

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜

吴起睿 张润锋

美国就业市场的再观察和新常态

阅读摘要

9月18日至11月7日，2024年以来，美国就业市场得到了广泛关注，不仅在于劳动力市场大幅降温，并且在于非农数据频繁下修，以及非农数据和失业率数据的差异。为了更好地理解美国就业市场真实情况，我们分析了当前就业调查 (CES)、当前人口调查 (CPS) 数据，并结合就业和工资季度普查 (QCEW) 对非农和失业率数据进行了统计学校准。结合校准后结果，我们认为 **2024 年月均新增就业人数约 15-17 万人，就业市场缓步而非急剧降温。**

总体而言，疫情以及 2022 年以来的加息周期已对美国就业市场造成了系统性冲击，主要表现为：(1) 劳动力参与率下降；(2) 劳动力出现结构性调整；(3) 美国经济虽然短期升温概率偏高，但长期看不确定性仍大。往后看，特朗普政策预期短期内提振美国经济，但可能的政府雇员缩减预期仍将加大劳动力市场压力。我们综合预估中长期美国失业率将趋向高失业率的新平衡，2025 年美国失业率或一定程度走高。相应地，短期美联储货币政策决策或呈更明显的数据依赖特征，中长期受新政府政策落地节奏及效果、新一轮技术创新的商业效益等因素综合影响。

美国就业市场的再观察和新常态

一、美国就业数据的矛盾：非农韧性 vs 失业率走高

（一）非农数据下修频繁，年度调整幅度为近 15 年来最大，下修集中于劳动密集型行业

除了非农数据自身基于后续补充样本及季节性因素的月度调整外，基于失业保险数据的年度基准调整下修幅度较大¹。美国劳工部将截至 2024 年 3 月的 12 个月内的非农年度数据初步下修约 81.8 万个（每月 6.8 万个）、为近 15 年以来的最大幅度下修²（见图表 1），且下修幅度较大的主要为劳动密集型行业，专业商业服务、休闲酒店、制造业、批发零售分别下修 35.8 万、15.0 万、11.5 万、10.4 万人。

（二）回顾历史数据，我们发现在经济下行周期非农数据的下修更加频繁且幅度更大

美国经济强劲增长时期通常伴随着非农数据的上修，增长疲软甚至衰退时期通常伴随着非农数据的下修（见图表 3）。回顾前三次 NBER（美国国家经济研究局）衰退期的非农数据，2001 年、2008 年、2020 年³衰退期间每月新增非农平均下修了 1.9 万、12.5 万、32.5 万人。年度修正与经济周期也有一定联系，如金融危机后截至 2009 年 3 月的 12 个月内非农

¹ 美国劳工部使用失业保险记录作为基准，通过计算 CES 抽样调查估计与失业保险数据之间的差异，在接下来的 12 个月中调整月度数据，汇成年度基准修订。年度基准分为初值和终值，8 月数据为初次修正，终值将于 2025 年 2 月公布。

² 详见链接 <https://www.bls.gov/web/empsit/cesbmkarch.htm>。

³ 具体地，指 2001 年 4-11 月、2008 年 1 月-2009 年 6 月、2020 年 3-4 月。

年度数据下修幅度高达 90.2 万人。目前美国消费韧性在财富、周期、政策效应减弱下放缓，未来非农数据或面临进一步下修压力。

（三）新增非农就业整体仍处较高水平，与失业率数据出现明显背离

一方面，新增非农就业保持一定增长、反映就业市场仍有一定韧性。具体来看，2024 年前 9 个月大部分月份非农初值高于市场预期⁴，特别地 9 月新增非农就业 22.3 万人大幅高于预期值的 14 万人、已回升至年初水平。即使部分月份数据后续经下修，依然略强于市场预期⁵、保持一定韧性。虽然 10 月非农初值大幅降温，可能受台风因素影响（部分暂时性失业、调查初始数据收集率偏低等），后续修正值或有上调。

