仅供内部参考，请勿外传

财通证券 CAITONG SECURITIES

美国非农数据为何频繁修订？

证券研究报告

宏观深度报告 / 2026.07.05

分析师 张伟
SAC 证书编号：S0160525060002
zhangwei04@ctsec.com

分析师 任思雨
SAC 证书编号：S0160525090006
rensy@ctsec.com

相关报告

1. 《股债汇三牛：钱多就是硬道理——2026年下半年宏观展望》 2026-07-01
2. 《需求拐点出现了吗？》 2026-06-30
3. 《企业加速累库》 2026-06-28

核心观点

- **非农就业数据实际是估算值。**美国劳工统计局（BLS）的非农数据依托当期就业统计调查（CES）生成，统计层面，CES 是一个分层简单随机抽样调查，即**最后形成的就业数据是一个估算数据。CES 的有效样本约占美国所有非农工资雇员的 26%。**

- **模型偏差、企业回复时滞等带来频繁修正。一是调查流程本身就存在修正机制，数据的多次修订本就存在：①源自于收集率的时滞。**数据首次发布时，调查问卷的收集率约为 60%；而在最终修正时，调查问卷的收集率上升至近 90%。**②源自于“净出生调整”模型的偏差。**这一调整预测当月“新注册岗数-倒闭岗数”的净增量，并把预测估算出来的数字加到非农数据初值中。“净出生调整”模型也是资本市场最诟病非农数据的原因。因为它极度依赖历史规律，会导致在经济拐点时的数据严重失真。例如当经济突然变差时，模型会严重高估新企业的诞生，低估老企业的倒闭。继而使得非农就业初值较高，但在未来会带来大幅下修。**二是调查中的不同行业、不同规模的企业覆盖率并不一致。**政府部门的覆盖率极高，而小微企业特征会被漏估。**三是调查中企业的回复率在下降，当前已不足一半。**

- **资本市场认为非农当前的置信度变低。**近年资本市场对非农就业数据初值的信任度下滑，概因终值与初值的偏差幅度规模持续处于较高水平。其中 2025 年一季度的三个月每月下修均超过了 10 万人，而 2025 年每个月的数据都进行了下修。频繁下修意味着此前公布的非农初值都存在不同程度的“虚高”。根据回复率与收集率来看，**实际整体样本的代表性不足问题日渐突出，导致数据高度依赖模型的推测，非农数据对边际变化的指引能力显著下降。**

- **其它数据可交叉验证就业市场。**①ADP 私营就业数据；②季度的就业与工资普查（QCEW）数据；③现时人口调查（CPS）数据；④职位空缺与劳动力流动调查（JOLTS）；⑤高频景气指标的侧面佐证等。

- **最新非农数据对此前加息预期纠偏。**最新披露的 6 月就业数据修订转为下修，冲击了“美国就业市场温和复苏”的预期。从结构来看，6 月新增就业增长几乎全部由教育和保健服务、专业和商业服务两个行业贡献。4、5 月主要的下修来源于休闲和酒店业。证实了**非农数据“虚高”、休闲酒店娱乐等小微聚集行业，因企业问卷反馈滞后、模型外推偏差，是单边集中下修的源头等结论。**

- **风险提示：**就业韧性超预期风险；数据统计偏差风险；通胀粘性超预期风险。

内容目录

1 非农数据如何产生？ 3
2 为何频繁修正？ 3
3 非农是否依然可信？ 9
4 如何交叉验证美国就业？ 10
5 最新非农数据说明了什么？ 13
6 风险提示 15

图表目录

图 1：美国劳工统计局官网可查询到的最早修订数据在 1979 年 4
图 2：数据首次发布时，CES 调查收集率在 60%水平 5
图 3：数据最终发布时，CES 调查收集率近 90% 5
图 4：在同意参与 CES 的企业中，1981 年至 2026 年调查中各月月度收集率 5
图 5：在经济拐点时，非农数据的终值较初值会经常性出现下修或上修 6
图 6: CES 调查的企业回复率已不足一半 8
图 7：不同数据收集方法的机构百分比 9
图 8: 2026 年 6 月数据按行业划分的就业人数、月度变化及置信区间 9
图 9: ADP 反应私营就业数据，与非农数据对比 11
图 10：季度的就业与工资普查（QCEW）普查与非农数据对比 11
图 11: JOLTS 口径总雇佣人数减去总离职人数，与新增非农就业基本吻合 12
图 12: 6 月新增非农数据较前值下滑 13
图 13：行业中教育和保健服务、专业和商业服务贡献了主要新增；而休闲和酒店则大幅减少 14
图 14：本次公布数据显示 4、5 月数据修订情况 14

表 1: CES 调查样本中不同行业的覆盖率情况 7
表 2: CES 调查样本中不同规模企业的覆盖率情况 7

美国的就业数据是市场观测美国经济景气度，进而预判美联储货币政策走向的核心指标。而非农就业数据作为美国就业市场的重要高频指标，对全球资本市场定价的影响斐然。

然而近几年，美国劳工统计局发布的非农数据频繁出现事后大幅修正，初值与终值偏差增大，传统单月非农初值的定价有效性下降。市场对数据的真实性与有效性的质疑加大。

1 非农数据如何产生？

美国劳工统计局（BLS）的非农数据依托当期就业统计调查（CES）生成，核心统计与修订机制是一套标准化规则，这也是理解就业数据会产生频繁修正情况的前提。

统计层面，CES 是一个分层简单随机抽样调查，即**最后形成的就业数据是一个估算数据。**BLS 每月通过 CES 项目，从非农企业样本中收集就业、工时和收入数据。其中调查涵盖约 11.9 万家企业和政府机构，覆盖约 62.2 万个工作场所，这些工作场所是从包含约 1210 万家企业的失业保险税账户中抽取的。**CES 的有效样本约占美国所有非农工资雇员的 26%**。调查通过季节性调整剔除月度季节的扰动，形成市场观测的初值数据。

