



# 非农数据为何调整？美联储纪要说了什么？

## ——美国劳动数据修正与议息会议纪要

2024年08月22日

- **一季度 QCEW 公布，非农数据依据其进行大幅下修：**美国劳工数据局（BLS）8月21日公布了2024年一季度的季度就业和薪资普查（QCEW）数据并根据其初次校正了2024年3月的非农就业数据基准。截至2024年一季度末，QCEW显示在失业保险系统覆盖范围内的未季调就业总人数累计1.5358亿个岗位，同比增长1.35%；相比之下，未季调的非农就业总人数累计1.5721亿个岗位，同比1.92%。以2024年3月为基准的初次未季调非农就业总人数下调81.8万个岗位，变动约-0.5%，与过往的非农依据QCEW的修正最终值比较，为2009年-0.7%（90.2万）以来的最低值。
- **非农数据的下修在市场预期范围内，显示劳动市场的新增就业弱于预期但仍有一定韧性，整体继续弱化：**3月的基准调整减少的81.8万个岗位将通过折回模型（wedge-back procedure）分摊至过往的11个月当中，即2024年2月至2023年4月当中；从平均值考虑，每月的非季调非农就业将下调约6.8万个岗位。以非季调值比较，调整前2024年3月比2023年3月增加的就业为295.7万个，平均月度新增24.6万个；初次修正后为213.9万个，平均月度新增17.8万个。我们在《穿透美国就业数据的“迷雾”》中指出“QCEW数据显示就业岗位2022年增加411.8万个，2023年增加232.3万个；同期非农就业分别增加447.1万个和305.8万个。本次对初次修正大幅下调非农就业岗位数量并不意外，因为QCEW和非农就业的偏离幅度在2023年差距已经处于疫情期间以外的历史高位，修正幅度亦在市场预期范围内。当然，2024年的非农修正终值还需要等到2025年2月公布2024年全年QCEW数据之后。需要注意的是，8月的初次修正值下调幅度可能大于次年2月的最终修正值：以2023年为例，2023年8月的初次修正值为-30.6万人（-0.2%）而2024年2月的最终修正值缩小为-18.7万人（-0.1%）。”
- **非农数据和QCEW的差距可能来自至少两个方面：**（1）从口径上考虑，虽然QCEW和非农数据较为接近，但两者也存在一些区别，比如QCEW并不统计自我雇佣人员，但非农就业将其包括在内，而非农就业则不统计农业就业。（2）虽然两者理论上均统计移民，但从调查方式来看，非农就业是企业通过电话、传真、电子数据等各类方式回复，虽然严谨程度不高但更易包括非法移民；而QCEW是由在企业中有失业保险（UI）的就业岗位汇总而来，而新进入的非法移民由于工作时长和身份问题多不被失业保险覆盖，这也是导致两者增长趋势差距的重要理由。总体上，QCEW数据的公布和非农就业基准的下修仍显示劳动市场没有之前数据显示的强韧；虽然如此，美国劳动市场2024年达到衰退程度的概率仍然不高，失业率的上行更多是由供给侧移民供给过多推动，而非美国自身经济快速下滑导致的需求端的收缩。
- **非农数据和QCEW有什么差异？修正的影响范围和方式？**（1）从准确度上来看，QCEW不是类似非农数据这类调查问卷估算形成的数据，而是企业有失业保险岗位的加总数据调整得来，质量明显优于非农数据，这也是非农数据需要通过QCEW进行行业修正的原因。（2）修正方面，理论上校正月的数据将影响21个月的数据，t年初次校正主要影响t年3月至t-1年4月的数据（在最终修正前t年后4到10月份数据的基准也会受到影响），而t+1年2月对t年的修正终值将影响t年全部12个月的数据，以及t-1年4月以来的数据，共计21个月会受到影响。（3）此外，根据QCEW修正非农数据后，过去5年的季调模型和数据也会相应做出调整。
- **美联储7月FOMC纪要对9月降息做出更强烈暗示：**（1）美联储绝大多数（the vast majority）参会官员认为如果数据继续如预期般演进，那么下一次会议（9月）放松货币政策是合适的。（2）美联储的数位（several）参会者认为近期通胀取得的进展和失业率

