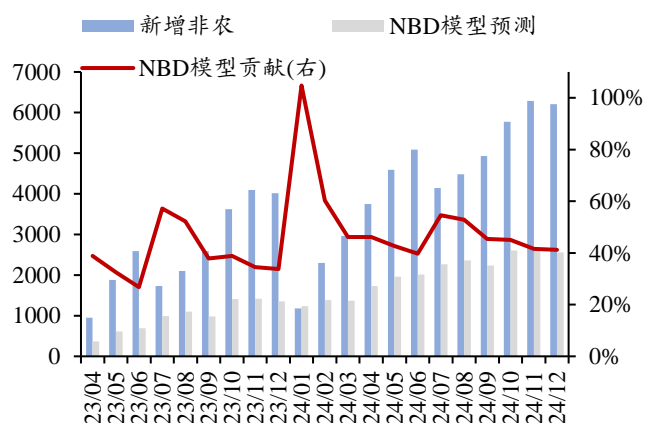
图11：因企业扩张缩编成立倒闭带来的就业净增长



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位千人

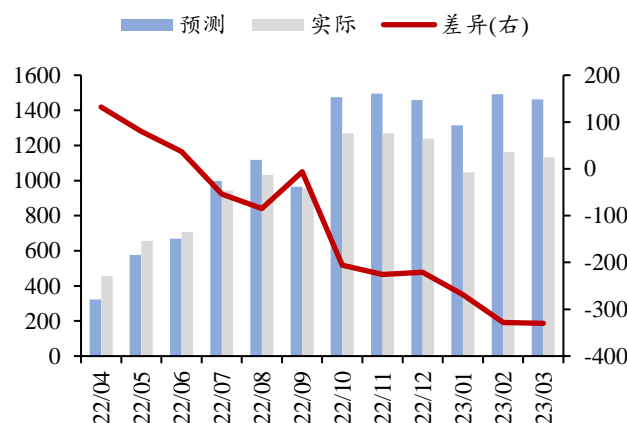
如图 12，2023 年以来，非季调口径下，由 NBD 模型根据新注册企业带来的就业贡献了美国 40% 的新增非农就业。换言之，这部分就业并非来自 BLS 的非农问卷调查，而是纯粹来自 NBD 模型的预测。每年 2 月，BLS 会对上年 NBD 的预测数据进行校准。如图 13，2024 年 2 月，BLS 对 2022 年 4 月至 2023 年 3 月 NBD 模型的预测值进行了校准，校准后的数据显示，到 2023 年 3 月，NBD 模型累计高估了 330 万的就业。