需要注意的是，CES 调查是月度抽样，每月利用全量在库样本进行月度数据采集。但同时样本库进行季度滚动，按行业轮流在每季度激活新样本（源于存在新企业和企业注销等情况），并强制企业在库待满 2 至 4 年以平衡数据稳定性和填报负担。

而在统计样本信息的具体项目上：

就业人数是指在包含当月 12 日的工资期内领取工资的单位工资册上的人数。（“Employment refers to the number of persons on establishment payrolls who received pay for any part of the pay period that includes the 12th day of the month”）如果处于带薪病假（工资由公司直接发放）、带薪休假或带薪年假状态，或者在部分工资期内工作——即使在其余工资期内处于失业或罢工状态——也计入在职员工人数。（“Persons on establishment payrolls who are on paid sick leave (for cases in which pay is received directly from the firm), on paid holiday, or on paid vacation, or who work during a part of the pay period—even though they are unemployed or on strike during the rest of the period—are counted as employed.”）

同时数据的初步估算结果发布后，将在两个月内进行修订，基准值每年修订一次：

①月度修正会逐月更新前两个月非农数据；

②年度基准修正在每年 3 月，依托覆盖全美 97%就业主体的季度的就业与工资普查数据（QCEW），对上一年度基准数据及近两年历史数据进行系统性校准，修正抽样误差、样本缺失与模型估算偏差。

2 为何频繁修正？

理解了就业统计调查的流程，也就能够理解为什么非农就业数据出现频繁修正。

一是调查流程本身就存在修正机制，数据的多次修订本就存在：①源自于收集率的时滞；②源自于“净出生调整”模型的偏差。

根据美国劳工统计局官网，CES 就业数据最早可追溯至 1939 年，但大部分行业的细节性数据仅可追溯至 1990 年，可查询到的最早修订数据在 1979 年。

图1：美国劳工统计局官网可查询到的最早修订数据在 1979 年

Nonfarm Payroll Employment: Revisions between over-the-month estimates, 1979

Month	Year	Seasonally adjusted						Not seasonally adjusted					
		Over-the-month change			Revision* in over-the-month change			Over-the-month change			Revision* in over-the-month change		
		1st	2nd	3rd	2nd - 1st	3rd - 2nd	3rd - 1st	1st	2nd	3rd	2nd - 1st	3rd - 2nd	3rd - 1st
Jan.	1979	325	184	243	-141	59	-82	-1681	-1818	-1759	-137	59	-78
Feb.	1979	301	308	294	7	-14	-7	205	208	192	3	-16	-13
Mar.	1979	324	422	445	98	23	121	740	836	859	96	23	119
Apr.	1979	72	4	-15	-68	-19	-87	679	611	596	-68	-15	-83
May	1979	171	268	291	97	23	120	716	809	835	93	26	119
Jun.	1979	97	170	225	73	55	128	697	772	826	75	54	129
Jul.	1979	44	49	87	5	38	43	-904	-895	-923	9	-28	-19
Aug.	1979	2	5	49	3	44	47	6	15	55	9	40	49
Sep.	1979	135	83	41	-52	-42	-94	631	582	538	-49	-44	-93
Oct.	1979	306	164	179	-142	15	-127	596	456	467	-140	11	-129
Nov.	1979	218	127	118	-91	-9	-100	320	230	224	-90	-6	-96
Dec.	1979	317	131	141	-186	10	-176	271	98	107	-173	9	-164
Mean revision	1979				-33	15	-18				-31	9	-22
Mean absolute revision	1979				80	29	94				78	28	91

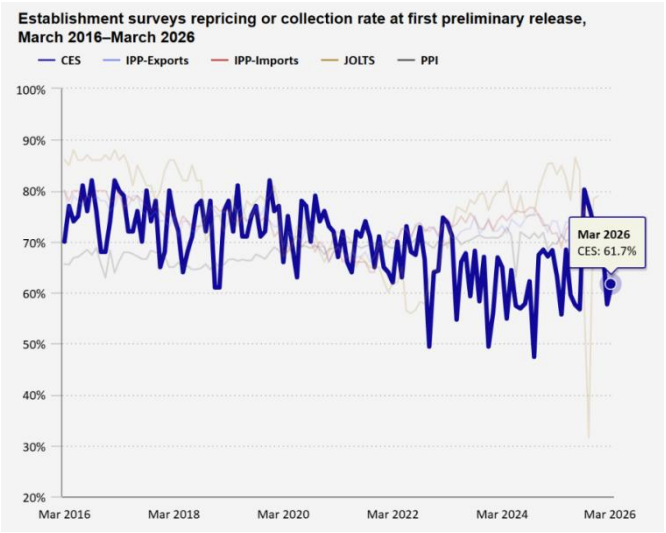
数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics，财通证券研究所；单位：千人

CES 调查每月在统计期后约 3 周发布就业、工时和收入的首次初步估算数据。随后，估算数据会进行两次修订，之后保持不变，直至年度基准制定流程。即每个月的数值——第二次估算数据会在首次发布后的下一个月发布，而第三次估算数据会在首次发布后的两个月发布。而此后年度校准时有可能再次进行修正。

之所以每个月就业数据在短时间内出现两次修订，**是因为调查问卷的收集率[1]存在时滞。**根据美国劳工统计局官网披露情况来看，数据首次发布时，调查问卷的收集率约为 60%；而在最终修正时，调查问卷的收集率上升至近 90%。

