东兴证券 DONGXING SECURITIES

非农数据5月处于底部，6月回升

——美国4月非农数据点评

2020 年 5 月 10 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	

事件：

美国 4 月季调后非农就业人口-2050 万，预期-2200 万，前期-87 万人；失业率升至 14.7%，前值 4.4%。每小时工资同比升 7.9%，预期升 3.3%，前值升 3.1%；劳动参与率 60.2%，前值 62.7%。

主要观点：

4 月服务行业就业减少达 16%，以餐饮为标志的部分细分行业自 3 月以来累计就业减少超过 50%。随着复工开始，预计 5 月非农数据持与 4 月相当，6 月数据将有明显回升。受疫情停工、复工影响的数据意义不大，真正的挑战在刚性反弹后能否恢复到疫情之前。

1. 可选消费行业遭受重创。

4 月失业率 14.7%，为 1948 年以来最高失业率；在此背景下，薪资上涨没有意义。临时下岗净增 10 倍达 1810 万人，永久失业净增 54.4 万达 200 万。失业在 5 周以内的净增 1070 万至 1430 万，占失业人口 2/3。失业 5~14 周净增 520 万至 700 万。长期失业（27 周以上）下降 22.5 万至 93.9 万，占失业 4.1%。劳动参与率降低 2.5%至 60.2%，为 1973 年以来最低。总就业人口净增-2240 万至 13340 万。就业/人口比为 51.3%，4 月下降 8.7%，是有记录以来（1948 年）最低也是下降最快的记录。此外，如果将就业中“其他原因而不在岗位”的归为失业，则总失业率应为 19.7%。从细分行业看，IT、以及管理层就业减少率较少，而低技能密集的行业就业减少率最高，因此就业人群的薪资分布在大面积失业的情况下上涨没有意义。

从行业来看，几乎所有的行业都受到冲击。从大类来看，占就业比重 70%以上的服务业就业减少率最高，为 16%，商品生产和政府部门就业比重相仿，就业减少率分别为 11%和 4%。其中政府部门就业 90%的下降来自地方政府，部分原因是学校关闭带来的失业。

服务业方面，餐饮、旅游、博彩、体育休闲就业波动居前，就业累计减少 50%以上；而金融机构几乎没有受到影响。餐饮业就业在服务细分行业中占比最高，为 11.7%；就业减少率也是最高之一，为 46.2%，贡献了 4 月总失业的 3.5%。疫情发生后，餐饮行业已累计减少就业 50%。本次疫情冲击最大的为**旅游观光交通、博彩以及服装店**，分别为 60.7%、58.3%和 59.7%。**银行体系**在本次疫情中非常稳健，也体现在了就业中：4 月银行保险券商就业仅减少了 0.7%。

非服务业就业影响最大的为建筑业和汽车行业，半导体相关的电子设备影响很小。建筑和房地产市场明确的复苏现象被疫情打断，疫情爆发后，3 月存量项目完工后已没有新增项目，建筑业 4 月就业环比减少 12.8%。制造业在疫情前止跌企稳，过去 1 年几乎没有新增就业。其中耐用品行业就业冲击最大的为**交通设备**，环比减少 24.2%，该行业也是耐用品行业中就业占比最大的（21.6%）。此外半导体相关的**电子设备行业**就业仅减少了 0.9%，几乎没有影响。**非耐用品行业**中，疫情爆发之间就低迷的**纺织服饰**就业减少幅度最大，而**食品**就业占比最高但影响较小。

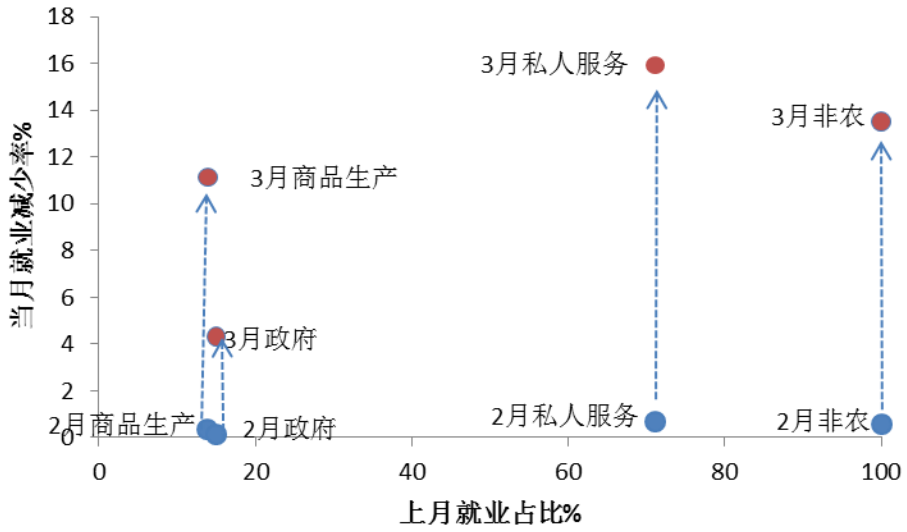
2. 5 月非农与 4 月相当，疫情结束后会迎来反弹，但真正的挑战在反弹后能否恢复到疫情之前。

5 月非农数据反映 5 月 12 日当周就业情况，预计与 4 月规模相当。非农数据由家庭调查和企业调查两部分组成。两份调查均对应当月 12 日所在周的就业情况。5 月中旬部分行业和地区开始复工，但同时 4 月下旬或有部分企业继续裁员，双方力量部分对冲。

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

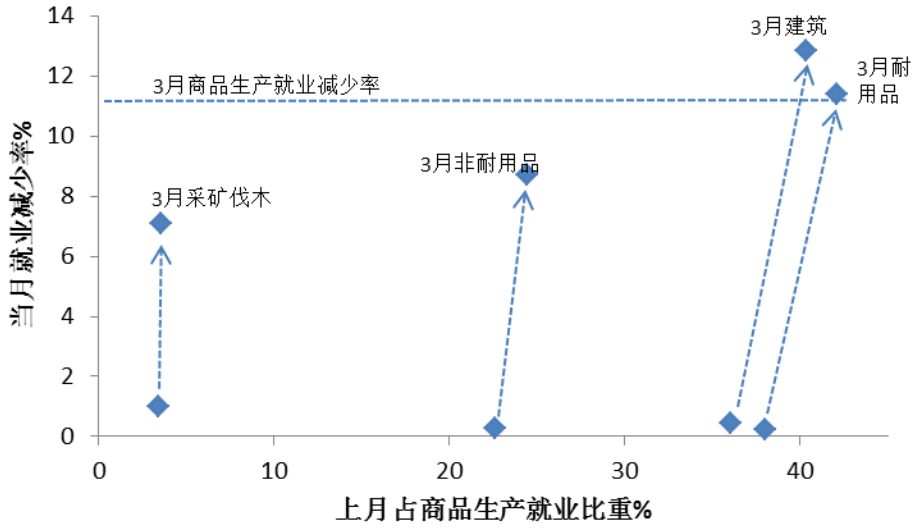
的复工节奏也比普通经济危机的复苏**确定性要强**。我们认为经济真正的挑战是在第一轮刚性复工后，经济能否依靠内生机制的运行恢复到疫情之前。

图1：所有大类部门就业减少率全线提高，其中服务业最高。



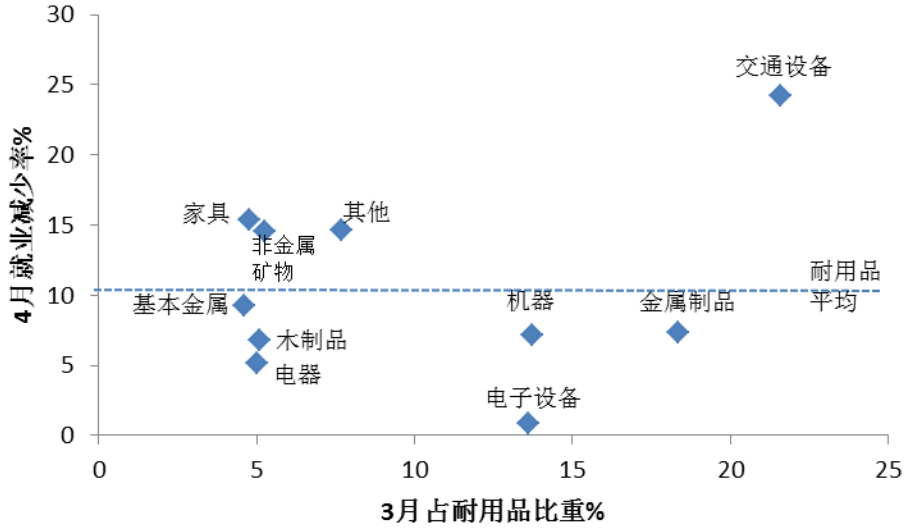
资料来源：BLS，东兴证券研究所

图2：非服务业就业减少率



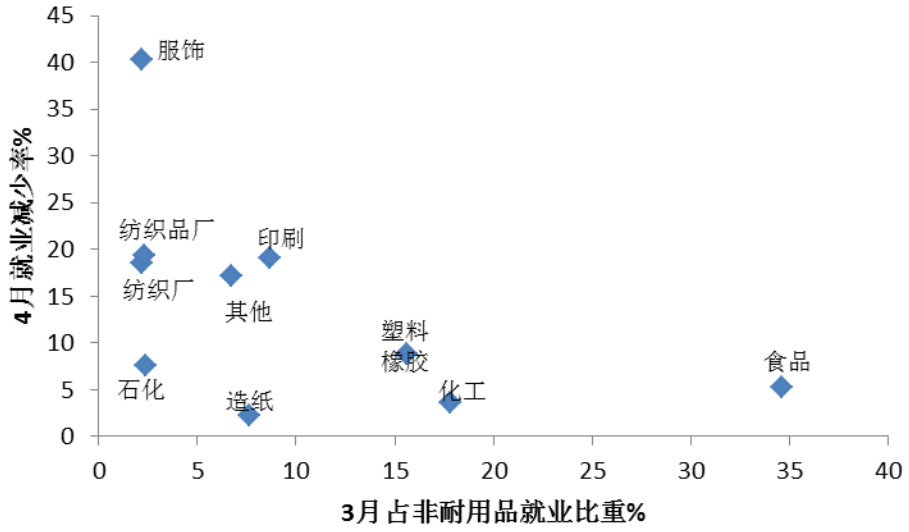
资料来源：BLS，东兴证券研究所

图3：耐用品细分行业就业减少率



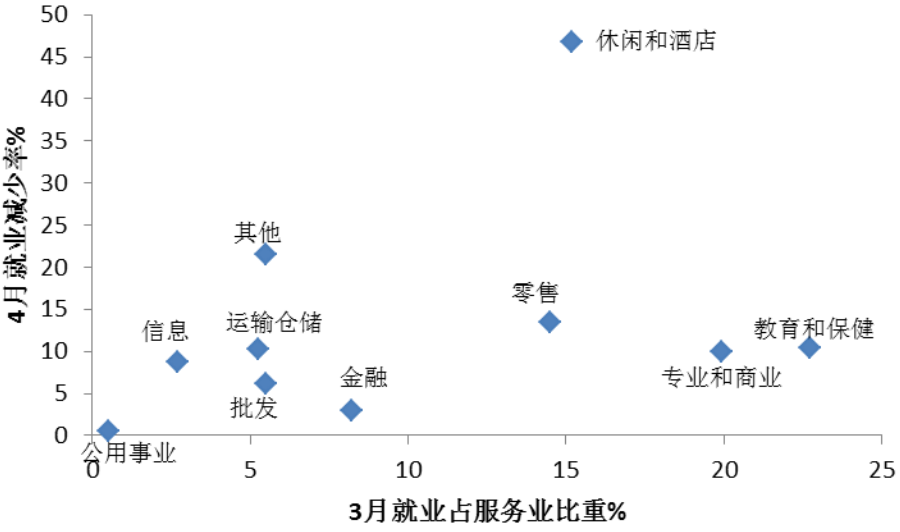
资料来源：BLS,东兴证券研究所

图4：非耐用品细分行业就业减少率



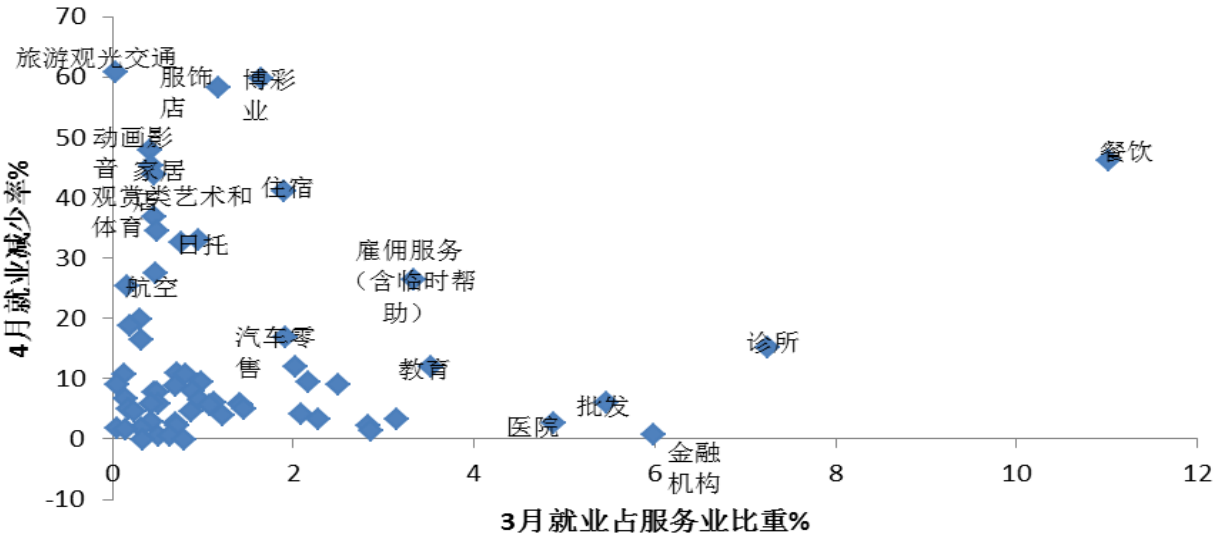
资料来源：BLS，东兴证券研究所

图5：服务行业就业减少率



资料来源：BLS，东兴证券研究所

图6：服务细分行业就业减少率



资料来源：BLS，东兴证券研究所

风险提示：海外疫情超预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
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

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