

撰写日期：2021 年 5 月 13 日

证券研究报告--宏观策略专题报告

供应链问题或成为美国就业改善的关键障碍

4 月美国非农数据点评

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890517120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：樊彬彬

执业证书编号：S0890520030001

电话：021-20321296

邮箱：fanbinbin@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

◎ 投资要点：

◆ **事件：**21 年 4 月美国新增非农就业人数为 26.6 万人，失业率 6.1%，大幅低于市场预期。

◆ **点评：**此次 4 月非农数据爆冷并非经济复苏放缓的体现。美国经济仍在持续强劲复苏。尤其是疫情受损严重的服务类行业正在加速复苏，只是距离充分就业仍有不小的距离。我们认为，每周额外 300 美金的失业补贴，可能只是扰动或延缓就业的改善幅度，但并不是导致非农数据爆冷的关键原因。供应链问题可能是此次非农爆冷的主要原因。

◆ **风险提示：**变异病毒扩散超预期、金融市场波动超预期

相关研究报告

- 1 《宏观策略：平衡好估值性价比与业绩增长-宏观策略研究报告（20210409）》
2021-04-09
- 2 《宏观策略：MBS“凸性对冲”特征对美债收益率影响几何-海外市场专题报告系列》 2021-03-25
- 3 《宏观策略：业绩向上与估值向下的博弈-宏观策略研究报告（20210304）》
2021-03-04

内容目录

未找到图形项目表。.....	错误!未定义书签。
1. 疫情期间受损严重的服务业正加速复苏	3
2. 供应链问题可能是非农数据爆冷的主要原因	5
3. 经济复苏进程中的结构性就业失衡也是此次爆冷原因之一	6

图表目录

图 1: 今年以来, 休闲和酒店业非农恢复较快, 但仍处于历史较低位置	3
图 2: 休闲和酒店业 4 月新增就业人数大幅高于其他行业 (千人, 季调)	3
图 3: 休闲和酒店业 4 月新增就业较 3 月增加 (千人, 季调)	3
图 4: 疫情受损服务业周薪指数呈上升趋势	4
图 5: 服务业中, 休闲酒店业时薪整体偏低 (单位: 美元)	4
图 6: 4 月失业超过 27 周以上的人数自疫情以来首次下降 (单位: 千人)	4
图 7: U6 中, 由于经济原因找不到正式工作而不得不兼职人数继续下降, 接近疫情前水平 (单位: 千人)	4
图 8: 近一个月内失业人群数量开始抬头 (单位: 千人)	5
图 9: 4 月制造业新增雇员人数有所下降 (单位: 千人)	5
图 10: 4 月汽车及零部件生产相关新增雇员人数小幅下降 (单位: 千人)	5
图 11: 供应商交付时间在大幅拉长	6
图 12: 工业部门产出能力或遇到供应瓶颈	6
图 13: 快递行业新增雇员人数大幅下降 (单位: 千人)	6
图 14: 外包人员下降或意味着寻找正式工种 (单位: 千人)	6
图 15: 非农职位空缺近期大幅上涨	7
图 16: 私人部门平均周薪增长较快	7

事件: 21 年 4 月美国新增非农就业人数为 26.6 万人, 失业率 6.1%, 大幅低于市场预期。

点评: 此次 4 月非农数据爆冷并非经济复苏放缓的体现。美国经济仍在持续强劲复苏。尤其是疫情受损严重的服务类行业正在加速复苏, 只是距离充分就业仍有不小的距离。我们认为, 每周额外 300 美金的失业补贴, 可能只是扰动或延缓就业的改善幅度, 但不是导致非农数据爆冷的关键原因。供应链问题可能是此次非农爆冷的主要原因。