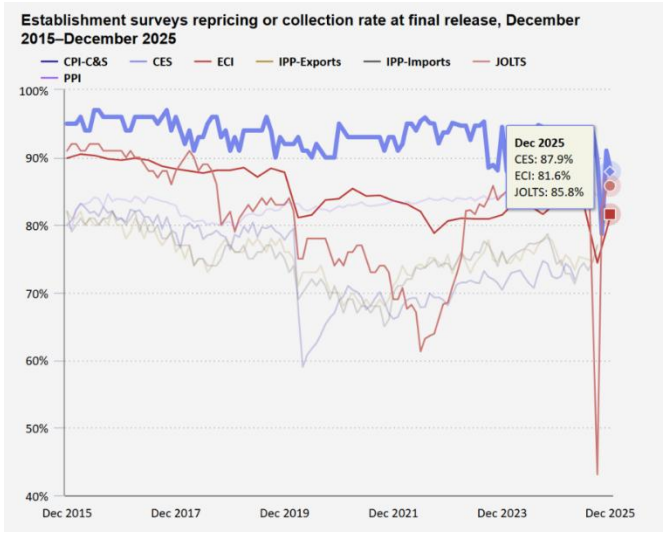
[1] 根据美国劳工统计局官网，**收集率（Collection Rate）与回复率（Response Rate）不同，在本文中亦有区分。**其中收集率是基于已回复的调查报告总数，而回复率涵盖拒绝参与调查的企业和长期拖欠调查的企业总数，直观上收集率高于回复率。

图2: 数据首次发布时，CES 调查收集率在 60%水平



数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics，财通证券研究所

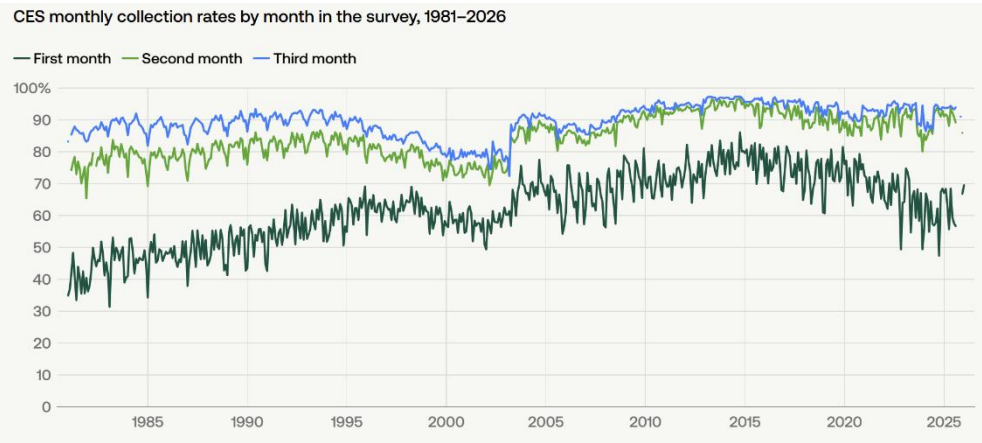
图3: 数据最终发布时，CES 调查收集率近 90%



数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics，财通证券研究所

把时间拉长，根据 1981 年至 2026 年调查中各月的月度收集率来看，初值和两次修正值的收集率差距持续存在，并且相差较大。可以理解为首次公布的非农数据是“快照”数据，部分企业通常在第二、第三个月才补报数据。

图4: 在同意参与 CES 的企业中，1981 年至 2026 年调查中各月月度收集率



数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics，USAFacts，财通证券研究所

根据上图可以看到，从 2015 年开始初值的收集率处于持续下降的大趋势中。而 2020 年新冠疫情对美国的工作环境产生了巨大影响，初值收集率进一步降低。**收集率的降低会造成就业数据估计的初值依赖历史趋势的外推，而当就业市场出现拐点时，这一偏差会进一步放大。**

此外根据美国劳工统计局官网披露的模型来看，**“净出生调整”（Net Birth-Death Adjustment）也会造成历史趋势外推带来的偏差。**

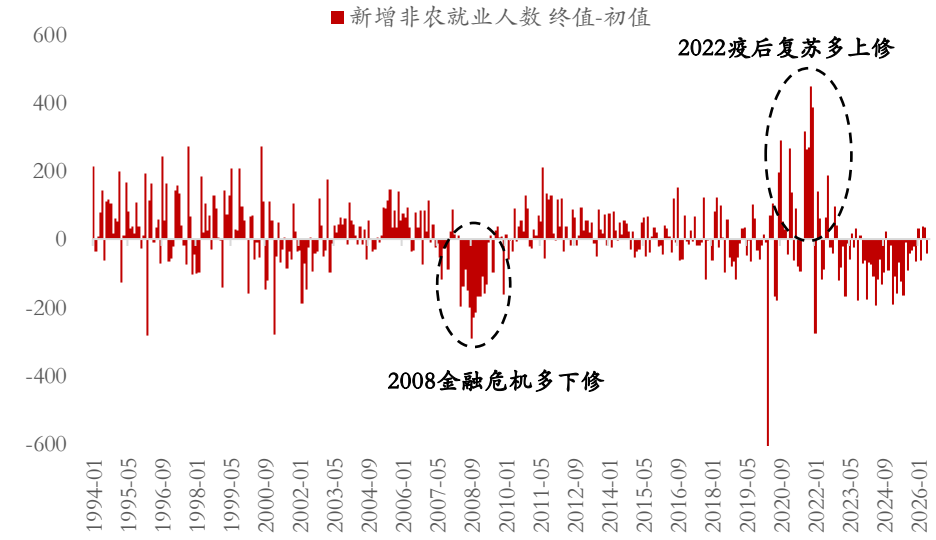
仅凭 CES 样本不足以估算总就业水平，因为新注册的企业无法及时进入样本库，而倒闭的企业又在退出样本库。BLS 根据历史数据对比，观测到在绝大多数正常

月份，**因企业倒闭而减少的就业岗位，与新注册企业增加的就业岗位，数量上大致是能够互相抵消的**。所以 BLS 利用过去 5 年的真实数据（季度的就业与工资普查 QCEW），通过 ARIMA 时间序列模型，去预测当月“新注册岗数-倒闭岗数”的净增量，并把预测估算出来的数字加到非农数据初值中。