图12: 美国非季调累计新增非农与 NBD 模型预测值



数据来源: BLS, 东吴证券研究所; 左轴单位千人

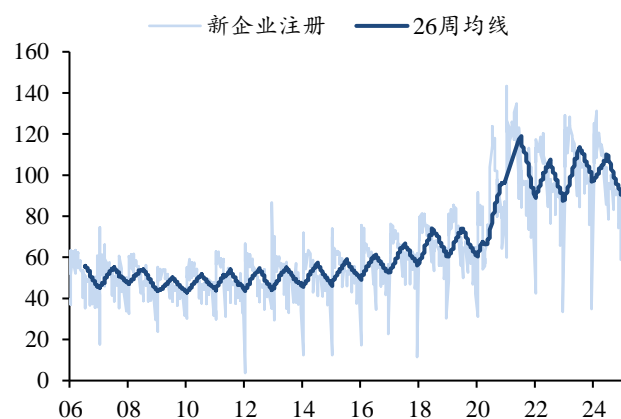
图13: 美国 NBD 模型预测新增私营就业人数



数据来源: BLS, 东吴证券研究所; 单位千人

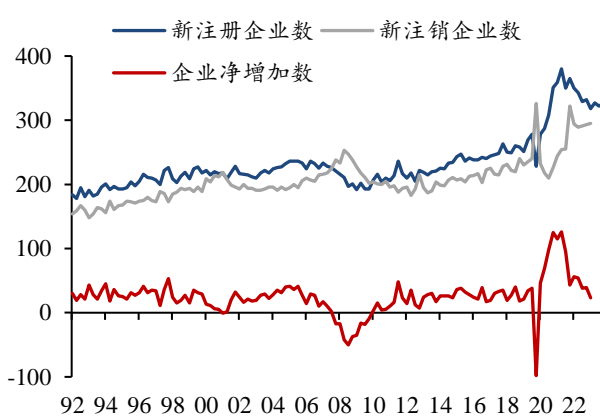
NBD 模型为何会高估非农就业？这与模型假设有很大关系。如前述，NBD 模型假定企业成立与倒闭带来的净就业增长趋势相对稳定，而 2020 年以来，美国新注册企业数目增速加快（图 14）。2021 年以来，新注册企业数目明显高于新注销企业，这导致美国企业净增加数显著增多（图 15）。Richmond 联储工作论文显示，这一趋势反映的并非是企业创业情绪的提升，而是疫情造成的工作生活方式变化带来的企业重组¹。而随着新注册企业数目的降低，NBD 模型给非农带来的高估也面临着更大的下修风险。

图14: 美国新注册企业数量



数据来源: 美联储、东吴证券研究所; 单位千

图15: 美国新注册、注销企业数目



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千

2.3. 基于人口普查的校准

除去企业调查问卷，BLS 也会在每年 2 月对家庭调查（Household Survey）的当前人口问卷（Current Population Survey, CPS）进行校准。CPS 主要用于编制失业率、劳动参与率、就业率等数据。CPS 每月通过上门、电话访谈等形式获取约 10.5 万名 16 岁及以上居民的就业信息，因此数据的反馈是即时的，不存在类似 CES 的每月修正。

CPS 的年度校准主要来自人口控制（population control），该方法由美国人口普查局

¹ https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2025/eb_25-01

制定，主要基于最新的人口普查、出生死亡、净移民数据进行校准，并在十年一次的人口普查更新后引入新的人口基数并进行相应调整。以 2024 年 1 月数据为例，1 月数据采用 2024 年新的人口控制，导致其与 2023 年 12 月数据不可比。因此，CPS 同时公布了 2024 年人口控制对失业率等主要数据的影响（图 16）。此外，CPS 还会对 2023 年 12 月的劳务市场数据应用新的人口控制模型进行修正（图 17）。2024 年 12 月 19 日，人口普查局更新的人口普查数据上修了移民人口，表示 2023-24 年美国净增加了 280 万移民，并将在最新年度调整中对 CPS 数据进行相应调整。

图16：人口控制对 2024 年 CPS 数据的影响

Table C. December 2023-January 2024 changes in selected labor force measures, with adjustments for population control effects
(Numbers in thousands)

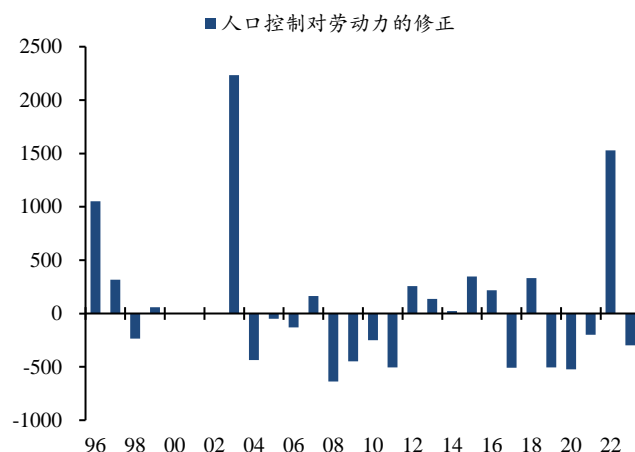
Category	Dec.-Jan. change, as published	2024 population control effect	Dec.-Jan. change, at removing the population control effect ¹
Civilian noninstitutional population.....	-451	-625	174
Civilian labor force.....	-175	-299	124
Participation rate.....	0.0	0.0	0.0
Employed.....	-31	-270	239
Employment-population ratio.....	0.1	0.0	0.1
Unemployed.....	-144	-28	-116
Unemployment rate.....	0.0	0.0	0.0
Not in labor force.....	-275	-326	51

¹ This Dec.-Jan. change is calculated by subtracting the population control effect from the over-the-month change in the published seasonally adjusted estimates.

NOTE: Detail may not sum to totals because of rounding.

