6 月非农再超预期，隐忧或在 7 月显露——美国 6 月非农数据点评

2020 年 07 月 06 日

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

事件：

- **美国 6 月就业市场表现超预期：**美国 6 月非农就业人数季调后增加 480 万人，预期增加 300 万人；失业率为 11.1%，预期为 12.3%。同时 ADP 就业人数增加 236.9 万人，预期增加 300 万人，前值也由负 276 万人大幅修正为增加 306.5 万人，总体而言美国就业市场表现依旧好于预期。

观点：

- **失业数据再次向好，服务业贡献卓越：**在新增的 480 万非农就业中，服务业占据逾 88%。5 月下旬，美国 50 州宣布重启经济，此后服务业恢复迅速。其中，受疫情冲击最大的休闲和酒店业新增就业人数超过 208 万人，零售业、教育和保健服务、商业服务新增就业人数分别为 73.98 万、56.8 万、30.6 万人。
- **就业市场难言全面向好，经济不确定性犹存：我们需关注，**本次非农数据于 6 月 12 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。此外，从调查方式来看，失业率结果有被低估的可能，非临时性失业情况并未得到改善。
- **政策面持续托底经济：**目前，市场流动性紧缺初步得到缓解，而美国的财政刺激和联储的宽松政策并未终止，持续托底经济。美联储 7 月 1 日公布的 FOMC 货币政策会议纪要显示，联储将维持利率在 0% - 0.25%不变直到 2022 年，并在必要时点将采用 YCC 手段接管收益率曲线；美国总统特朗普也于 7 月 4 日签署了将工资保障计划（PPP）延期的法案。为了应对疫情复发、部分州无法重启经济的风险，预计美国的财政刺激将持续加码，联储也将维持高度宽松的货币政策。
- **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 20200705：一周策略：疫情对国内冲击逐渐减缓，经济秩序持续恢复（2020 年第 25 期）》2020-07-05
2、《固收周报 20200705：美单日新增步步高，非农未反应新变化》2020-07-05
3、《固收周报 20200705：本周股市全面上涨，带动转债市场活跃》2020-07-05
4、《固收周报 20200705：利率债周报：降息降准空间打开，债市短期维持波动（2020 年第 25 期）》2020-07-05
5、《固收月报 20200705：6 月经济数据前瞻月报：消费投资逐步回升，进出口数据低位波动》2020-07-05

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 失业数据再次向好，服务业贡献卓越 4
2. 就业市场难言全面向好，经济不确定性犹存 5
3. 政策面持续托底经济 8
4. 风险提示 9

图表目录

图 1：美国 ADP 就业人数（单位：千人，%）.....4
图 2：美国非农就业人数（单位：千人，%）.....5
图 3：服务业新增就业人数（单位：千人）.....5
图 4：美国新冠肺炎当日新增及当日治愈病例（单位：例）.....6
图 5：2020 年家庭调查回应率（单位：%）.....7
图 6：美国暂时性失业人数（单位：千人）.....8
图 7：美国失业持续时间中位数及失业比例(单位：周 \%）.....7
图 8：美联储资产负债表规模及美联储回购数额（单位：百万美元）.....9

