7 月非农再超预期，节奏放缓趋势向好——美国 7 月非农数据点评

2020 年 08 月 10 日

证券分析师 李勇
执业证号：S0600519040001
010-66573671
liyong@dwzq.com.cn

事件：

- **美国 7 月就业市场表现再超预期：**美国 6 月非农就业人数季调后增加 176.3 万人，预期增加 160.0 万人；失业率为 10.2%，预期为 10.5%。同时 ADP 就业人数增加 16.7 万人，预期增加 150 万人，前值也由 306.5 万人大幅修正为增加 431.4 万人，总体而言美国就业市场表现依旧好于预期，但经济复苏前景喜忧参半。

观点：

- **就业数据节奏放缓：**在新增的 176.3 万非农就业中，服务业占据逾 85%。不过相比上月就业增加幅度，这些“接触式”式行业 7 月增幅显著回落，显然是受到公共卫生事件反弹负面影响，但疫情走向失控可能较小。同时与传统周期不同，此轮经济衰退并非因为经济内部失衡，而是因为物理封锁，所以在政府给予家庭和企业强有力救助背景下，一旦解封，经济复苏势头将会显现。

- **就业市场依然脆弱：**本次非农数据于 7 月 15 日前收集，6 月中下旬疫情二度复发造成复工复产暂停以及后续的影响并未计算在内。本次数据从调查方式及结构性来看都存在诸多问题，ADP 报告与非农报告数据出入较大，我们需明确美国经济复苏欲振乏力。

- **政策托底较难卸力：**货币财政方面，美联储的资产负债表已经从 3 月中旬的 4 万亿美元膨胀到大约 7 万亿美元，实际上的对公共部门的债务货币化进程为“正在进行时”，对私人部门的货币化姿态为“相机而动”；财政政策方面，美国财政部于 8 月 5 日表示，将于本周所谓到期国债季度再融资操作中发行创纪录的 1120 亿美元国债。**我们认为，“经济离不开财政，财政离不开货币”的格局已经形成，只有当经济转好的趋势确定下来之后，财政才可以卸力，进而货币才可以卸力。**我们预计，美国将会持续采取超宽松的货币政策，以及史无前例的财政刺激以对冲疫情给经济带来的负面影响。未来如果财政支持和刺激力度不及预期，或落地迟缓，将有可能给美国劳动者重新带来就业压力和收入压力，并最终影响经济复苏的形态与进程。

- **风险提示：**（1）疫情持续时间超预期；（2）逆全球化超预期；（3）民粹反弹超预期。

1、《固收周报 20200809：一周策略：货币政策稳健适度，国际局势日趋复杂（2020 年第 30 期）》2020-08-09

2、《固收周报 20200809：利率债周报：引导利率平稳运行，促进国内国际良性循环（2020 年第 30 期）》2020-08-09

3、《固收周报 20200809：美就业复苏渐趋缓，美债美元新低可期》2020-08-09

4、《固收周报 20200809：本周股市小幅震荡，关注转债投资机会》2020-08-09

5、《固收周报 20200809：风险信息周报（2020.08.03 - 2020.08.09）》2020-08-09

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 就业数据节奏放缓，经济复苏仍在持续 4
2. 就业市场依然脆弱，经济复苏欲振乏力 5
3. 政策托底较难卸力，寄望财政两党角力 10
4. 风险提示 11

图表目录

图 1：美国 ADP 新增就业人数、非农新增就业人数（单位：千人）.....5
图 2：各行业新增就业人数（单位：千人）.....5
图 3：美国新冠肺炎当日新增及当日治愈病例（单位：例）.....6
图 4：美国失业率、劳动参与率（单位：%）.....6
图 5：2020 年家庭调查回应率（单位：%）.....7
图 6：美国初请失业金、续请失业金人数（单位：千人）.....8
图 7：美国美国 Markit 制造业 PMI、服务业 PMI.....9
图 8：美国密歇根大学消费者预期指数、消费者信心指数.....9
图 9：美国个人消费支出、美国居民储蓄率（单位：十亿美元，%）.....10
图 10：美联储资产负债表 7 月非农公布当周增/减项变动情况.....11

