东兴证券 DONGXING SECURITIES

非农数据触底回升，疫情效应开始消退—

—美国5月非农数据点评

2020 年 6 月 6 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

美国 5 月季调后非农就业+250.9 万，预期-800 万，前期-2053.7 万；失业率 13.3%，预期 19.8%，前值 14.7%。每小时工资同比 6.7%，预期 8.5%，前值 7.9%；劳动参与率 60.2%，前值 62.7%。

主要观点：

受复工和 PPP 救助计划影响，就业数据开启刚性反弹。随着夏季来临，预期 6、7 月可完成复工。受疫情停工、复工影响的数据意义不大，真正的挑战是在刚性反弹后能否恢复到疫情之前。

1. **5 月就业人数为 2 月的 87.2%，仍有 2200 万人的差距。**就业/人口比率升 1.5%达 52.8%，2 月为 61.1%。从就业质量看，全职增加 220 万达 11650 万，兼职增加 160 万达 2070 万，兼职就业人数占 5 月就业增加的 40%。从失业时长看，失业 5 周以内与 5-14 周的人数差值为 260 万，与非农就业新增相当。失业 5 周以内降 1040 万，总数为 390 万，占总失业人口的 18.5%。失业 5-14 周升 780 万至 1480 万，占总失业人口 70.8%。超 27 周失业升 22.5 万达 120 万，代表 5.6%的失业人群。从部门来看，私人部门非农新增高于总非农，为 300 万；政府就业受公立学校关闭影响持续下降 58.5 万。

2. **商品生产就业恢复至 2 月就业水平的 91.4%，高于服务生产的 85.1%。**商品生产恢复主要得益于建筑行业。由于建筑行业属于户外工作，属于优先复工行业，5 月就业水平已达到 2 月的 92.2%，前值 86.2%。建筑增加的岗位在住宅和非住宅之间比较平均，各细分项出现普涨。制造业中，耐用品就业恢复较慢，为 2 月就业水平的 89.9%，前值 88.4%。其中受疫情影响最小的计算机和电子产品就业出现略微下滑，为 2 月就业水平的 98.5%，前值 98.9%。下滑集中在通讯设备和半导体，或与华为有关，其他电子细分项就业持平或略有增长。电脑及周边设备就业超过 2 月就业 0.6%。耐用品中受疫情影响最大的汽车行业回升至 2 月就业水平的 66.3%，前值 63.5%。非耐用品就业回升至 93.1%，前值 90.9%。其中食品 95.5%、纸业 97.6%、化学品 98%。塑料橡胶就业增长较快，94%，前值 90%。

3. **服务业新增就业占私人部门新增就业的 78.4%，其中餐饮贡献 56%，诊所 15.5%，零售 15.2%。**餐饮上升 140 万，占总非农就业净增的 50%，就业人数回升至 2 月的 62%，前值 50.1%。旅游相关就业数据出现冲突，或与 PPP 计划有关。就业占比较小的观光交通就业恢复至 2 月水平的 46.9%，前值 35.4%，是就业水平变化最大的细分行业之一。但酒店业仍持续降至 49.3%，前值 56.4%，航空降至 75%，前值 84.8%。医疗服务方面，诊所出现普涨，牙医诊所贡献三分之二。但其他医疗领域比如护士和住家看护减少 3.7 万，医院略有下降，减少 2.7 万。零售就业回升至 87.2%，前值 84.9%。多数零售店就业增加，但电器店和汽车零配件略有降低。金融服务稳健。作为受疫情冲击最少的服务行业之一，金融机构就业略有增加。地产中介出现回暖，特别是租房服务+2 万。其他服务增加 27.2 万，2/3 来自个人护理和洗衣服务 18.2 万。此外，值得关注的就业减少是公司管理-2.2 万和信息就业-3.8 万。

4. **除却统计问题，PPP 计划使得 5 月就业数据质量与 4 月不一致。**据 CNBC 新闻报道，4、5 月份部分停职留薪人员并未计入 U3 失业人数，导致 U3 失业率数据出现误差，但 U6 的失业率计算中没有相应问题。4、5 月的 U6 失业率分别为 22.8%和 21.2%，失业率改善很小。

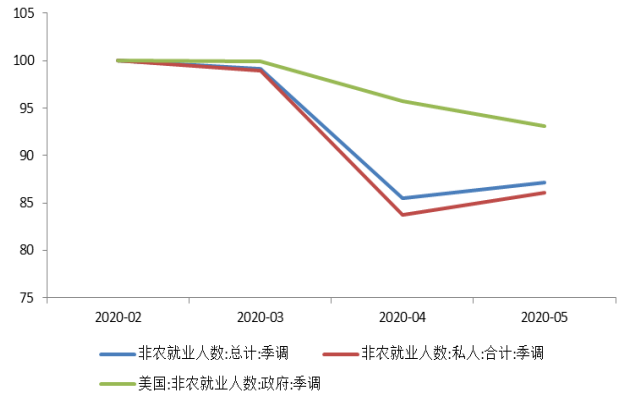
   另一方面，PPP 救助计划使得部分就业与实际经济活动活跃度不相一致。PPP 救助计划从 4 月 3 日接受申请，如果申请人满足以下标准，则可以豁免偿还救助贷款：1）全职雇员人数不减少；2）2019 年年薪 10 万美元以下的员工不能降薪超过 25%；3）2020 年 6 月 30 日之前，必须取消在 2 月 15 日-4 月 26 日期间的全职员工裁员和降薪。PPP 计划的额度在两周之内迅速消耗，约为 346billion。根据贷款政策，贷款上限为 2019 年企业平均 2 个月人力成本的 125%，单笔贷款不超过 10million。粗略估算，该救助计划可间接支持 1557 万全职员工岗位。这部分的就业并不是因为宏观经济得到改善或者复工开启而保持或增加。而是企业为了获得贷款而重新召回员工，但因为疫情冻结住经济活动，公司也无法通过

该计划获得新增订单。

5. **即使数据质量不一致，失业数据也已触底。复工将带来经济数据刚性反弹，预计就业回暖增速在 7 月到达顶峰。而真正挑战在反弹后能否恢复到疫情之前。**

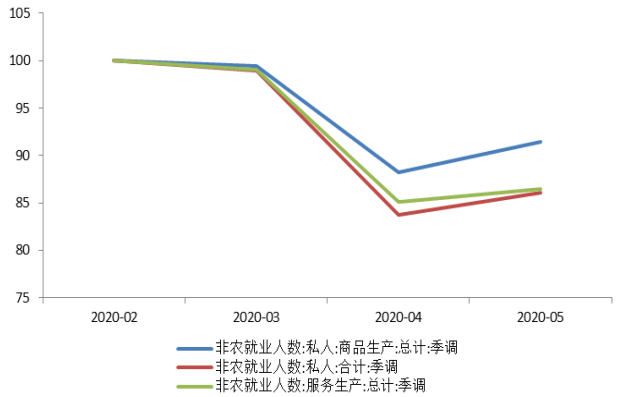
疫情对经济数据产生的波动影响可测性较高，这也是股市快速反弹的原因之一。真正的挑战是刚性反弹后能否依靠经济的内生机制经济较快的恢复至疫情之前。内生经济或金融危机对各行业的冲击是通过行业间的供需逐渐传导，经济/经济数据何时触底何时复苏具有**一定的不确定性**。而与一般经济衰退不同，疫情控制需要使得大部分经济活动在同一时间收缩冻结。因此，它对经济各行业的冲击是同时的，所有的经济数据包括就业人数表现出骤然剧烈的下降亦在合理范围内。同时，疫情可控后的复工节奏也比普通经济危机的复苏**确定性要强**。我们认为经济真正的挑战是在第一轮刚性复工后，经济能否依靠内生机制的运行恢复到疫情之前。建议关注下一轮财政货币政策对复工后的经济的支持。

图1：私人部门改善，政府部门持续下跌



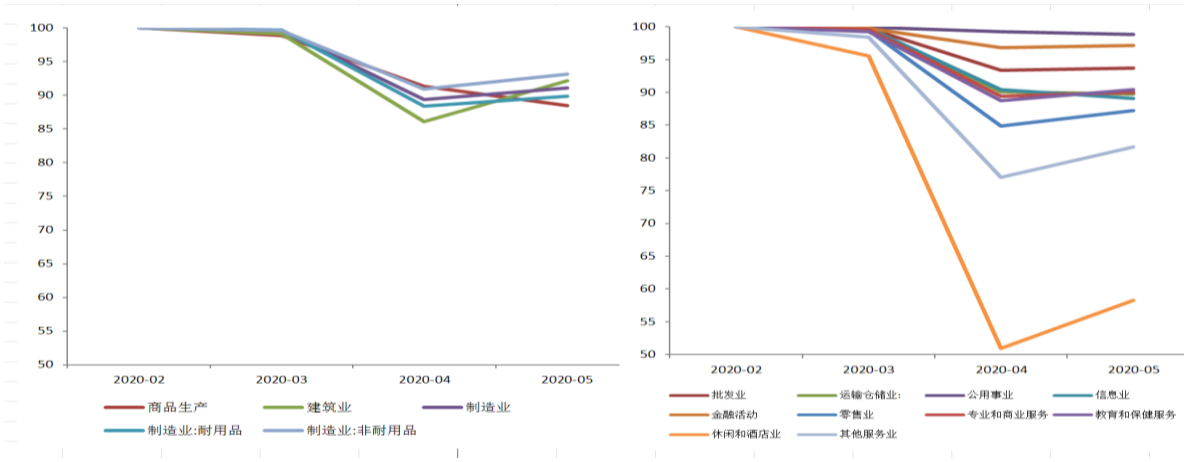
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：商品生产恢复快于服务业



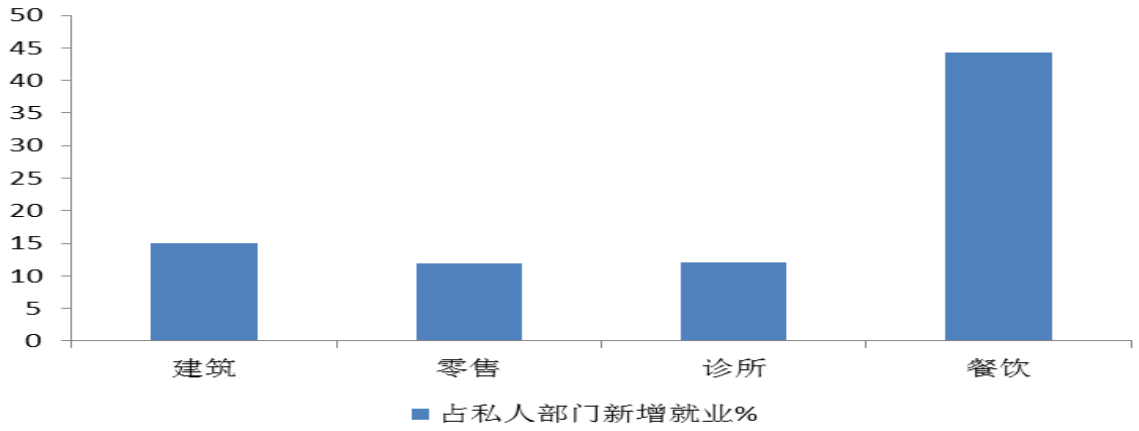
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：商品生产、服务业细分就业恢复对比（2 月就业=100）



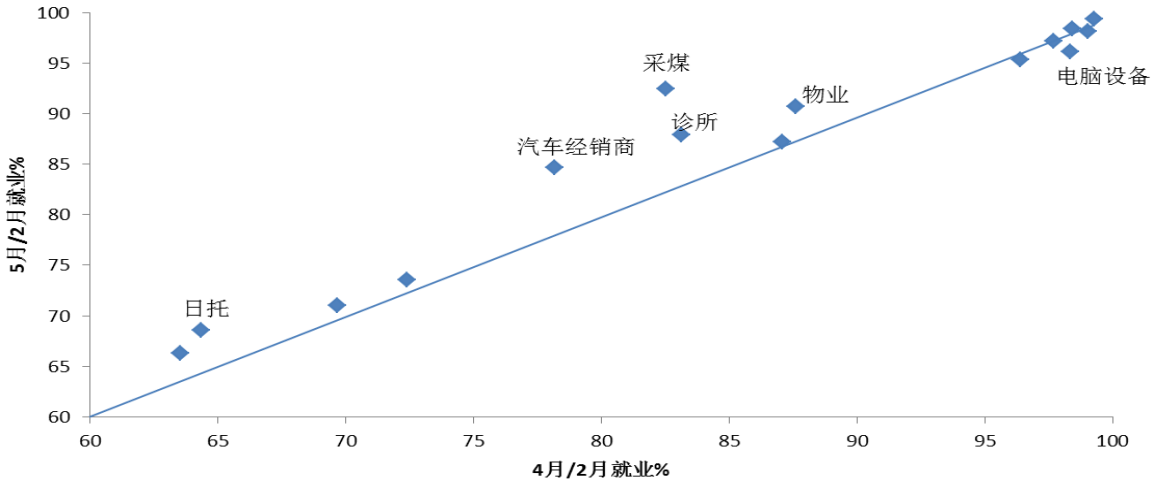
资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：非农新增就业贡献最大的行业



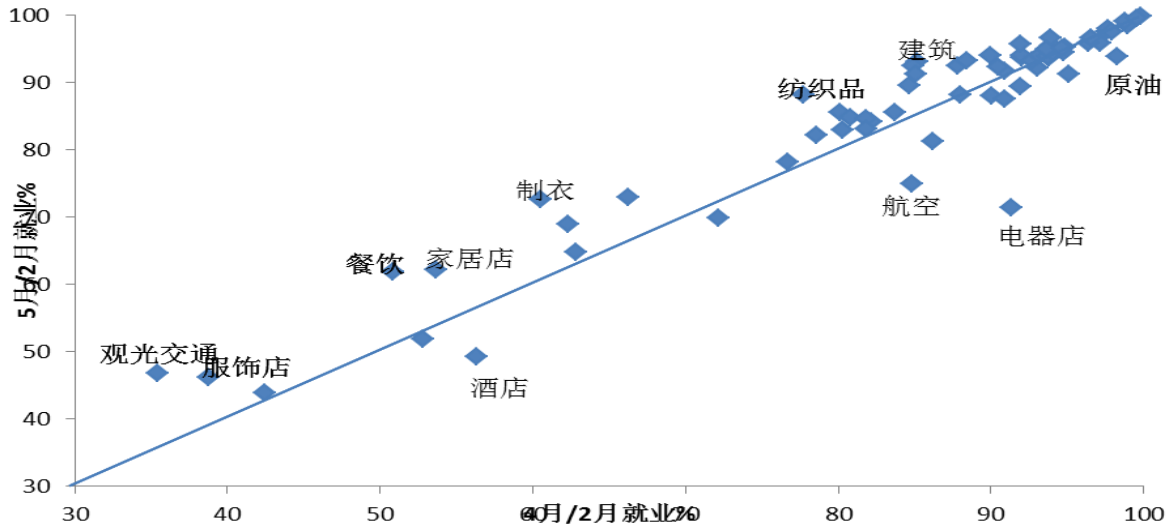
资料来源：fred，东兴证券研究所

图5：行业就业弹性



资料来源：fred，东兴证券研究所；注：直线为45 度线。

图6：细分行业就业弹性



资料来源：fred，东兴证券研究所；注：直线为45度线。

风险提示：海外复工不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观深度报告：美国票据市场大致恢复	2020-06-04
宏观深度报告	宏观深度报告：美国隔夜回购市场已有效恢复	2020-05-22
宏观普通报告	宏观普通报告：美国 5 月通胀或见底企稳	2020-05-13
宏观普通报告	宏观普通报告：非农数据 5 月处于底部，6 月回升	2020-05-10
宏观普通报告	宏观普通报告：海外疫情和石油价格带来进出口数据超预期	2020-05-08
宏观普通报告	宏观普通报告：美国 GDP2 季度触底，3 季度复苏	2020-04-30
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储将维持低利率政策较长时间	2020-04-30
宏观深度报告	东兴宏观：未来劳动力人口负增长的“危”与“机”——人口序列专题报告之六	2020-04-28
宏观深度报告	宏观深度报告：美国隔夜银行间无担保借贷市场压力尚未完全缓解	2020-04-28
宏观深度报告	东兴宏观：“少子化”现象对相关产业意味着什么？——人口序列专题报告之五	2020-04-24
宏观深度报告	东兴宏观：人口老龄化会带来哪些产业发展机会？——人口序列专题之四	2020-04-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院，2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526