宏观研究

探究非农数据的两个问题

——民生宏观周报

宏观数据点评

2020 年 06 月 08 日

报告摘要：

- **非农失业率真的失真吗？**

美国劳工局称该错误源于统计人员在调查中将许多“暂时停薪留职（furloughed）”的人员计入“由于休假等其他原因缺勤”人员这一类别，因此有大批人虽然失业，但并未计入在失业率内。但是，修复的数据显示 5 月失业率仍是较 4 月有所下降，表明劳动力市场确实在改善。

- **为什么失业金人数与非农存在背离？**

经济学家们依赖失业金高频人数预测非农失业率。由于财政政策的时滞性，一般都会忽略财政政策效果。5 月持续失业金人数较 4 月高出数百万，导致全部经济学家预测失业率仍会上升。但是，疫情补助法案（PUA）在 4 月生效，大幅扩大失业保险覆盖人群和降低工时等申请标准，可能导致失业金人数过度“膨胀”。过往存量转当前增量可能使得失业金人数低估了经济重启的作用。

- **结构数据均符合经济重启特征，大量临时工依赖政策持续发力**

5 月非农工时、新增就业行业分布等数据均证明了美国经济活动正在重启，薪资增速下滑说明低收入者正在重返就业市场，政策的道德风险并没想象的突出。薪酬保护政策是支撑大量临时工保留工作的主要因素，需要关注政策紧迫感是否会下降以及其带来的影响。

- **风险提示：**

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，种族摩擦超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： wuyanyan@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008

电话： 010-85127730

邮箱： fuwancong@mszq.com

一、两大问题：非农失业率失真？失业金人数与非农背离？

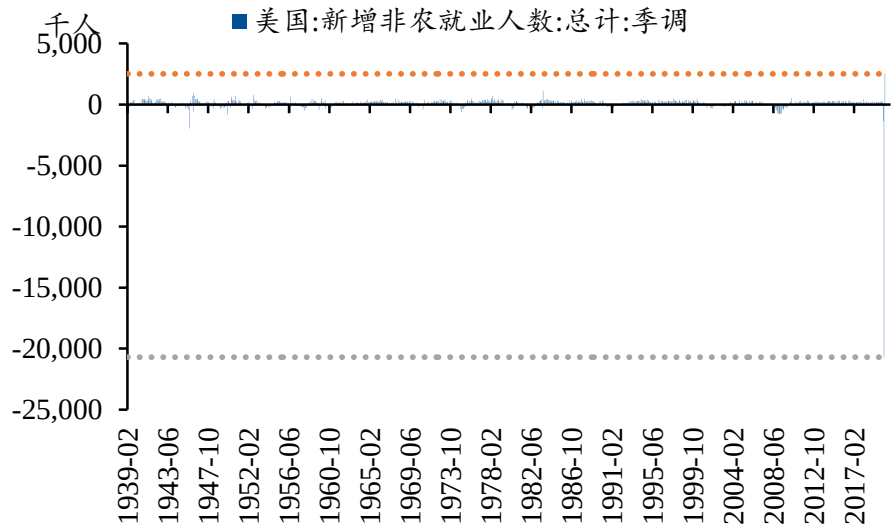
问题一：非农失业率真的失真了吗？5 月美国失业率下滑至 13.3%，就业人数增加 250 万人，创下历史新高；市场预计失业率接近 20%，就业人数减少 750 万人，两者形成巨大预期差（图 1）。彭博经济学家调查显示，没有一位经济学家预测失业率会下降。根据美国劳工局的 COVID 提示，3 月至 5 月的真实失业率可能分别被低估 1%、5%和 3%，主要原因是统计人员在调查中将许多“暂时停薪留职（furloughed）”的人员计入“由于休假等其他原因缺勤”人员这一类别，因此有大批人虽然失业，但并未计入在失业率内。另外，问卷回复率仅有 67%，较疫情前下降了 15 个百分点，回复率不足可能也会造成误差。从 3 月至 5 月非全日制就业人员的激增和工时大幅下滑也可以看出，大量的人员可能自我判断仍处于就业状态（表 1）。按照劳工局的修复失业率来看，5 月失业率也是低于 4 月。