1. 就业数据节奏放缓，经济复苏仍在持续

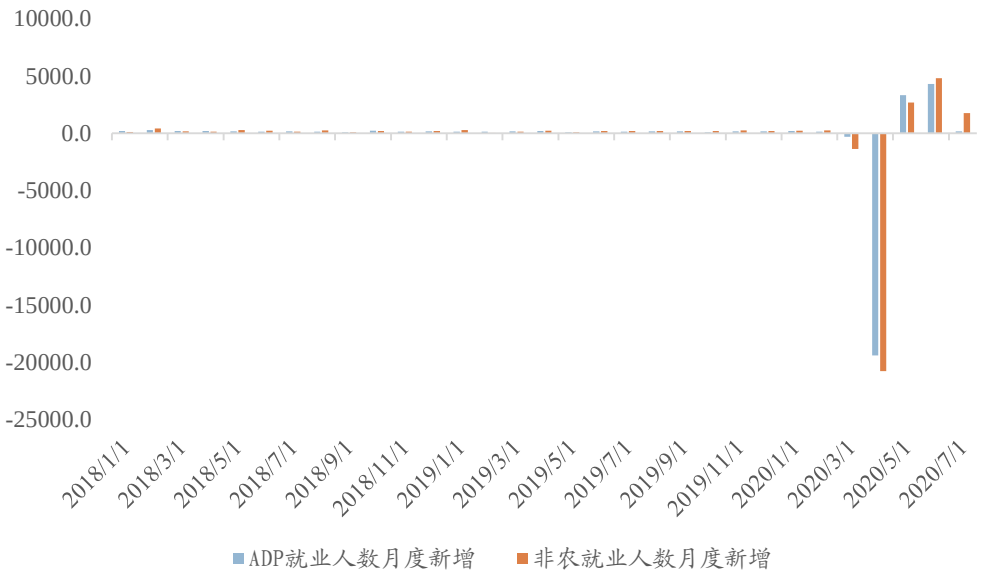
美国 7 月非农就业人数季调后增加 176.3 万人，预期增加 160.0 万人，失业率为 10.2%；5 月份非农新增就业人数从 270 万人上修至 272.5 万人，6 月份非农新增就业人数从 480 万人下修至 479.1 万人。同时，ADP 就业人数增加 16.7 万人，远低于预期的 150 万人，前值从 236.9 万大幅上修至增加 431.4 万人。**总体来看 7 月非农数据再超预期，且为连续第三个月回升，尽管不敌前值复苏节奏有所放缓，但仍处于向好方向。**

在新增就业中，对就业最大的贡献仍然来自私企领域，行业方面服务业仍是主力，贡献了近 86%的增长量。其中休闲住宿、零售、教育医疗、商业服务分别增加 59.2、25.8、21.5 和 17 万人。不过，相比上月就业增加幅度，这些“接触式”行业 7 月增幅显著回落，一方面是受到公共卫生事件反弹负面影响，另一方面也要考虑基数效应，即各行业中较容易回复的失业恢复后，后续的失业恢复会自然表现出更为缓慢的特征，同时短期失业转化成长期失业的风险将显著上升。

上月非农就业报告发布时，当时美国南部各州的疫情还未出现大规模反弹，而 6 月下旬疫情开始反弹，7 月每日新增确诊病例均超过 4 万，但这些事实并未反映到 6 月中旬的就业数据调查中。示威游行可能是此次美国公共卫生事件反弹的主要原因之一，复工则是次要原因，因而此次公共卫生事件反弹更可能是一次插曲，走向全面失控概率仍较小；相应地，公共卫生事件反弹可能导致美国经济复苏节奏减慢，但难改修复大趋势。不过，即使在这一背景下，7 月非农就业依然增长 176.3 万人，显示在宽松的财政和货币政策支持下，美国劳动力市场继续保持了不错的动能。而且 8 月初以来，美国新增确诊略有回落的迹象。**所以我们认为，美国经济在 7~8 月只是复苏节奏“缓一缓”，但复苏仍在持续。**