需要注意的是，这与前文提到的样本库的季度滚动不同。可以理解为季度滚动是样本库里真实存在的企业数据，而“净出生调整”模型是“虚构”估算的残差值。

“净出生调整”模型也是资本市场最诟病非农数据的原因。因为它极度依赖历史规律，会导致在经济拐点时的数据严重失真。例如当经济突然变差时，模型会严重高估新企业的诞生，低估老企业的倒闭。继而使得非农就业初值较高，但在未来会带来大幅下修。

图5: 在经济拐点时，非农数据的终值较初值会经常性出现下修或上修



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：千人

二是调查中的不同行业、不同规模的企业覆盖率并不一致。

农业行业并不包含在 CES 调查数据中。CES 的样本基于失业保险进行记录，因此未参加失业保险的劳动者不会被纳入统计范围。而农业领域存在许多失业保险豁免条款，导致农业样本不足以计算出具有统计意义的估计值。此外，相当一部分农业企业为个体经营者，而个体经营者不在 CES 调查的范围内。

政府机构的覆盖率极高。CES 通过获取许多政府机构的完整工资就业人数，实现了极高的覆盖率(63%)，因此政府部门的数据无需采用概率抽样设计。而建筑业、批发业、专业和商务服务、休闲和酒店等行业的覆盖率小于 20%，这就导致估算的就业数据呈现出来的特征有偏。

表1: CES 调查样本中不同行业的覆盖率情况

行业	样本覆盖率	行业	样本覆盖率
政府部门	63%	信息业	20%
采矿业	22%	金融活动	20%
建筑业	9%	专业和商务服务	14%
制造业	17%	教育和保健服务	21%
批发业	11%	休闲和酒店	15%
零售业	41%	其他服务	6%
运输仓储业	26%		
公用事业	31%	总体	26%

数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics，财通证券研究所。注：该覆盖率基于 2025 年 3 月调查数据

大型企业被选中的比例较高。尽管 CES 调查中会根据权重来调整抽样值，但活跃样本里大型企业被选中的比例较高。这也会使得在估算的就业数据中丧失掉小微企业的特征。

表2: CES 调查样本中不同规模企业的覆盖率情况

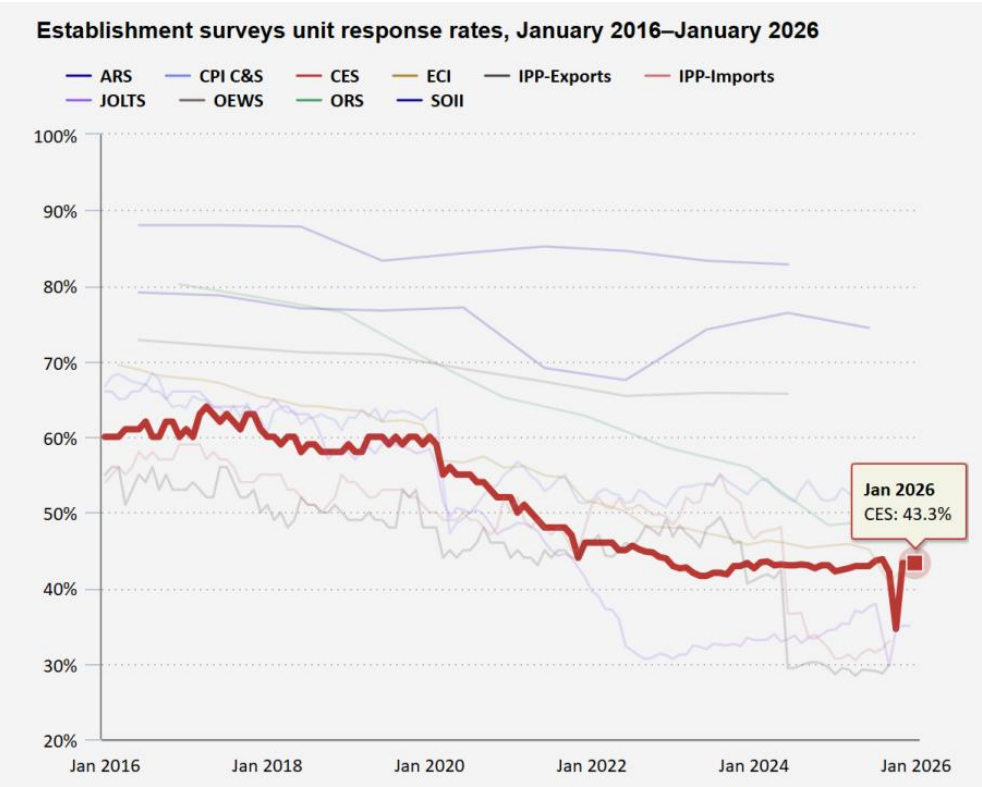
行业	在失业保险总数中所占比例	就业所占比例
0-9 名员工	33.9%	0.3%
10-19 名员工	11.7%	0.5%
20-49 名员工	15.3%	1.5%
50-99 名员工	9.9%	2.2%
100-249 名员工	11.1%	5.6%
250-499 名员工	6.6%	7.7%
500-999 名员工	5.3%	12.8%
1000 名员工及以上	6.2%	69.4%

数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics，财通证券研究所。注：该覆盖率基于 2025 年 3 月调查数据

三是调查中企业的回复率在下降。

上述讨论的数据均基于同意 CES 调查的企业的样本数据，但实际上在 2022 年后，企业的回复率已跌破 50%，**2026 年 1 月仅有 43.3%，这意味着非农就业情况是基于不到一半数据进行的估算，对总体的代表性不足**。

