

# 非农数据低估了美国实际复苏状况

证券研究报告

2021年05月10日

作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

相关报告

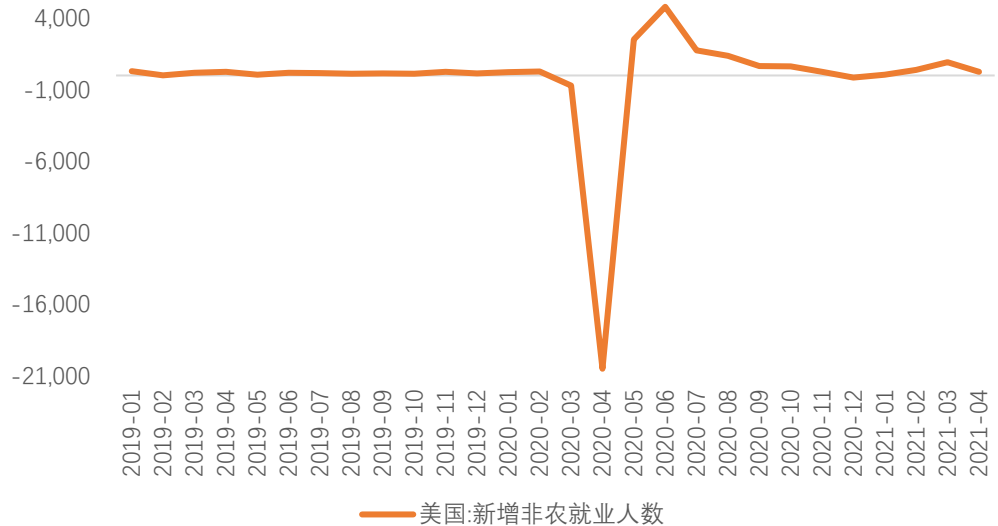
- 1 《宏观报告：美国加税往事》  
2021-05-01
- 2 《宏观报告：美国基建启示录》  
2021-04-29
- 3 《宏观报告：宏观-市场高估了印度疫情的影响》 2021-04-28

4月非农新增就业26.6万，大幅不及预期。但是我们认为4月非农数据没有体现出美国经济实际的快速复苏情况。主要是因为非农数据与其他经济和就业数据存在明显矛盾。综合其他数据，我们认为非农数据低估了当前美国的就业恢复情况。分行业来看美国经济的复苏状态，服务业正在经历快速改善，而制造业在加速复苏之后开始放缓。

**风险提示：美国疫情再爆发；新冠病毒变异极大削弱疫苗效果；通胀超预期；**

4月非农新增就业26.6万，大幅低于3月和2月，也远低于华尔街预期的99.8万。非农数据出来后，10Y美债实际利率回落到-0.9附近，创两个月以来的新低；美元指数降至90.2，也是两个月以来的最低水平；纳斯达克结束了5月初以来下跌，转为连涨，道琼斯继续创新高；黄金跳涨至1830美元附近。

图1：4月非农就业不及预期（单位：千）

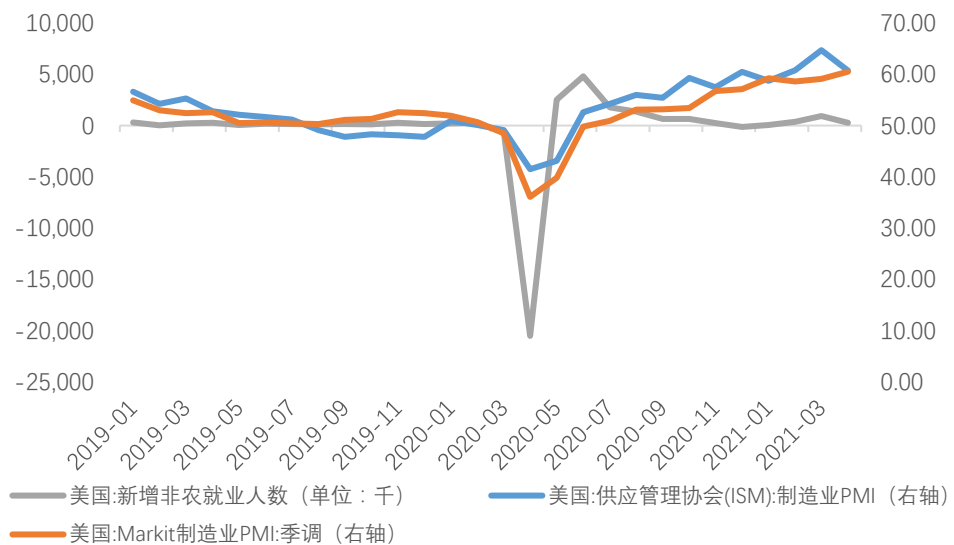


资料来源：WIND，天风证券研究所

我们认为4月非农数据没有体现出美国经济实际的快速复苏情况，具体来看存在三个矛盾。

**第一，非农数据表现出的放缓和其他数据矛盾。**从PMI来看，美国经济复苏强劲。ISM制造业PMI已经连续3个月录得60以上，代表中小企业的Markit制造业PMI也在60以上，过去3个月连续上升。过去两个月，美国服务业几乎是报复性复苏，4月ISM和Markit服务业PMI位于历史高位，分别是62.7和64.7。

图2：4月非农就业数据与PMI数据矛盾

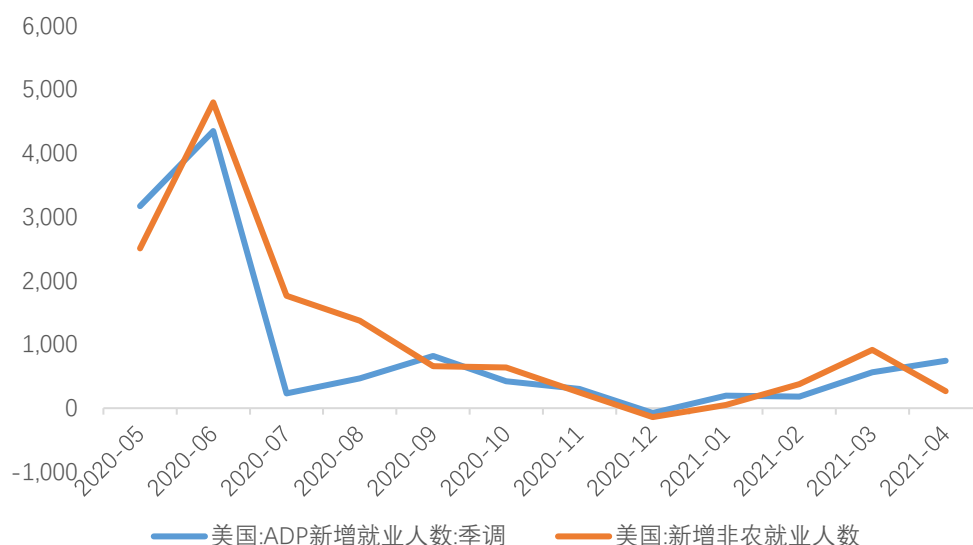


资料来源：WIND，天风证券研究所

**第二，4月非农数据和稍早公布的小非农数据（ADP）矛盾。**4月ADP就业人数新增742k，为连续两个月上升，并创2020年9月以来新高。ADP使用的是该薪酬服务公司的客户记录，劳工部使用的是调查数据，疫情期间一直存在低回复率的问题，将两者结合更能反映实际就业状况。另外，4月的PMI就业指数也在历史高位，制造业PMI就业有所回

落，非制造业 PMI 就业继续回升。

图 3：4 月非农数据和稍早公布的小非农数据（ADP）矛盾（单位：千）



资料来源：WIND，天风证券研究所

**第三，非农数据表现出的就业放缓和劳动力市场的需求矛盾。**实际上劳动力市场的需求非常强劲。从美国劳工局的 JOLTS 数据来看，当前美国职位空缺数达到了 736.7 万，接近历史最高水平，职位的求职空缺比是 1.1，其中薪资低、就业灵活的中小企业招工更难。

至于为什么 4 月非农数据较低，我们认为可能有三个原因：

**第一，衰退和复苏时期的就业数据往往不稳定。**金融危机后的 2010 年 5-9 月、2011 年 5-8 月、2012 年 3-9 月，都曾出现过非农数据的大幅波动，直到 2013 年后数据才基本稳定。今年 2 月和 3 月的非农新增就业高达 53.6 万和 77 万，4 月出现波动也实属合情。另外疫情期间的调查困难加大了数据波动，去年 5 月美国劳工部的调查人员把约 500 万没有工作的人群错误分类为就业人口，导致当时失业率被低估。因此判断复苏期的真实就业情况，既要连续看几个月的数据，也要结合其他数据综合判断。

**第二，去年有部分人没被归入失业人口，比如自雇人士和零工人员（开 Uber、送外卖）。**这些人被劳工部视为非劳动人口，但实际上也领取了失业救济金。今年这些人恢复了工作，但依然不在就业的统计口径中。此外，疫情期间出现的一些新工作业态也无法被统计为就业，一些打工族的副业（side hustles）正在变成主业，比如线上新零售、线上直播、线上众包等等。因此，真实的就业可能被低估了。

**第三，对于拜登发放的 1400 美元支票会降低劳动者重返岗位意愿的说法，应该不是主要原因。**因为不管去不去工作，符合条件的家庭都能拿到支票；不管去不去工作，可能都没有下一张疫情刺激支票；因此发支票和找工作没有必然联系。另外最新的首次申请失业救济金数据已经下降到了 50 万以下，为疫情封锁以来的首次；4 月非农数据中的低收入服务业的就业大幅增加。这些都不支持福利过高导致失业的论点。

非农就业的行业数据反映几个现象。

**第一，服务业正在经历快速复苏，就业明显改善。**4 月休闲和酒店业的就业增加了 33.1 万，全美各地的社交隔离限制正在放开，其中酒吧餐饮的就业增加了 18.7 万，赌博、娱乐业的就业增加了 7.3 万。4 月非农薪资同比增速下降，恰恰说明了低收入的服务业就业人员正在大量回归。

**第二，制造业经历了快速复苏后开始放缓。**4 月制造业就业减少了 1.8 万，2 月和 3 月分别增加 3.5 万和 5.4 万。和美国服务业相比，美国制造业的恢复速度减慢。和全球制造业相比，美国制造业复苏也比较落后，比疫情前就业水平还少 50 万，全球制造业已经基本恢复到了疫情前。

**第三，制造业就业恢复变慢和供给短缺有关。**其中，汽车和零部件就业人数减少 2.7 万人，木制品行业减少 7000 人，这些行业都受到了供给不足和原材料价格上涨对于产能利用率的影响。如果供给短缺持续，对制造业就业的影响可能也将持续。

尽管新冠疫情带来的美国经济二战以来最深的一次衰退，但这一次从衰退到复苏到过热的速度，远远超越了过去的衰退复苏周期，使得疫情后的经济周期更像是重启 (restart)，而不是复苏 (recover)。虽然 4 月非农数据低估了美国经济实际复苏的状况，但不可忽视的是长期失业依然不少。当前就业水平距离去年 3 月还有约 650 万人的缺口，U6 失业率 10.4% 依然比去年 2 月的 7% 高了不少。这些问题所表现出的长期性和结构性与过往的后危机时期类似。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_19521](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19521)