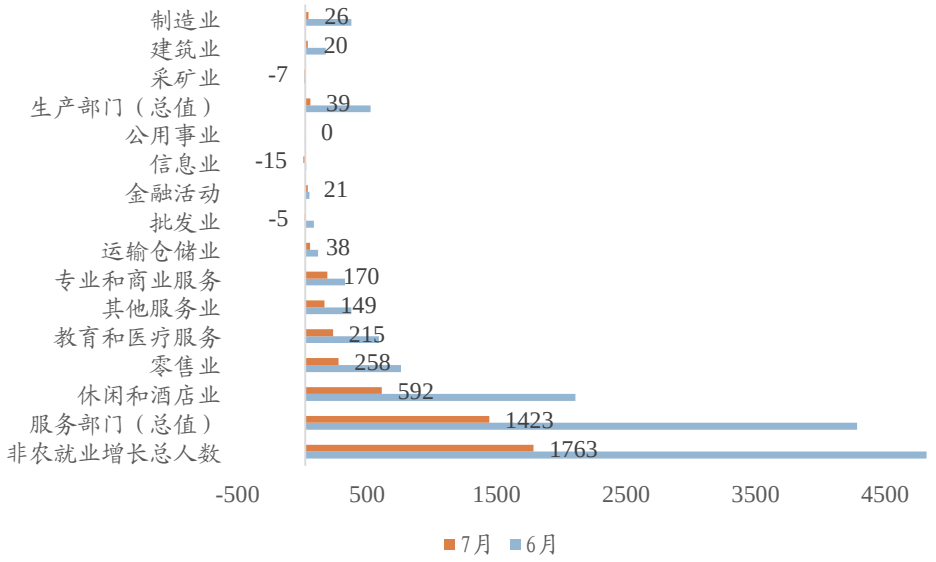
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：美国 ADP 新增就业人数、非农新增就业人数（单位：千人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：各行业新增就业人数（单位：千人）



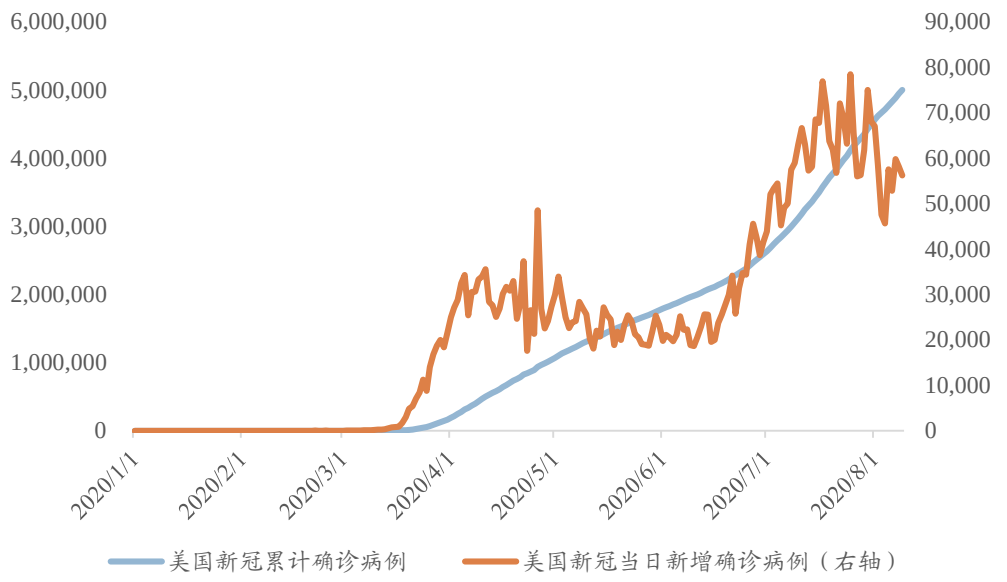
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 就业市场依然脆弱，经济复苏欲振乏力

尽管美国 7 月非农就业数据增长超预期表明经济复苏仍在持续，我们也不可否认，随着新冠肺炎感染病例的再度激增，美国 7 月份就业增长大幅放缓，已经表明美国经济复苏步履蹒跚，欲振乏力，非农就业增长人数这一看似强势的数据背后仍不容乐观。