### 分析师

分析师：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

### 风险提示

1. 美国劳动市场大幅下滑的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 劳动市场不同统计序列和方式存在误差的风险

的上升为 7 月降息 25BP 提供了可能的场景 (plausible case), 或者他们会支持这一决定。(3) 在货币政策展望方面, 与会者认为经济活动增长依然稳固 (solid), 通胀数据展现出了进一步进展, 劳动市场出现缓和。小部分 (a few) 参与者表示在去通胀继续进行的情况下, 不降低名义政策利率意味着货币政策实际上正在收紧。(4) 数位 (several) 参会者强调在美联储缩表的进程中要继续监测货币市场流动性和影响准备金需求的因子。(5) 风险方面, 大多数 (a majority) 参会者认为双重目标中就业面临的风险上行, 而通胀面临的风险下行, 这和 7 月 FOMC 声明中关注“双重使命的两端”所传达的信号一致。对经济和就业风险的担忧相对更加明显: 许多 (many) 与会者表示降息过晚或幅度更低可能冒着经济活动和就业过度放缓的风险; 相比之下, 仅数位 (several) 参会者表示降息过早或幅度过大可能冒着总需求重新恢复和通胀进程逆转的风险。

- **市场的降息交易持续, 但年内出现单次 50BP 降息的概率仍较低:** 综合双重目标、经济、金融风险 and 财政情况考虑, 我们继续维持 9 月没有降息 50BP 必要、年内累计降息 50BP 至 75BP 的预期。在失业率稳定升至 4.4% 的自然失业率上方前, 年内 50BP 的降息幅度更为合适, 但我们判断失业率四季度很可能超过 4.4% 的水平。

市场方面, 在非农数据进行下修后, 美国主要股指盘中先出现了下跌, 美元指数小幅回落, 而 10 年期国债收益率在 3.8% 左右震荡后一度回落至 3.77% 左右, 整体依然反映降息交易的加强。7 月 FOMC 纪要公布后, 美股转而上涨, 美元指数从非农公布后 101.16 的水平进一步回落至 100.95 的低位而后上行, 10 年期美债在小幅回落后有所反弹。整体上, 在劳动数据继续弱化, 9 月降息预期夯实的情况下, 市场继续以“降息交易”为主线, 而预计劳动数据和投资数据的弱化可能导致衰退交易阶段性穿插进行, 短期美债收益率和美元指数的下行继续获得支撑。

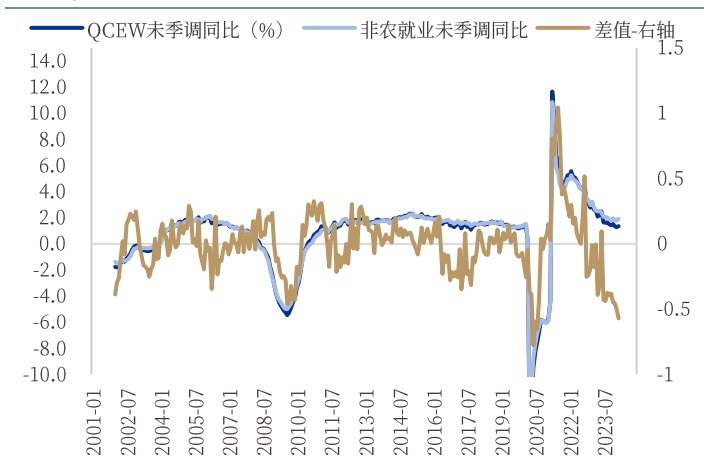
# 一、非农数据下修， 劳动市场弱化的趋势支持多次降息

## (一) 一季度 QCEW 公布， 非农数据依据其进行大幅下修

美国劳工数据局 (BLS) 8 月 21 日公布了 2024 年一季度的季度就业和薪资普查 (QCEW) 数据并根据其初次校正了 2024 年 3 月的非农就业数据基准。截至 2024 年一季度末, QCEW 显示在失业保险系统覆盖范围内的未季调就业总人数累计 1.5358 亿个岗位, 同比增长 1.35%; 相比之下, 未季调的非农就业总人数累计 1.5721 亿个岗位, 同比 1.92%。

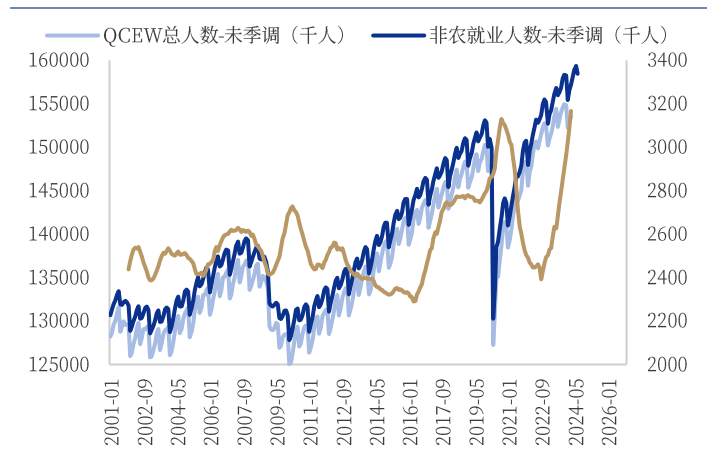
以 2024 年 3 月为基准的初次未季调非农就业总人数下调 81.8 万个岗位, 变动约-0.5%, 与过往的非农依据 QCEW 的修正最终值比较, 为 2009 年-0.7% (90.2 万) 以来的最低值。3 月的基准调整的总数量将通过折回模型 (wedge-back procedure) 分摊至过往的 11 个月当中, 即 2024 年 2 月至 2023 年 4 月当中; 从平均值考虑, 每月的非季调非农就业将下调约 6.8 万个岗位。以非季调值比较, 调整前 2024 年 3 月比 2023 年 3 月增加的就业为 295.7 万个, 平均月度新增 24.6 万个; 初次修正后为 213.9 万个, 平均月度新增 17.8 万个。我们在 7 月上旬《穿透美国就业数据的“迷雾”》中指出“QCEW 数据显示就业岗位 2022 年增加 411.8 万个, 2023 年增加 232.3 万个; 同期非农就业分别增加 447.1 万个和 305.8 万个, 可以看出 2023 年非农数据与 QCEW 的背离已经较为明显, 差值接近 73.5 万个岗位。因此, 本次对初次修正大幅下调非农就业岗位数量并不意外, 因为 QCEW 和非农就业的偏离幅度在 2023 年差距已经处于疫情期间以外的历史高位, 修正幅度亦在市场预期范围内。

图1: QCEW 与非农就业差距扩大, 非农就业出现下调



资料来源: BLS, Fred, 中国银河证券研究院

图2: 公布数据为未季调数据, 非农的大幅下调并不意外



资料来源: BLS, Fred, 中国银河证券研究院

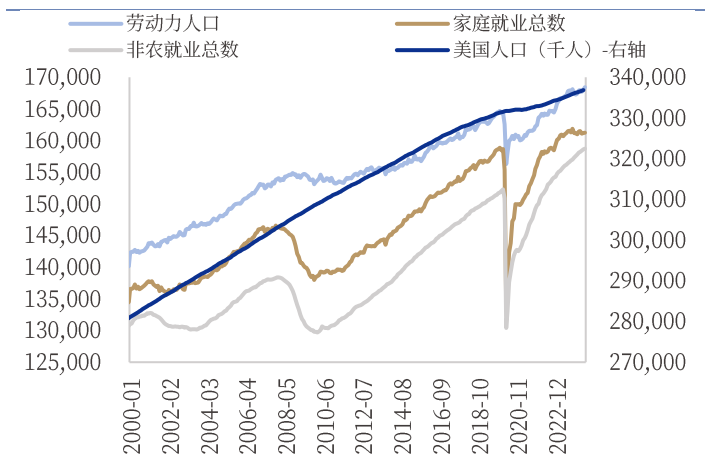
当然, 2024 年的非农修正终值还需要等到 2025 年 2 月公布 2024 年全年 QCEW 数据之后。需要注意的是, 8 月的初次修正值下调幅度可能大于次年 2 月的最终修正值: 以 2023 年为例, 2023 年 8 月的初次修正值为-30.6 万人 (-0.2%) 而 2024 年 2 月的最终修正值缩小为-18.7 万人 (-0.1%)。

从 QCEW 和非农就业的准确性上考虑, QCEW 明显好于非农, 其一季度同比增速约为 1.32% 左右, 继续低于非农就业的 1.83%, 显示 2024 年非农就业比实际情况可能依然存在小幅高估。QCEW 和非农增长幅度的差异可能来源于 (1) 统计口径的不同和 (2) 对移民人口实际的统计能力不同, 这不仅导致 QCEW 就业岗位稳定低于非农就业, 也使移民自 2021 年大量涌入美国并推升兼职就业以来, 非农就业相对 QCEW 和家庭就业统计存在夸大。首先, 从口径上考虑, 虽然 QCEW 和非农数据较为接近, 但两者也存在一些区别, 比如 QCEW 并不统计自我雇佣人员, 但非农就业将其包括在内, 而非农就业则不统计农业就业。其次, 虽然两者理论上均统计移民, 但从调查方式来看, 非农就业是企业通过电话、传真、电子数据等各类方式回复, 虽然严谨程度不高但更易包括非法移民; 而 QCEW 是由在企业中有

失业保险 (UI) 的就业岗位汇总而来, 而新进入的非法移民由于工作时长和身份问题多不被失业保险覆盖, 这也是导致两者增长趋势差距的重要理由。

总体上, QCEW 数据的公布和非农就业基准的下修仍显示劳动市场没有之前数据显示的强韧; 虽然如此, 美国劳动市场 2024 年达到衰退程度的概率仍然不高, 失业率的上行更多是由供给侧移民供给过多推动, 而非美国自身经济快速下滑导致的需求端的收缩。从美联储的角度考虑, 新增就业数量的放缓的失业率的抬升无疑是经济出现弱化的信号, 如果下半年失业率升至 4.4% 的自然失业率上方, 那么美联储可能进行 2 至 3 次 25BP 的预防性降息支撑经济, 7 月 FOMC 会议纪要也暗示年内连续降息的出现的可能性不低。当然, 单次 50BP 的降息目前仍无必要, 75BP 以上的降息预期也过分乐观。

图3: 劳动市场总量数据显示就业情况继续边际弱化



资料来源: Wind, BLS, 中国银河证券研究院

图4: 与家庭就业的比较也显示, 非农就业存在一定高估



资料来源: BLS, Fred, 中国银河证券研究院

表1: 非农就业 2024 年 8 月初次修正数据变动 (2024 以外年份为修正终值)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均修正值
未季调总非农就业 (修正幅度) - (千个岗位)	-119	67	-172	-81	135	-16	-489	-121	-7	506	-187	-818	-109
总私人就业	-126	105	-232	-151	133	-104	-505	-184	-256	607	-249	-819	-148
采矿业	-10	-16	-19	-22	-30	-8	-15	-27	-63	-18	0	-11	-20
建筑业	14	90	39	47	52	44	-4	2	-41	70	44	-45	26
制造业	23	43	-12	58	15	-18	-4	-75	-42	22	-44	-115	-12
贸易、运输和公用事业	-131	-31	-5	-110	75	-77	-117	24	307	32	-35	-104	-14
批发业	-20	-45	-41	-67	-21	-54	-39	-48	-24	101	50	-34	-20
零售业	-110	6	-24	-118	15	-96	-151	-78	58	-252	43	-129	-70
运输仓储业	4	10	65	84	80	73	76	149	270	170	-145	56	74
公用事业	-5	-1	-5	-9	1	2	-4	1	3	13	18	2	1
信息业	-5	66	-44	-2	70	59	35	14	84	80	-36	-68	21
金融活动	-10	19	-9	-4	7	-12	68	25	-64	94	55	-76	8
专业和商业服务	4	-147	-110	-125	-270	-72	-159	-123	218	230	-113	-358	-85
教育和保健服务	-61	-16	-7	-83	70	5	-95	-47	125	-69	-46	87	-11
休闲和酒店业	72	38	-45	102	126	-4	-170	31	-572	161	-29	-150	-37
其他服务业	-22	59	-20	-12	18	-21	-44	-8	-208	5	-45	21	-23
政府	7	-38	60	70	2	88	16	63	249	-101	62	1	40

资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

表2: 非农就业 2024 年 8 月初次修正数据变动比例 (2024 以外年份为修正终值, 0 为幅度低于 0.05%)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均修正值
未季调整非农就业 (修正幅度) - (%)	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.00	-0.30	-0.10	0.00	0.30	-0.10	-0.50	-0.08
总私人就业	-0.10	0.10	-0.20	-0.10	0.10	-0.10	-0.40	-0.10	-0.20	0.50	-0.20	-0.60	-0.11
采矿业	-1.2	-1.80	-2.20	-3.20	-4.60	-1.10	-2.10	-4.00	-11.50	-3.10	0.00	-1.70	-3.04
建筑业	0.30	1.60	0.60	0.70	0.80	0.60	-0.10	0.00	-0.60	0.90	0.60	-0.60	0.40
制造业	0.2	0.4	-0.1	0.5	0.1	-0.1	0.0	-0.6	-0.3	0.2	-0.3	-0.9	-0.1
贸易、运输和公用事业	-0.5	-0.1	0.0	-0.4	0.3	-0.3	-0.4	0.1	1.1	0.1	-0.1	-0.4	-0.1
批发业	-0.4	-0.8	-0.7	-1.1	-0.4	-0.9	-0.7	-0.8	-0.4	1.7	0.8	-0.6	-0.4
零售业	-0.8	0.0	-0.2	-0.8	0.1	-0.6	-1.0	-0.5	0.4	-1.6	0.3	-0.8	-0.5
运输仓储业	0.1	0.2	1.4	1.7	1.6	1.4	1.4	2.6	4.5	2.6	-2.2	0.9	1.4
公用事业	-0.8	-0.1	-0.8	-1.6	0.2	0.3	-0.7	0.2	0.5	2.4	3.1	0.3	0.3
信息业	-0.2	2.4	-1.6	-0.1	2.5	2.1	1.2	0.5	3.0	2.7	-1.2	-2.3	0.8
金融活动	-0.1	0.2	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.8	0.3	-0.7	1.1	0.6	-0.8	0.1
专业和商务服务	0	-0.8	-0.6	-0.6	-1.3	-0.4	-0.8	-0.6	1.0	1.0	-0.5	-1.6	-0.4
教育和保健服务	-0.3	-0.1	0.0	-0.4	0.3	0.0	-0.4	-0.2	0.5	-0.3	-0.2	0.3	-0.1
休闲和酒店业	0.5	0.3	-0.3	0.7	0.8	0.0	-1.1	0.2	-4.4	1.1	-0.2	-0.9	-0.3
其他服务业	-0.4	1.1	-0.4	-0.2	0.3	-0.4	-0.8	-0.1	-3.9	0.1	-0.8	0.4	-0.4
政府	0	-0.2	0.3	0.3	0.0	0.4	0.1	0.3	1.1	-0.5	0.3	0.0	0.2

资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

## (二) QCEW 与非农统计的异同以及非农就业基准修正的原理

在上文的主要结论后, 本部分主要解释 QCEW 与非农就业 (企业调查) 统计序列的区别, 以及每年 8 月非农初次修正和次年 2 月终值修正的原理。(1) 从准确度上来看, QCEW 不是类似非农数据这类调查问卷估算形成的数据, 而是企业有失业保险岗位的加总数据调整得来, 质量明显优于非农数据, 这也是非农数据需要通过 QCEW 进行行业修正的原因。(2) 修正方面, 理论上校正月的数据将影响 21 个月的数据, t 年初次校正主要影响 t 年 3 月至 t-1 年 4 月的数据 (在最终修正前 t 年后续 4 到 10 月份数据的基准也会受到影响), 而 t+1 年 2 月对 t 年的修正终值将影响 t 年全部 12 个月的数据, 以及 t-1 年 4 月以来的数据, 共计 21 个月会受到影响。(3) 此外, 根据 QCEW 修正非农数据后, 过去 5 年的季调模型和数据也会相应做出调整。

具体来看, 非农数据来自于企业调查 (CES)。非农数据的特点包括: (1) 月度数据, 覆盖非农业部门所有给付薪酬的工作, 包括私人 and 政府部门, 但不包括自雇人员、无薪家庭工作者、在家庭企业以及农业和相关行业工作者、休假期间的无薪工作者等; 这导致企业调查形成的非农总人数稳定低于家庭调查形成的被雇佣总人数。(2) 月度抽样基于约 11.9 万家企业与政府机构数据, 涵盖约 62.9 万个工作场所, 由受访企业回复调查 (电话、网络、传真、电子数据收集等方式均有); 在调查参考期间任何工作或获得薪酬的个体都将被计入。(3) 统计主要为了估算工作岗位数量, 个体如果有多份工作则都会被统计为就业岗位。(4) 由于样本量大于家庭调查, 理论上企业调查面临小于家庭调查的样本误差, 月度就业变动 90% 置信区间月为正负 13 万人左右。(5) 企业调查进行“企业诞生-倒闭模型” (Business Birth/Death Model) 调整, 以更加及时的反映企业的消亡和诞生对工作岗位数量的影响; 2003 年以来的新模型每月对未季调非农就业进行调整。(6) 企业调查的回复率也面临下滑的问题, 尽管疫情前 CES 回复率整体在 60% 左右, 但疫情后出现显著下行, 2024 年一季度末为 43.5% 左右<sup>1</sup>, 比家庭调查的回复率更低。

季度就业与薪资普查 (QCEW) 的特点包括: (1) 季度数据, 联邦就业数据来自于提交给州立机构的就业与薪资报告, 由 BLS 和相关机构进行调整修订; 就业的月度统计来自于当包括每月 12 日在内的付薪周期中工作或获得薪酬的个体, 私人部门和州与地方政府雇员, 包括所有管理和监督人员、专业工作人员、文职人员、计件工作者、有薪资收入人员和兼职工作者, 以及大部分农业工作者 (仅不包括某些特殊的国家安全机构)。(2) 与非农数据显著不同的是, QCEW 不是估算数据, 而是各类报告给相关行政管理部門的企业数据的汇总和两类调查序列形成, 但会滞后半年公布, 时效性较差。QCEW 虽然

<sup>1</sup> Household and establishment survey response rates : U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov)

不能像家庭调查一样获得对全部就业人口的估计，总数上也少于非农就业，但其反映真实的工作岗位和各行业特征，是三类序列里数据质量最高的。(3) QCEW 在行业分类上和非农就业都采用北美行业分类系统，也包括兼职就业。(4) 由于不是估算数据，QCEW 的样本对各行业就业情况有充分代表性。(5) QCEW 的两份相关调查报告 (ARS 和 MWR) 在绝大部分州都是强制要求回复，因此也不存在回复率显著下滑的问题。

表3: 劳动力市场三类调查统计序列的主要特征

频率	家庭调查 (CPS)	企业调查 (CES)	季度就业和薪资普查 (QCEW)
	月度	月度	季度
范围	覆盖范围为全体16岁以上非机构居民人口，即包括农业人口，但不包括在监狱、精神病院等惩戒性机构和有军事任务的人口	非农业部门所有给付薪酬的工作，包括私人 and 政府部门，但不包括自雇人员、无依家庭工作者、在家庭企业以及农业和相关行业工作者、休假期间的无薪工作者等	就业的月度统计来自于当包括月12日在内在的付薪周期中工作或获得薪酬的个体，私人部门和州与地方政府雇员，包括所有管理和监督人员、专业工作人员、文职人员、计件工作者、有薪资收入人员和兼职工作者，以及大部分农业工作者 (仅不包括某些特殊的国家安全机构)
样本和抽样方法	(估算数据) 月度抽样约6万户家庭，一般在16个月内进行8次月度上门或电话采访；除首次采访上门外，更多是电话采访，对象为家庭内15岁及以上的成员	(估算数据) 月度抽样基于约11.9万家企业与政府机构数据，涵盖约62.9万个工作场所，由受访企业回复调查 (电话、网络、传真、电子数据收集等方式均有)；在调查参考期间任何工作或获得薪酬的个体都将被计入	(非估算数据)，由各类报告给相关行政管理部門的企业数据的汇总和两类调查序列形成；QCEW可以视为各州失业保险 (UI) 会计系统的副产品，各州会收到所有私人部门雇主的季度缴费报告，雇主也会提供的相关就业和薪资信息。个别情况下，当数据质量较差或完全缺失时，可能会进行计算填补
重要产出数据	劳动人口、就业人口 (全职与兼职)、失业人口和失业率、劳动参与率等	非农就业、非农时薪、工时等	季度就业和薪资数据，具体到各县 (county)
参照期	通常是包含每月12号的日历周	包含每月12号的雇主付薪周期 (周期可以是每周，每两周，每月，或其他)	就业的月度统计来自于当包括月12日在内在的付薪周期
是否重复统计兼职	(否) 统计主要为了估算被雇佣的人口，工作的个体无论有几份工作均被记录为一个就业人口，包括无薪休假的工作人员	(是) 统计主要为了估算工作岗位数量，个体如果有多份工作则都会被统计为就业岗位	(是) QCEW在行业分类上和CES都采用北美行业分类系统，同时也包括兼职就业
特殊调整	家庭调查进行“人口控制”调整，主要基于人口普查、出生死亡与净移民；BLS将每年的人口控制调整引入到1月份的数据中，但一般不会修订历史家庭调查数据	企业调查进行“企业诞生-倒闭模型” (Business Birth/Death Model) 调整，以更加及时的反映企业的消亡和诞生对工作岗位数量的影响；2003年以来的新模型每月对未季调非农就业进行调整	/
回复率	家庭调查的回复率自2013年以来下滑，由90%下滑至70%左右	企业调查疫情前回复率整体在60%左右，但疫情后出现显著下行，2024年一季度末为43.5%左右	QCEW的两份相关调查报告 (ARS和MWR) 在绝大部分州都是强制要求回复
在90%置信水平下达到统计显著性所需的月度就业变动	±60万	±13万	/

资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

通过 QCEW 对非农就业校正的主要原理如下: 对于企业调查 (非农数据)，美国劳工数据局 (BLS) 每年都进行年度基准调整，以每年 3 月的 QCEW 对非农数据进行重新对齐。仅有不经季节调整的 3 月非农就业估计会被 QCEW 数据直接修正后替代。QCEW 主要来自于失业保险 (UI) 下的雇员行政文件，大约 97% 的企业调查范围内的就业由于受 UI 覆盖。需要注意的特征主要有 3 点: (1) 被调整年份的 3 月非农估算数值会根据当年 3 月的 QCEW 和 US 基准就业数据替换，QCEW; 比如 2024 年 8 月调整使用的是 2024 年一季度末的 QCEW 数据。其他被影响月份并不会被直接取代，而是用 wedge-back procedure 调整分摊到受影响的月份中。(2) 影响范围方面，每年基准的修订影响最长可以从前一年的 4 月影响到到下一年 12 月的 21 个月的非季节调整数据。(比如，2024 年 2 月的修正终值，会影响 2024 年 12 月开始至 2023 年 4 月的数据。8 月修正初值则直接会影响前一年 4 月至当年 3 月的数据，然后当年 4-10 月的数据也应该已 3 月作为基准计算相对月度变化并通过 birth-death 模型调整。(3) CES 在每年的基准修订时也会更新季节调整模型，影响过去 5 年的季节调整数据的修订。