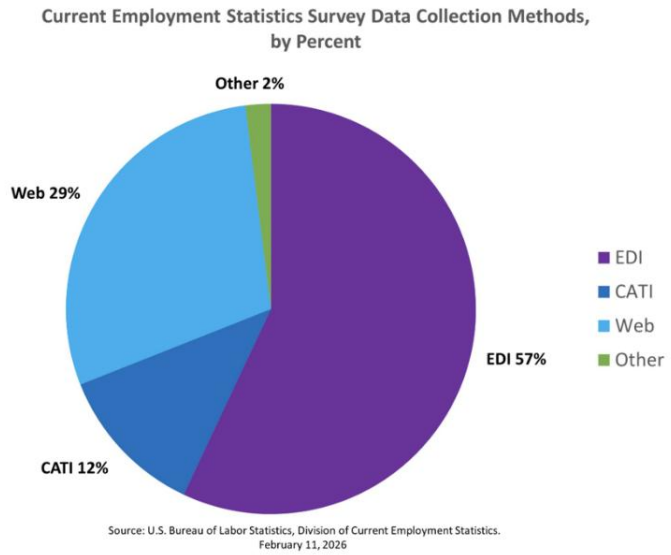
图6: CES 调查的企业回复率已不足一半



数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics，财通证券研究所

CES 调查可以通过电子数据交换（EDI）、网络（Web）、计算机辅助电话（CATI）访谈等方式收集数据。然而新冠疫情后，大型企业依托电子数据交换反馈数据的时效性较强，但中小微企业缺乏专职统计岗位，经营压力下问卷反馈意愿大幅下降。更关键的是，经济下行周期中，**收缩、濒临倒闭的中小企业反馈滞后最为严重，其负面的就业数据无法纳入初值统计**，仅能在后续追访中更新，**最终形成持续性下修特征**。

图7: 不同数据收集方法的机构百分比



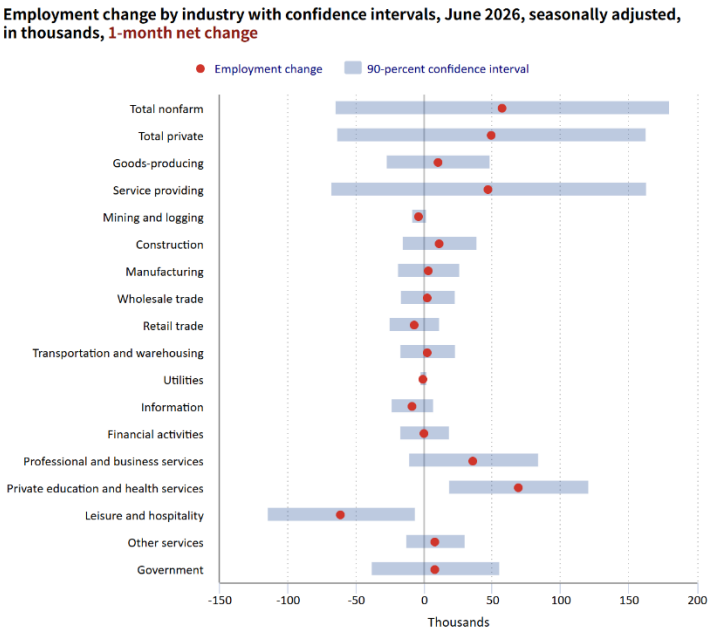
数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics，财通证券研究所；单位：基于 2026 年 2 月 11 日数据

3 非农是否依然可信？

当前非农就业数据的置信度属于虽然**中长期通过修正依然维持较高权威性，但短期统计误差较大**。

根据美国劳工统计局官方说明，BLS 内部采用的是 90%的置信水平，基于样本的估计值与总体真实值之间的偏差不超过 1.6 个标准误差的概率（或置信度）约为 90%。

图8: 2026 年 6 月数据按行业划分的就业人数、月度变化及置信区间



数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics，财通证券研究所；单位：千人

如果仅从统计数字的角度来看置信度，实际上并无对资本市场的指导意义，因为90%的置信区间可能使得就业人数的数值波动极大（如上图）。而区间值的波动范围过大，也无法对投资形成指引。

之所以讨论非农数据的置信度，源于**近年资本市场对非农就业数据初值的信任度下滑，概因终值与初值的偏差幅度规模持续处于较高水平**。其中 2025 年一季度的三个月每月下修均超过了 10 万人，而 2025 年每个月的数据都进行了下修。频繁下修意味着此前公布的非农初值都存在不同程度的“虚高”，指引性大幅下降。

根据上文所说的回复率与收集率来看，当前近 60%的企业在数据收集时拒绝回复或长期拖欠调查，而在所有已回复的企业中、初值的收集率仅为 60%水平。实际整体样本的代表性不足问题日渐突出，导致数据高度依赖模型的推测，非农数据无法体现边际变化。

此外，特朗普在 2025 年因不满数据下修而以“操纵就业数据”为由解雇了美国劳工统计局前局长埃丽卡·麦肯塔弗；在 2026 年 1 月 8 日提前 12 小时在社交媒体发布了 2025 年 12 月的就业数据图表。这一系列事件也降低了非农就业数据的可信度。

尽管美国劳工统计局发布的 CES 调查依然拥有较为严格的自我纠错机制，包括月度双修和年度普查的基准校准，修正后的历史非农数据依然是研究美国宏观经济周期较为精准的数据依据，但对于资本市场而言，**投资者更期望月度频次的数据能明确指向边际变化，而非变成“虚假”的估算值**。