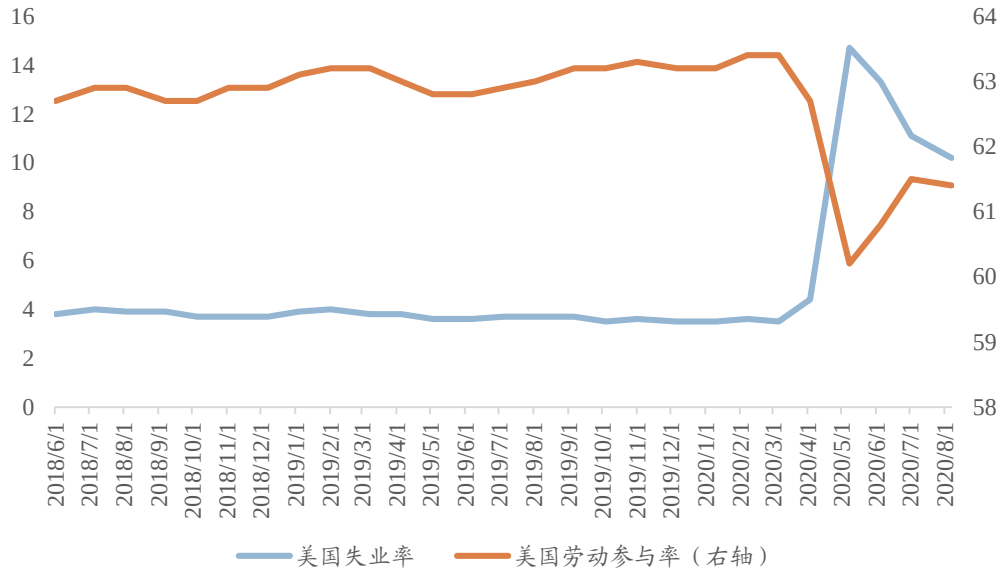
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：美国新冠肺炎当日新增及当日治愈病例（单位：例）



数据来源：OWID，东吴证券研究所

图 4：美国失业率、劳动参与率（单位：%）

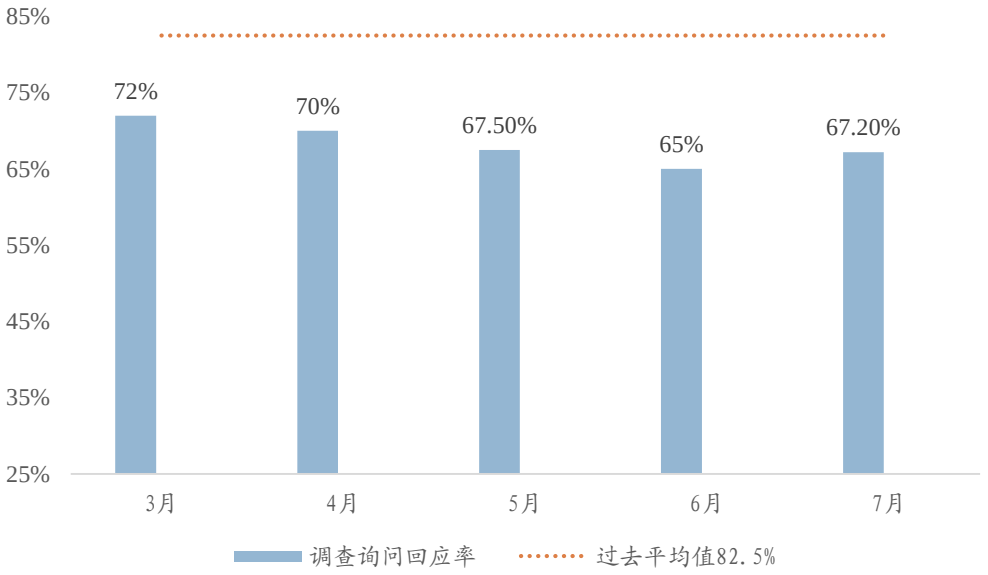


数据来源：Wind，东吴证券研究所

首先，这一超预期的数据可能存在诸多统计缺陷。7 月失业率为 10.2%，超出 10.5%的预期，前值为 11.1%。即使失业率相比于 3 月以来有所降低，但仍然高于 2008 年经济危机期间最高的失业率水平。即使该数据在统计过程中没有失误，这一失业率同样不容乐观。按照这个改善速度，美国要等到 2027 年就业率才能恢复至今年年初危机前的水

平。但其实该数据主要基于 7 月上旬的电话随机采访调查所得，滞后性高，样本容量小，我们在上月非农数据报告《6 月非农再超预期，隐忧或在 7 月显露》中就表示过这一问题，**从调查方式看，失业率有被低估的可能性。**衡量失业率等劳动力现状的家庭调查的数据收集率为 67%，虽然较 6 月的收集率 65%有所上升，但仍远低于疫情前的 12 个月均值 83%。此外，失业率从 6 月份的 11.1%下降到 10.2%，但失业率下降的部分原因是部分人将自己错误地归类到“有工作”部分。自一月以来，约有 500 万人退出了劳动力市场，不在失业率的统计范畴之内，7 月美国劳动力参与率仅为 61.4%，处于近 45 年以来的历史低位水平。在这样的情况下，有许多实际处于“失业”状态的劳动力是不被计算入就业数据的，失业就业数据计算也存在比较明显的结构性偏差，实际上这样的失业人数远比数据反映出来的更加庞大。