数据来源：BLS，东吴证券研究所

图17：人口控制对美国劳动力人口的影响



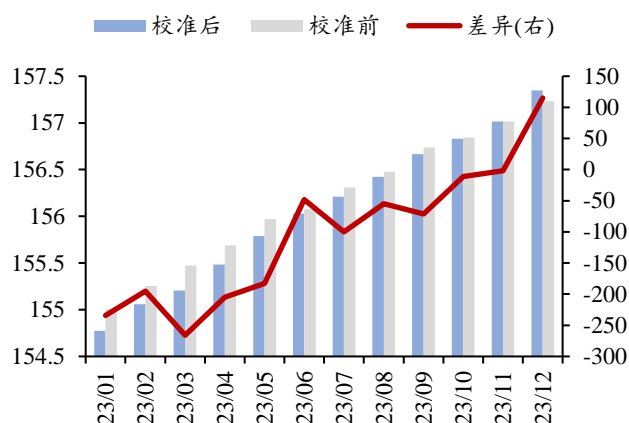
数据来源：BLS，东吴证券研究所；单位千人

3. 2024 年度大校准前瞻

2025 年 2 月 7 日，美国劳工部将公布 1 月非农数据，并对 2024 年数据做年度校准。我们认为此次数据需要尤其关注以下两点：①2024 年的新增非农就业大幅下修；②2024 年的失业率是否上调。

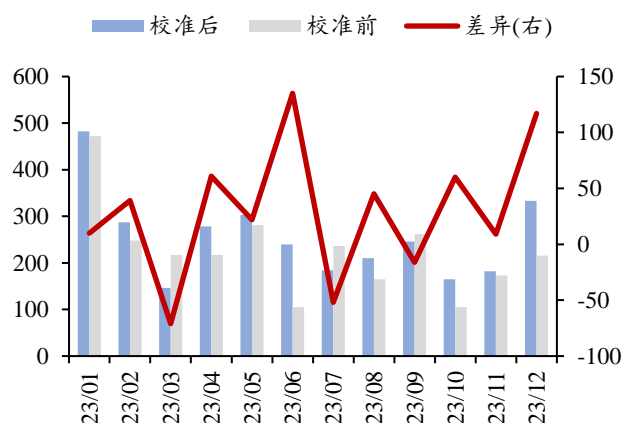
首先需明确的是，基于 QCEW 的年度校准针对的是全年每个月的数据。例如 2023 年度校准中，BLS 将 2023 年 3 月基期数据下修了 26.6 万，而校准后的 2023 年 12 月数据较此前则高出 11.5 万（图 18），背后原因在于，每个月非农的误差具有一定的随机性，QCEW 在校准时会对部分时期的非农就业数据做出上修、对另一部分时期的非农数据做出下修。如图 19，2023 年 6 月的新增非农较此前上修 13.5 万至 24 万，而 3 月新增非农则较此前下修 7.1 万至 14.6 万。

图18: 2023 年非农总就业人数年度校准前后变化



数据来源：美联储，东吴证券研究所；左轴单位百万人，右轴单位千人

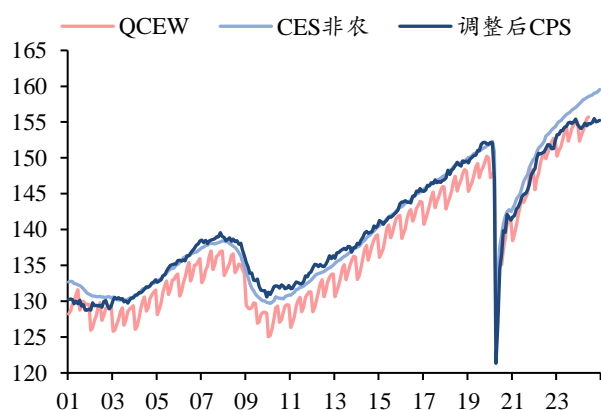
图19: 2023 年新增非农就业人数年度校准前后变化



数据来源：美联储，东吴证券研究所；单位千人

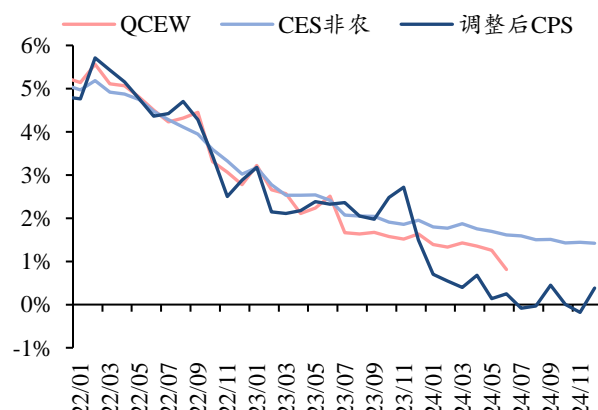
2024 年度校准后，新增非农的下修幅度是多少？我们通过计算不同非农问卷口径下 2024 年的美国劳务市场增加了多少就业来回答这个问题。2023 年 12 月至 2024 年 12 月，美国非农就业总人数增加 223 万至 15954 万，同期调整后 CPS（BLS 编制的用于与 CES 可比的 CPS 数据）增加 58.9 万至 15523 万（图 20），即整个 2024 年 CES 非农较调整后 CPS 多增加了 164 万就业。若与最新 QCEW 数据对比，则 CES 非农多增加了 154 万就业。若由此简单推演，到 2024 年 12 月，美国非农就业总人数将出现 154-164 万的下修。而根据彭博经济的模型预测，本次 QCEW 与 NBD 模型将分别下修 70、23.4 万的非农就业，即对 2024 年 12 月非农就业总人数合计带来 93.4 万的下修。因此，**2024 年 12 月的非农或存在 93-154 万的下修，这较 2024 年 3 月 81.8 万的初步校准有所增加。**

图20: 不同口径下的美国就业总人数



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位百万人

图21: 不同口径下的美国就业同比增速

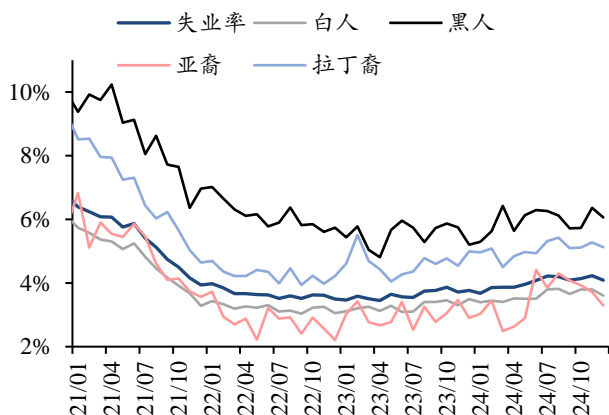


数据来源：美联储，东吴证券研究所

2024 年度校准后，失业率的上修幅度是多少？2024 年度校准中，BLS 将根据人口普查局更新后的人口数据对 2024 年的 CPS 数据进行人口控制。而本次人口普查局主要将南部边境的移民数据纳入统计，这使得 2022-24 年的净移民数量大幅增加（图 23）。根据人口普查局测算，2023-24 年间有 280 万净移民流入美国。由于南部边境移民多为

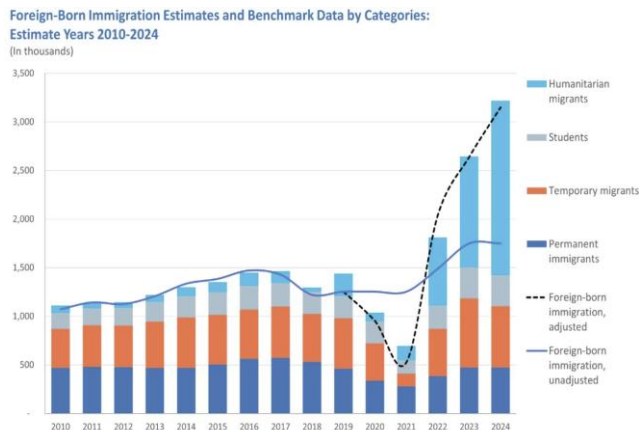
拉丁裔，而拉丁裔的失业率远高于均值（如图 22，截至最新 2024 年 12 月，美国拉丁裔失业率为 5.13%，较 4.09% 的失业率均值高出 1.04%），因此纳入新的非法移民数据意味着 2024 年美国失业率可能将迎来上调。根据高盛测算，这将导致失业率上修 4bps。

图22: 美国不同群体失业率



数据来源：美联储，东吴证券研究所

图23: 美国人口普查局对移民人口的更新



数据来源：美国人口普查局，东吴证券研究所

4. 风险提示

模型风险：BLS 公布的美国非农就业数据编制依赖于净出生-死亡模型等复杂的统计学模型，模型参数的大幅调整可能加大分析误判的风险。

统计风险：近年来，企业和家庭调查的响应率持续下降，可能导致数据质量下降和统计误差扩大。

样本风险：非农就业数据主要覆盖合法就业，可能低估非法移民、零工经济从业者等群体的就业情况。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>