4 如何交叉验证美国就业？

一是 ADP 私营就业数据交叉验证。

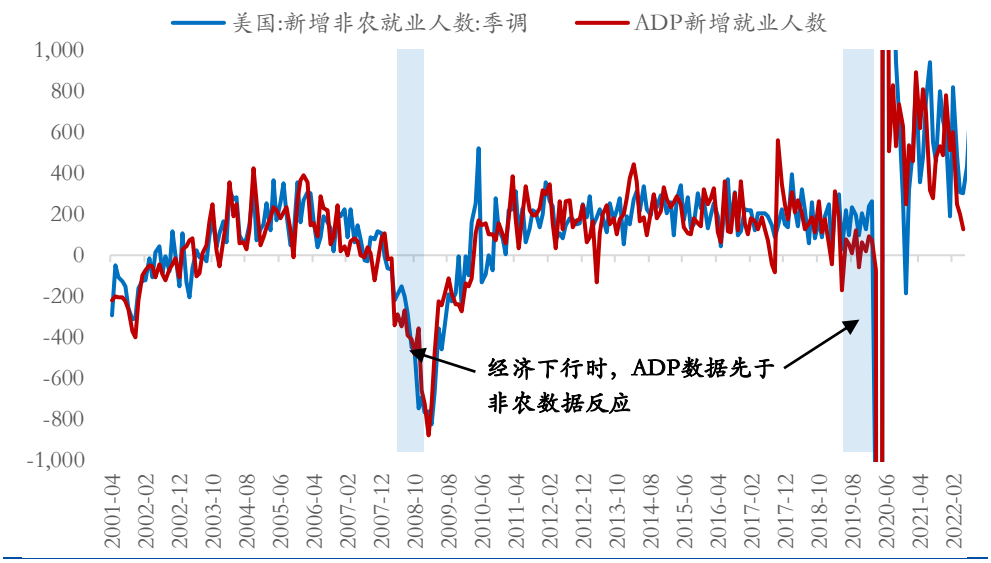
ADP 私营就业数据，市场俗称“小非农”，是判断美国就业景气、修正非农初值偏差的前瞻指标，其统计逻辑、发布规则与官方非农形成显著互补，可一定程度对冲官方非农数据的偏差。

从统计主体来看，该数据由美国自动数据处理公司（ADP）编制发布，属于市场化第三方高频就业指标，独立于美国劳工统计局官方统计体系，无政策导向与统计口径刻意偏差。

从统计样本与计算方法来看，ADP 依托自身薪资代发业务的优势（ADP 是美国头部薪资代发服务商），覆盖近 50 万家企业、超 2500 万在职雇员的真实薪资数据，样本覆盖美国私营部门就业总量的 20%左右。数据统计基于企业实际薪资发放记录，而非问卷填报，不存在**反馈滞后、主观填报偏差**等问题；统计过程中会按照行业、地域、企业规模进行加权重构，**无外推估算等主观假设**，数据客观性与稳定性显著更强。

从披露规则来看，ADP 数据固定于每月第一个周三（美东时间）发布，早于官方非农报告 2、3 个交易日，是市场提前预判非农数据的先行信号。

图9: ADP 反应私营就业数据，与非农数据对比

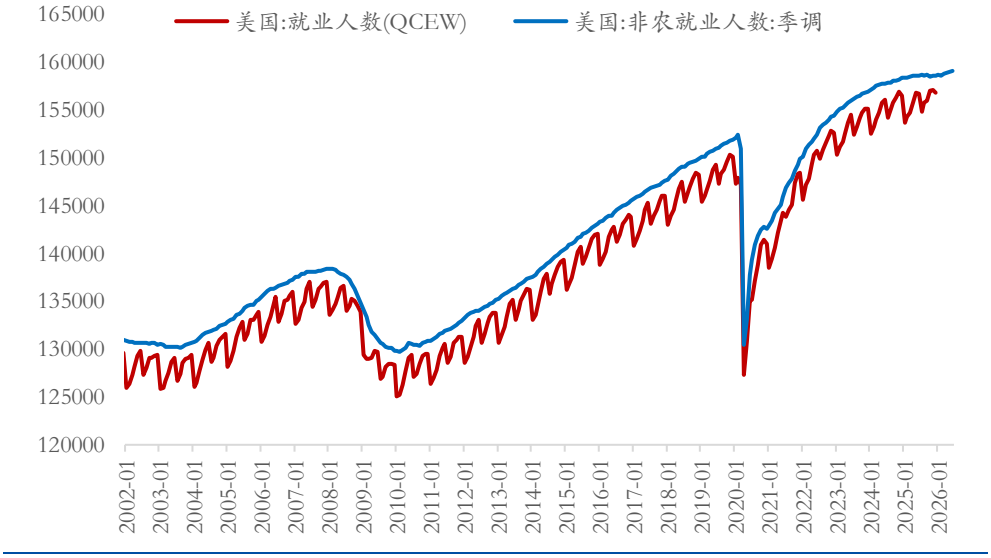


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：千人

二是季度的就业与工资普查（QCEW）数据校准。

季度的就业与工资普查（QCEW）依托美国全国失业保险缴费记录统计，覆盖几乎全部市场主体（97%），无抽样偏差，是最全面的就业终值数据。虽然该数据发布滞后 6 个月，但可校正非农数据的年度基准偏差。

图10: 季度的就业与工资普查（QCEW）普查与非农数据对比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：千人

三是现时人口调查（CPS）数据的校验。

现时人口调查（CPS）与 CES 调查同属 BLS 月度就业报告，是从居民维度验证就业情况，反应个体就业状态的变化，规避了企业调查的重复统计、出清漏统等问题。

从统计主体来看，CPS 每月抽样约 6 万户美国家庭，覆盖 16 岁及以上非机构化人口，聚焦就业总人数、失业人数、失业率、劳动参与率等关键指标。

两个调查相比，**一是 CPS 可以避免岗位重复统计。**CES 统计的是岗位数量，存在兼职人员多岗位重复统计问题，经济景气偏弱时，居民兼职增收行为增多，会直接推高非农初值虚增；而 CPS 统计的是就业人数，同一劳动者无论拥有几份工作仅统计一次，可剔除岗位重复计数。**二是 CPS 覆盖范围更广。**CES 调查剔除了自雇人士、家庭雇工、农业临时工及未备案小微企业就业群体，而 CPS 覆盖了所有合法就业个体，能够捕捉官方非农遗漏的灵活就业、小微零散的就业变动。

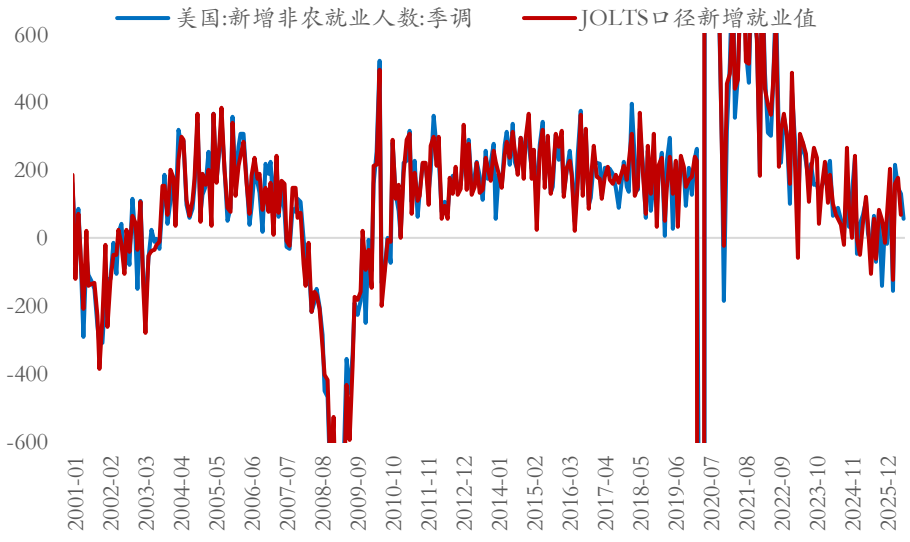
四是职位空缺与劳动力流动调查（JOLTS）的验证。

职位空缺与劳动力流动调查（JOLTS）与非农 CES 企业调查同属 BLS 官方统计体系，也是资本市场经常聚焦的数据。可以从劳动力供需维度弥补非农数据的统计缺陷。

从统计属性来看，JOLTS 依托非农机构抽样调查生成，覆盖私营与公共部门，统计主体、行业口径与非农对齐，侧重反映企业的用工需求与就业信心，对非农数据具备交叉验证能力。其核心统计维度包括职位空缺数、当月雇佣人数、离职人数等。**与非农数据理论数值相互闭环，非农月度新增就业本质等价于 JOLTS 当月总雇佣人数减去总离职人数。**与非农数据相比，JOLTS 统计的是瞬时流量状态，包括当月有没有招聘、人员是否流失，不存在滞后修正，规避了小微企业反馈的滞后。

因此，**资本市场通常将 JOLTS 数据视为就业景气的前瞻性拐点指标。**

图11: JOLTS 口径总雇佣人数减去总离职人数，与新增非农就业基本吻合



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：千人

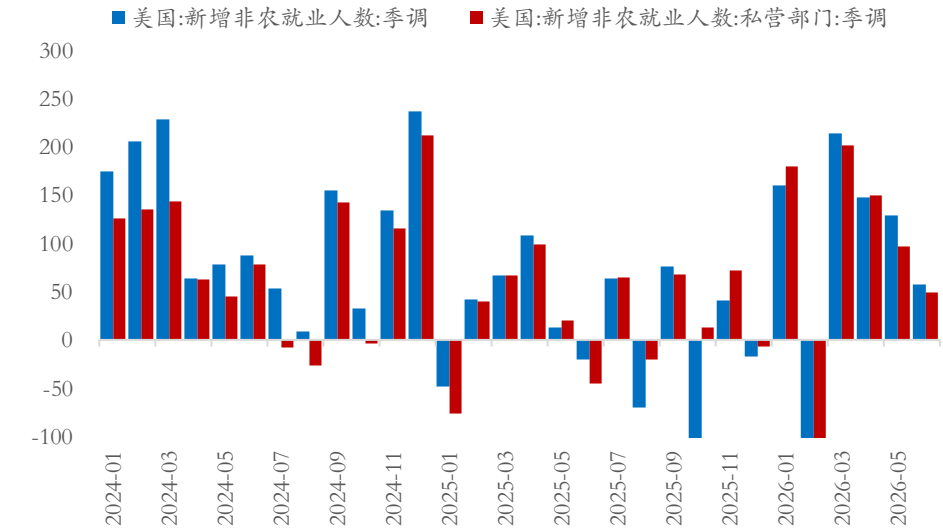
五是高频景气指标的侧面佐证。

首次申领失业金、持续申领失业金数据为周度高频指标，实时反映劳动力市场边际变化。此外，制造业、服务业 PMI 就业分项、中小企业就业景气调查等前瞻指标，也可提前预判就业趋势的拐点。

5 最新非农数据说明了什么？

根据美国劳工部 7 月 1 日公布的数据，6 月非农就业数据低于预期。新增非农就业 5.7 万人（预期 11 万），私人部门新增 4.9 万人（预期约 11 万）；此外，5 月下修 4.3 万人、4 月下修 3.1 万人，两月合计下修 7.4 万人，**前文提到的非农数据“虚高”依然在 6 月数据中得到体现。**更为重要的是，相较于此前数据发布时 4 月、3 月新增就业人数分别上修 6.4 万人、2.9 万人，**本次修订转为下修，冲击了“美国就业市场温和复苏”的预期。**

图12: 6 月新增非农数据较前值下滑



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：千人

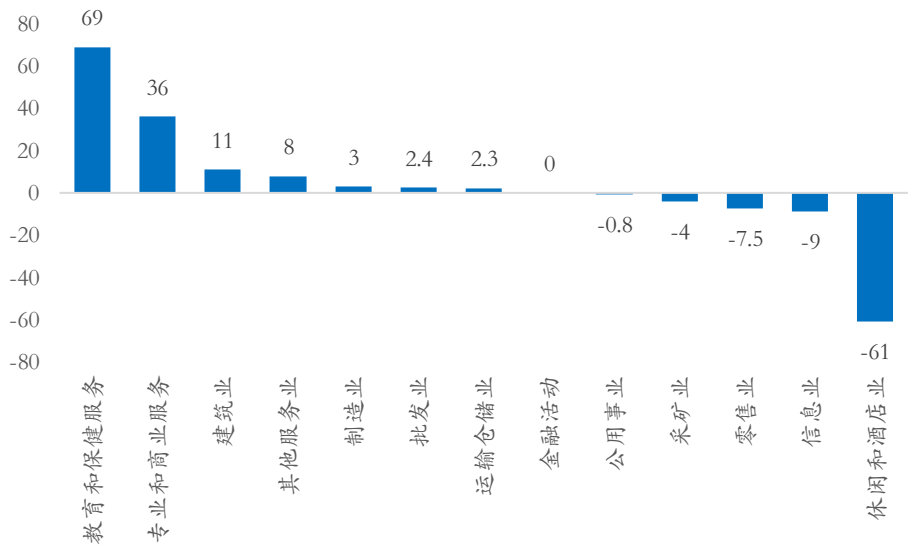
从结构来看，6 月新增就业增长几乎全部由教育和保健服务、专业和商业服务两个行业贡献。而此前引起市场热议的休闲和酒店业在“世界杯”期间反而转为净减少。其中专业与商业服务新增 3.6 万人，我们理解主要受 AI 资本开支周期的影响。而休闲和酒店业减少 6.1 万人。

从修订结构来看，5 月的下修主要由休闲和酒店（-3 万人）、政府（-2 万人）、建筑业（-1.1 万人）行业贡献，而零售业（+0.93 万人）、批发业（+0.73 万人）、专业和商业服务（+0.5 万人）、教育和保健服务（+0.5 万人）则主要上修；4 月的下修主要来自休闲和酒店（-2.1 万人）、建筑业（-0.6 万人）、批发业（-0.54 万人），而教育和保健服务（+2.1 万人）、专业和商业服务（+1.3 万人）、运输仓储业（+0.91 万人）。可以看到 4、5 月主要的下修来源于休闲和酒店业，而专业和商业服务、教育和保健服务则在两个月份均贡献了上修。

这实际与上文提到的结论再一次吻合：**休闲酒店娱乐等小微企业聚集的行业，因问卷反馈滞后、模型外推偏差，是单边集中下修的主要源头。**

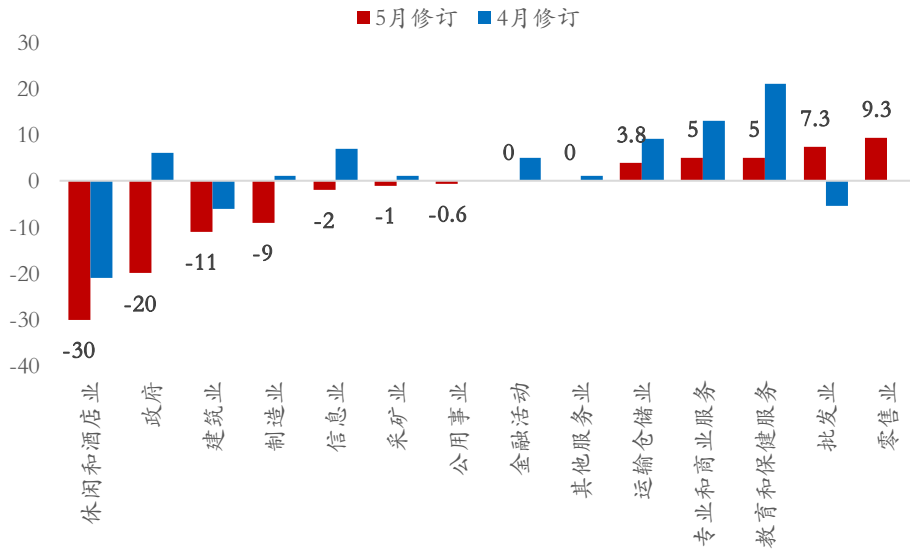
需要注意的是，前期市场认为“世界杯”带来了休闲和酒店业就业旺盛。但本次该行业数据大幅“转冷”，**可能因为大型赛事存在用工前置的特征。**世界杯赛事筹备、场馆运维服务、酒店备货等临时用工需求可能集中释放于今年 4、5 月，而 6 月正式开赛后，前期临时岗位集中到期清退，新增现场运维、接待等岗位数量远不及退出规模。例如①1996 年 7 月亚特兰大奥运会开幕，休闲和酒店业新增就业为 1.4 万人，远不及开幕前同年 5 月新增的 3.5 万人、6 月的 3.2 万人；②2002 年 2 月开幕的盐城湖冬奥会，休闲和酒店业新增就业为净减少 4.4 万人，较同年 1 月的新增 3.9 万人大幅下滑。

图13: 行业中教育和保健服务、专业和商业服务贡献了主要新增；而休闲和酒店则大幅减少



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：千人

图14: 本次公布数据显示 4、5 月数据修订情况



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：千人

失业率从 4.3%降至 4.2%，但劳动参与率也滑落 0.3 个百分点至 61.5%，指向失业率的降幅来自劳动力退出就业市场而非就业增加。虽然薪资相对有一定韧性，由 37.51 美元上升至 37.64 美元，但时薪同比仅仅上升 0.1 个百分点至 3.5%，远不及通胀的上升速度。

新增就业不及预期、就业结构性失衡、失业率下降并未证实就业增长、时薪未向通胀传导，都指向了未来美联储加息的必要性在下降。

而数据公布后，美债利率 2 年期下行 3BP 至 4.14%、而 10 年期上行 1BP 至 4.49%，利率变化相对有限。但美元指数明显下行、伦敦金持续小幅上涨。我们理解这是市场对**此前激进加息预期的纠偏**。对于投资者而言，有必要重新审视当前美国劳动力市场。

6 风险提示

就业韧性超预期风险：美国服务业就业持续回暖、企业招工需求超预期修复，或推动就业市场再度过热，延后美联储宽松货币政策落地节奏。

数据统计偏差风险：BLS 抽样模型、企业问卷反馈率及基准校准规则出现调整，可能导致非农数据修正幅度、方向偏离历史规律，干扰就业景气真实判断。

通胀粘性超预期风险：就业市场结构性坚挺带动薪资增速持续上行，进一步强化服务型通胀粘性，制约美联储降息空间。

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。