图 5：2020 年家庭调查回应率（单位：%）

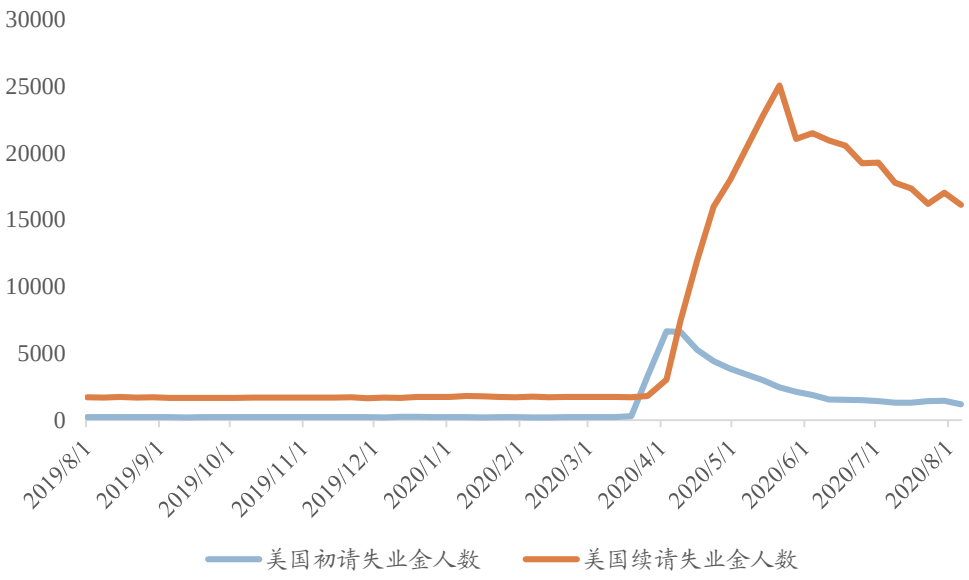


数据来源：BLS，东吴证券研究所

其次，从较高频率的劳动力市场指标来看，信号从复苏缓慢到大幅恶化不一而足，美国就业市场依然脆弱。虽然上周美国初请失业金人数为 118.6 万，创疫情开始以来新低，但下降速度有所放缓，这表明在一些州，病毒卷土重来推迟或扭转了重新申请失业金人数的增长。同期持续申请失业救济人数减少了 90 万左右，但仍高于 1600 万，近 3 周来数据出现反复，并无明显下降迹象。面对失业率与领取失业金人数看似矛盾的差异，**我们认为，这两项领取失业金人数的数据均基于实时、全面的申请系统数据集成，可信度、实时性和全面性都优于非农数据。**非农数据是基于电话随机调查搜集所获得，较小的样本容量限制了它的代表意义，相对来说，每周失业救济申请人数等数据则是实时、全面的数据，疏漏的可能性较小。此外，美国劳工部数据显示，截至 7 月中旬，全美领取政府紧急救济金的人数依然超过 3000 万，也就是说约五分之一的美国劳动人口处于

失业的状态。许多希望重返工作岗位的人发现，企业并没有足够的岗位空缺，这也提醒人们疫情的负面影响或将变得长期化和复杂化。如果社会活动持续当前趋势，则肯定会给未来几个月的就业报告带来压力；**我们认为，经济复苏很大程度上取决于能否成功控制病毒的传播。**美国经济复苏的第二阶段将更具挑战性，在没有新的广泛而实质性财政计划的情况下，我们应为就业和支出数据走弱做好准备。