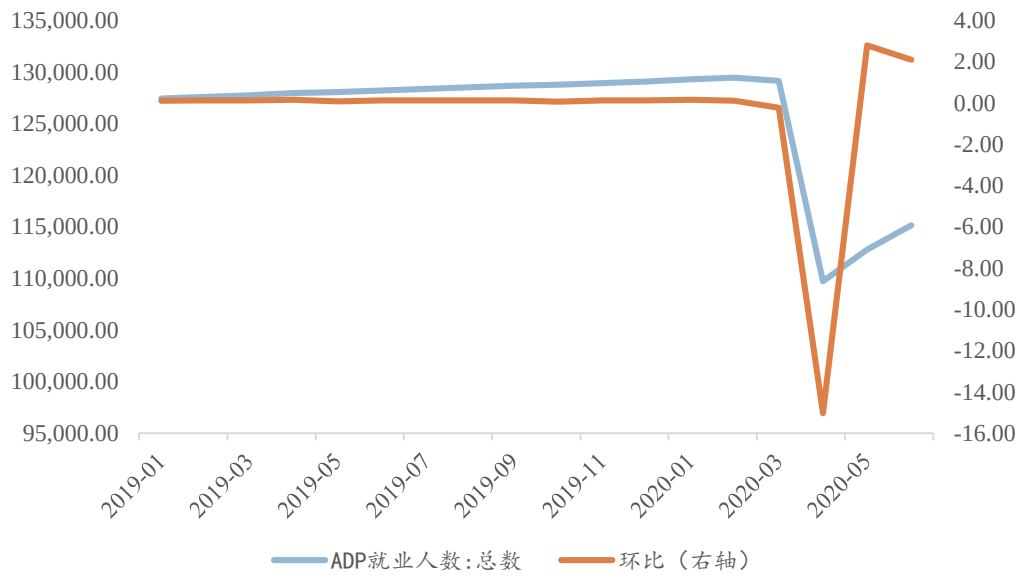
1. 失业数据再次向好，服务业贡献卓越

美国 6 月非农就业人数季调后增加 480 万人;预期增加 300 万人,失业率为 11.1%,预期为 12.3%。同时 ADP 就业人数增加 236.9 万人，预期增加 300 万人，前值也由负 276 万人大幅修正为增加 306.5 万人，总体而言美国就业市场表现依旧好于预期。

在新增的 480 万非农就业中，服务业占据逾 88%。5 月下旬，美国 50 州宣布重启经济，此后服务业恢复迅速。其中，受疫情冲击最大的休闲和酒店业新增就业人数超过 208 万人，零售业、教育和保健服务、商业服务新增就业人数分别为 73.98 万、56.8 万、30.6 万人。疫情影响较大的零售和娱乐场所流量恢复较为乐观，**鉴于美国就业市场受疫情冲击影响最为严重的行业包括酒店，娱乐和零售等，**关于美国就业市场具体受冲击情况可以参考我们另一篇报告《美国就业数据历史性恶化,何时复苏——“真知”系列⑫》,经济活动的继续转好一定程度上解释了 5 月就业数据的表现。

值得一提的是，虽然非农数据超出美国绝大多数投行的预期，然而在一个由新冠疫情引发的前所未有的经济衰退中，没有人真正了解疫情对劳动力市场的冲击情况。**先前的模型并不适用于当下的情况，因此即便非农数据超出“预期”，美国投行估算出的“预期”有待商榷，我们对超出“预期”所带来的边际利好幅度保持谨慎态度。**

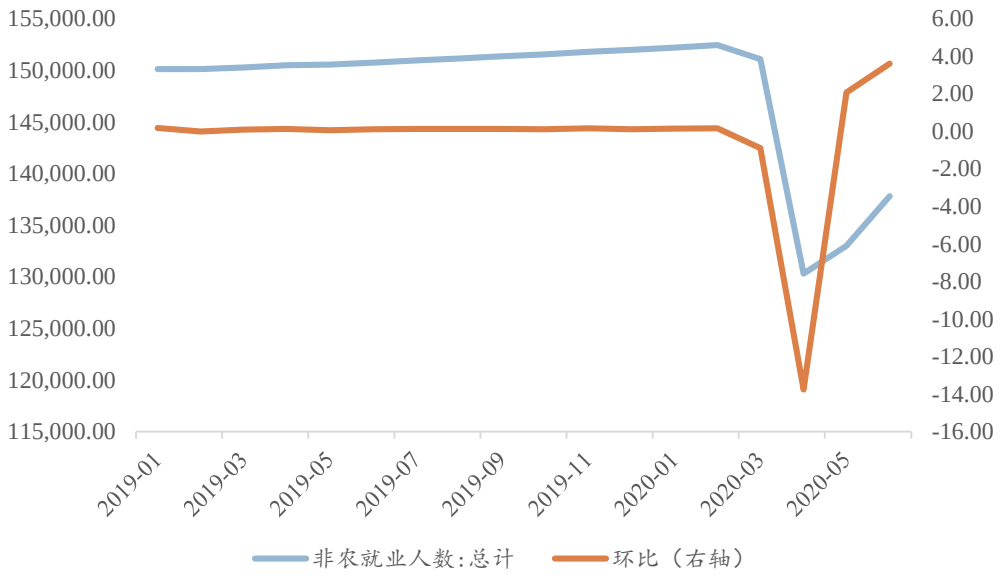
图 1：美国 ADP 就业人数（单位：千人，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

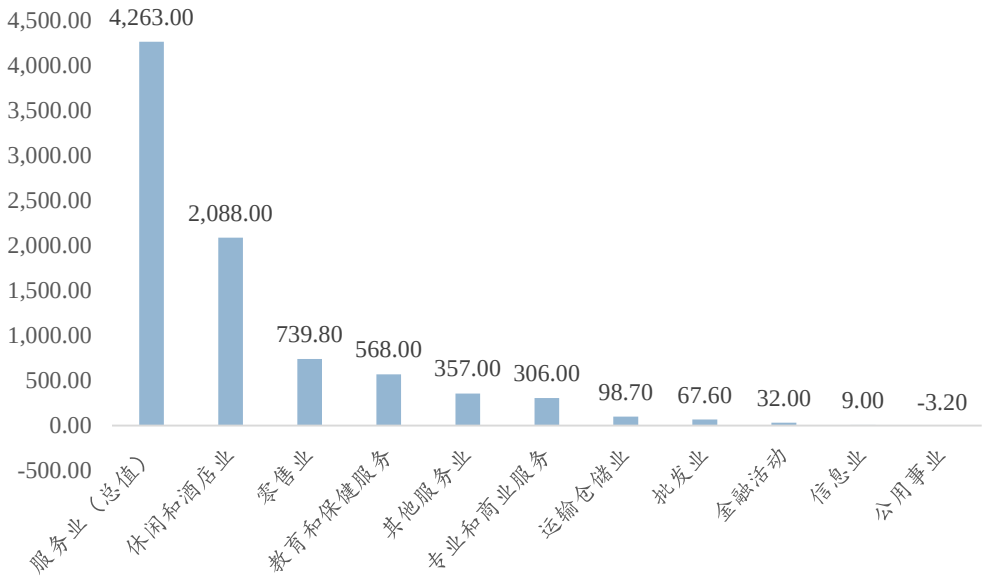
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：美国非农就业人数（单位：千人， %）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：服务业新增就业人数（单位：千人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

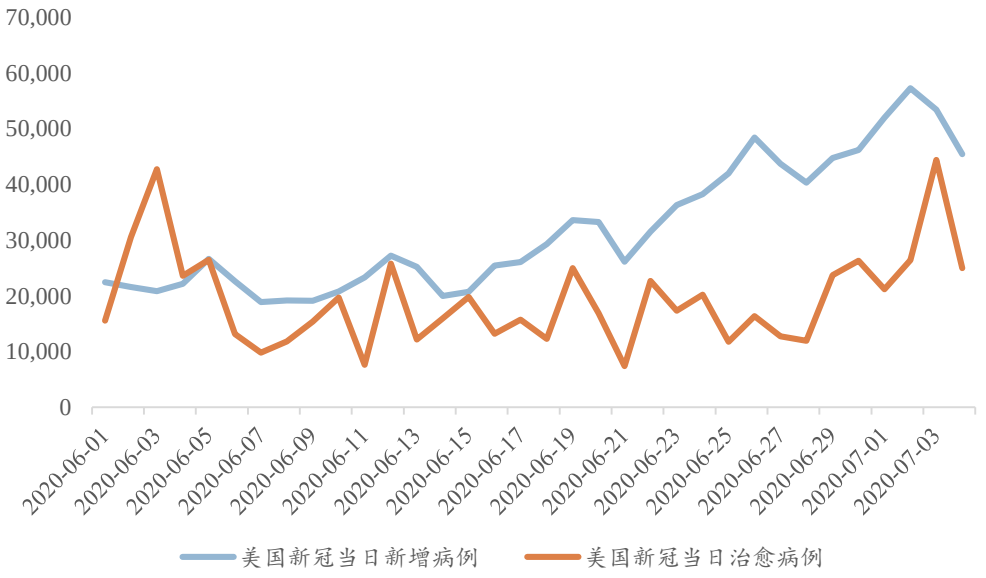
2. 就业市场难言全面向好，经济不确定性犹存

本次非农数据于 6 月 12 日前收集，而 6 月中下旬美国疫情出现反弹，多个州的经济重启按下暂停键。加州州长加文·纽瑟姆 7 月 1 日要求 19 个县关闭酒吧、博物馆、电影院，禁止餐厅堂食等室内活动；纽约市原定 7 月 6 日恢复室内餐饮营业，1 日宣布

请务必阅读正文之后的免责声明部分

推迟执行；亚利桑那州州长道格·杜西 6 月 29 日要求酒吧、夜店、健身房、电影院等场所关闭至少 30 天，公立学校至少推迟至 8 月 17 日开学；得克萨斯州和佛罗里达州 6 月 26 日要求酒吧停止营业。本次非农就业数据只能说明，6 月中上旬，在各州开足马力全面复工复产时，由于受到疫情冲击最明显的酒店等板块复苏，就业市场形势出现好转，而第二次疫情复发造成复工复产暂停以及后续的影响并未计算在内。而酒店、零售业等板块又是最容易受疫情影响的行业，**因此随着疫情再度爆发，该好转是否能持续仍然存疑。**

图 4：美国新冠肺炎当日新增及当日治愈病例（单位：例）

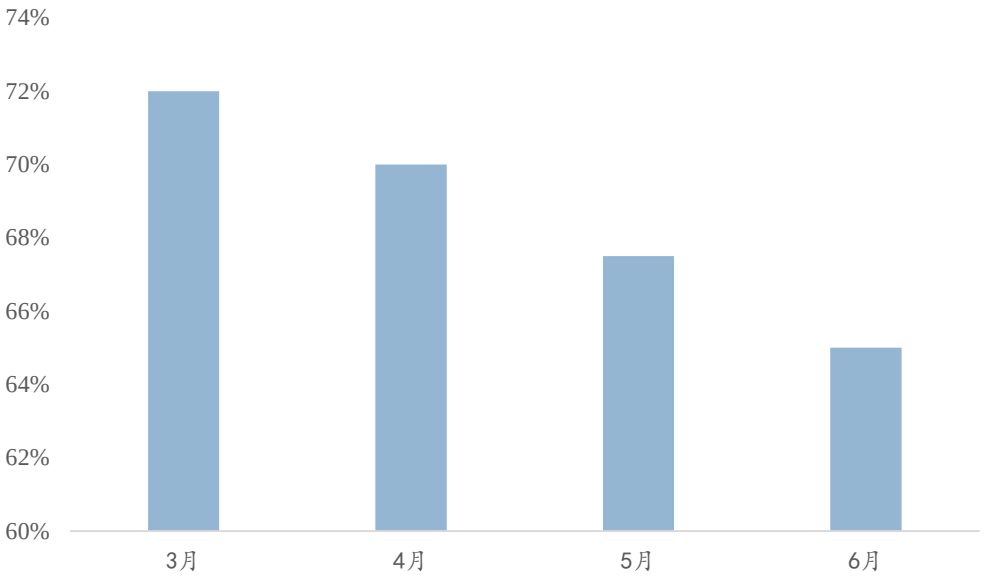


数据来源：Wind，东吴证券研究所

其次，从调查方式来看，失业率结果有被低估的可能。首先，就业分类统计方式仍未优化。BLS 报告中提及，6 月有 793.7 万就业人员实际上并没有工作，除去生病、休假等原因，其他原因仍有 284.5 万人，占全部比重的 35.8%。虽然相较 5 月有所下降，但仍超过 2016-19 年同期平均水平（约 89.5 万）；**另一方面，家庭调查回应比例也持续下滑。**因疫情原因，本次失业率数据主要通过电话询问形式收集，而本次的家庭调查回应率持续下降至 65%，相比疫情之前的平均回应率（82.5%）下降了近 18%。**这些因素会对此次失业数据的准确度产生较大影响。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：2020 年家庭调查回应率（单位：%）

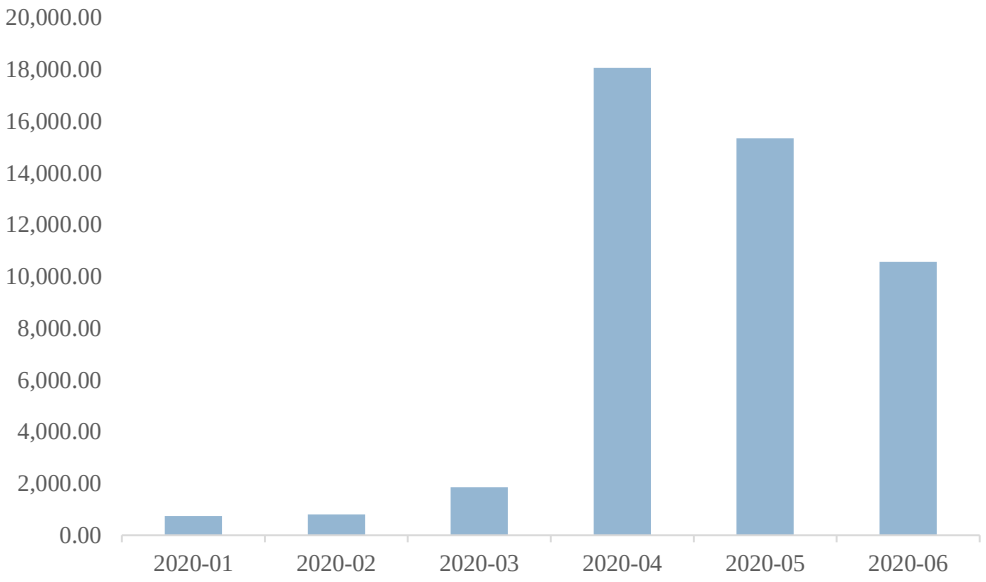


数据来源：BLS，东吴证券研究所

最终，从失业率结构来看，此次非农就业数据上升是因为临时性失业人数减少近480万。临时性失业人数由 5 月的 1534 万降至 1056 万，而**非临时性失业情况并无改善**。6 月美国失业持续时间中位数为 13.6 周，创下 5 年最高记录；失业总数中高于 5 周的比例将近 84%。失业时间较长，会使短期失业转化成长期失业的概率增大，并降低恢复就业的边际可能性。**若该问题持续恶化，劳动参与率可能更加难以恢复历史均值水平（疫情前美国劳动参与率已长期无法恢复至历史均值）。**

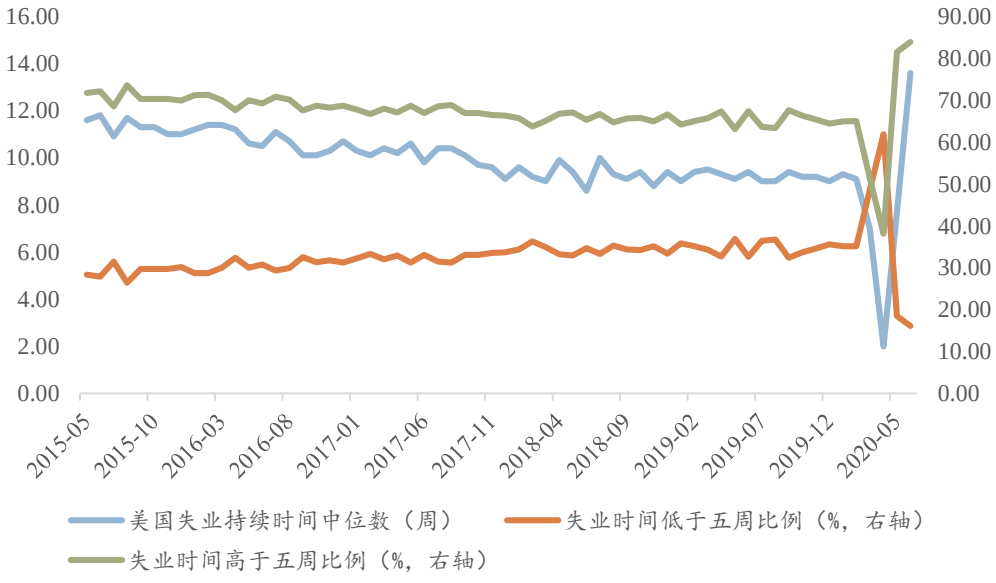
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：美国暂时性失业人数（单位：千人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：美国失业持续时间中位数及失业比例（单位：周，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 政策面持续托底经济

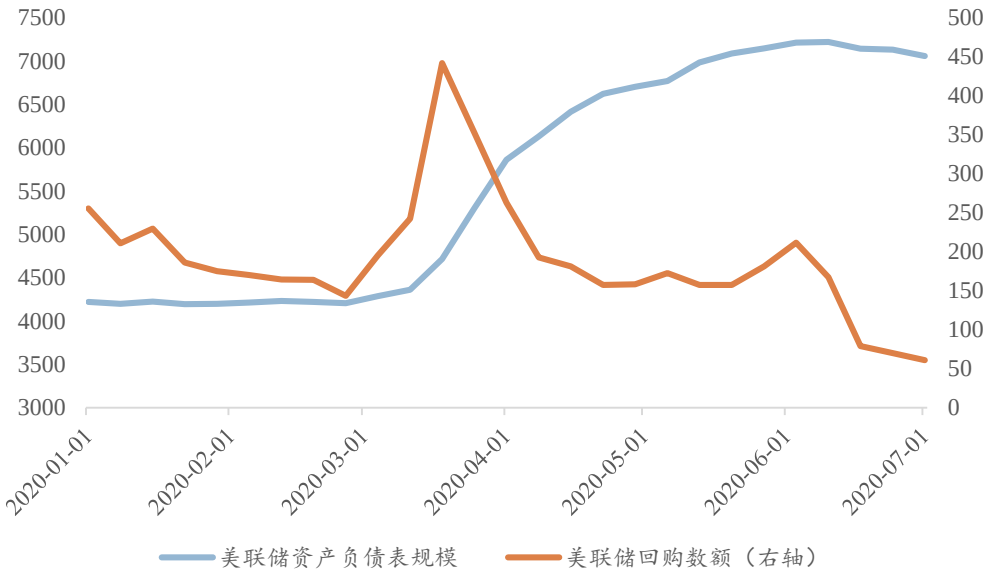
在疫情发生后，美国出台了历史性的财政与货币政策支持。美联储在紧急降息，采取“零利率”后，宣布采取“无限量 QE”。目前，市场流动性紧缺初步得到缓解。从 3 月中下旬至 6 月初，美联储的购债规模从每日 600 亿降至每日 40 亿。近期，美联储资产负债表规模连续三周下降，主要原因是与外国央行间的未偿还货币互换减少了约 500

亿美元，为连续第五周下滑，**这表明美元流动性吃紧的情况有所缓解。**

虽然美元吃紧的情况有所缓解，美国的财政刺激和联储的宽松政策并未终止，总需求不振的格局并未改变。美联储 7 月 1 日公布的 FOMC 货币政策会议纪要显示，联储将维持利率在 0%-0.25%不变（参考 6 月联储议息会议报告《联储控制力回归，短鹰长鸽定基调》以及 6 月 16 日-17 日美联储主席国会听证会报告《美联储火力全开，经济复苏长路漫漫》）；美国总统特朗普也于 7 月 4 日签署了将工资保障计划（PPP）延期的法案。

我们预计，为了应对疫情复发、部分州无法重启经济的风险，美国的财政刺激将持续加码，联储也将维持高度宽松的货币政策。

图 8：美联储资产负债表规模及美联储回购数额（单位：百万美元）



数据来源：Fred，东吴证券研究所

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。

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