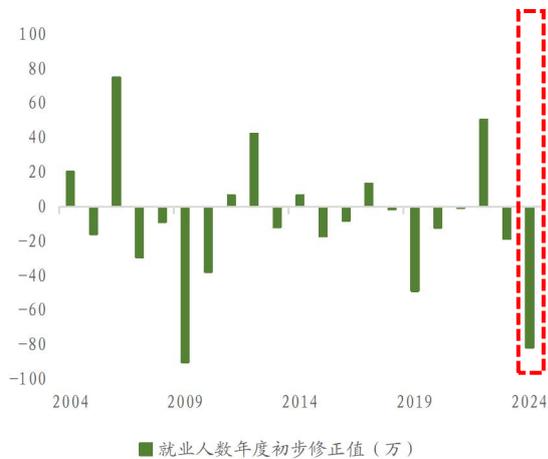
另一方面，失业率明显上行反映就业市场疲弱。从 6 月起持续高于 4%，特别地 7 月、8 月数据连续触发萨姆规则⁶。新增非农与失业率数据之间的偏差对于市场解读美国劳动力市场带来了信号干扰，扰动市场对美联储降息路径的预期（比如，美联储观察（FedWatch）数据波动），进而影响美元指数、美债利率的短频波动。（见图表 2）。

⁴ 前 9 个月中有 6 个月份初值超市场预期值，平均每月超预期值 4.7 万。

⁵ 前 9 个月中有 5 个月份终值超市场预期值，平均每月超预期值 0.2 万。

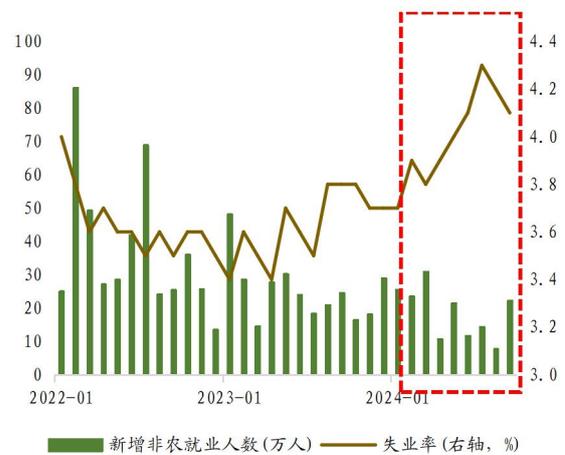
⁶ 3 个月移动平均失业率较过去 12 个月低点抬升超 0.5%，则预示美国经济可能陷入衰退。

图表 1：截至 2024 年 3 月的非农就业下修幅度为 15 年来之最



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：2024 年以来就业市场呈现“非农就业有韧性、失业率上行”的矛盾



数据来源：美国劳工部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：非农数据月度修正方向与美国经济周期密切相关



数据来源：WIND、美国劳工部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、非农与失业率数据出现背离的原因：调查口径不同影响了单一数据置信度

总体看，非农数据、失业率数据调查口径有差异，两个数据分别反映了美国企业端、家庭端劳动力调查结果。我们

认为，单一任何数据或都不能全面反映劳动市场的问题。

（一）非农数据（企业端）与失业率数据（家庭端）调查存在口径差异

非农就业数据主要来源于当前就业调查（Current Employment Statistics，下称 CES），由美国劳工部对企业及政府机构进行调查得到。失业率数据则来源于当前人口调查（Current Population Survey，下称 CPS），由美国人口普查局对家庭进行调查得到。

1. 由于兼职者的重复统计，CES 调查（也即非农就业）就业人数被高估。兼职者的就业情况在 CPS（家庭端调查）中被计入一次；但 CES 是对职位的统计，重复计入了兼职者的第二职业。疫情前（2019 全年）因经济原因的兼职人数均值为 433.0 万人，2024 年前 9 个月该均值小幅升至 439.5 万人、占 CES 口径就业人口的比重达到 2.8%（见图表 4）。

2. 由于大幅增长的非法移民就业未被 CPS 调查覆盖，导致失业率被高估。一方面，2021 年美国重新开放边境后非法移民显著增长，但其因工资记录而难以被 CPS（家庭端调查）覆盖，从而引致失业率被高估。截至 2024 年 9 月，相对于本土居民，移民边际提振的就业人数⁷为 432.6 万人，占 CPS 口径就业人数的 2.7%（见图表 5）。

3. 农业工人及非领薪者就业情况被 CPS 覆盖但未被 CES 覆盖，也导致两者统计结果差异。CPS（家庭端调查）包

⁷ 以疫情前 2019 年 12 月为基期，在国外出生的就业人口减去同比例国内出生就业人口为边际提振数量。

括农业工人，但未被 CES 就业人口统计，此外非领薪工作者⁸也存在类似的问题，从而引致二者结果不一致。近期该部分就业人数也保持相对稳定，截至 2024 年 9 月，非领薪者及农业工人共计 1,160.4 万人，占 CPS 口径就业人口的 7.2%（见图表 6）。

图表 4：因经济原因的兼职者在近年保持相对稳定



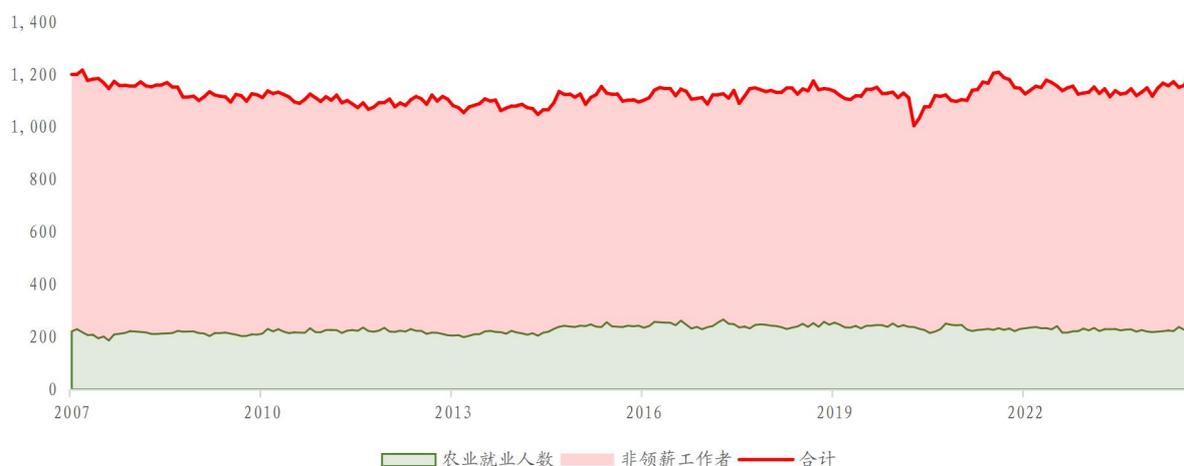
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 5：疫情后国外出生的就业人口增长显著快于本土就业人口



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：农业及非领薪人口在疫后有所回升但整体保持稳定



数据来源：WIND、美国劳工部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

⁸ 包括自雇者、家族企业中的无薪家庭工人、私人家庭工人（如保姆、管家）。

（二）CES 与 CPS 数据均存在抽样调查回复率下降，以及数据处理方法带来的误差问题

CES 以及 CPS 均为抽样调查，且存在回复率下降的问题，其中：CES 对约 11.9 万家企业和政府机构调查，就业人口月度数据标准差为 8.5 万人⁹；CPS 对约 6 万个家庭调查，就业人口月度数据标准差为 43 万人¹⁰；疫情后 CES、CPS 均出现回复率下滑的问题，分别自 2019 年 12 月的 59.0%、82.3% 下滑至 2024 年 7 月的 43.0%、70.2%¹¹。2024 年 10 月 CES 就业数据大幅低于预期也与初始收集率远低于平均水平，近期一些行业的就业人数估计值或受到飓风干扰有关。

数据调整方法或也产生一定干扰。CES、CPS 数据均为经季节性调整的数据¹²，因此部分的横向比较数据差异来源于不同数据库的季调参数设定。但总体而言，各数据库季调模型在时间维度上保持稳健。因此，季调模型的差异不影响同一数据库在时间维度上的数据可比性。

三、增加一个新的观察维度——QCEW 数据

综合来看，美国真实就业情况或介于非农就业及失业率所反映的情况之间。为了进一步全面观察美国就业市场情况，我们利用**就业和工资季度普查（Quarterly Census of Employment and Wages，下称 QCEW）**数据进一步分析。

QCEW 数据覆盖率与回复率均高，可部分解决样本选择偏

⁹ 详见链接 <https://www.bls.gov/web/empsit/cestn.htm#Measurement-of-Error>。

¹⁰ 详见链接 <https://www.bls.gov/web/empsit/cpsigsuma.htm>。

¹¹ 详见链接 <https://www.bls.gov/osmr/response-rates/>。

¹² 即每月使用所有相关数据计算新的季节性因素，CPS 中新的季节性因素仅用于调整当月数据，而 CES 的季节性调整覆盖当月及前两个月。

误问题 (selection bias)。QCEW 主要是基于各州失业保险缴款情况进行普查，共覆盖 1,186 万家企业。因受各州失业保险 (UI) 法律和联邦雇员失业补偿 (UCFE) 的强制约束，回复率高达 97%。除此之外，QCEW 也会在后续进行一至四次修订¹³。相较之下，疫情后 CES、CPS 均出现回复率下滑的问题，分别自 2019 年 12 月的 59.0%、82.3% 下滑至 2024 年 7 月的 43.0%、70.2%。但 QCEW 数据为季度发布，且时隔半年后发布数据初值，存在明显滞后性。虽然据此进行实时分析有困难，但可据此数据对 CPS 以及 CES 的数据进行校准验证。

图表 7：CES、CPS、QCEW 异同

	CES	CPS	QCEW
组织部门	美国劳工局	美国人口普查局	美国劳工局
调查方法	抽样调查	抽样调查	普查
频率	月度	月度	季度
公布时间	第二个月的第一个周五	第二个月的第一个周五	半年后
样本	11.9 万家企业	6 万个家庭	1,186 万家企业
就业人数估计值标准差	8.5 万人	43 万人	-
回复率	43.0%	73.2%	97.0%
统计剔除	不包括现役军人公司经营者、非法人个体经营者、无薪家庭工作者、农场和家政工人	不包括现役军人及惩教机构中(如服刑)人员	不包括现役军人、公司经营者、非法人个体经营者、无薪家庭工作者、农场和家政工人

¹³ 如 2019 年 3 月的 QCEW 数据在 2019 年 9 月公布初值，在 2019 年 12 月、2020 年 3 月、2020 年 6 月、2020 年 9 月公布修正值；2019 年 6 月的 QCEW 数据在 2019 年 12 月公布初值，在 2020 年 3 月、2020 年 6 月、2020 年 9 月公布修正值；2019 年 9 月的 QCEW 数据在 2020 年 3 月公布初值，在 2020 年 6 月、2020 年 9 月公布修正值；2019 年 12 月的 QCEW 数据在 2020 年 6 月公布初值，在 2020 年 9 月公布修正值。详见链接 <https://www.bls.gov/opub/hom/cew/design.htm>。

特殊数据调整	1. 行业结构调整 2. 企业“开张-结业”模型调整 3. 季节性调整（包括首次发布后2个月内进行的修正，以及每年进行一次的基准修正）	1. 基于人口普查的人口调整 2. 季节性调整（仅对当月数据）	一至四次修订
--------	---	------------------------------------	--------

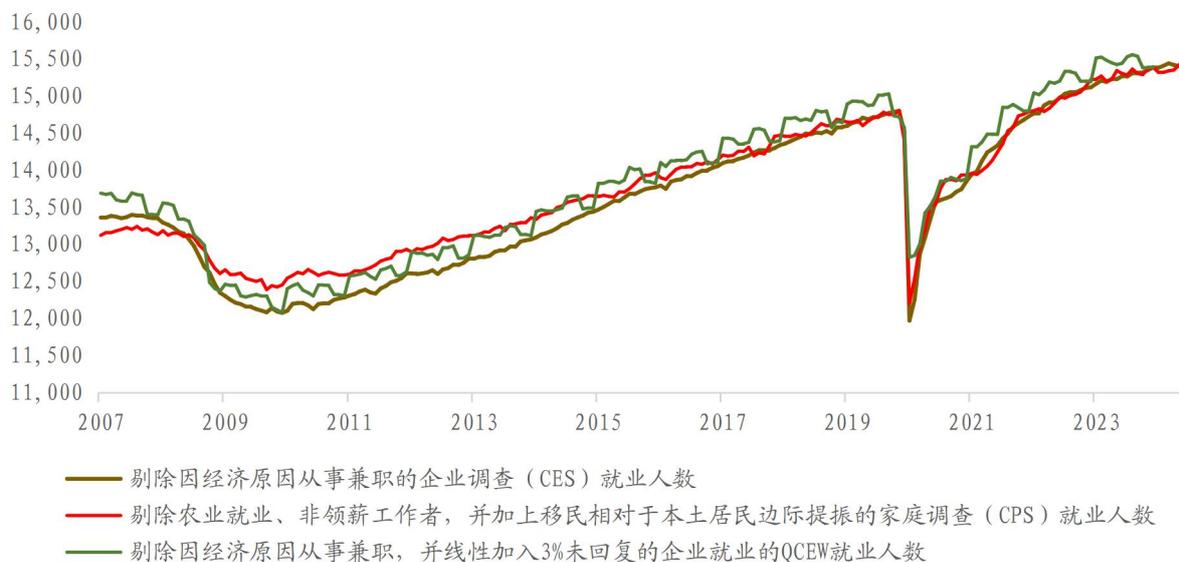
数据来源：美国劳工部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

横向比较，可以看到各数据显示的2024年以来就业人口的差异。CES数据显示就业人数保持强劲增长，相较于2023年末，2024年9月CES就业人数增长了1.1%、月均新增18.8万人；CPS数据则显示就业人数增长较为疲软，9月就业人数仅增长了0.4%、月均仅新增7.6万人；QCEW数则显示一季度就业人数下降了0.8%。

经统计调整后我们认为，2024年月均新增就业人数约15-17万人，就业市场缓步而非急剧降温。针对前述口径问题，我们对CES、CPS、QCEW分别作出如下调整：①CES：剔除因经济原因从事兼职的人口；②CPS：剔除农业就业人口、非领薪人口，加入移民相对于本土居民边际提振的就业；③QCEW：剔除因经济原因从事兼职的人口，并线性加入3%未回复企业的就业¹⁴。调整后CES、CPS、QCEW历史走势大致一致（见图表8）。特别地，经过调整，2024年前9个月CES就业人数月均增14.5万人、CPS就业人数月均增17.2万人，介于调整前CES的18.8万人及CPS的7.6万人，或显示真实就业水平介于非农就业及失业率之间，既非强劲也非急剧放缓。

¹⁴ 由于QCEW为普查数据，就业人数并不像抽样的CES、CPS最终乘以一定系数，因此未回复的3%的企业需要额外估算加回。我们采用线性估计方法，即真实就业人数估计值=口径调整后就业人数/97%。

图表 8：口径调整后的 CES、CPS、QCEW 非农就业人数（万）



数据来源：WIND、美国劳工部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、高失业率的新平衡

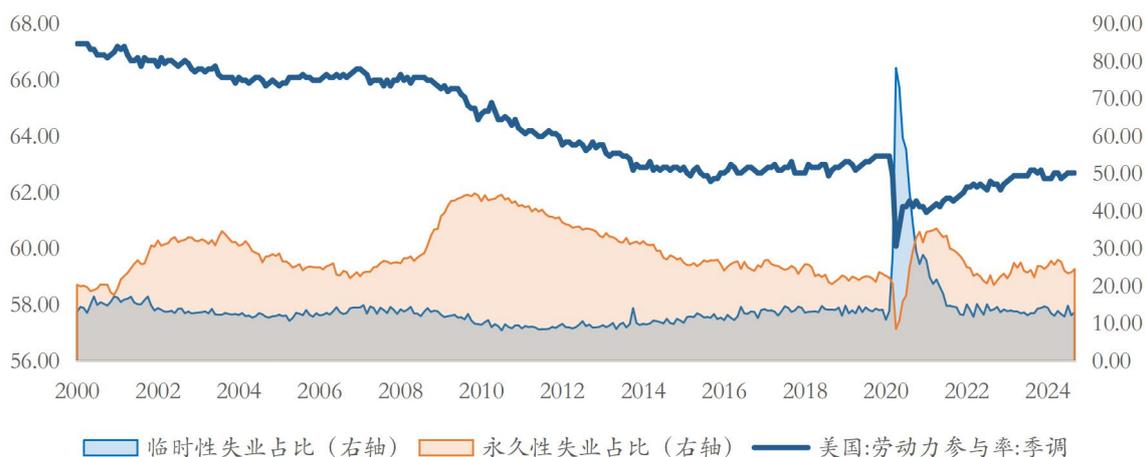
综合疫情对美国就业市场造成的系统性冲击：劳动力参与率下降、劳动力出现结构性调整，同时叠加考虑后续美国经济面临的放缓压力，我们综合预估疫后美国失业率将趋向高失业率的新平衡，失业率中枢由 3.8% 上移至 4.6% 左右，2025 年或一定程度提高。

（一）疫后失业率中枢抬升或成为“新常态”

1. 劳动参与率下降抬升失业率中枢。美国劳动参与率由疫前的 63.3% 最低下降至 60.1%，虽随疫情影响消退有所回升，但截止目前（62.6%）仍未恢复至疫前水平，部分劳动力永久离场是重要原因之一。美国临时失业人员的比例从疫情前的 14% 上升到 2020 年 4 月的 78%，至 2021 年中已全

部恢复；但永久性失业占比从疫前的 22.3%最低下降至 2020 年 4 月的 8.6%，最新占比（26.3%）高于疫前水平（见图表 9）。部分劳动力的永久性离场，拖累劳动参与率下降，从而影响总劳动力人口减少，最终抬升美国失业率中枢¹⁵。

图表 9：美国劳动力市场的临时性离场已经全部恢复，但永久性失业高于疫前



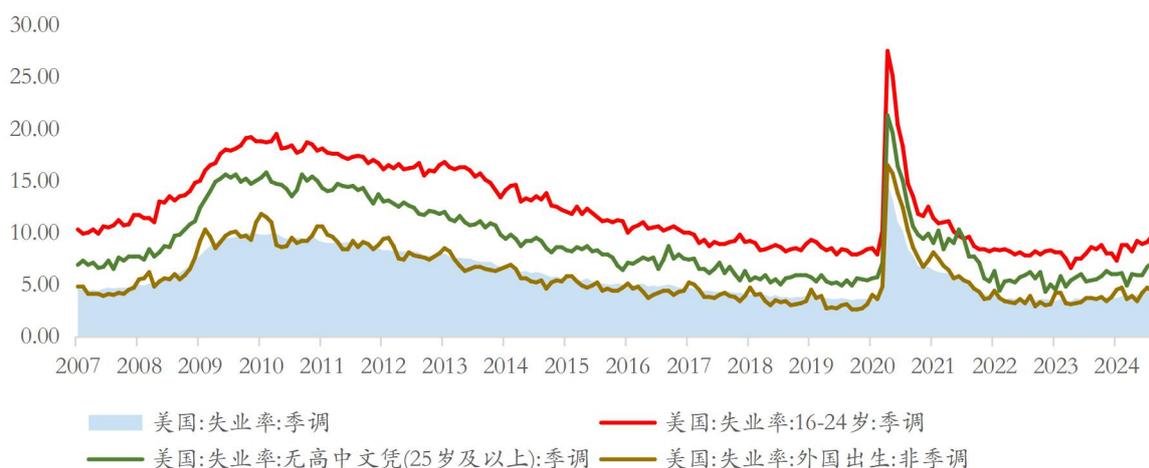
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 劳动力结构的改变抬升失业率中枢。美国国会预算办公室（CBO）对长期失业率估计中所有变动都来自劳动力构成的缓慢变化。与疫情前相比，美国劳动力构成中：高年龄人群减少（55岁及以上劳动力占比由 23.6%下降至 23.2%），疫情导致的劳工平均年龄下降，部分高年龄人群提前退休影响失业率中枢抬升；移民劳动力增加（外国出生劳动力占比由 17.5%上升至 19.3%），相较于本地出生劳工，外国出生劳工的失业率相对偏高，近年海外移民是美国劳动力市场供给增加的重要原因，移民劳动力增加抬升失业率中枢；低教育程度工人占比下降（高中以下学历占比由 5.9%下降至 5.4%），

¹⁵ 失业率=失业人数/劳动力人口，劳动力人口=总人口*劳动参与率。

受疫情影响，新就业者更倾向于接受更高层次的教育后再进入劳动力市场，整体教育程度的上升拉低失业率。综合占比影响，以及劳动力市场结构变化，预计美国失业率中枢整体偏上行。

图表 10：低年龄、低教育程度、海外移民的失业率高于美国整体失业率



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

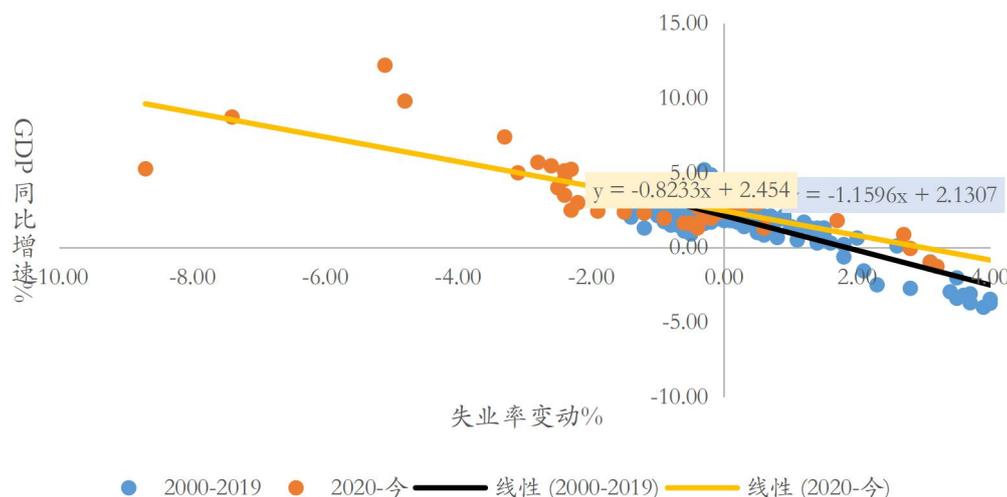
3. 美国经济短期或仍有韧性，但长期不确定性仍强：

根据美联储预测以及奥肯定律，我们推断失业率中枢有可能抬升。短期来看，美联储仍处降息周期，结合特朗普减税提振企业盈利及家庭消费、放松金融及技术领域监管增加经济活力，短期内美国经济或仍有韧性。但长期来看，后续美国经济前景仍有较大不确定性。美联储9月经济预测美国长期GDP同比增速放缓至1.8%左右，根据奥肯定律测算相应失业率中枢上调约0.8%。根据奥肯定律（经济增长表现与失业率呈负向变动关系，见图表11），美国预算办公室（CBO）预估，2024年第一季度美国失业率中枢大约为3.8%，中长期看，

测算美国失业率中枢预计上移至 4.6%左右。

因此，疫情后的“新常态”下失业率中枢或高于此前，未来美联储或在更高的失业率中枢背景下平衡货币政策。

图表 11：奥肯定律：经济增长表现与失业率呈负向变动关系



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）中性预期下 2025 年美国失业率或一定程度走高，短期美联储货币政策或呈更明显的数据依赖特征，中长期受政策、技术等因素的综合经济效益影响

目前美国劳动力市场供需缺口持续收窄，但仍处于供小于求阶段。截至 9 月，美国职位空缺数为 804 万人、登记失业人口 712 万人，劳动力供需缺口连续 2 个月收窄至 100 万人以下、但仍处于偏紧状态（见图表 14）。前期美国劳动力市场的降温更多源自海外移民劳工对供给端的支撑，但是特朗普当选美国总统后，其限制移民的政策倾向可能对劳动力供给端造成抑制。随着美国经济的降温，预计后续需求端的缓步下行将逐渐成为就业市场降温的更重要影响因素。如果

美国经济在 2025 年出现大幅下行，最悲观预期下美国 GDP 增速放缓至 1.3% 左右¹⁶，则失业率可能短暂上升至 5% 上方，该种情况发生的概率偏低。总体来看，中性预期下，2025 年美国失业率或一定程度提高。

图表 12：美国就业市场仍然供小于求



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

相应地，短期美联储货币政策或呈更明显的依赖特征，中长期受新政府政策落地节奏及效果、新一轮技术创新的商业效益等因素综合影响。2025 年，特朗普限制移民的政策或加剧劳动力市场紧张、降低失业率，但新设的政府效率部拟裁减政府雇员、预计减少部分就业需求、推升失业率，未来就业市场走向或受二者相对强弱影响。短期美联储货币政策或呈更明显的依赖特征，中长期看若特朗普政府政策引起劳动力市场显著放缓，则美联储可能加快降息步伐。

¹⁶ 来源于美联储 9 月经济预测。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**