图 6：美国初请失业金、续请失业金人数（单位：千人）



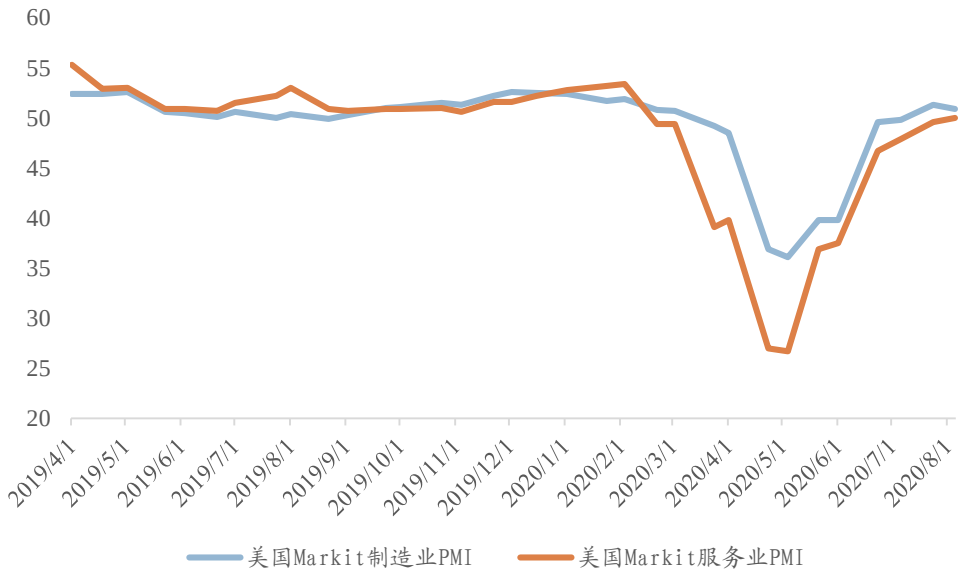
数据来源：Wind，东吴证券研究所

此外，“小非农”也暗示美国就业疲软。8 月 5 日发布的 7 月 ADP 就业报告，也就是所谓的“小非农”数据显示就业人数增幅大幅放缓，与非农数据形成较大出入。ADP 7 月新增就业仅仅为 16.7 万人，低于预期的 150 万人，也远低于 6 月的前值 431.4 万人。**可以看出就业市场的复苏在 7 月有所放缓，同时经济放缓对各个规模和行业的企业都产生了影响。**我们认为“小非农”与“大非农”数据存在较大出入的原因主要有二点：一是 ADP 调查仅包括私营部门的就业数据，不包括政府就业。本月非农数据政府提供就业岗位增加了 30.1 万，贡献了 17%的份额。政府就业人数大增主要缘于季调，一般来说，公立学校老师会因暑假暂时不就业，政府教育部门就业人数通常在 7 月会下降(未季调的情况下)，因此，季调模型会充分考虑这一因素进行调整。但今年由于新冠疫情影响，就业减少较为提前，7 月政府教育部门就业人数并没有大幅减少，从而导致季调后就业激增的异常现象；二是正如上文所提到的，非农数据统计存在一定缺陷，在结构性与精确度上均会受到影响，目前的非农数据所具有的统计意义要差于更高频的其他数据。

最后，疫情一旦开始影响消费者和企业信心，广泛的开支削减及就业紧缩将不可避免地削弱美国的经济发展。虽然美国的制造业与服务业 PMI 在 7 月均继续处于扩张区间，但密歇根大学消费者信心指数从 6 月的 78.1 降至 7 月预估值的 73.2，并进一步跌至

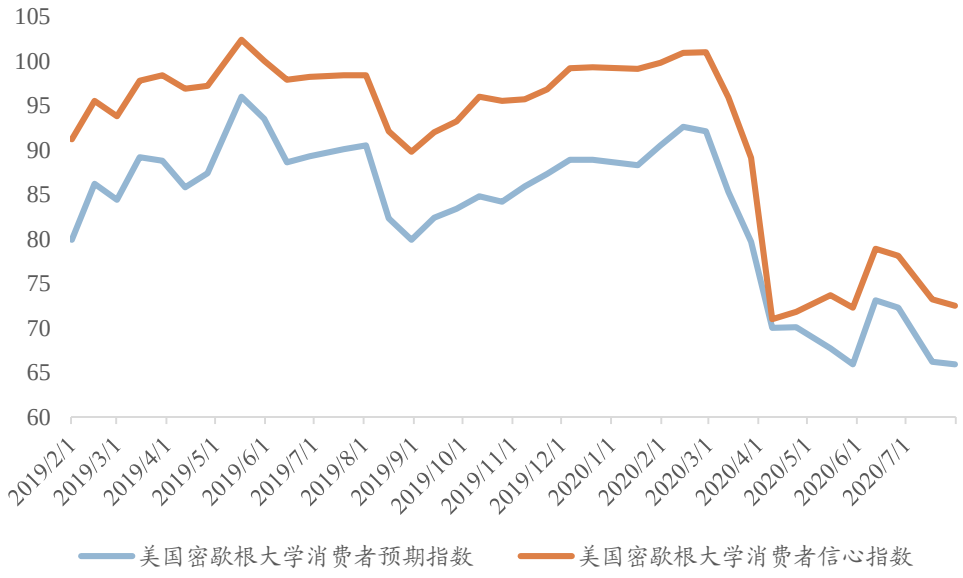
7 月终值的 72.5。消费约占美国经济活动的 70%，二季度个人消费支出下滑 34.6%，成为了拖累美国经济增速创二战以来新低的最主要因素。从本月就业岗位增长数据来看，零售业、餐饮业等重要服务行业的复苏已经遭遇打压，这将威胁数百万工作岗位。如果没有新的财政救助计划，这将会引发消费者信心加剧下滑，从而扩大对实体经济的冲击。

图 7：美国美国 Markit 制造业 PMI、服务业 PMI



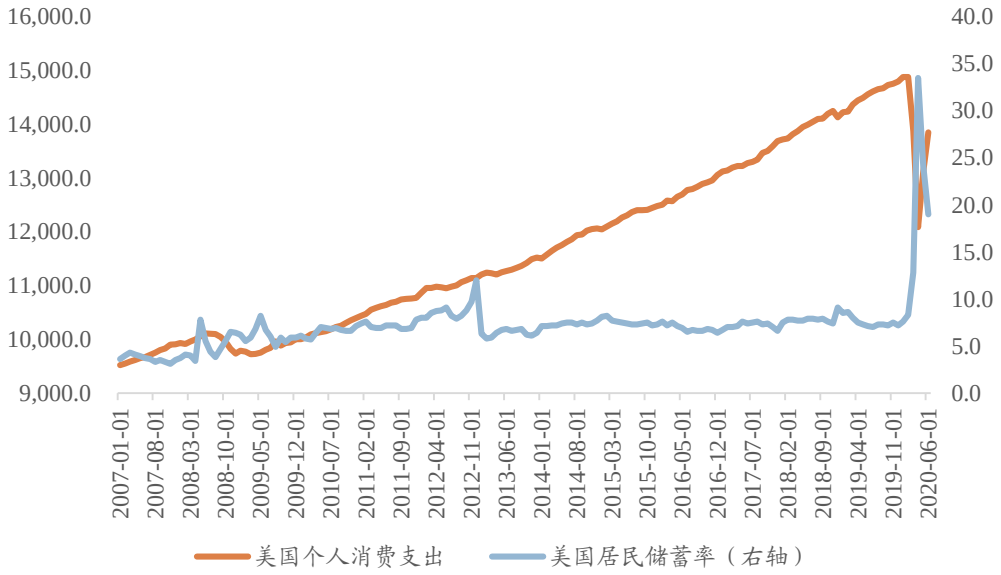
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：美国密歇根大学消费者预期指数、消费者信心指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：美国个人消费支出、美国居民储蓄率（单位：十亿美元，%）



数据来源：FRED，东吴证券研究所

3. 政策托底较难卸力，寄望财政两党角力

当前疫情仍然严重，美国经济重启半开半关，经济面临持续复苏与复苏乏力这一喜忧参半的局面，未来经济走势取决于政府应对疫情的效果，在疫情尚未得到完全控制之前，全面复苏的期望略显空洞。

7 月失业率已回落至 10.6%，此前 4 月失业率为 14.7%，为二战以来最高，随后 5 月回落至 13.3%，6 月和 7 月延续回落趋势。不过值得强调的是，相比去年末 3.7%的失业率，当前失业率水平依然是“大幅攀升”，居历史高位。历史经验表明，这种情况将令在任总统面临较大连任压力，从而可能导致特朗普政策进一步激进化，接下来的财政货币政策仍需持续关注。关于经济前景以及就业数据对寻求连任的总统选情产生的影响，可以参考我们另一篇报告《暗藏玄机的民调 |2020 通往白宫之路②》。

值得注意的是，在 7 月非农数据出炉时，美国国会两党和白宫正在为下一轮新冠疫情救助方案的规模和范围而争执不下。例如在对联邦失业金和地方政府的救济方面依然存在分歧，争论的焦点是上周到期的每周 600 美元额外失业补贴问题。而非农报告可能会影响到上述失业救济金的数额。此前为对抗新冠肺炎大流行引发的全球衰退，全球各国央行和政府已经向它们的经济注入创纪录的资金，美联储的资产负债表也已经从 3 月中旬的 4 万亿美元持续膨胀，尽管截至 8 月 5 日当周，美联储资产负债表规模从一周前的 7.005 万亿美元萎缩至 6.99 万亿美元，为连续第二周小幅下滑，但规模仍然不小。鉴于美联储不愿引入负名义利率，在经济状况不断恶化的情况下，美联储资产负债表可能需要持续扩大来填补所谓的“政策空白”（参考前期报告《如何理解美联储近期的“缩

表”及其影响？》）。

图 10：美联储资产负债表 7 月非农公布当周增/减项变动情况

Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and
Condition Statement of Federal Reserve Banks — August 6, 2020

1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions
Millions of dollars

Reserve Bank credit, related items, and reserve balances of depository institutions at Federal Reserve Banks	Averages of daily figures: Week ended Aug 5, 2020	Change from week ended Jul 29, 2020	Change from week ended Aug 7, 2019	Wednesday Aug 5, 2020
Reserve Bank credit	6,902,265	- 14,277	+3,160,726	6,905,429
Securities held outright (1)	6,234,900	+ 1,510	+2,640,074	6,241,464
U.S. Treasury securities	4,299,097	+ 23,021	+2,218,394	4,305,651
Bills (2)	326,044	0	+ 326,042	326,044
Notes and bonds, nominal (2)	3,665,386	+ 21,381	+1,724,990	3,670,435
Notes and bonds, inflation-indexed (2)	272,049	+ 1,535	+ 155,504	273,306
Inflation compensation (3)	35,618	+ 105	+ 11,857	35,866
Federal agency debt securities (2)	2,347	0	0	2,347
Mortgage-backed securities (4)	1,933,456	- 21,511	+ 421,681	1,933,466
Unamortized premiums on securities held outright (5)	321,342	+ 682	+ 192,225	321,669
Unamortized discounts on securities held outright (5)	4,995	+ 65	+ 7,750	-4,948
Repurchase agreements (6)	0	0	0	0
Foreign official	0	0	0	0
Others	0	0	0	0
Loans	87,812	- 4,260	+ 87,705	84,076
Primary credit	3,529	- 618	+ 3,528	2,809
Secondary credit	0	0	0	0
Seasonal credit	34	0	- 73	32
Primary Dealer Credit Facility	1,191	- 639	+ 1,191	1,163
Money Market Mutual Fund Liquidity Facility	13,133	- 2,767	+ 13,133	12,253
Paycheck Protection Program Liquidity Facility	69,923	- 192	+ 69,923	67,820
Other credit extensions	0	0	0	0
Net portfolio holdings of Commercial Paper Funding Facility II LLC (7)	8,861	- 928	+ 8,861	8,646
Net portfolio holdings of Corporate Credit Facilities LLC (7)	44,280	+ 110	+ 44,280	44,351
Net portfolio holdings of MS Facilities LLC (Main Street Lending Program) (7)	37,594	+ 66	+ 37,594	37,601
Net portfolio holdings of Municipal Liquidity Facility LLC (7)	16,086	+ 1	+ 16,086	16,087
Net portfolio holdings of TALF II LLC (7)	10,123	+ 684	+ 10,123	10,123
Float	-420	- 149	- 268	-233
Central bank liquidity swaps (8)	106,966	- 11,075	+ 106,939	105,663
Other Federal Reserve assets (9)	39,715	- 984	+ 9,357	40,930
Foreign currency denominated assets (10)	21,677	+ 179	+ 789	21,746
Gold stock	11,041	0	0	11,041
Special drawing rights certificate account	5,200	0	0	5,200
Treasury currency outstanding (11)	50,454	+ 14	+ 496	50,454
Total factors supplying reserve funds	6,990,636	- 14,084	+3,162,010	6,993,870

增项

减项

数据来源：federalreserve.gov，东吴证券研究所

我们认为，“经济离不开财政，财政离不开货币”的格局已经形成，只有当经济转好的趋势确定下来之后，财政才可以卸力，进而货币才可以卸力。我们预计，美国将会持续采取超宽松的货币政策，以及史无前例的财政刺激以对冲疫情给经济带来的负面影响。未来如果财政支持和刺激力度不及预期，或落地迟缓，将有可能给美国劳动者重新带来就业压力和收入压力，并最终影响经济复苏的形态与进程。

4. 风险提示

（1）疫情持续时间超预期；（2）逆全球化超预期；（3）民粹反弹超预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn