

2024 年 8 月 22 日

全球宏观

如何看待近 15 年来最大下修的非农年度基准修订？

美国当地时间 8 月 22 号 10 点 30 分左右公布了 2023 年 4 月至 2024 年 3 月期间就业增长数据的基准修订。数据显示，截至 2024 年 3 月的 12 个月内，非农年度基准下修约 81.8 万个（每月 6.8 万个），为近 15 年以来的最大调整。基准下修意味着每月非农新增就业由之前的 24.6 万下调至 17.8 万。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

⊕ 什么是非农年度基准修正？

美国劳工部公布的非农年度基准修正对月度就业数据进行年度校准，目的在于提高就业数据的准确性。年度基准修正过程主要通过将 CES 抽样调查数据与几乎覆盖全部就业人口的税收记录进行比对来实现。非农月度数据主要来自于对约 14.2 万家企业和政府机构的月度抽样调查，而年度基准校正主要使用失业保险（UI）税收记录作为基准，包括了约 97% 的非农就业数据，几乎覆盖全部就业人口。美国劳工部通过计算 CES 抽样调查估计与失业保险数据之间的差异，然后在接下来的 12 个月中逐步调整月度数据，汇成年度基准修订。年度基准分为初值和终值。此次公布的数据为初次修正，最终值要到 2025 年 2 月才会公布。

⊕ 非农基准修正与 CES 月度修正的区别与联系？

我们会经常看到当月非农数据会对前两个月数值进行修正，但月度修正主要基于 CES 自身的额外数据和方法调整，和非农年度基准修正有较大区别。1) 首先，月度修正一方面来自于数据的延迟。CES 是一个抽样调查，初始估计可能存在一定的抽样误差。随着更多数据的收集，这些误差可以被部分纠正。一些企业可能在初始截止日期后才提交报告，而迟交的报告会在后续月份纳入计算。2) 其次，月度修正还来自季调因子。随着抽样数据的陆续到来，季节性调整因子可能会略有变化，从而导致对近期数据作出小幅调整。

⊕ 非农基准经历次贷危机以来最大下修，为何市场并无较大波动？

我们认为市场对于非农年度基准大幅下修反应不大的原因来自以下方面：

- * 非农年度基准调整是个渐进的过程，此前非农就业和工资普查初步报告（QCEW）已公布前三个季度的非农调整，且数据公布前市场已有预期下修幅度在 30 万到 100 万不等，而 81.8 万的下修合乎此预期范围，市场此前已有定价。
- * 非农年度基准下修具有一定的滞后性，其反映的是 2024 年 3 月之前 12 个月的就业数据校订，并不能反映未来就业市场的走势。市场更加关注近几个月来的就业市场走势，尤其是 7 月失业率意外走高触发萨姆规则后，市场更关注两周后的 8 月非农就业数据。

⊕ **噪音增加导致非农年度基准修正的波动会更大，我们认为这个噪音主要来自两方面：**

- * CES抽样调查的回复率下降影响了月度数据的质量，增加了抽样误差。美国劳工部CES回复率自2019年以来处于持续下降状态。同时，我们也注意到非农当月数据波动也有所增加，而前值也会时常经历较大的修正。
- * 非法移民大幅涌入导致修正幅度放大。过去两到三年，非官方口径统计下的美国非法移民达到了几百万乃至千万级。而在CES调查中，部分非法移民可能会因工资数据而被统计到月度就业数据中。但年度基准修正主要是根据失业保险来调整，而非法移民不能申请失业保险，因而会被剔除在非农就业外，由此导致了下修幅度放大。

⊕ **市场普遍认为基准下修反映就业市场的强劲被夸大了，但市场的放缓可能也被夸大了**

非法移民的大量涌入可能一定程度上反映了美国就业市场可能不如基准下修那般放缓。年度基准下修的81.8万的岗位并不是全部消失了或者转为失业，而是部分就业岗位仍可能以非法移民就业的形式而存在。

同时，我们从破产企业数也可以作证劳动力市场可能并没有出现意外放缓。新增或减少企业数量是影响年度基准修正的一个重要因素。破产企业增加往往会导致年度基准出现下修，且幅度也有趋同。尽管2024年3月前的12个月非农就业下修幅度创下了2008年次贷危机以来新高，但从12个月移动平均破产企业数量来看，当前破产企业数量仅仅是2019年以来的趋势水平，远低于2008年的破产企业数量，或可反映当前年度基准受到噪音影响的成分较大。

⊕ **基准下修支持降息，但鲍威尔可能不会释放意外鸽派信号**

年度基准数据的修正还是反映了整体就业市场的放缓，同样在一定程度上可以支持美联储9月启动降息。当前市场预期9月降息25基点的概率为66%，近一周来变化不大，反映相对中性偏乐观的定价，基于近期好于预期的非制造业PMI、零售等数据，市场衰退担忧已明显缓和。

美联储主席鲍威尔即将在杰克逊霍尔全球央行年会上发表演讲，预计会对近期的就业数据进行评论，但可能给出的降息信号可能不会意外鸽派，因近期衰退担忧已有所消退，且当前金融条件已较为宽松，且当前时点下，8月非农、就业数据尚未公布，而9月FOMC会议已不远，该次会议还将公布经济预测摘要。

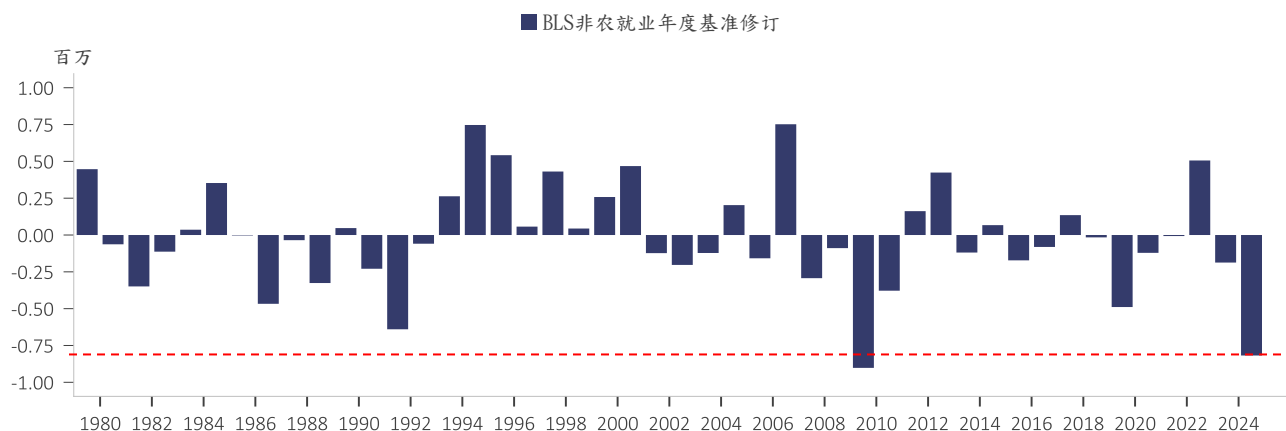
图表 1: 美国劳工部公布的非农年度基准初次修订值

Table 1. National Current Employment Statistics March 2024
Preliminary Benchmark Revisions by Major Industry Sector

	Benchmark revision (in thousands)	Percent benchmark revision
Total nonfarm	-818	-0.5
Total private	-819	-0.6
Mining and logging	-11	-1.7
Construction	-45	-0.6
Manufacturing	-115	-0.9
Trade, transportation, and utilities	-104	-0.4
Wholesale trade (1)	-33.6	-0.6
Retail trade (1)	-129	-0.8
Transportation and warehousing (1)	56.4	0.9
Utilities (1)	1.7	0.3
Information	-68	-2.3
Financial activities	-76	-0.8
Professional and business services	-358	-1.6
Private education and health services	87	0.3
Leisure and hospitality	-150	-0.9
Other services	21	0.4
Government	1	(2)

资料来源: 美国劳工部, 交银国际

图表 2: 美国劳工部公布的 2024 年非农年度基准下修 81.8 万人, 为 2009 年以来最大幅度下修



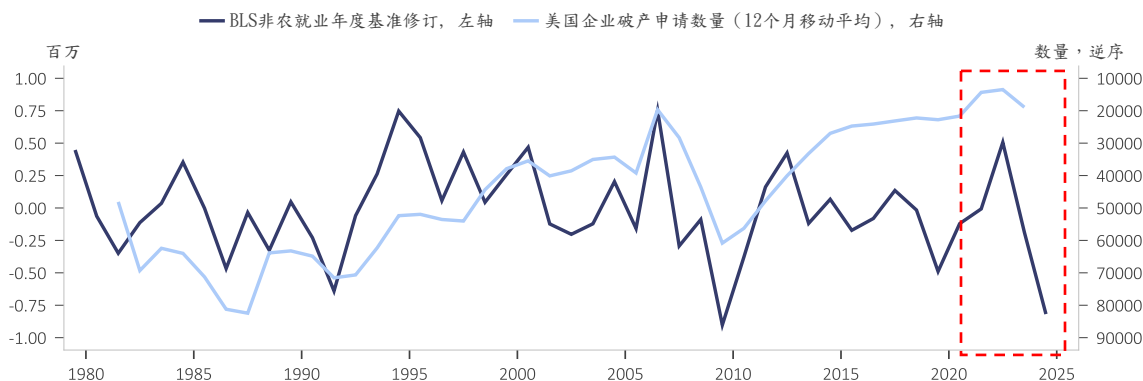
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 2023年3月至2024年3月，非农就业总数下修0.5%，高于2019年的0.3%



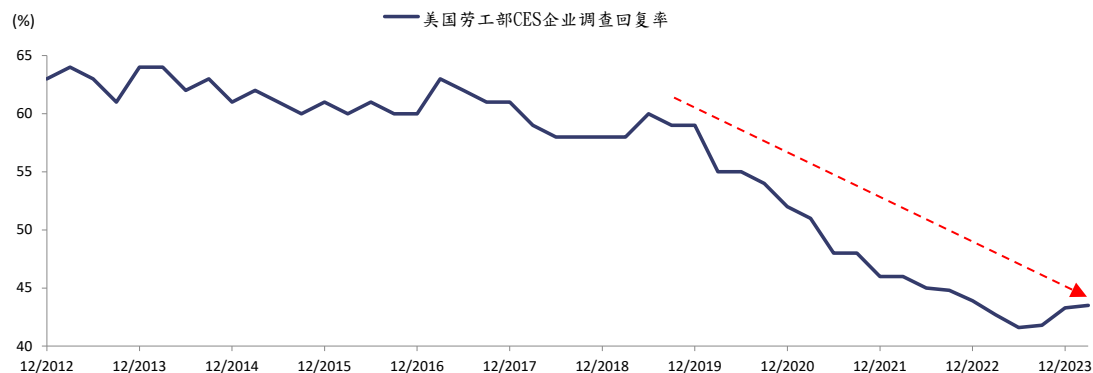
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 美国企业破产数量与非农就业年度基准修正幅度相关



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 美国劳工部 CES 企业调查率自 2019 年以来持续下降



资料来源: Bloomberg, 交银国际

图表 6: 美债 10 年期收益率回落，当前美国金融条件已相对宽松



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。