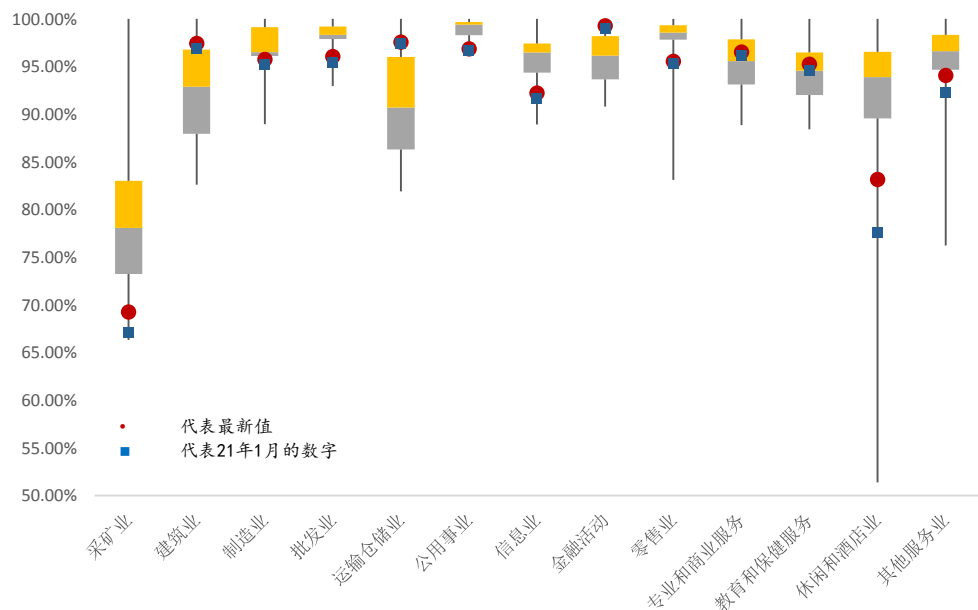
1. 疫情期间受损严重的服务业正加速复苏

美国经济的复苏自“K”型趋势正逐步转向“V”型趋势。随着疫苗的普及, 美国经济恢复不均衡的现象正在逐步缓解。疫情期间受损严重的行业正在迎头赶上, 而受疫情影响较小的行业, 其复苏趋势开始放缓。

经济复苏的变化也直观反映在非农就业数据上。从下图可以看出, 疫情影响较小的行业(如金融业、建筑业、运输仓储业、专业和商业服务业以及教育和保健服务业)自 21 年以来新增非农就业人数改善较少, 而疫情影响最为严重的休闲酒店业自 21 年以来新增就业人数显著上升。

从就业角度来看, 目前疫情影响较小的行业, 基本已经复苏至历史较高位置(体现在下图 4 月非农就业数据几乎在历史四分之三分位数左右)。虽然疫情受损严重行业正在加快复苏, 但距离历史高位仍有不小差距。

图 1: 今年以来, 休闲和酒店业非农恢复较快, 但仍处于历史较低位置



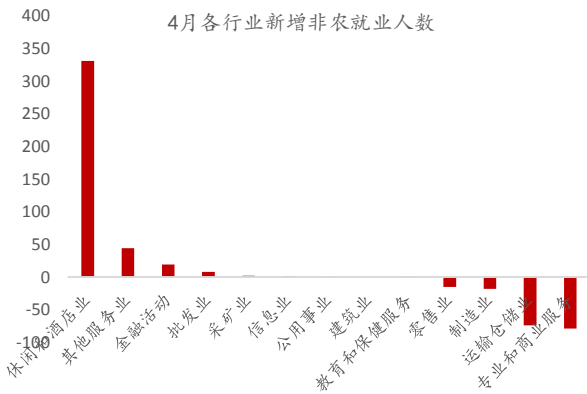
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

注: 非农分行业总就业人数均采用原始数据最大值归一化的方法处理, 数据统计时间为 2006 年 1 月至今。

4 月休闲酒店业新增就业一枝独秀, 大幅超过其他行业, 并且 4 月新增人数超过 3 月, 体现了休闲娱乐等服务业加速复苏的态势。

图 2: 休闲和酒店业 4 月新增就业人数大幅高于其他行业 (千人, 季调)

图 3: 休闲和酒店业 4 月新增就业较 3 月增加 (千人, 季调)



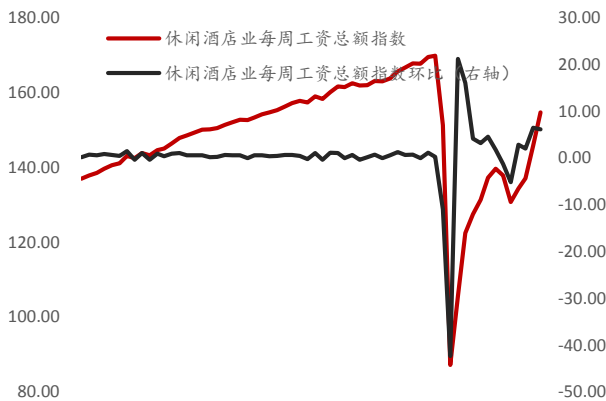
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

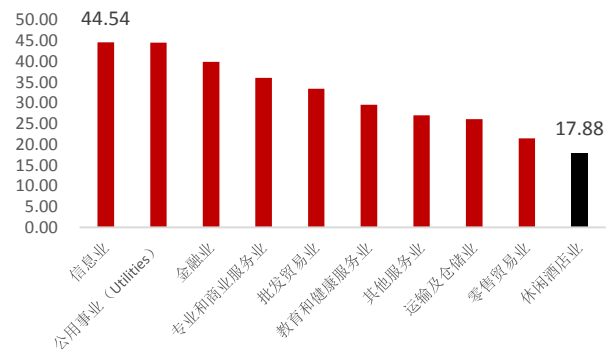
在休闲酒店业新增就业大幅上升的情况下，这些行业的周薪指数也在逐步上升。从4月各行业周薪变化趋势来看，休闲酒店业的时薪增速在所有服务业中最高。即，疫情期间受损严重的行业正在加速复苏，呈现价（周薪）、量（新增就业人数）齐升的情况。

图 4：疫情受损服务业周薪指数呈上升趋势



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 5：服务业中，休闲酒店业时薪整体偏低（单位：美元）



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

另外也有一些线索可以反映低端服务业的加速复苏。如4月非农数据显示，失业超过27周以上的人数自疫情以来首次下降；U6统计口径中，由于经济原因找不到正式工作而不得不兼职的人数在4月继续下降，且已经接近疫情前水平。这部分人群的工作倾向一般与低端服务业较为相关，即多为疫情受损较严重的行业（休闲酒店业的平均时薪在服务行业中处于较低的水平）。

图 6：4月失业超过27周以上的人数自疫情以来首次下降（单位：千人）

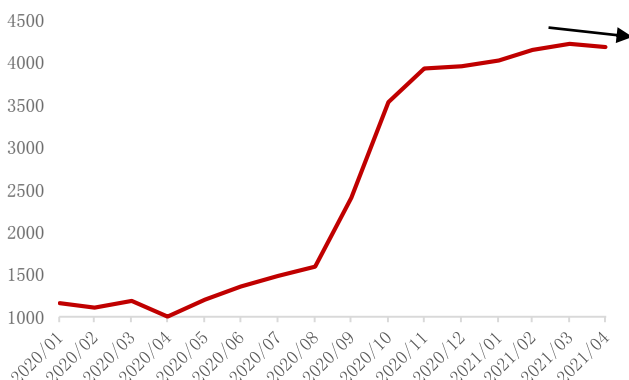
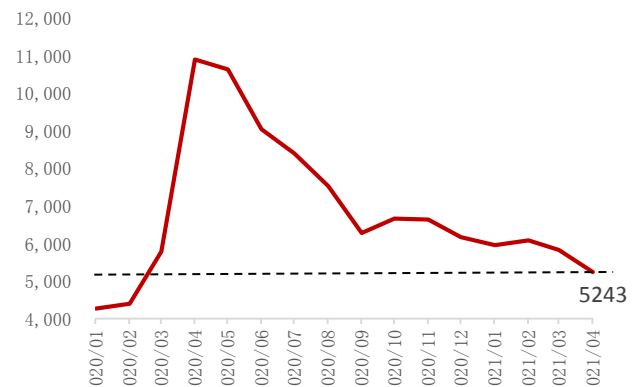


图 7：U6中，由于经济原因找不到正式工作而不得不兼职人数继续下降，接近疫情前水平（单位：千人）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

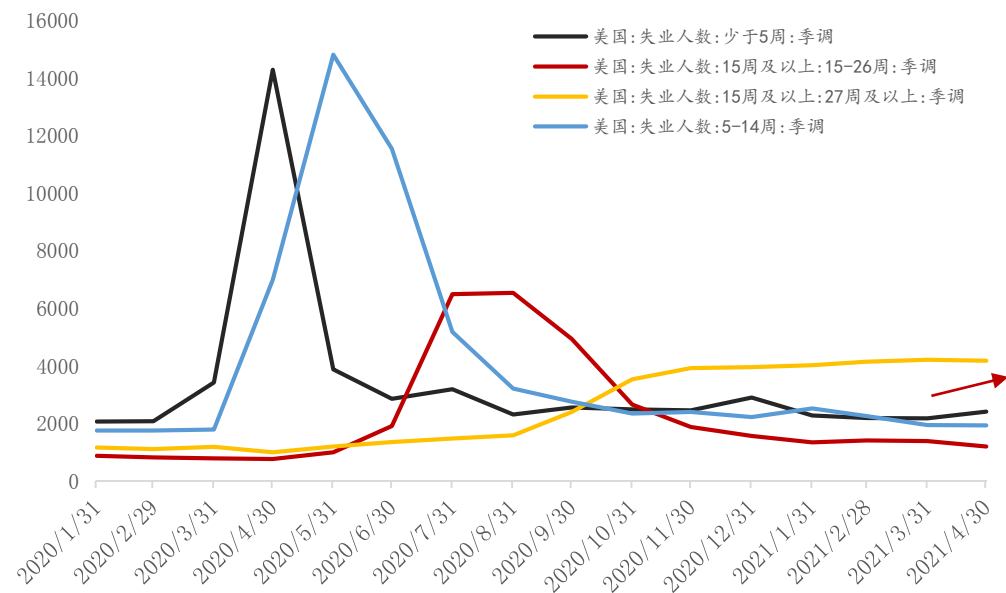
总之，疫情受损严重的服务类行业正在加速复苏，但距离充分就业尚有不小的距离。体现在：休闲酒店业的时薪环比涨幅较快，该行业新增就业人数持续增加，且逐步在吸纳边缘失业人群（如失业 27 周以上人群，或希望找全职但只能找到兼职的人群）。

4 月新增非农就业人数爆冷，市场热议或与失业人群每周可以额外申领 300 美金的联邦补贴有关。根据上文分析，我们认为，此项 300 美金/周的额外失业补贴，可能只是延缓了就业的改善幅度，但并不是导致非农数据爆冷的关键原因。

2. 供应链问题可能是非农数据爆冷的主要原因

近期，失业少于 5 周的人群数量开始抬头。这是自今年以来该类失业人群首次出现上升的情况，且 4 月新增多达 23.7 万人。

图 8：近一个月内失业人群数量开始抬头（单位：千人）

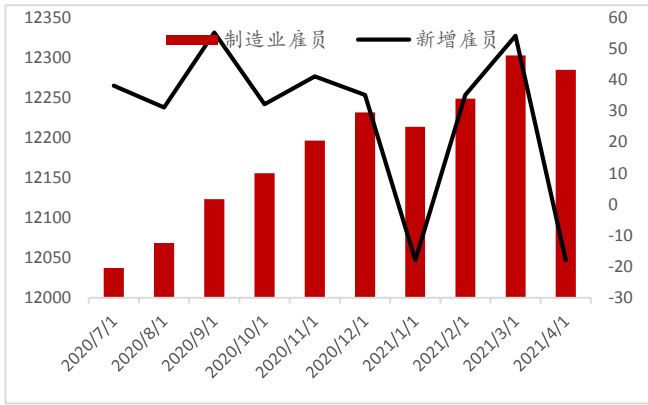


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4 月制造业新增雇员人数有所下降，其中汽车及零部件生产相关的新增雇员下降最为显著。这与全球芯片短缺，汽车厂商不得不关闭部分工厂、降低汽车产量有关。除汽车行业外，如电子设备、电器及零部件、木制品等行业的原材料短缺现象也是出现一定程度的短缺。未来，预计因原材料短缺导致的部分工厂停工停产现象仍会继续持续。

图 9：4 月制造业新增雇员人数有所下降（单位：千人）

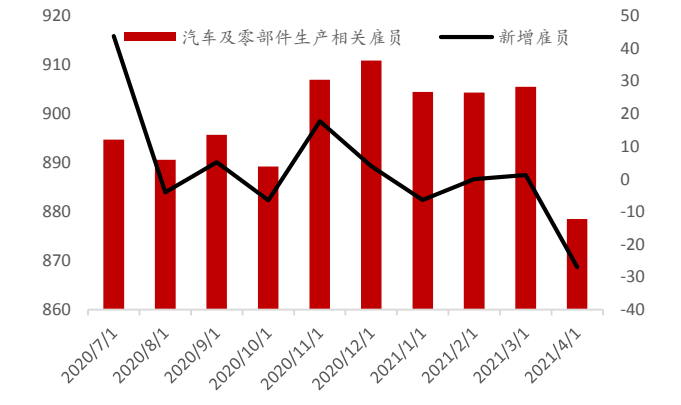
图 10：4 月汽车及零部件生产相关新增雇员人数小幅下降（单位：千人）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

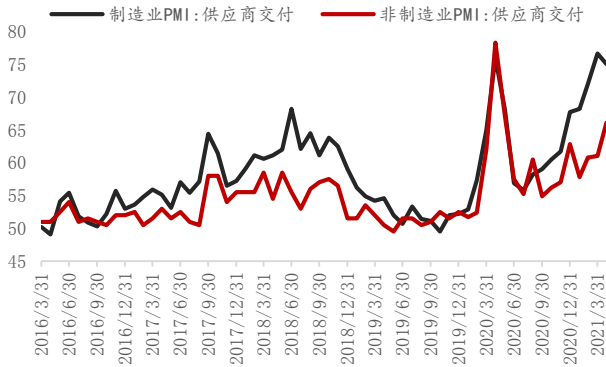
供应链问题产生是多方面的，这也反映在 PMI 统计中供应商交付时间在大幅拉长、工业部门产出能力或遇到供应瓶颈等。

图 11：供应商交付时间在大幅拉长

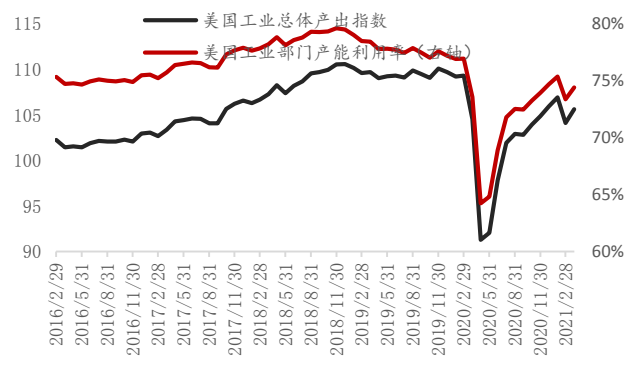


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 12：工业部门产出能力或遇到供应瓶颈



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 经济复苏进程中的结构性就业失衡也是此次爆冷原因之一

本轮因疫情导致的美国经济周期存在结构性就业失衡现象，如快递行业。与我国不同，美国居民消费特点整体仍偏向于线下，线上消费占比不到 20%。在疫情期间，由于隔离以及对新冠暴露风险的担忧，居民一部分线下消费转移至线上完成。这体现在快递行业新增就业在疫情期间显著增加。但随着疫情的改善以及疫苗接种率的提高，美国居民消费形式逐步倾向

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_19532

