



2022.02.17

# 美国通胀与就业的分析与预测

——宏观分析手册之七

## 报告作者

董琦(分析师)  
 021-38674711  
 dongqi020832@gtjas.com  
 证书编号 S0880520110001

田玉铎(分析师)  
 010-83939807  
 tianyuduo@gtjas.com  
 证书编号 S0880520010001

陈礼清(研究助理)  
 021-38676550  
 chenliqing@gtjas.com  
 证书编号 S0880120080009

## 相关报告

中国的基建投资还能走多远	2022.02.15
GDP 分析手册	2022.02.10
工业生产分析手册	2022.02.07
非农就业超预期,但经济动力可能边际走弱	2022.02.05
“宽货币”护航资金跨年,2月流动性缺口不大	2022.02.01

### 本报告导读:

本篇以菲利普斯曲线历史变迁为线索,分析美国的通胀与就业指标体系,对指标含义、数据采集、编制与发布做了系统梳理,同时将主要数据的分析应用进行介绍。

### 摘要:

#### ● 从菲利普斯曲线说起:连接通胀与就业的理论基础,美国新货币政策框架下有望再次回归。

1) 失业和通胀是美国货币政策最为重要的两个考量指标,而菲利普斯曲线则是将二者贯穿起来的核心理论基础,体现为失业率与通胀的反向关系。

2) 由于经济环境的变化,菲利普斯曲线并非长期稳定。从20世纪50年代以来,菲利普斯曲线在美国经历了三个阶段的变迁。2012年至今,菲利普斯曲线逐步的回归,此前对通胀预期的“锚定”使其同劳动力市场的表现逐渐“脱钩”被认为是“杀死”了菲利普斯曲线的元凶,当前美联储推出平均通胀目标值,通过模糊的通胀预期,打开被预期锚定的通胀,从而有望推动菲利普斯曲线的回归。

#### ● 美国通胀指标体系与预测:国际通行的美国消费者物价指数CPI和个人支出体系中的PCE物价指数并行,后者在联储政策框架中更为关注,因更能够体现消费者实际的消费支出情况。

1) CPI: 美国CPI数据由劳工部(BLS)编制,每月从全国75个城市地区的大约6000个住房单位和大约22000个零售机构收集价格。CPI采用拉式指数的计算方法,权重源自美国人口普查局消费者支出调查中报告的消费部分。

2) PCE价格指数: PCE价格指数由BEA编制,是个人消费支出的衍生指标,衡量的是个人消费支出下通胀变化的指标。其计算方法和CPI相近,但其衡量商品与服务的范围和CPI不完全相同,细分项目所赋予的权重也不尽相同。PCE价格指数随着相对价格的变化会自动调整一般商品类别之间的消费替代。研究表明,这种“替代效应”几乎占了CPI和PCE通胀率之间差距的一半。PCE权重每个季度更新一次,依据商业零售调查的支出份额估算得到。

3) 美国通胀预测——基于2X2框架: 我们从短期和中长期,实体和货币的2×2体系去选取变量。考虑周期性因素、货币因素、长期结构性的因素等利用ARDL-ECM模型进行预测

#### ● 美国就业回顾与分析——就业分析框架

1) 整体就业形势数据体系: 出自当前人口调查(CPS),包涵了美国的基本的人口信息,包括总人口、种族、年龄、性别和其他人口特征数据,还提供有关就业、失业、工作时间、收入和非劳动力人口的相关指标和广泛信息。失业率和劳动参与率是主要关注指标。

2) 非农就业体系: 出自当前就业统计(CES),又称企业调查,是由劳工统计局进行的月度调查。在CES报告中,市场最为关注的是新增非农就业、工作时间和小时工资等指标。

3) 失业保险: 美国劳工部的失业保险计划向符合条件的工人提供失业福利。每周会发布失业保险申请报告。其中会公布两项比较重要的指标,为首次申请失业保险金人数和持续申请失业保险金人数。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 目 录

1.	从菲利普斯曲线说起——通胀与就业关系的变迁 .....	3
1.1.	菲利普斯曲线的“变迁”与平均通胀目标制 .....	3
1.2.	美联储货币政策体系 .....	5
2.	美国通胀分析框架 .....	8
2.1.	美国通胀指标体系 .....	8
2.2.	通胀指标的应用 .....	13
2.3.	远期预测：美国通胀预测——基于 2X2 框架 .....	14
2.4.	近月预测：基于高频数据及历史均值 .....	17
3.	美国就业回顾与分析——就业分析框架 .....	19
3.1.	美国就业指标体系 .....	19
3.1.1.	整体就业形势数据体系 .....	20
3.1.2.	非农就业体系 .....	22
3.1.3.	失业保险 .....	24
3.1.4.	裁员与招聘 .....	25
3.2.	美国就业指标的应用 .....	26

## 1. 从菲利普斯曲线说起——通胀与就业关系的变迁

### 1.1. 菲利普斯曲线的“变迁”与平均通胀目标制

失业和通胀是美国货币政策最为重要的两个考量指标，而菲利普斯曲线则是将二者贯穿起来的核心理论基础。而随着经济环境的变迁，关于菲利普斯曲线与现实经济世界的一致性，产生了很多的争论。

本分析手册将以菲利普斯曲线为牵引，介绍美国的通胀和就业指标体系，同时将菲利普斯曲线作为重要的理论基础在开篇做一个系统介绍。

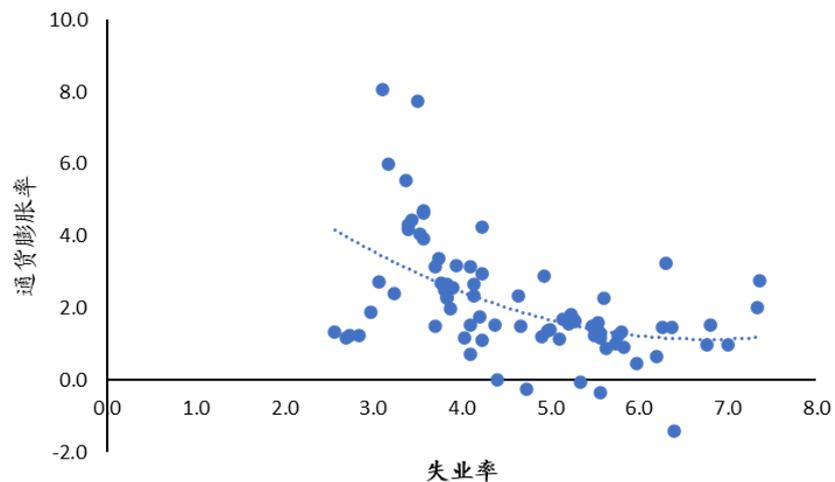
菲利普斯曲线最早由新西兰经济学家威廉·菲利普斯在 1958 年的论文《1861-1957 英国失业与货币工资变化率之间的关系》<sup>1</sup>中提出，经历了由“失业-工资”曲线，到“失业-物价”曲线的变迁，表现为失业率与通胀的反向关系。

由于经济环境的变化，菲利普斯曲线并非长期稳定。从 20 世纪 50 年代以来，菲利普斯曲线在美国经历了三个阶段的变迁。

#### 1) 1950-1969 年较为稳定的菲利普斯曲线

20 世纪 50 和 60 年代，美国的失业率和通胀率数据表现出此消彼长的关系，菲利普斯曲线关系稳定。在散点图中，我们可以清晰地发现，当失业率下降时，通胀率通常会上升，而当失业率上升时，通胀率通常会下降。

图 1: 1950-1960 年，美国的失业率与通货膨胀率呈现出此消彼长的关系



数据来源：FRED，国泰君安证券研究

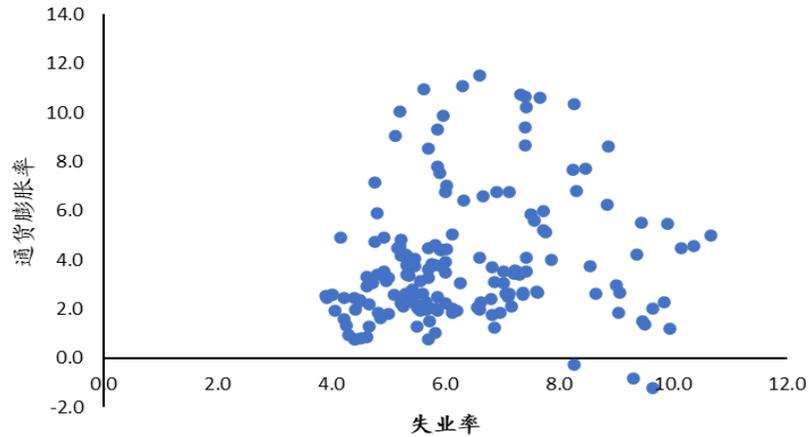
#### 2) 1970-2011 年，传统菲利普斯曲线的失灵与修正

进入 20 世纪 70 年代，美国受到石油冲击的影响出现了罕见的“滞胀”现象，即高失业率与高通胀率并存，宏观经济政策对失业与通胀的调节失灵。弗里德曼等

<sup>1</sup> Phillips A W. The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957[J]. *economica*, 1958, 25(100): 283-299.

<sup>2</sup>货币主义经济学家对传统的菲利普斯曲线进行了局部修正，提出了附加适应性预期的菲利普斯曲线。认为简单的菲利普斯曲线在短期内有一定的适用性，但长期来看失业率将维持在自然失业率水平，长期的菲利普斯曲线是一条垂线。在这之后的1974-84、1985-92等时期，尽管美国的失业率与通胀率再次表现出反向变动的关系，但并不能找到一条曲线来全面地刻画这些数据。理性预期学派人物卢卡斯为代表的经济学家们则认为，传统的菲利普斯曲线并不存在。

图 2：1970-2011 年，美国的失业率与通货膨胀率之间并无明晰的关系

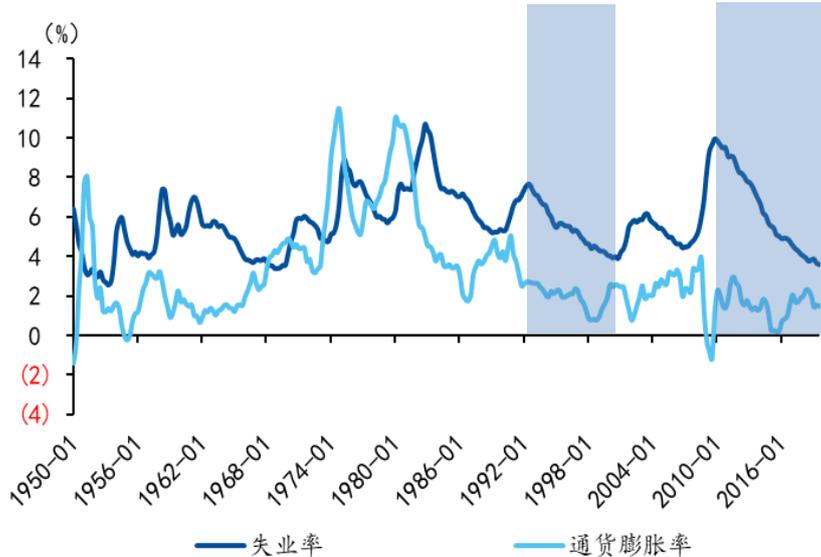


数据来源：FRED，国泰君安证券研究

### 3) 2012 年至今，菲利普斯曲线的回归

20 世纪 90 年代后，传统的菲利普斯曲线不再表现良好，尽管失业率不断下降，但通胀率仍维持低位运行，甚至在低于 2% 通胀目标的情况下仍是如此。实际数据与大量的研究都表明，失业率与通胀之间的联系正在不断减弱。

图 3：近几十年来，美国失业率与通货膨胀的关系变得不那么清晰



数据来源：FRED，国泰君安证券研究

<sup>2</sup> Friedman M. Nobel lecture: inflation and unemployment[J]. Journal of political economy, 1977, 85(3): 451-472.

是谁“杀死”了菲利普斯曲线？圣路易斯联邦储备银行行长詹姆斯·布拉德等多位官员对这一问题给出的答案是美联储。认为在过去的 20 年里，美联储对通胀目标更为关注，美国的通胀水平变得更低且更加稳定，从而导致人们的通胀预期被“锚定”，而通胀预期会影响到通胀水平，压制了通胀水平的抬升，使其同劳动力市场的表现也逐渐“脱钩”。美联储主席杰罗姆·鲍威尔也曾表示，稳定的通胀预期成为驱动通胀的原因。Jørgensen 和 Lansing 发表于旧金山联邦储备银行官网的一篇文章对以上现象给出了理论支持<sup>3</sup>。

通过对菲利普斯曲线在美国的适用情况的回顾，我们可以更好地理解美联储货币政策框架的调整。当前美联储提出的平均通胀目标制被部分市场参与者批评不具有明晰的规则，但这也许正是美联储希望达到的效果，通过模糊的通胀预期，打开被预期锚定的通胀，从而推动菲利普斯曲线的回归。

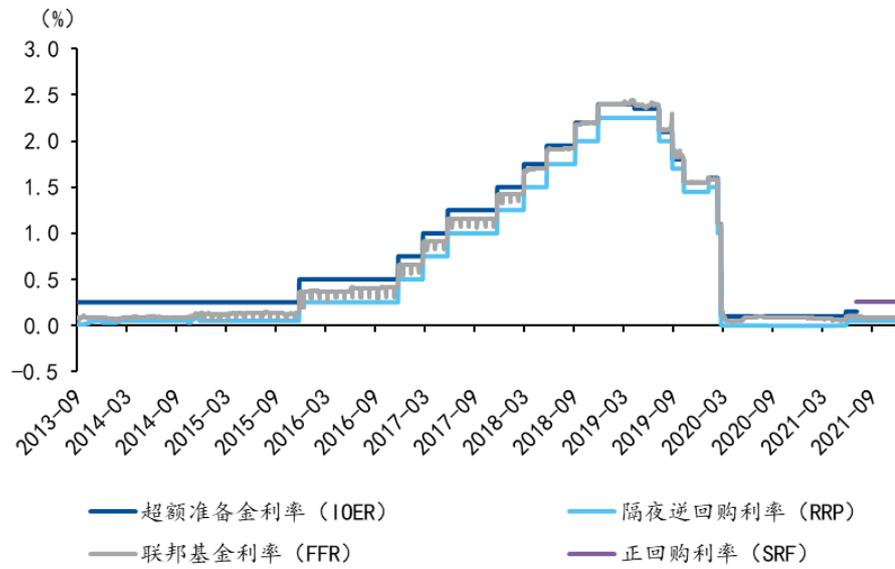
## 1.2. 美联储货币政策体系

在此宏观理论背景下，美联储的货币政策操作主要分为价格型工具即联邦基金利率的调节和数量型工具即资产负债表的调节。

利率工具方面主要是以联邦基金目标利率进行调节，在此基础上，美联储设立两项正回购工具，分别针对美国国内的常备回购便利（standing repo facility，简称 SRF），以及针对美国国外的外国和国际货币当局回购便利（repo facility for foreign and international monetary authorities，简称 FIMA repo facility）。在银行准备金紧缺的情况下，正回购工具可以提供有效的流动性支持。两项正回购工具的利率都被设定在 0.25%，如果资金提供方要求的回报超过这一水平，那么需求方可以通过正回购协议找联储融入资金。因此基本可以将 SRF 利率作为整个联储利率走廊的上限，和作为下限的 ON RRP 利率形成了美国的利率走廊。

<sup>3</sup> Jørgensen P L, Lansing K J. Return of the Original Phillips Curve[J]. FRBSF Economic Letter, 2021, 2021(21): 01-06.

图 4：美联储的利率走廊



数据来源：FED, Wind, 国泰君安证券研究

美联储的扩表主要是在危机应对期间，为了维持市场和实体的流动性而直接进行数量型的宽松。具体而言，在 2008 年金融危机后以及 2020 年疫情冲击后，美联储设立了全面系统的“危机应对工具箱”，在危机中可以无限量向市场提供流动性，力保实体经济流动性。包括购买国债、机构住房抵押贷款支持证券 (MBS)、定期资产支持证券贷款融资便利 (TALF)、一二级公司债支持机制 (PMCCF、SMCCF) 等工具，从不同层级全面支持实体和金融市场流动性。

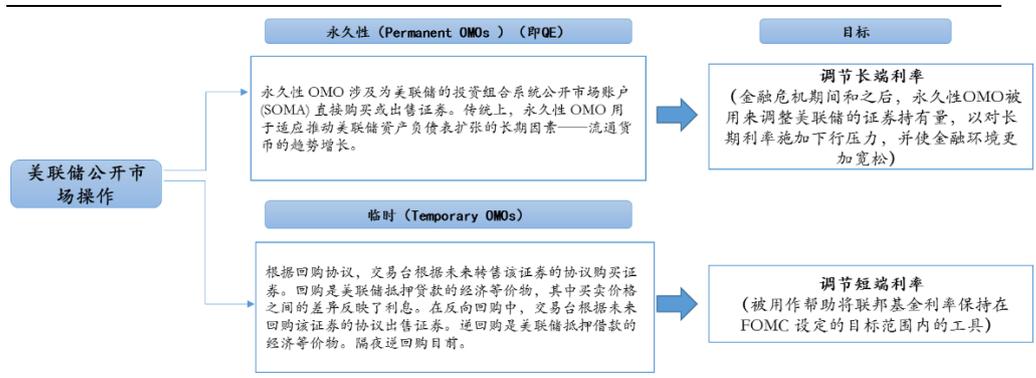
表 1: 美国“危机工具箱”

类别	作用	政策工具	参与机构	目的
第一类	美联储针对广泛的金融机构发挥“最后贷款人”的作用，以提供短期流动性。	贴现窗口	存款机构	满足存款机构短期的、非永久性的流动性需求
		定期拍卖便利 (TAF)	存款机构	弥补贴现窗口不足，通过拍卖机制定期主动向存款性金融机构提供流动性。
		一级交易商信贷便利 (PDCF)	一级交易商	允许一级交易商像存款机构向美联储借款，提高一级交易商向证券市场参与者提供融资的能力。
		定期证券借贷工具 (TSLF)	一级交易商	将一级交易商手中流动性较差的债券置换为流动性好的国债，促进国债及其他担保债券市场的流动性。
		央行间流动性互换协议	各国央行	向各国中央银行向其辖区内的银行提供美元流动性。
第二类	美联储直接向主要信贷市场提供流动性，以缓解信贷收缩。	商业票据融资便利 (CPFF)	票据发行人	增加商业票据市场的需求和市场流动性，鼓励投资者重新参与商业票据市场。
		资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利 (AMLF)	存款类金融机构和银行控股公司	为金融机构和银行控股公司购买商业票据融资，帮助持有商业票据的货币基金满足投资者赎回要求。
		货币市场投资者融资便利 (MMIFF)	货币市场投资者	向货币市场投资者提供流动性。
		定期资产支持证券贷款融资便利 (TALF)	美国公司和投资基金	激活信贷市场，增加潜在借款者的信贷可得性，刺激消费。
		一级债券支持机制 (PMCCF)	美国公司	使公司获得信贷，以便他们能够更好地维持业务运营。
		二级债券支持机制 (SMCCF)	美国公司	为现存债券提供流动性
第三类	美联储扩大其传统的公开市场操作工具支持信贷市场的运作，对长期利率施加下行压力，以扩展中长期信用。	机构MBS购买计划	一级交易商	压低长期利率，刺激投资和借贷。
		UST购买计划	一级交易商	

数据来源: FED, 国泰君安证券研究

相对于临时性操作 (回购), 永久性操作 (QE) 属于属于美联储公开市场操作体系 (OMO) 中的一部分。OMO 如前文提及, 通常用于解决被认为是暂时性的储备需求, 被用作帮助将联邦基金利率保持在 FOMC 设定的目标范围内的工具。而 QE 主要目的是为了调整美联储的证券持有量, 以对长期利率施加影响。

图 5: QE 属于公开市场操作的组成部分, 用于调节长端利率



数据来源: FED, 国泰君安证券研究

在菲利普斯曲线和美联储的政策框架的理论背景下, 我们进一步对美国通胀和就业进行回顾以及数据介绍。

## 2. 美国通胀分析框架

### 2.1. 美国通胀指标体系

美国的通胀指标主要分 CPI 和个人支出体系中的 PCE 物价指数，前者具有国际可比性，而后者则更能够体现美国消费者的实际消费价格感受，也是美联储较为关注的指标。下面就具体介绍两大指标体系。

#### (一) CPI

##### (1) 什么是 CPI

消费者物价指数 (Consumer Price Index) 是确定通货膨胀最经常使用的统计数据之一。它是考察一篮子消费品和服务的价格的加权平均数，例如交通、食品和医疗。它的计算方法是将预先确定的一篮子商品中的每个项目的价格变化进行加权平均化。CPI 的变化被用来评估与生活成本相关的价格变化，它可以与生产者价格指数 (PPI) 进行比较，后者不考虑消费者支付的价格，而是关注企业支付的投入。

**美国消费者物价指数反映了两个人口群体的支出模式:**所有城市消费者和城市工薪阶层与文职工作者。所有城市消费者群体约占美国总人口的 93%。它是基于几乎所有城市或大都市地区居民的支出，包括专业人士、自营职业者、穷人、失业者和退休人员，以及城市工薪族和文职工作者。不包括在所有城市消费者消费价格指数 (CPI-U) 中的是生活在农村非大都市地区的人、农业家庭、在武装部队和如监狱和精神病院等机构中的人。城市工薪族和文职工作者消费价格指数 (CPI-W) 是基于包含在 CPI-U 定义中的家庭的支出，这些家庭满足两个要求：家庭收入的一半以上必须来自于文职或工薪职业，并且家庭中至少有一个人在过去 12 个月中至少被雇用 37 周。CPI-W 覆盖的人口约占美国总人口的 29%，是 CPI-U 人口的一个子集。

##### (2) CPI 的编制与计算

CPI 是基于食品、衣服、住所、燃料、交通、医疗服务、药品，以及人们为日常生活而购买的其他商品和服务编制。美国劳工部 (BLS) 编制 CPI 系列指数时每月从全国 75 个城市地区的大约 6000 个住房单位和大约 22000 个零售机构 (百货公司、超市、医院、加油站和其他类型的商店和服务机构) 收集价格。所有与购买和使用物品直接相关的税收都包括在指数中。

燃料和少数其他商品或服务的价格每个月都会在 75 个城市收集；大多数其他商品和服务的价格每月在三个最大的地理区域收集，在其余地区每隔一个月收集一次。大多数商品和服务的价格是由 BLS 经过培训的的工作人员代表通过亲自访问或电话联系获得。

CPI 系列指数衡量的是从设定好的基期 (reference base) 以来的价格变化，基期值设定为 100。如果从参考期开始指标增加 7%，则显示为 107。

CPI 的计算采用的是拉式指数，是基于一个修改过的 Laspeyres 公式，具体公式如下：

$$(Laspeyres\ Index)_t = \frac{\text{Value of period } 0 \text{ quantities at current prices}}{\text{Value of period } 0 \text{ quantities at base-year prices}} = \frac{\sum p_t q_0}{\sum p_0 q_0}$$

其中，第 0 期代表基期， $q_0$  是基期的商品或服务数量， $p_t$  当期商品或服务价格， $p_0$  是当期商品或服务数量。

### (3) CPI 的权重

CPI 由于采用拉式指数的计算方法，所以其商品与服务的相对权重保留为基期确定的权重，衡量当期消费者支出价格较基期的变化。BLS 的 CPI 权重源自美国人口普查局为 BLS 进行的消费者支出调查中报告的消费部分。

由于不同时期同一类商品的支出份额会存在一定程度的差异，国际上《消费者价格指数手册：理论与实践》要求需要定期更新基期权重。从 1999 年 12 月开始，美国劳工统计局将权重基期的更新周期确定为 2 年，根据不同商品服务支出份额和消费者消费模式的变化调整权重。

表 2：2021 年 CPI 权重

CPI	权重	CPI	权重
食品	13.8	扣除食品和能源的所有项目	79.0
家庭食品：	7.6	商品：	20.7
谷物类和烘焙类食品	1.0	服装	2.7
肉类、家禽、鱼类和蛋类	1.8	新车	3.7
乳制品及相关产品	0.8	二手汽车和卡车	3.5
水果和蔬菜	1.3	医疗保健商品	1.5
非酒精饮料和饮料材料	0.9	酒精饮料	1.0
其他家庭食品	1.9	烟草和吸烟产品	0.6
非家庭食品	6.2	服务：	58.3
能源	7.2	住房	32.6
能源商品：	4.0	主要住所租金	7.6
燃油	0.1	业主住所的等值租金	23.6
机动车燃料	3.8	医疗护理服务	7.1
汽油（所有类型）	3.7	医生服务	1.8
能源服务：	3.2	医院服务	2.2
电力	2.5	交通服务	5.3
公共管道、燃气服务	0.7	机动车维护和修理	1.1
		机动车保险	1.6
		飞机票价	0.8

数据来源：BLS，国泰君安证券研究

## (二) PCE 价格指数

### (1) 什么是 PCE 价格指数

首先，个人消费支出（PCE）是衡量美国经济中消费者在商品和服务上支出的主要指标，它占了国内最终支出大约三分之二，因此它是推动美国经济增长的主要引擎。PCE 显示了家庭所赚取的收入中有多少被用于当前的消费，而有多少被用在了其他方面。PCE 提供了一个全面对家庭购买的商品和服务的类型的衡量的数据体系。

PCE 物价指数或 PCE 价格指数，是一个对消费价格的衡量标准。它着眼于美国消

费者购买的商品和服务的价格变化。它类似于 BLS 的城市消费者价格指数。这两个指数有各自的目的和用途，其构建方式不同，导致数值上的差异。相比于 CPI，PCE 价格指数以衡量广泛的消费者支出的物价变化和反映消费者行为的变化而闻名。例如，如果牛肉的价格上涨，购物者可能会减少购买牛肉而增加购买鸡肉。

核心 PCE 价格指数即剔除食品和能源的物价指数，通过排除食品和能源这两个类别，使人们更容易看到潜在的、长期的通货膨胀趋势，因为这两个类别的价格往往比其他价格的上下波动更剧烈、更频繁。核心 PCE 价格指数受到美联储在执行货币政策时的密切关注。

## （2）PCE 价格指数的编制与计算

PCE 价格指数由美国经济分析局（BEA）编制，测量的是家庭和为家庭服务的非营利机构在美国国民收入和产出（NIPAs）框架内购买的商品和服务。其数据来源自经济分析局年度和月度零售调查，属于商业调查的范围。

PCE 物价指数覆盖的商品与服务按照产品类型划分如下：

耐用品：机动车和零部件、家具和耐用家用设备、娱乐用品和车辆以及其他耐用品

非耐用品：购买用于非现场消费的食品和饮料、服装和鞋类、汽油和其他能源产品，以及其他非耐用商品

服务：住房和公用事业，医疗保健，交通服务，娱乐服务，食品服务和住宿，金融服务和保险，以及其他服务

在给予不同商品与服务对应的权重后，即可利用费雪-理想（Fisher-Ideal）公式计算出 PCE 物价指数。公式如下：

$$\begin{aligned}
 (\text{Fisher price index})_t &= \sqrt{(\text{Laspeyres Price Index})_t \cdot (\text{Paasche Price Index})_t} \\
 &= \sqrt{\left( \frac{\sum p_t q_{t-1}}{\sum p_{t-1} q_{t-1}} \right) \cdot \left( \frac{\sum p_t q_t}{\sum p_{t-1} q_t} \right)}
 \end{aligned}$$

其中  $p_t$  是商品或服务当期价格， $p_{t-1}$  是商品或服务上一期价格， $q_t$  是当期商品或服务的数量， $q_{t-1}$  是上一期商品或服务的数量。

## （3）PCE 价格指数的权重

PCE 价格指数公式的一个重要好处是，随着相对价格的变化，它会自动调整一般商品类别（例如从葡萄到苹果）之间的消费者替代。研究表明，这种“替代效应”几乎占了 CPI 和 PCE 通胀率之间差距的一半。PCE 权重每个季度更新一次，依据商业零售调查的支出份额估算得到。

BEA 不公布 PCE 物价指数的分项和权重，可通过计算个人消费支出的各分项支出占比来近似得到其权重。PCE 物价指数的分项结构及权重解析如下：

**表 3: 2021 年 PCE 权重测算**

类别		权重
非耐用品	食品及饮料	21.6%
	服装和鞋	8.0%
	汽油及其他能源品	2.6%
	其他	1.7%
		9.3%
耐用品		12.2%
	机动车及零部件	4.1%
	娱乐商品及交通工具	3.7%
	家具和家用设备	2.8%
	其他	1.6%
服务		66.2%
	居住及水电气	19.4%
	医疗保健服务	16.5%
	金融服务和保险	8.4%
	食品服务和住宿	5.7%
	娱乐服务	2.7%
	其他	13.5%

数据来源: BEA

**表 4: 2021 年核心 PCE 权重**

分项		权重
核心商品	总计	27.4%
	新车	2.8%
	二手车	1.7%
	家具与家用设备	0.5%
	视频、音频、电脑	2.3%
	娱乐设施	0.6%
	珠宝、手表	0.8%
	衣服&鞋类	3.4%
	药物&医疗	4.1%
	宠物产品	0.6%
	国外支出	0.1%
	其他	10.4%
核心服务	总计	72.6%
	住宅	17.0%
	地面交通	0.3%
	空中交通	0.7%
	餐饮服务&住宿	7.8%
	金融服务&保险	9.2%
	医疗服务	18.3%
	出国旅游	0.8%
其他	18.5%	

数据来源: BEA

#### (4) PCE 价格指数和 CPI 的区别

PCE 价格指数和 CPI 均为美国的通胀指标,但二者走势偶有一定背离,读数也有一定差距,这与二者的计算方式、权重以及统计范围的差异等造成。一般认为,美联储对 PCE 价格指数的关注更多一些,在其公布的经济预测概要(SEP)中通胀的指标即使用 PCE 价格指数。这主要由于其会跟随美国消费者的实际消费情况自然调整权重,能够更好地体现美国的居民的实际通胀感受。

图 6: 美联储对美国通胀走势的预测



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

作为美国重要的两大通胀衡量指标, 两个指数之间差异主要有三个来源:

● 公式影响 (formula effect):

CPI 和 PCE 价格指数是使用不同的指数构建的公式。CPI 是基于一个修改过的 Laspeyres 公式, 而 PCE 价格指数则是基于一个费雪-理想 (Fisher-Ideal) 公式。

$$(\text{Laspeyres Index})_t = \frac{\text{Value of period } t \text{ quantities at current prices}}{\text{Value of period } t \text{ quantities at base-year prices}} = \frac{\sum p_t q_0}{\sum p_0 q_0}$$

$$(\text{Fisher price index})_t = \sqrt{(\text{Laspeyres Price Index})_t \cdot (\text{Paasche Price Index})_t}$$

$$= \sqrt{\left( \frac{\sum p_t q_{t-1}}{\sum p_{t-1} q_{t-1}} \right) \cdot \left( \frac{\sum p_t q_t}{\sum p_{t-1} q_t} \right)}$$

● 权重影响 (weight effect):

分配给 CPI 和 PCE 价格指数中每个详细项目价格的相对权重和 PCE 价格指数中的每个详细项目的相对权重是基于不同的数据来源。CPI 中使用的相对权重主要是基于家庭调查中的消费者调查, 而 PCE 价格指数中的相对权重则是根据商业调查中的零售调查。CPI 权重每两年调整一次, PCE 权重每季度调整一次。

● 范围影响 (scope effect):

消费物价指数 (CPI) 衡量的是所有城市家庭的自付支出。而 PCE 价格指数测量的是家庭和为家庭服务的非营利机构在美国国民收入和产品 (NIPAs) 框架内购买的商品和服务。这种概念上的差异意味着 PCE 价格指数中的一些项目不在 CPI 的范围内。例如, CPI 中的医疗服务只包括那些由消费者直接购买的服务。在 PCE 价格指数中, 医疗服务包括消费者直接购买的服务和代表消费者支付的服务, 例如雇主通过提供的健康保险支付的医疗服务, 和政府通过医疗保险和医疗补助等项目支付的医疗服务。

总体而言，PCE 价格指数由于其更能够体现消费者的实际支出情况，在美联储的政策框架中更为关注。CPI 相对而言，在国际比较的研究中更为适用。

## 2.2. 通胀指标的应用

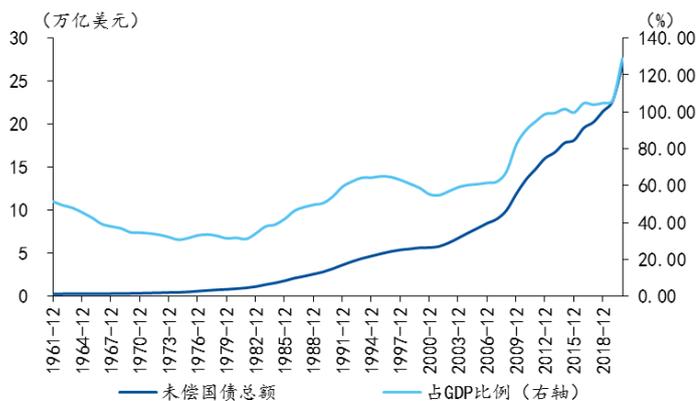
**美联储决策的重要参考指标。**20 世纪 90 年代，随着美国的货币政策从数量型向价格型的转变，经济学家泰勒提出了根据美国货币政策操作实践所总结出来的规律，即泰勒规则，根据该规则美国的短期利率由均衡利率、通胀水平、通胀缺口和产出缺口所决定，经验认为二者所占的权重各为 50%。即：

$$i_t = r^* + \pi_t + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(y_t - y^*)$$

其中， $i_t$  代表政策利率的水平， $r^*$  代表自然利率或者均衡的利率水平， $\pi_t$  为实际的通胀率，后发展为通胀预期。 $\pi^*$  为目标的通胀水平。 $y_t$  为实际的增长水平， $y^*$  为潜在的增长水平。根据经验，一般将  $\alpha$  和  $\beta$  均赋值为 0.5。此前，美联储将通胀目标定在 2% 的水平，这导致了市场看到通胀水平高于 2% 就会产生强烈的加息预期，由于预期的压制，就会产生收紧效果，进而也 2008 年金融危机后导致了通胀长期达不到 2% 的目标。尽管当前美联储调整了通胀目标，希望通胀在 2% 以上运行一段时间以补偿此前低于 2% 的低通胀时期，但联储主席鲍威尔也反复强调一旦发现通胀预期的改变就会果断的进行利率调整，即美联储不能忍受通胀预期被锚定到远高于 2% 的水平。因此，通胀是美联储政策利率的重要驱动因素。

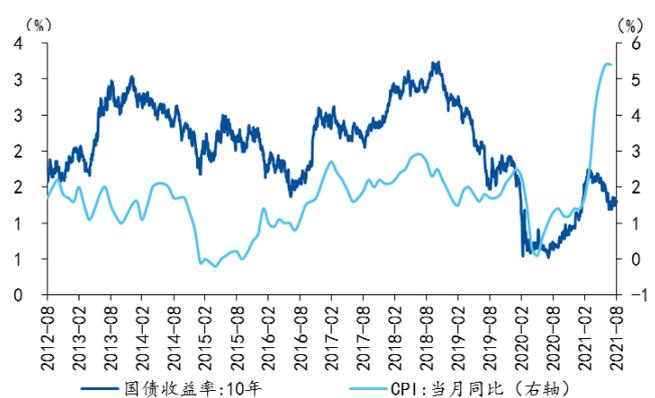
**美国国债收益率的重要驱动因素。**美国国债市场是全球最为重要的安全资产，截至 2020 年美国未偿还国债规模已经超过了 26 万亿，占 GDP 的比重达到了 128%。以美国 10 年国债名义利率为例，由于没有进行通胀保值，作为固定利率的品种，国债利率的走势与通胀走势高度相关。也正是因为这样的关系的存在，为了观察市场的通胀预期，一般可以使用国债收益率名义利率-通胀保值债券利率（TIPs）的方式得到盈亏平衡利率，作为市场所隐含的通胀预期的近似。

图 7：美国国债是重要的安全资产



数据来源：wind，国泰君安证券研究

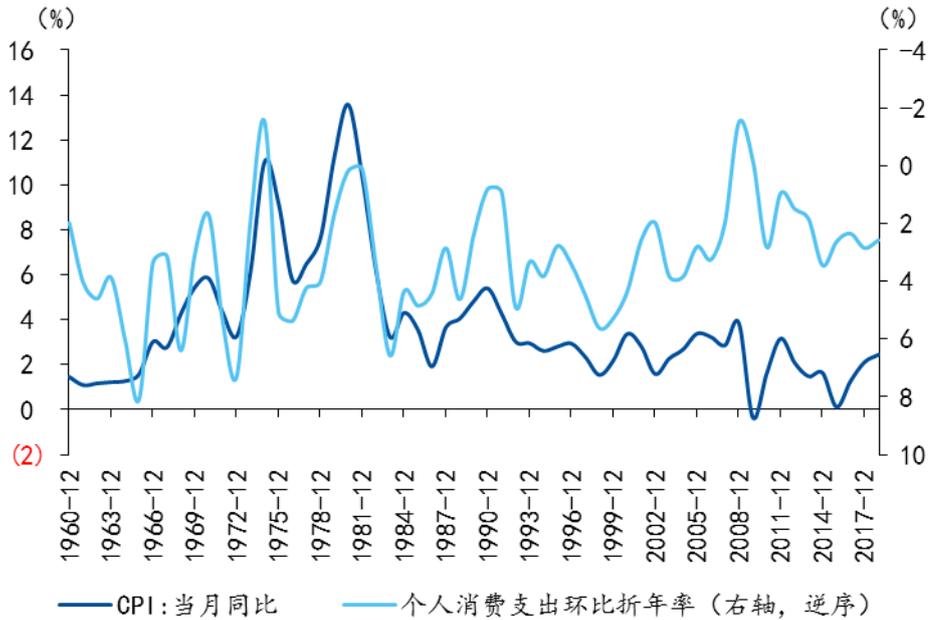
图 8：通胀是名义利率走势的重要决定因素



数据来源：wind，国泰君安证券研究

**居民消费信心的影响因素。**通胀水平也是影响居民消费信心的重要因素，通胀持续上涨将会导致居民消费下滑。从通胀指标设立的初衷而言，就是为了衡量居民的生活负担，因此通胀和消费之间的负向关系也是较好理解的。

图 9：通胀是影响消费信心的因素



数据来源：wind，国泰君安证券研究

**政府满意度的重要方面。**进一步推演通胀的影响，通胀过高也会导致政府的满意度下降。这种影响的实现渠道至少存在如下两个方面：第一，通胀过高，影响了居民的消费信心，居民消费下滑，获得感下降；第二，通胀过高，利率抬升，容易引发金融条件收紧，带来金融市场的震荡及实体融资的紧张。因此，政府对通胀一向比较谨慎。

### 2.3. 远期预测：美国通胀预测——基于 2X2 框架

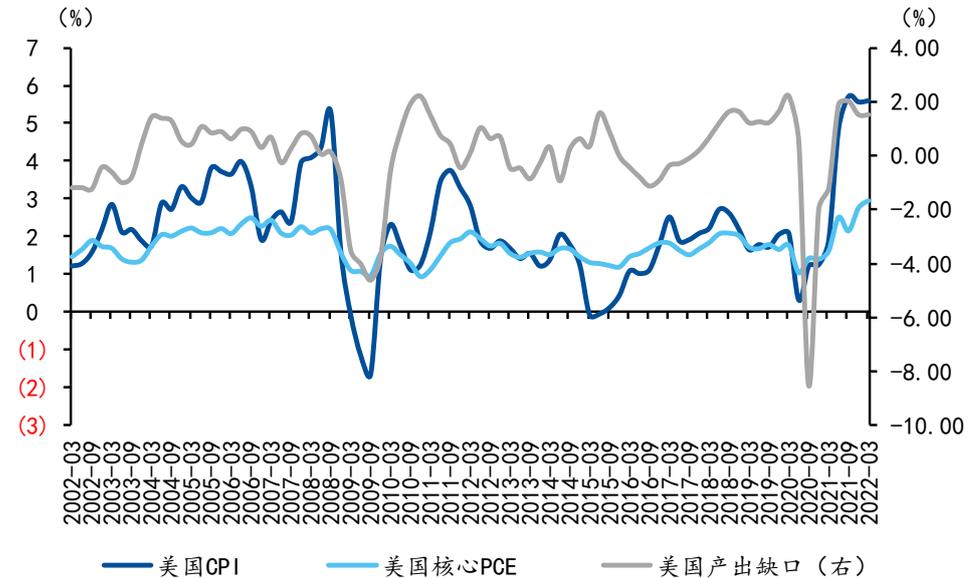
对于通胀的预测框架中，我们从短期和中长期，从实体供求和货币的  $2 \times 2$  思维框架去选取变量，利用 ARDL-ECM 模型进行预测。我们将影响通胀的因素归纳为三个层面。

- ✓ **第一层是短期(1-2年)的周期性因素**，比如美国实际产出缺口，大宗商品周期，美国居民企业以及政府部门的加杠杆程度和未来的空间。
- ✓ **第二个层面是短期(1-2年)的货币层面因素**，即美联储的加息政策(以联邦基金利率为代理指标)、Libor-3个月美元、美联储扩表的速度和程度、根据10年期国债收益率与盈亏平衡通胀的差而计算得到的通胀预期。
- ✓ **第三个层面是长期结构性的因素**，决定了美国长期通胀中枢趋势性的变化，即技术进步的(用ICT行业的加权PPI作为代理指标)，劳动生产率，贫富差距(用食品+服装占家庭消费比重作为代理指标)，社会老龄化程度(用15-64岁占比变动作为代理指标)以及全球化的程度(以进口价格指数、与美国相关联的15个贸易伙伴的加权产出缺口)。

首先，无论是CPI还是PCE物价指数，美国的通胀指标均与美国实际GDP产

出缺口走势相关性较高。产出缺口严重恶化时期，往往是美国社会进入“衰退期”，通缩压力较大，通胀指标往往较低；产出缺口逐渐好转，经济转为复苏，通胀也开始上行；而在产出缺口进一步好转，经济进入过热时期，通胀也进入加速的修复期；而当经济处于滞胀时期，产出缺口却出现边际恶化，经济复苏见顶，此时经济和价格指标呈现背离，社会供给短缺问题较为突出，通胀在此时进一步冲高。

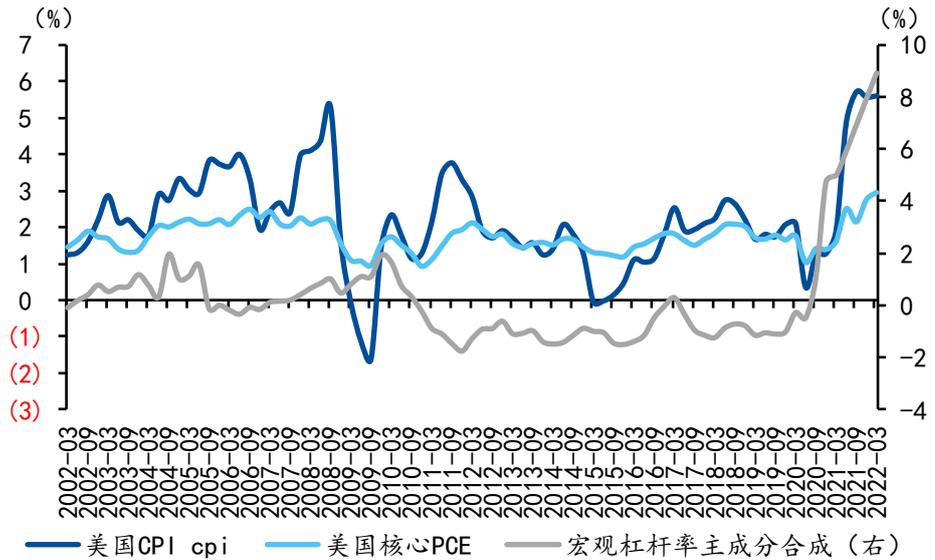
图 10: 通胀指标与美国实际 GDP 产出缺口走势一致



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

其次，影响通胀需求侧的一个因素是美国的杠杆情况。即企业、居民、政府这三个部门，哪一个部门还有加杠杆的空间，就可以接下来继续加杠杆创造需求，进而推升通胀。近年来，当三部门杠杆率增加较快，且当前并没有处于加无可加的较高水平时，未来这些部门还有继续加杠杆的空间和动力，往往会推升后续 1 年-2 年内的通胀水平。为了综合各个部门的加杠杆速度和空间情况，我们将三个部门杠杆率的同比增速进行主成分降维。该合成指标越高，表明现在加杠杆的速度越快，对短期内通胀是一个促进作用。但是同时提示加杠杆的空间在被消耗，最终指标系数，是这两种合力对冲后的效果。

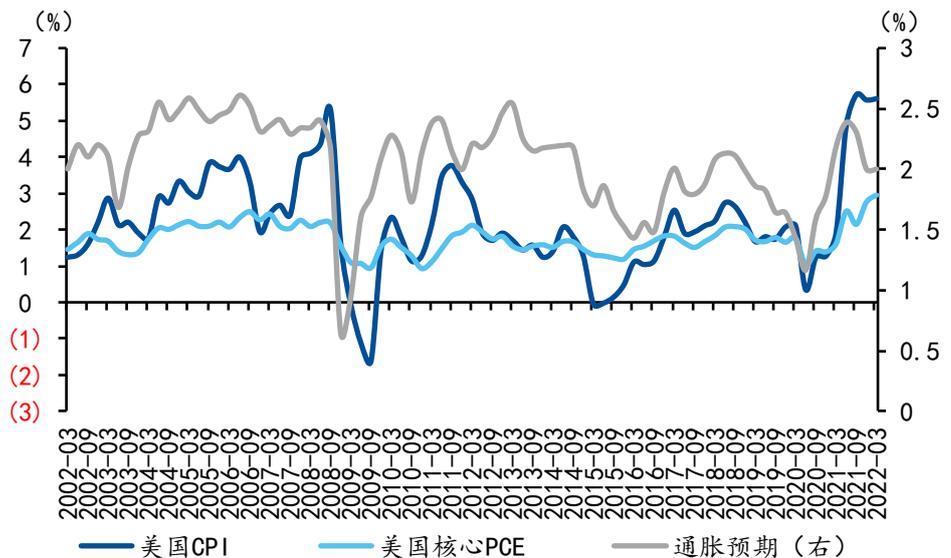
图 11: 基于主成分合成方法, 综合美国企业、居民、政府三大部门宏观杠杆率的加杠杆速度对通胀指标具有一定领先性



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

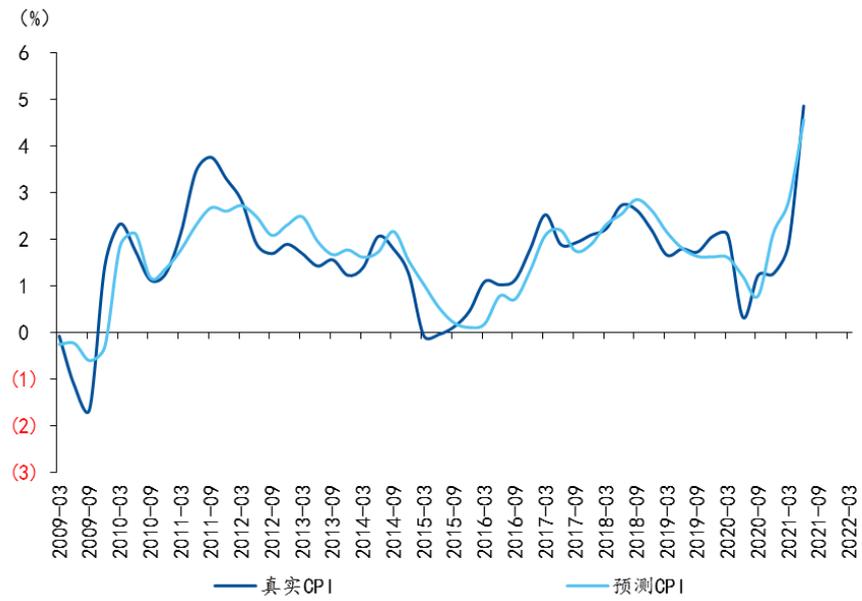
第三, 在货币层面上, 我们选取了通胀预期这一指标。我们在模型中同时测试了利用联邦基金利率和美联储扩表速度的指标, 但其与通胀的相关性均没有通胀预期高。为了模型精简起见, 我们仅保留这一指标, 因为联储扩表以及加息政策均会间接反映到通胀预期的变化中。这一指标我们选择 10 年期美债收益率减去 10 通胀指数国债 (TIPS) 表示。通胀预期通常领先通胀发生波动, 除了 2012 年、2015 年有所背离以外, 绝大多数时期与通胀走势保持 3 个月左右的领先性。

图 12: 通胀预期通常领先于通胀指标



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 13: 基于模型的 CPI 样本内预测效果

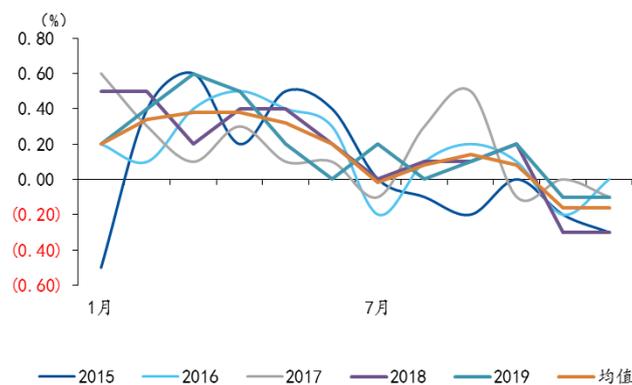


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

#### 2.4. 近月预测: 基于高频数据及历史均值

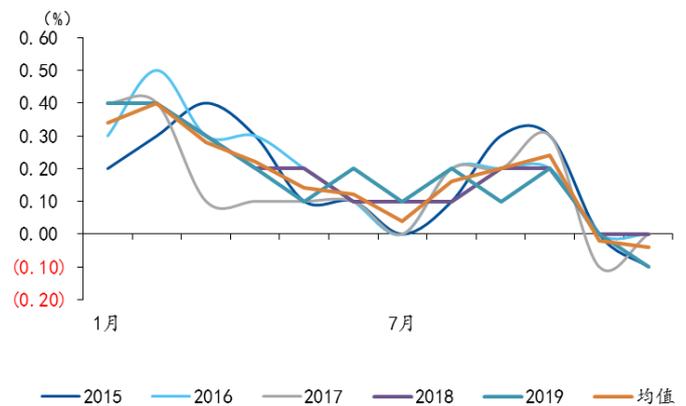
CPI 近月预测的有效方法之一就是采用历史的季节性因素进行预测。由于 CPI 涨价背后体现的是消费者的行为, 比如冬季寒冷可能带来能源相关价格的上涨, 美国的圣诞节来临会带动节日用品的价格上涨。这些季节性的因素使得美国的 CPI 的环比价格变动比较具有规律性, 特别是核心 CPI。

图 14: 美国 CPI 的环比季节性



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 15: 美国核心 CPI 的环比季节性



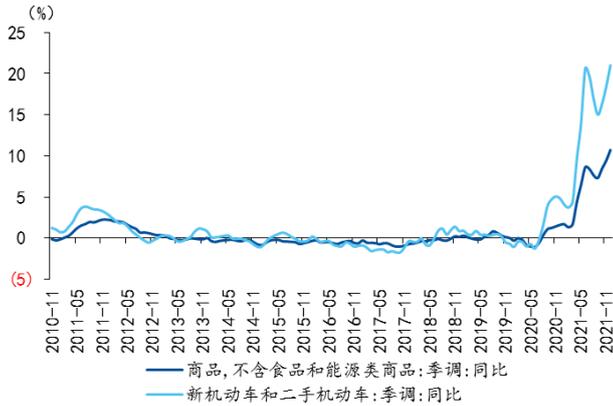
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

季节性因素给预测提供了一定的参考的基础, 在此基础上对 CPI 的结构进行分解, 并针对每一部分寻找高频指标进行前瞻性预测。我们将美国通胀分解为除食品和能源外的商品、食品、能源、除住房外的服务、住房服务 (即租金) 五大类进行分析。

(1) 食品和能源外的商品的权重约为 20%, 该部分主要受到全球供应链的影响,

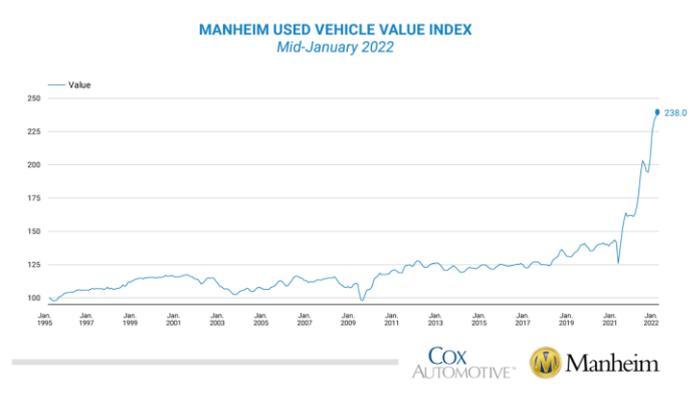
典型的涨价事件发生在 2020 年疫情后时期，由于芯片短缺导致美国二手车价格暴涨，引发了核心商品价格的整体大幅提升。而且由于汽车产业链带动相关产业链条较长，因此对汽车价格的关注也可以一定程度辅助研判核心商品的涨价态势。从高频数据跟踪的视角可以参考美国的二手车网站的价格，如 Manheim，该网站编制了二手车的价格指数，作为高频数据可以辅助研判汽车的涨价态势。

图 16: 汽车推动核心商品价格上涨



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

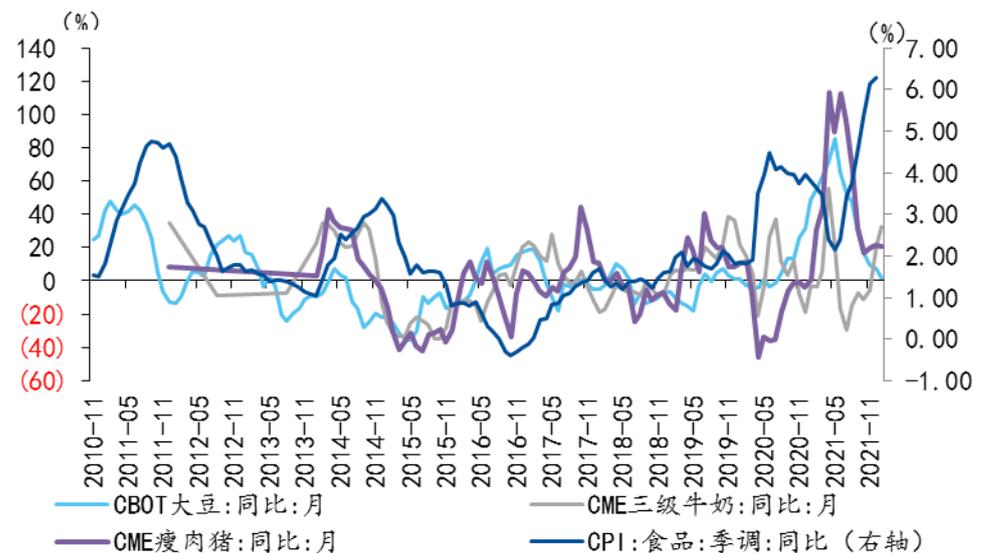
图 17: 车价高频跟踪数据



数据来源: Manheim

(2) 食品饮料占美国 CPI 权重约 13%，该部分波动相对较大，可以观察美国的上市大宗商品对食品价格的走势进行研判。由于商品价格的波动较 CPI 统计的商品价格的波动更大，可以进行标准化处理，即通过标准差来将变化标准化。

图 18: 通过大宗商品期货价格来观察食品项目的变动趋势



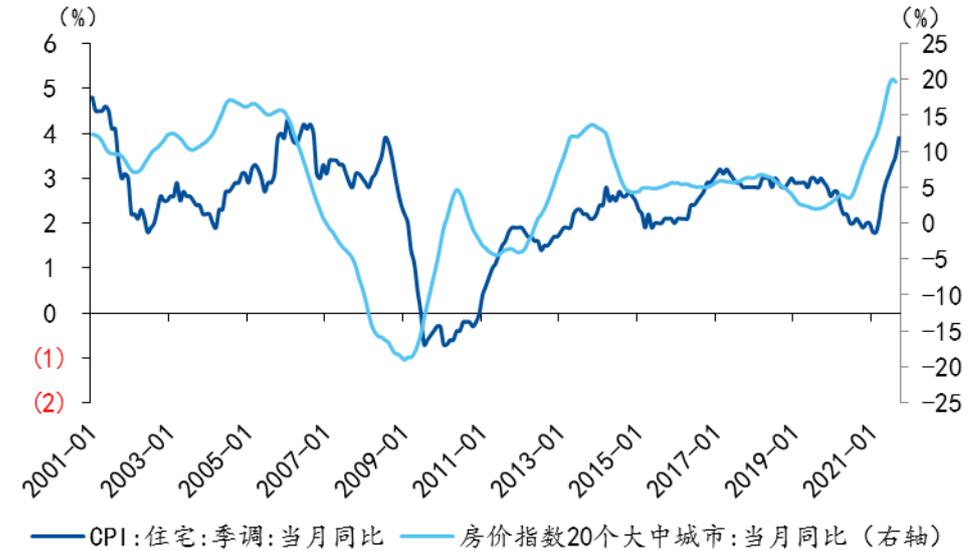
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

(3) 能源占美国 CPI 的权重约 7%（含能源相关的服务，主要指电力和燃气服务等），该部分价格走势与全球能源价格走势高度相关。

(4) 住房服务占美国 CPI 的权重为 33%（主要包括房租和自有住房等额租金），

该部分的价格的走势的研判，一方面可以参考第三方机构统计的美国的租金价格的变化，如 Zillow，另一方面也可以综合考虑美国房地产市场的景气度，房价的上涨、房屋的供给、美国居民部门资产负债表状况等。

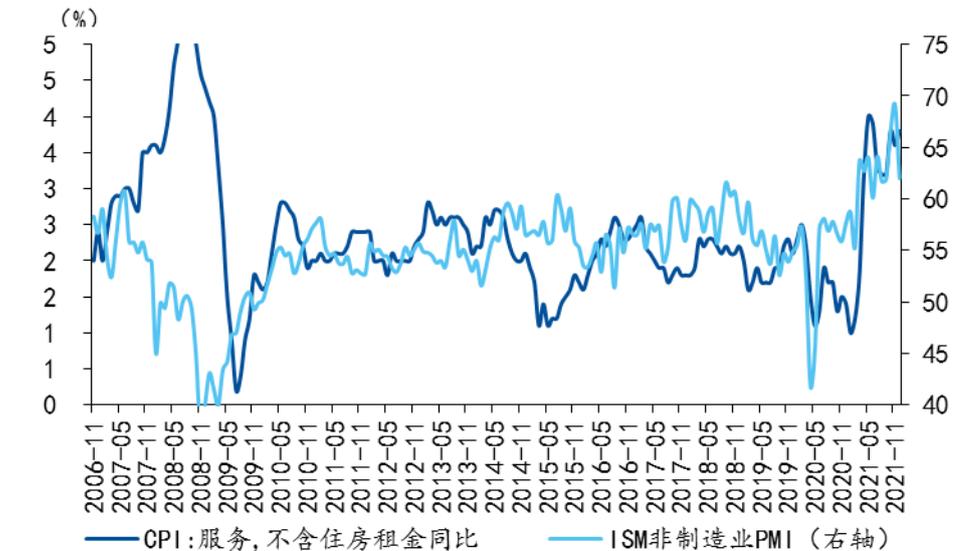
图 19: 美国的房地产市场的景气度为房租的走势提供了判断依据



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

(5) 除住房外的其他服务占美国 CPI 的权重约为 27%。这部分的价格上涨主要归因于需求的景气度以及工资价格的上涨。这部分的价格走势要结合美国的就业市场的状况以及美国的服务业的需求进行综合研判。

图 20: 服务业景气度从需求层面影响服务价格的走势



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

### 3. 美国就业回顾与分析——就业分析框架

#### 3.1. 美国就业指标体系

就业是最重要的民生，美国政府及货币政策部门对就业都高度重视，因此美国就业的指标体系也较为系统和全面。市场较为关注的主要是整体就业形式、非农就业、失业保险、招聘与裁员等。

**表 5：美国就业相关指标体系**

分类	代表性指标
整体就业形势	人口信息
	失业率
	劳动参与率
非农就业	就业人数
	工作时间
	工资收入
失业保险	首次申领
	持续申领
招聘与裁员	职位空缺率
	解雇裁员率
	挑战者企业裁员

数据来源：国泰君安证券研究

### 3.1.1. 整体就业形势数据体系

当前人口调查（CPS），也称家庭调查，是由美国人口普查局为劳工统计局进行的一项美国家庭月度调查，包涵了美国的基本的人口信息，包括总人口、种族、年龄、性别和其他人口特征数据，提供了有关就业、失业、工作时间、收入和非劳动力人口的相关指标和广泛信息。

在 CPS 公布的诸项数据中，金融市场更为关注的是失业率和劳动参与率两个指标。

#### （1）主要数据指标

##### 1) 什么是失业率

**失业率 (Unemployment rate):** 指的是失业人口占劳动力的百分比。劳动力指 16 岁及以上正在工作或正在积极寻找工作的人数。失业人口指同时符合以下三点条件的人口：第一，在调查参考周期间内没有工作，第二，除了暂时生病外，他们在调查参考周期间都可以上班；第三，在调查参考周结束的四周时间里，他们至少做了一次具体的、积极的努力去找工作，或者他们被暂时解雇，希望被召回工作。

除了官方公布的失业率，美国劳工统计局还公布了一系列衡量劳动力利用率不足的替代指标。这些被称为 U-1 到 U-6 失业率。

- U-1 失业率 = 失业 15 周或更长时间的人 / 劳动力 \* 100
- U-2 失业率 = 丧失工作者 / 劳动力 \* 100（注：丧失工作者包括被临时解雇的人、非自愿离职的人以及完成临时工作的人）
- 官方失业率即 U-3 失业率 = 失业人口 / 劳动力 \* 100

- U-4 失业率 = (失业人口+就业意愿丧失者) / (劳动力+就业意愿丧失者) \*100 (注: 就业意愿丧失者属于非劳动力, 他们在调查参考周结束的四周时间里并未积极寻找工作)
- U-5 失业率 = (失业人口+就业意愿丧失者+准待业人口) / (劳动力+就业意愿丧失者+准待业人口) \*100 (注: 准待业人口指由于家庭责任、正在学习或培训、生病或残疾、照顾孩子等原因近期再无寻找工作者)
- U-6 失业率 = (失业人口+就业意愿丧失者+准待业人口+因为经济原因而兼职的人) / (劳动力+就业意愿丧失者+准待业人口) \*100

## 2) 什么是劳动参与率

**劳动参与率 (Participation rate):** 指的是劳动力占总人口(非机构居民)的百分比。劳动力指 16 岁及以上正在工作或正在积极寻找工作(即失业人口+就业人口)的人数; 非机构居民指的是排除美国武装部队的现役成员、被限制在或居住在监狱、拘留所等机构或疗养院等设施后的人口。

### (2) 数据的编制与发布

#### 1) 数据采集

失业率和劳动参与率都是 CPS 公布的一项指标, 因此调查样本和覆盖人群和由整个 CPS 确定。为了代表美国的全部人口, 调查首先将全国所有的县和独立城市分为大约 2000 个地理区域, 人口普查局再设计和选择这些地理区域中的大约 800 个样本, 以代表 50 个州和哥伦比亚特区。该样本是基于州的设计, 反映了城市和农村地区、不同类型的工业和农业地区, 以及每个州的主要地理分区。

CPS 对 60000 个合格家庭的月度抽样调查。样本范围覆盖 50 个州和哥伦比亚特区 16 岁及以上的平民非机构人口。该调查采用现场电话和当面采访相结合的方式, 对家庭受访者进行调查。基本的月度调查收集了家庭成员的人口特征和信息, 以确定他们是否就业、失业或不在劳动力队伍中。

#### 2) 失业率计算及发布

根据失业率的计算公式: 失业率 = 失业人口/劳动力\*100, 在此计算公式中, 最关键的部分是如何测算失业人口。在 CPS 官方定义说明中, 如果人们没有工作, 在过去 4 周内曾积极寻找工作, 并且目前可以工作, 则被归类为失业者。

而对“积极寻找工作”的定义, 可以由如下活动体现: 直接联系雇主或进行工作面试、联系公共或私人职业介绍所、联系朋友或亲戚(有关找工作事宜)、联系学校或大学的就业中心、投递简历或填写申请表、投放或回复招聘广告、查阅工会或专业人员登记册和其他一些主动积极找工作的手段。需要注意的是, 一些被动的求职方法没有将求职者与潜在的雇主联系起来, 因此不符合“积极寻找工作”的要求。被动方法的例子包括参加就业培训计划或课程, 或仅仅阅读报纸或互联网上发布的职位空缺信息。另外, 预期从临时解雇中被召回的工人仍被算作是失业者, 无论他们是否参与了具体的求职活动。在所有其他情况下, 个人必须在月度调查前的 4 周内至少参与过一次积极的求职活动, 并且可以参加工作(临时生病除外)。

CPS 调查员通过精心设计的系列问题，针对各类问题答案分析样本中调查对象的劳动活动，以获得每个人最准确的就业或失业状况。而统计出的失业数据，占劳动力人口（失业人数+就业人数）比例，即为失业率。

失业率的初值在每月第一周周五更新。美国劳工统计局每年末会对季节性因素进行重新估计，并根据重估结果对前 5 年的数据进行修正。

### 3) 劳动参与率计算与发布

根据劳动参与率的计算公式： $\text{劳动参与率} = \text{劳动力} / \text{总人口（非机构居民）} * 100$ ，此公式的关键部分是确定劳动力的数量。如前所述，劳动力是由就业者和失业者共同组成的，失业者的确认和统计在失业率中已经描述，此处补充就业者的确认。如果受访者在调查参考周内做了任何有偿或盈利的工作，就被视为就业。这包括所有的兼职和临时工作，以及正规的全职和全年工作。此外，如果受访者有工作但是在调查参考周内因为休假、生病、遇到儿童护理问题、休产假或陪产假、照顾家庭或履行个人义务、牵涉劳动纠纷、天气恶劣等原因没有工作，即使他们没有报酬，也被算作就业者。

劳动参与率和失业率一起，在每个月第一周周五发布的《就业形势报告》中公布。

#### 3.1.2. 非农就业体系

当前就业统计（CES），又称企业调查，是由 BLS 进行的月度调查。BLS 每月从非农业机构的样本中收集就业、工时和收入数据，该样本包括约 14 万个企业和政府机构，从大约 900 万个失业保险税收账户的抽样框架中抽取，涵盖了大约 440,000 个人工作场所。活跃的 CES 样本包括大约三分之一的所有非农就业人员。从这些数据中，BLS 与各州的劳动力市场信息机构合作伙伴一起，编写并发布了大量的就业、工时和收入系列的指标，并在行业和地理上进行了详细的分类说明。

在 CES 报告中，市场最为关注的是新增非农就业、工作时间和小时工资等指标。

#### （1）主要数据指标

##### 1) 新增非农就业

新增非农就业的就业数据统计农业生产以外，在各类机构工资名册上的净增人数。非农就业人员在包括每月 12 日的工资期的任何部分领取工资的人。不包括业主、非法自雇者、无报酬的志愿者或家庭工人、农场工人；包括公司的受薪官员；政府就业只包括文职雇员；军事人员不包括在内。中央情报局、国家安全局、国家图像和绘图局以及国防情报局的雇员也不包括在内。

在机构工资单上的人，如果正在休带薪病假，或者在支付工资期内工作的人，即使他们在其余时间未被雇用或正在罢工，都算作被雇用。不算作就业的是那些在整个时期内被解雇、无薪休假或罢工的人，或者那些被雇用但在该参考期内尚未报到的人。

新增非农就业通常在每个月的第一个星期五美国东部时间上午 8:30 公布。一般来说，BLS 在月度报告中还会修正前两次公布的非农就业数据，并计算得出最近三次数据的平均值。

## 2) 工作时间

CES 的工时和收入系列是由所有雇员和各种类型的生产性雇员的工资单和相应的带薪工时得出的。工时和收入是针对私营部门雇员的。

CES 提供了一系列关于工作时间的指标：

**总小时数 (Total hours)**：非农雇员在薪资期间的总小时数包括所有的工作时间(包括加班时间)，包括为待命或转岗时间花费的小时数，以及雇员在病假、假期内直接从雇主那里获得报酬的对应小时数。

**每周平均工时 (Average Weekly Hours)**：每周平均工时是指收到报酬的非农雇员的平均工时，与标准或计划工时不同。用每周总小时数除以对应的非农雇员数，即为每周平均工时。诸如无薪缺勤、劳动力流动、兼职工作和停工等因素会导致一个机构的每周平均工时低于预定工时。不同公司的平均工时进一步反映了各行业每周工作时间的变化。

## 3) 小时工资

平均小时收入 (Average Hourly Earnings) 不仅反映了基本时薪和激励性奖金率的变化，而且还反映了诸如加班的额外工资以及按奖励计划下工人的产出变化等可变因素的影响。它们还反映了雇员人数在相对高薪和低薪工作之间的变化，以及个别单位的雇员收入的变化。公司和部门的平均小时工资也进一步反映了各行业的平均时薪的变化。

不包括加班费的平均小时收入，是用雇员正常工资总额除以雇员工人总时数和加班总时数的一半的和计算出来的 (工资总额 / (工作总时数 + 1/2 \* 加班总时数))。不包括加班费的平均每小时收入只计算制造业。

## 4) 每周平均工资

每周平均收入 (Average Weekly Earnings) 是由每周平均小时数估计值乘以平均小时工资估计值而得出。因此，每周收入不仅受到平均小时工资变化的影响，也受到平均工作周长度 (小时数) 变化的影响。兼职工人的比例、不同原因的停工、调查期间的劳动力流动以及雇员无薪的缺勤等因素的每月变化都可能导致平均工作周的变化。长期来看，每周平均收入可能会受到劳动力结构变化的影响。例如，零售业和许多服务行业的非全日制工人比例的长期增长，减少了这些行业的平均工作周长度，并影响了平均周收入。

### (2) 数据编制与发布

每个月，BLS 都会从各类企业样本中收集有关就业、工资和带薪工作时间的数据。为了提高样本机构参与这项调查的意愿，BLS 采用了各种收集技术，以满足各个

公司的偏好。数据收集中心（DCCs）通过电话对每个公司进行初步登记，通过计算机辅助电话采访（CATI）收集几个月的数据，并在可能的情况下将受访企业转移到自我报告模式，如触摸式数据输入（TDE）、传真或互联网收集。大型集团通常通过个人访问进行登记，并通过电子数据交换（EDI）建立持续报告。这些公司向 BLS 提供电子文件，包括他们所有工作地点的信息和数据。对于少数不使用上述方法的企业，则通过邮件和笔录来收集数据。

BLS 在 DCCs 有一个全面的新样本单位征集计划。考虑到新公司的诞生，每年大约有 55000 个新的样本单位参加 CES 调查，并轮换一部分样本，使样本分布与总体分布相一致。所有拥有 1000 名或以上雇员的公司都被要求参加调查。当企业被轮流纳入样本时，它们会被保留 2 年或更长时间；当原受访公司被轮换抽出样本时，BLS 将至少在 3 年内不要求该公司参与调查。

每个月，受访企业从他们的工资单中提取就业、工时和收入数据并提交给 BLS。数据的收集参考期是在包括每月 12 日的工资期。除了那些通过电子文件报告的受访对象，所有的 CES 报告表格都会被提供给所有的 CES 受访者。该表格提供了一个方便的手段来记录每个月的工资数据。BLS 的 CES 表格有六个变量，每个变量都是针对主要行业的数据项目、概念和具体定义而设计的。采矿和伐木业、建筑业、制造业、服务行业、公共管理部门和教育服务部门均有不同的表格。

新增非农就业、平均工时、小时工资等指标均在 BLS 的就业形势报告（The Employment Situation）中披露。在月度调查参考周过后三个星期时公布，通常为每个月第一个周五。

### 3.1.3. 失业保险

BLS 的失业保险计划向符合条件的工人提供失业福利。失业保险是一个联邦和州的联合计划，每个州都有一个单独的失业保险计划，但所有州都遵循联邦法律规定的相同准则。

通常来说，以下人员拥有申请失业保险的资格：第一点，不是因自己的过错而失业。在大多数州，这意味着申请者必须是因为就业岗位的缺乏而被迫失业。第二点，符合工作和工资方面的要求。申请者必须满足所在州对在被称为“基准期”的既定时间段内的工资和工作时间方面的要求（在大多数州，这通常是在申请者提出申请之前的最后五个日历季度中的前四个季度）。最后，还要满足所在州其他的要求。

美国劳动部每周会发布失业保险申请报告（Unemployment Insurance Claims Report）。其中会公布两项比较重要的指标，为首次申请失业保险金人数（Initial Claims）和持续申请失业保险金人数（Continued Claims）。

#### （1）主要指标

##### 1) 首次申请失业保险金人数

该指标包括从雇主那里离职后提出的首次申请失业金的失业者。申请人要求确定其在失业保险计划中的基本资格。当初次申请被提交给一个州时,留下申请记录,相关计数活动,如初次申请的计数,就会发生。美国首次申请失业保险的人数是一个重要的经济指标,因为它显示了美国新出现的劳动力市场状况。然而,这些数据是每周的行政数据,很难进行季节性调整,使得该系列数据受一些周期波动的影响。

## 2) 持续申请失业保险金人数

该指标包括已经提出初次申请并经历了一个星期的失业的人。这些人继续提出申请,要求获得该星期的失业福利。在每周的基础上,持续申请人数良好反映了当前申请失业保险福利的有保险失业工人的近似数量。美国的持续申请救济金人数也是劳动力市场状况的一个良好指标。

### (2) 数据编制与发布

由于两项数据均为行政数据(可通过申请记录确定人数),数据难以进行季节性调整。因此,在一年中,每周的初次申请和持续申请水平的变化会有周期的波动。这些波动可能是由于天气的季节性变化、重大节日、学校的开学和放假或其他类似事件造成的。由于这些季节性事件每年大致遵循相同的规律,它们对一个指标的影响可以通过调整常规的季节性变化而得到缓解。这些调整使得趋势和周期发展更容易被识别。在每个日历年的年初,劳工统计局都会向劳动部就业和培训管理局(ETA)提供了一套适用于该年的未调整数据的季节性因素。在实施和发布新的季节性因素的同时,ETA也纳入了因未调整数据的更新而引起的对失业保险申请人数历史数据的修订。

每周四东部时间上午八点半,劳工部就业培训局会发布周度失业保险申请报告,包括首次申请保险金人数和持续申请保险金人数两项指标。

## 3.1.4. 裁员与招聘

职位空缺和劳动力流动调查(JOLTS)是由美国劳工统计局编制的有关美国私营行业就业状况的调查报告,属于商业调查。其对职位空缺、雇用和离职(包括辞职、裁员和解雇以及其他离职情况)进行月度和年度的估计,估计结果是针对私营部门的非农业机构以及50个州和哥伦比亚特区的联邦、州和地方政府。该调查的指标会按照地理和行业类别公布,可用于衡量劳动力需求,监测雇用和离职之间的动态,并衡量劳动力流动。

此处,我们介绍JOLTS中的两项指标,职位空缺率和裁员解雇率。

### (1) 指标体系

#### 1) 什么是职位空缺率

职位空缺率是指每个月最后一个工作日的职位空缺数量占总就业人数与职位空缺数之和的百分比。职位空缺是指当月最后一个工作日的职位空缺数量。

空缺职位包括在参考月的最后一个工作日开放的所有职位。一个职位只有在满足以下这三个条件时才是开放的：首先，该特定开放职位有工作可做，可以是全职或兼职，可以是长期、短期或季节性的。第二，该工作可以在 30 天内开始，无论雇主是否能在这段时间内找到合适的候选人。最后，雇主正在积极从机构外招聘工人来填补这个职位。“积极招聘”意味着该机构正在采取相关措施来填补一个职位，例如在报纸、电视或广播上做广告；在互联网上发布通知，张贴“招聘”标志，进行“口碑”宣传；接受应聘申请；面试候选人；联系职业介绍所；通过招聘会、州或地方就业办公室等类似的渠道招聘员工。

## 2) 什么是裁员解雇率

裁员和解雇 (Layoffs and Discharges) 是指整个月内的裁员和解雇人数。裁员解雇率是指整个月内裁员解雇的人数占总就业人数的百分比。

裁员解雇人数包括由雇主发起的非员工自愿的离职，以下类型的情况皆算作在内：无重新雇用意向的裁员；裁员（正式停薪留职）持续或预计持续 7 天以上；因公司合并、规模缩减或倒闭而导致的解雇；因故开除或其他类型的解雇；解雇长期或短期雇员；以及解雇季节性雇员（无论他们是否会在下一季度返回）。

### (2) 数据的编制与发布

职位空缺率指标是“职位空缺量”这一指标的衍生指标，裁员解雇率是裁员解雇人数的衍生指标，都是由劳动统计局的职位空缺和劳动力流动调查 (JOLTS) 项目统计得出。

JOLTS 数据是在佐治亚州亚特兰大的一个数据收集中心收集的。数据收集员重新确定制定样本机构的地址和联系信息，将报名资料邮寄给机构，并通过电话跟进机构的参与调查情况。数据收集人员每个月都会从受访机构那里收集数据。最初的数据收集是通过计算机辅助电话采访 (CATI) 进行的，为期约 5 个月。这使得受访机构有时间学习 JOLTS 的数据元素和定义，并建立每月报告。在通过 CATI 收集一段时间后，调查鼓励受访机构转向自我报告，他们可以选择在剩余的时间里通过网络或电子邮件报告。受访机构会得到一份数据收集表格，以帮助他们确定报告的各项数据的价值。对于教育机构或就业服务行业的雇员租赁机构，会向他们提供特别设计的表格（因为这些机构的雇用和离职情况相对难以确认）。

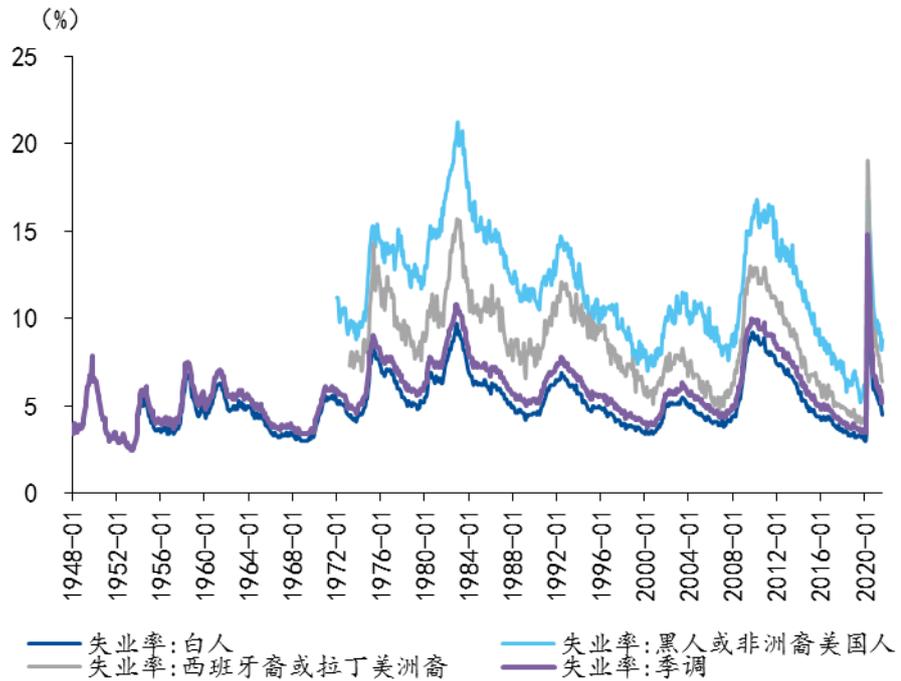
职位空缺率和裁员解雇率随 JOLTS 报告一同在报告参考月份过后第二个月份的上旬发布。

## 3.2. 美国就业指标的应用

**就业在美联储新政策框架中的权重加重。**美联储提出平均通胀目标制除了为了应对被锁定的通胀预期，恢复通胀的弹性，推动菲利普斯曲线的回归外，美联储也有充分就业的考虑。一方面美联储认为自然失业率的水平难以测度，另一方面面对日益加剧的财富分配不平等的格局，美联储所能够做的就是希望通过充分就业，特别是少数族裔的充分就业来为缓解财富分配不平等做出一定的贡献。因此，在研判美联储的政策节奏的时候，除了考虑整体就业状况，也需要关注族裔的失

业率状况。

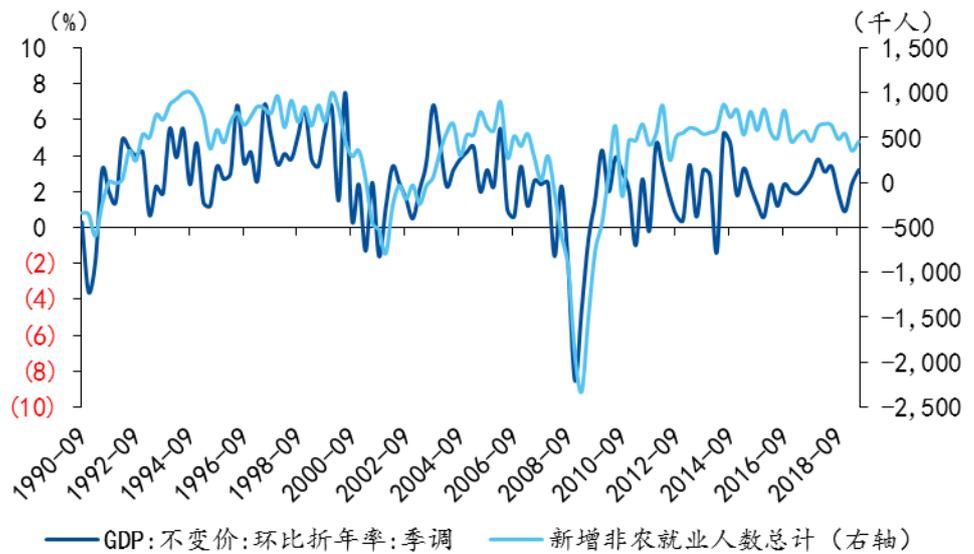
图 21: 分族裔的失业率是美联储关注的重要指标纬度



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

就业也是重要的经济热度的表征,就业数据强劲则经济增长状况良好。以非农就业为例,以季度的非农新增就业的合计值作为观察指标,可以较好地表征经济增长的变化情况,与季度 GDP 变化呈现良好的正相关关系。

图 22: 美国非农就业能够较好表征美国经济运行动能

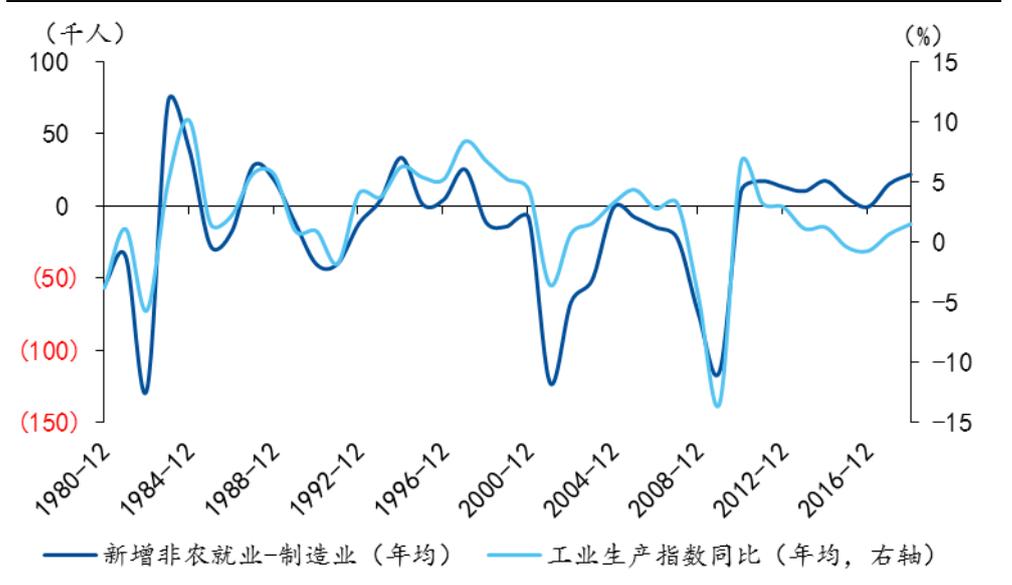


数据来源: 国泰君安证券研究

分行业的就业指标也体现了行业的景气度,主要包括非农就业、职位空缺率等具有分行业的变化情况。行业的产出景气度提升或产出增加,在自动化水平短期变

化有限的情况下，人工的增加是直接所对应的。当就业人数持续增加、职位空缺率不断提高时，往往对应较好的行业景气度。

**图 23: 就业的变化体现了行业的景气度的变化**



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		