表 1：5 月失业率低估真实失业状况，但是边际改善是事实

	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20
具有工作能力总人口（万人）	25953.6	25982.9	25993.5	26024.2
劳动人口（万人）	16454.6	16291.3	15648.1	15822.7
劳动参与率（%）	63.4	62.7	60.2	60.8
就业人数（万人）	15878.7	15574.5	13347.8	13740.8
就业率（%，/劳动人口）	96.5	95.6	85.3	86.8
就业率(%,/总人口)	61.1	60.0	51.3	52.8
就业，全日制（万人）	15874.8	15448.7	12727.7	13115.0
就业，非全日制（万人）	3.9	125.8	620.1	625.8
失业人数（万人）	575.9	716.8	2300.3	2081.9
失业率（%）	3.5	4.4	14.7	13.3
调整失业率（%）	3.5	5.2	18.7	17.1
非劳动力人口（万人）	9499.0	9691.6	10345.4	10201.5
具有工作意愿人口（万人）	496.2	550.9	991.6	896.2

资料来源：Wind，美国劳工局，民生证券研究院

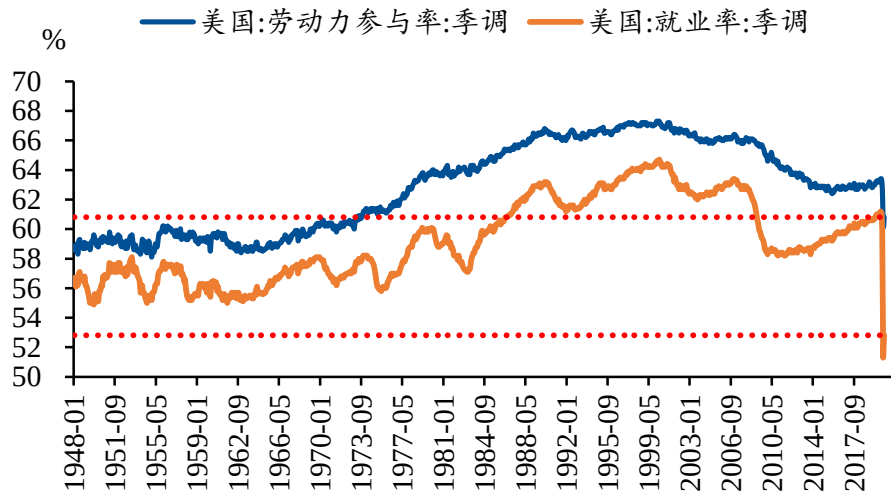
图 1：4 月和 5 月非农数据的变化创记录，历史经验难以适用



资料来源：Wind，民生证券研究院

就业数据边际改善是事实。除了失业率超预期下降，劳动参与率和就业率上升也能说明美国劳动力市场在复苏。疫情爆发初期，美国政策制定者担心大量的失业可能会迫使部分劳动人口永远离开就业市场，从而导致人力资本受到永久性伤害。5 月劳动参与率结束连续三个月下滑，上升 0.6 个百分点至 60.8%，表明政策正在生效，美国人民正在返回劳动力市场。但是，就业人数在总人口数中的占比仅有 52.8%，仍是大萧条以来的最低值，而今年 1 月份的就业率为 61.2%。3 月至 5 月的净增失业人数仍近 2000 万人，如果没有持续的薪酬保护和失业保险扩大政策，劳动力市场的强势复苏能否延续仍旧未知。

图 2：参与率和就业率均有回升，但仍处于历史低位

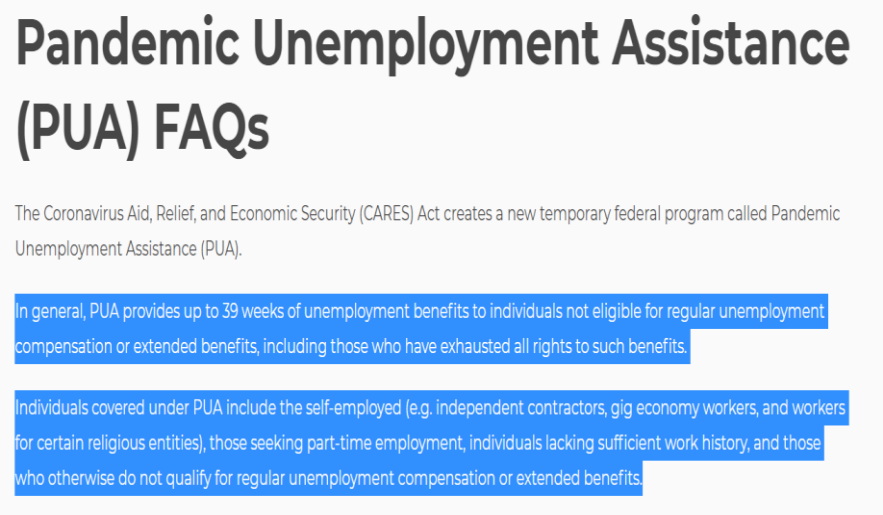


资料来源：Wind，民生证券研究院

问题二：为什么持续领取失业金人数与失业率大幅背离？几乎所有的经济学家都会用失业金人数的高频数据来预测失业率。因为历史上从未有过疫情导致经济“休克”的情

形，所以传统的失业率预测模型可能会在疫情期间失效。另外，许多模型认为财政政策是长期作用，难以改变短期趋势，所以会大幅低估政策效果。巨大的预期差无法仅用模型失效来解释，需要回归到政策细节。根据美国劳动部门（Department of Labor）的网站显示，从 4 月开始，美国失业保险系统将临时调整，加入疫情失业救助（PUA）系统，纳入自雇佣者、新冠患者及其家属和传统失业金过期等人群，大幅扩大失业保险覆盖人群（图 3）。因而，口径调整会导致失业金人数与以往有所不同，新口径包含了许多本不该在传统失业系统里的人，例如 5 月自雇佣者失业人数就达 91 万人，新冠疫情约 180 万人，加上自我隔离的新冠病人家属，存量转增量可能使得失业金人数过度“膨胀”。

图 3：CARES 和 PUA 大幅扩大失业金覆盖人群，存量可能变增量



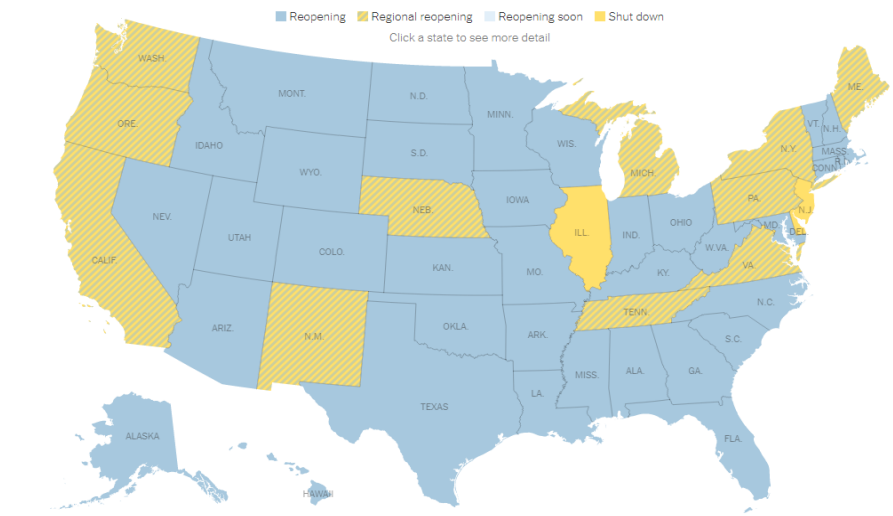
资料来源：美国劳动部门，宾夕法尼亚州失业补助办公室，民生证券研究院

市场认可 5 月非农报告，政策紧迫感降温。非农数据公布后，美股大涨，美债和黄金大跌，收益率曲线显著陡峭化，美元小幅收涨。由于劳动力数据是滞后指标，美国经济复苏的速度可能也是明显好于预期。因而，市场风险偏好大幅回升，经济“V”型反弹的预期重新燃起。但是，就业报告给美国政策提出了难题，紧迫感明显下降。这次史无前例的财政政策与就业要求直接挂钩，确实可以缓解就业市场压力。如果财政政策再次提前退出或是力度边际下降，仅靠内生动能的经济修复可能会不及预期。另外，美联储可以理直气壮反驳负利率政策，再次回到舒适区域：根据数据变化来调整货币政策。

二、结构变化：疫情重灾行业改善，道德风险没太严重

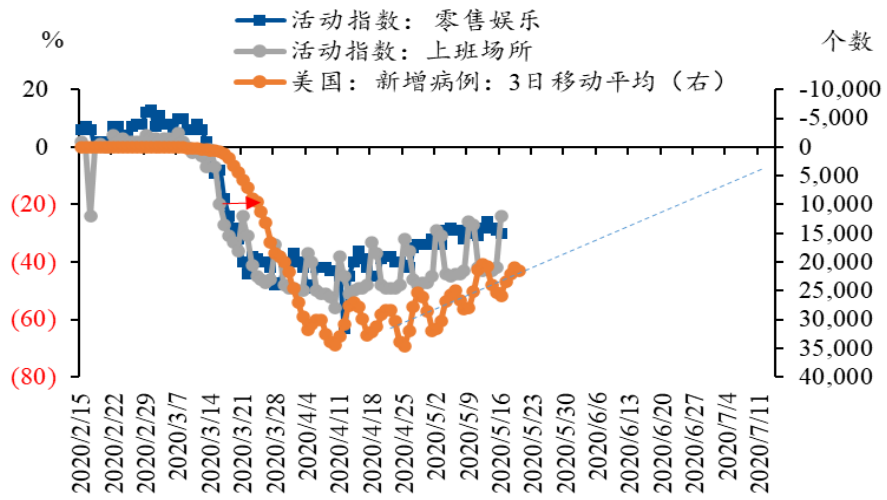
经济重启大幅改善服务业和建筑业。解释完失业金人数与失业率背离的困惑之后，其余数据均与经济重启较为符合。自特朗普 4 月中下旬开始推进经济重启以后，5 月 20 日前仅剩 2 个州处于完全封锁，11 个州区域性开放，剩余的均已经完全开放（图 4）。谷歌活动指数在 4 月 11 日触底以后呈现缓慢回升的趋势，6 月美国全部州的重启开放将加速经济活动回升，预计 7 月初经济活动可能接近年初水平（图 5）。5 月新增就业前三的是休闲酒店、建筑业和教育保健服务，分别增加 123 万人、46 万人和 42 万人。政府部门则是继续减少 58 万，降幅较 4 月略有收窄。由于财政缺口较大，政府就业人员短期内难以回到疫情前的水平（图 6）。

图 4：5 月中旬美国大部分的州已经进入一阶段经济重启



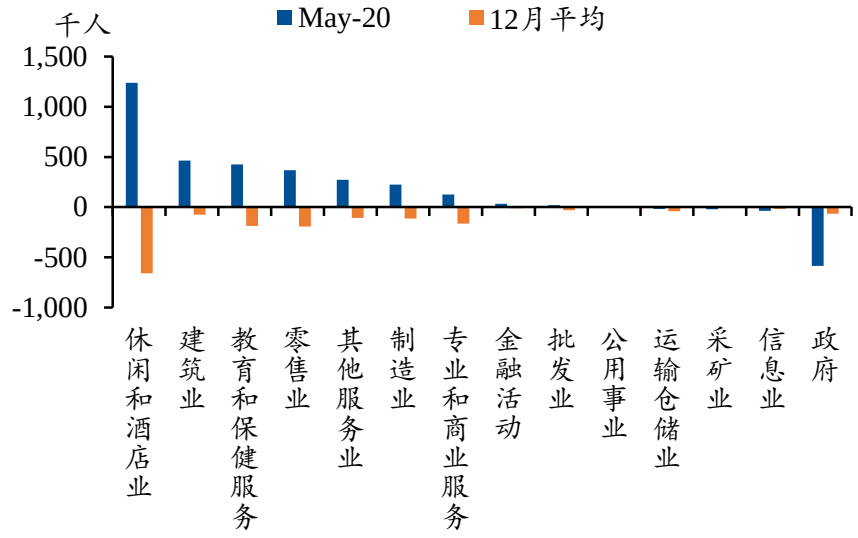
资料来源：纽约时报，民生证券研究院

图 5：4 月 11 日谷歌活动指数触底反弹，各州重启促进经济活动回升



资料来源：谷歌，Wind，民生证券研究院

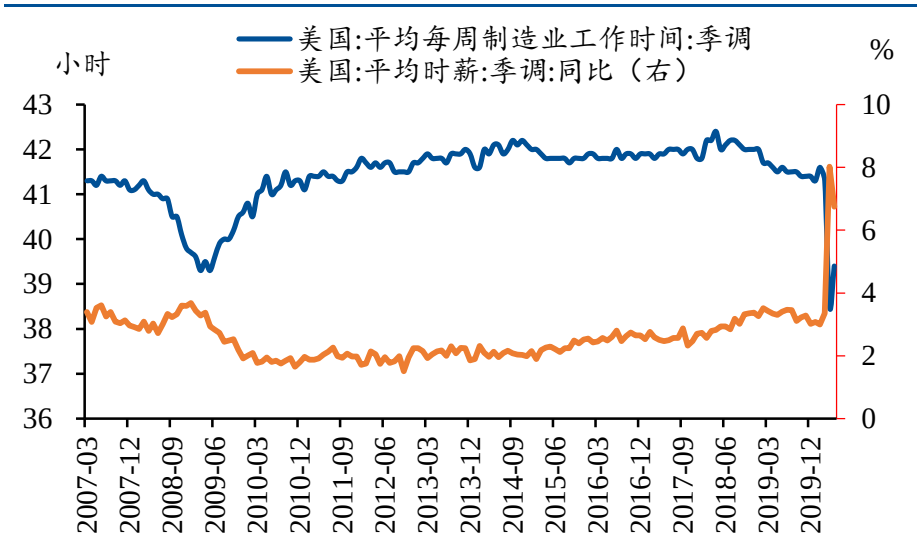
图 6：代表低收入群体的餐饮行业反弹 123 万人，PPP 等政策功不可没



资料来源： Wind，民生证券研究院

低收入群体回归。美国失业补助政策不仅扩大覆盖人群，还在原来每周基础上增加 600 美元的失业金，高于许多低收入者的真实工资收入。因而，不少低收入者可能是自愿申请被裁来达到失业保险的要求。不过，鉴于失业补助的临时性，未来是否延续存在较大不确定性，低收入者也不敢过于“放肆”。5 月时薪增速大幅下滑，说明低收入者（主要是洗碗刷盘的餐饮服务人员）已经逐渐重新开始就业（图 7）。大部分的疫情特殊政策有效期仅到 9 月 1 日。如果说 1500 万暂时性失业人数是新鲜血液，1000 万非全日制工作人员则是定时炸弹，美国各界普遍呼吁财政政策需要继续加码。

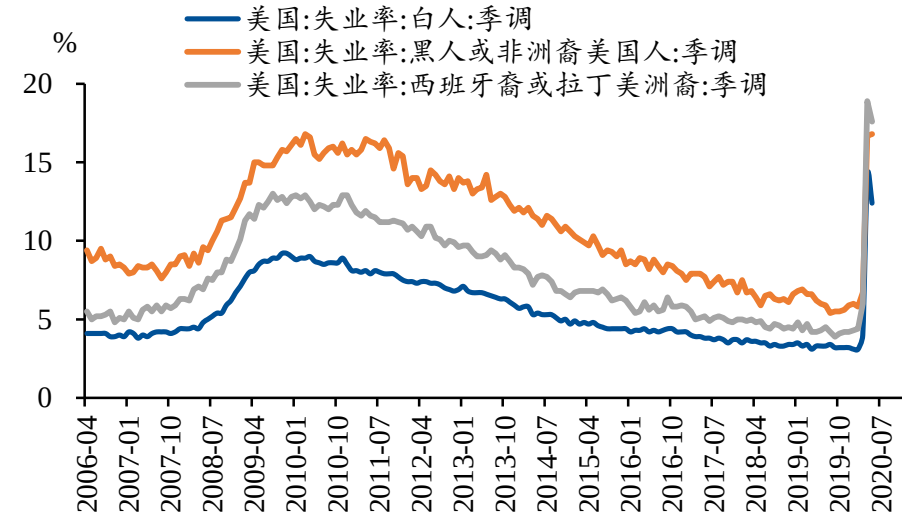
图 7：低收入回归，经济重启带动工时上升



资料来源： Wind，民生证券研究院

种族不平等问题凸显。美国“白人至上”主义穿梭在社会的每一个角落。考虑到文化水平差距和贫富不均等因素，黑人的失业率一直高于白人。但是，种族歧视问题是美国社会最大的痛处，也是真实存在的。5 月白人和西班牙裔的失业率均有所下降，而黑人的失业率继续上升（图 8）。由于游行与非农报告存在时间差，近期爆发的游行并不会影响 5 月的失业率。但是，大规模游行会否引发疫情抬头以及经济重启受阻，需要继续观察。

图 8：在白人和西班牙裔失业率改善时，黑人失业率仍有所上升



资料来源： Wind，民生证券研究院

风险提示：

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，种族摩擦超预期。

插图目录

图 1：4 月和 5 月非农数据的变化创记录，历史经验难以适用 3
图 2：参与率和就业率均有回升，但仍处于历史低位 3
图 3：CARES 和 PUA 大幅扩大失业金覆盖人群，之前的存量变增量 4
图 4：5 月中旬美国大部分的州已经进入一阶段经济重启 5
图 5：4 月 11 日谷歌活动指数触底反弹，各州重启促进经济活动回升 6
图 6：代表低收入群体的餐饮行业反弹 123 万人，PPP 等政策功不可没 6
图 7：低收入回归，经济重启带动工时上升 7
图 8：在白人和西班牙裔失业率改善时，黑人失业率仍有所上升 7

表格目录

表 1：5 月失业率低估真实失业状况，但是边际改善是事实 2

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。