## 二、美联储 7 月 FOMC 展露更多 9 月降息信号

同日公布的还有美联储 7 月 FOMC 会议纪要，主要的关注点包括:

(1) 美联储绝大多数 (the vast majority) 参会官员认为如果数据继续如预期般演进，那么下一次会议 (9 月) 放松货币政策是合适的。

(2) 美联储的数位 (several) 参会者认为近期通胀取得的进展和失业率的上升为 7 月降息 25BP 提供了可能的场景 (plausible case)，或者他们会支持这一决定。

(3) 在货币政策展望方面，与会者认为经济活动增长依然稳固 (solid)，通胀数据展现出了进一步进展，劳动市场出现缓和。小部分 (a few) 参与者表示在去通胀继续进行的情况下，不降低名义政策利率意味着货币政策实际上正在收紧。

(4) 数位 (several) 参会者强调在美联储缩表的进程中要继续监测货币市场流动性和影响准备金需求的因子。

(5) 风险方面，大多数 (a majority) 参会者认为双重目标中就业面临的风险上行，而通胀面临的风险下行，这和 7 月 FOMC 声明中关注“双重使命的两端”所传达的信号一致。对经济和就业风险的担忧相对更加明显：许多 (many) 与会者表示降息过晚或幅度更低可能冒着经济活动和就业过度放缓的风险；相比之下，仅数位 (several) 参会者表示降息过早或幅度过大可能冒着总需求重新恢复和通胀进程逆转的风险。

整体来看，7 月 FOMC 纪要和会议当日的声明和鲍威尔讲话及答记者问的讯息大致一致，但纪要显示出美联储 9 月的降息倾向比鲍威尔 7 月末的引导还要更加强烈。尽管短期经济和就业仍然稳固，但已经有许多官员开始担忧经济在货币政策高位保持更久的情况下放缓：不仅通胀方面的回落意味着实际利率在不降息的情况下正边际提升，失业率的上行也令官员们希望通过降息阻止经济和劳动市场出现意外或过快的下行。因此，9 月份开启首次降息，年内多次降息的必要性正在提升，预计在 8 月 23 日 Jackson Hole 会议讲话中继续铺垫在数据依赖路径下的 9 月降息和年内的连续降息。

综合双重目标、经济、金融风险 and 财政情况考虑，我们继续维持 9 月没有降息 50BP 必要，年内累计降息 50BP 至 75BP 的预期。在失业率稳定升至 4.4% 的自然失业率上方前，年内 50BP 的降息幅度更为合适，但我们判断失业率四季度很可能超过 4.4% 的水平。

市场方面，在非农数据进行下修后，美国主要股指盘中先出现了下跌，美元指数小幅回落，而 10 年期国债收益率在 3.8% 左右震荡后一度回落至 3.77% 左右，整体依然反映降息交易的加强。7 月 FOMC 纪要公布后，美股转而上涨，美元指数从非农公布后 101.16 的水平进一步回落至 100.95 的低位而后上行，10 年期美债在大幅回落有所反弹。整体上，在劳动数据继续弱化，9 月降息预期夯实的情况下，市场继续以“降息交易”为主线，而预计劳动数据和投资数据的弱化可能导致交替交易阶段性穿插进行，短期美债收益率和美元指数的下行继续获得支撑。

### 三、风险提示

- (1) 美国劳动市场大幅下滑的风险
- (2) 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3) 劳动市场不同统计序列和方式存在误差的风险

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊：**中国银河证券首席经济学家。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn