

2021 年 06 月 06 日

5 月非农数据，对政策及市场的指引

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

美国 5 月非农数据“成色”如何，对未来的美联储政策路径，以及主要大类资产走势有何指引？我们的系统梳理，供市场参考。

● 5 月非农数据的“成色”，以及市场的反应

美国 5 月非农新增就业不及预期，黄金、美股等纷纷大幅上涨。美国 5 月非农新增就业 55.9 万人、不及预期 67.4 万人，劳动参与率 61.6%、不及预期 61.8%；同时，时薪收入环比增长 0.5%、每周工作时长 34.9 小时，双双维持高位。受就业不及预期影响，数据公布后，10Y 美债回落超 7bp，黄金大涨 1.2%，美股高开高走。非农就业 4 月、5 月连续不及预期背后，与财政发钱、疫情仍未收尾以及部分州尚未完全解封等有关。3 月拜登政府大规模财政发钱，使部分居民不工作的收入超过工作收入、就业意愿随之大幅下降。疫情扩散、导致部分居民担忧病毒感染风险，以及纽约、佛罗里达等就业大州未完全解封，也影响了整体就业修复进程。

● 导致非农就业不及预期的逻辑及最新变化

为了提高居民就业意愿，美国已经有超过 20 个州宣布将自 6 月起，不再发放联邦失业金。截至 5 月底，拜登政府对居民的“发钱”中，一次性 1400 美元的纾困款，接近发放完毕。虽然拜登政府每周还提供 300 美元的补充失业金，但已经有超过 20 个州以过多补贴不利于就业为由，宣布从 6 月开始不再发放该失业金。疫苗大规模推广下，美国疫情加速改善，并且从 6 月开始，绝大部分州都将完全解封。受益于疫苗推广，美国新增确诊病例在 6 月初降至 1.6 万例/天上下，接近疫情爆发初期水平。随着疫情趋势向好，截至 5 月底，美国已经有超过 40 个州开始解封。还未解封的州中，除俄勒冈、内华达外，也都计划在 6 月初放开限制。

● 非农就业未来演绎方向，对政策、市场的指引

财政发钱减少、疫情逐步收尾及绝大部分州解封等推动下，美国非农就业的修复或将逐步加快。财政发钱减少，将促使“躺在家里拿钱”的居民开始找工作。同时，随着每百人疫苗接种量有望在 7 月下旬达到 110 剂以上，美国疫情趋逐步收尾。绝大部分州解封、推动经济活动加速回归正常，也将有利于就业修复加快。参照 2013 年政策退出经验及非农就业修复进程，美联储可能在 3 季度末前后正式向市场释放退出 QE 信号。中性情景下，假设非农月均新增就业的中枢提升到 40~60 万人/月，美国此前因疫情减少的就业规模将在 3 季度末前后恢复至 75%。回顾 2013 年的政策退出经验，就业规模恢复 75%之后，美联储宣布了退出 QE。综合美联储货币政策，以及美国经济基本面、财政政策的演绎路径来看，需警惕 10Y 美债利率开启新一轮上行趋势，以及美元走强，对全球市场的影响。除了货币政策趋于转向外，美国财政部 2 月以来压降财政存款、向市场注入大量流动性的举动，也将在 3 季度进入尾声。这一背景下，叠加疫情改善下美国经济修复显著加快、通胀压力大幅累积，需警惕 10Y 美债利率开启新一轮上行趋势，以及美元走强，对全球资本市场的影响。

● 风险提示：病毒变异导致疫苗失效等。

相关研究报告

《《全球大通胀时代》系列报告三-拜登的政治“野心”》-2021.5.26

《《全球大通胀时代》系列报告二-全球大通胀“上半场”》-2021.5.23

《宏观经济专题-政策跟踪第 2 期：地方债务再聚焦》-2021.5.17

目 录

1、 周度专题：5 月非农数据，对政策及市场的指引	4
1.1、 5 月非农数据的“成色”，以及市场的反应	4
1.2、 导致非农就业不及预期的逻辑及最新变化	5
1.3、 非农就业未来演绎方向，对政策、市场的指引	8
2、 大类资产回溯：原油价格创 2019 年以来新高	10
3、 重点关注：美国 5 月 CPI 同比	12
4、 数据跟踪：美国 5 月非制造业 PMI 创历史新高	13
4.1、 美国数据	13
4.1.1、 美国 5 月 ISM 制造业 PMI 高于预期，新订单等分项表现亮眼	13
4.1.2、 美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 创历史新高，供应商交付指数大幅上升	13
4.1.3、 当周 EIA 原油库存降幅大超预期，当周初请失业金人数续刷新低	14
4.2、 欧洲数据	14
4.2.1、 欧元区 5 月 CPI 同比、环比增速双双高于预期	14
5、 风险提示	14

图表目录

图 1： 美国 5 月非农新增就业较前值回升	4
图 2： 美国 5 月休闲酒店业新增就业人数较 4 月下滑	4
图 3： 5 月，美国劳动参与率、失业率双双回落	4
图 4： 5 月时薪环比、每周工作时长双双维持高位	4
图 5： 美国 5 月时薪环比增速远超历史同期均值水平	5
图 6： 美国劳动力每周平均工时已处于历史峰值水平	5
图 7： 5 月非农数据公布后，美元跌、黄金涨	5
图 8： 5 月非农数据公布后，10Y 美债利率下行	5
图 9： 财政发钱降低了美国居民的就业意愿	6
图 10： 财政发钱导致美国企业不得不加薪招人	6
图 11： 美国现存确诊病例依然高达 500 万例以上	6
图 12： 截至 5 月，美国还有部分州未完全解封	6
图 13： 美国政府给居民的 1400 美元纾困款已发放 84%	6
图 14： 有超过 20 个州从 6 月开始取消发放补充失业金	6
图 15： 美国疫苗覆盖率已接近每百人 90 剂	7
图 16： 美国新增确诊、死亡病例趋势回落	7
图 17： 美国有超过 40 个州从 5 月起开始解封	7
图 18： 美国疫情有望在 7 月下旬前后基本进入收尾状态	8
图 19： 6 月起，美国非农就业的修复或将逐步加快	8
图 20： 美国因疫情损失的非农就业岗位数有望在 3 季度末前后修复至 75% 上下	8
图 21： 3 月以来，美国财政部大幅缩减 TGA 账户金额	9
图 22： 3 月以来，美国隔夜逆回购规模持续上升	9
图 23： 2013 年，美联储释放退出 QE 信号后，10Y 美债利率在 3 个月内上行了 100bp	9
图 24： 当周，美元上涨，欧元、英镑下跌	11
图 25： 当周，美元指数震荡上涨	11
图 26： 当周，主要国家 10Y 国债收益率普遍下行	11

图 27: 当周, 10Y 美债收益率震荡下行	11
图 28: 当周, 全球主要股指涨跌分化	11
图 29: 当周, 纳斯达克上涨、恒指下跌	11
图 30: 当周, WTI、Brent 原油价格双双大涨	12
图 31: 当周, COMEX 黄金价格下跌	12
图 32: 美国 5 月 ISM 制造业 PMI 指数高于预期	13
图 33: 其中, 新订单、进口、库存分项指数表现亮眼	13
图 34: 美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 创历史新高	13
图 35: 其中, 供应商交付、商业活动分项指数大幅上升	13
图 36: 美国当周 EIA 原油库存降幅超预期	14
图 37: 美国当周初请失业金人数续刷新低	14
图 38: 欧元区 5 月 CPI 同比超预期	14
图 39: 欧元区 5 月 CPI 环比超预期	14
表 1: 海外重点数据发布日期情况	12

1、周度专题：5月非农数据，对政策及市场的指引

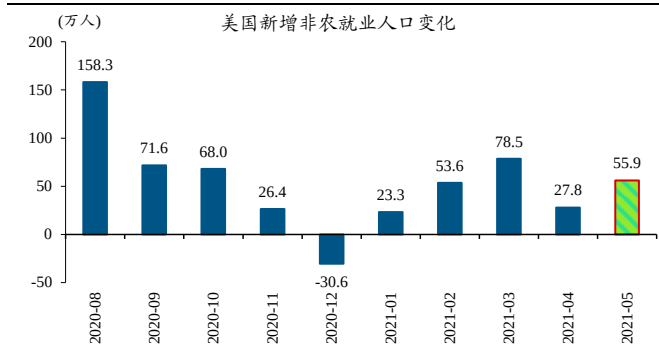
事件：6月4日，美国公布5月非农数据。其中，5月非农就业人口增加55.9万人，低于预期67.5万人，高于前值26.6万人；5月劳动参与率61.6%，低于预期61.8%、前值61.7%。

资料来源：美国劳工部

1.1、5月非农数据的“成色”，以及市场的反应

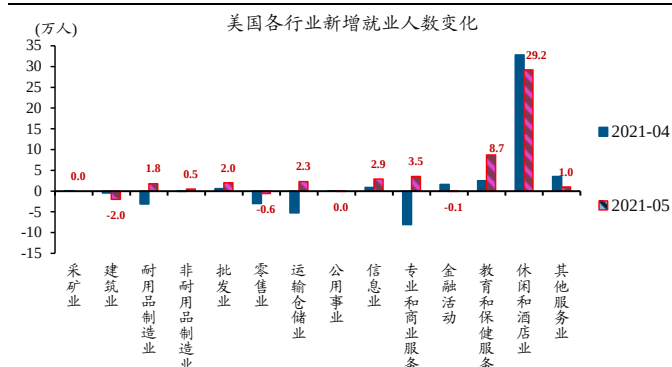
5月非农新增就业、劳动参与率双双不及预期，时薪环比及每周工作时长继续高企。最新公布的非农数据显示，美国5月非农新增就业55.9万人，高出4月的27.8万人，但低于预期67.4万人。分行业来看，教育和保健业、专业商业服务的新增就业明显改善，但就业“大头”休闲和酒店业的新增就业人数不及4月、仅29.2万人。其他数据方面，5月劳动参与率由61.7%降至61.6%；受此影响，5月失业率由4月的6.1%降至5.8%。此外，5月时薪收入环比增长0.5%，每周平均工作时长34.9小时，双双维持高位。

图1：美国5月非农新增就业较前值回升



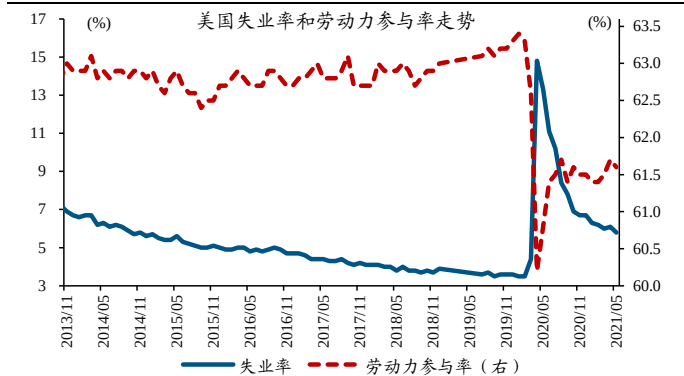
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：美国5月休闲酒店业新增就业人数较4月下



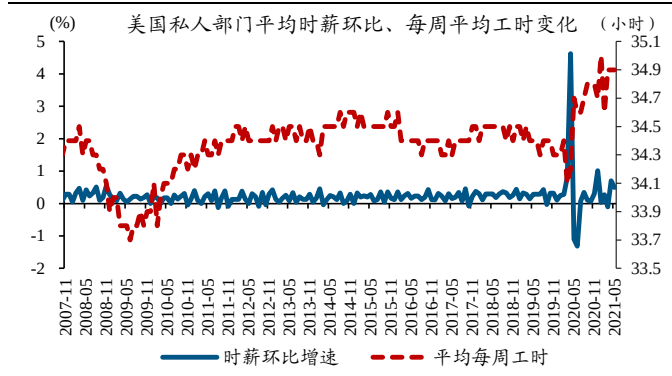
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：5月，美国劳动参与率、失业率双双回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

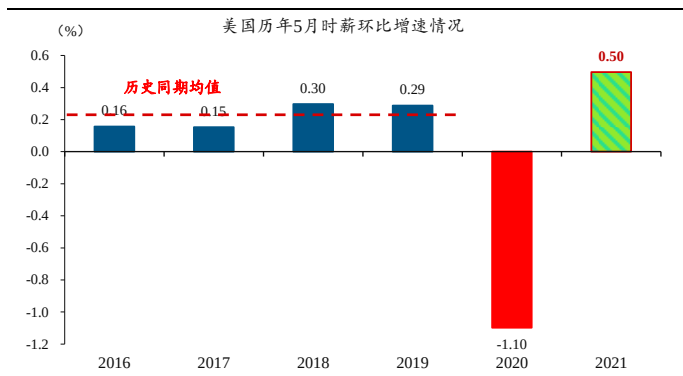
图4：5月时薪环比、每周工作时长双双维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

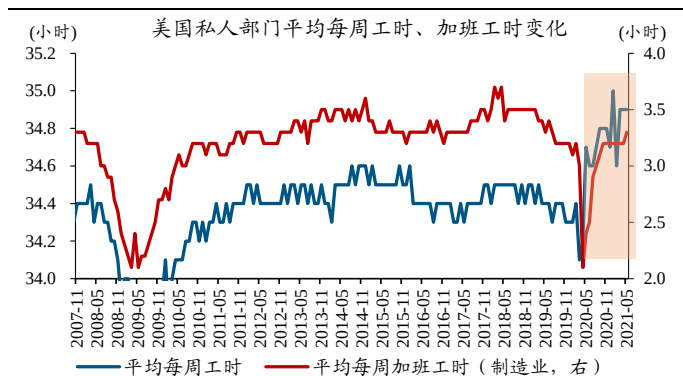
就业改善不快与时薪增速、工作时长高企的数据组合背后，反映美国居民总体就业意愿依然有待提高。回顾美国过往经济走出衰退后的就业修复进程，伴随着经济景气改善，非农新增就业的修复速度一般逐渐加快；与此同时，因为依然存在较多的失业人口、即“富余”劳动力较多，就业者能拿到的时薪水平往往不高，工作时长也处于逐步抬升状态。与以往相比，美国目前就业改善不快与时薪增速、工作时长高企的数据组合，很明显反映出居民总体就业意愿不高，并导致在岗员工持续处于“超负荷”工作状态。

图5：美国5月时薪环比增速远超历史同期均值水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

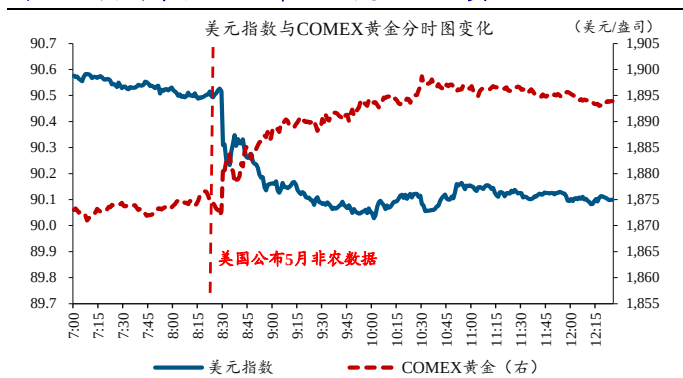
图6：美国劳动力每周平均工时已处于历史峰值水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

5月非农数据公布后，美元指数、10Y美债利率有所回落，黄金快速反弹。5月非农数据公布后，受就业的改善速度不及预期影响，美元指数从90.5以上“跳水”至90附近，10Y美债利率同时回落超7bp至1.6%以下。其他资产方面，COMEX黄金价格快速冲高至1900美元/盎司附近，美股也高开高走。

图7：5月非农数据公布后，美元跌、黄金涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：5月非农数据公布后，10Y美债利率下行

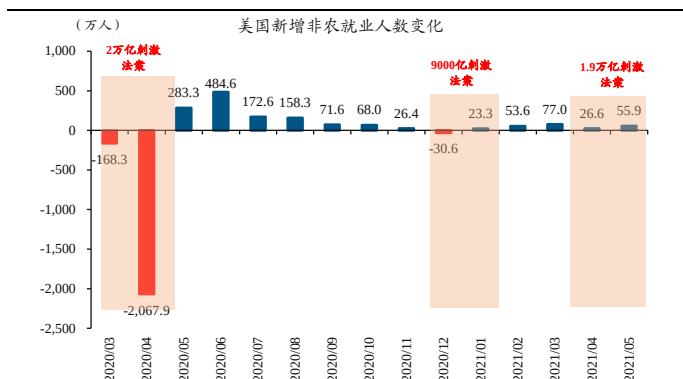


数据来源：Trade View、开源证券研究所

1.2、导致非农就业不及预期的逻辑及最新变化

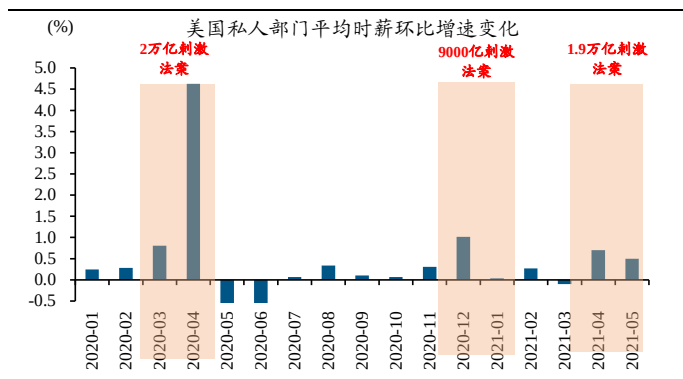
美国非农就业不及预期背后，与财政持续“发钱”、疫情仍未收尾以及部分州尚未完全解封等有关。疫情爆发以来，美国政府前后实施了3轮大规模财政刺激，虽然支持了居民资产负债表的修复，但因为“给的钱太多”，导致部分劳动力的就业意愿大幅下降。不仅如此，美国多家民调机构的调查结果显示，疫情的扩散，让部分居民因担忧病毒感染风险而不愿重返就业市场。此外，纽约、佛罗里达等就业大州尚未完全解封，也影响了整体就业修复的进程。

图9: 财政发钱降低了美国居民的就业意愿



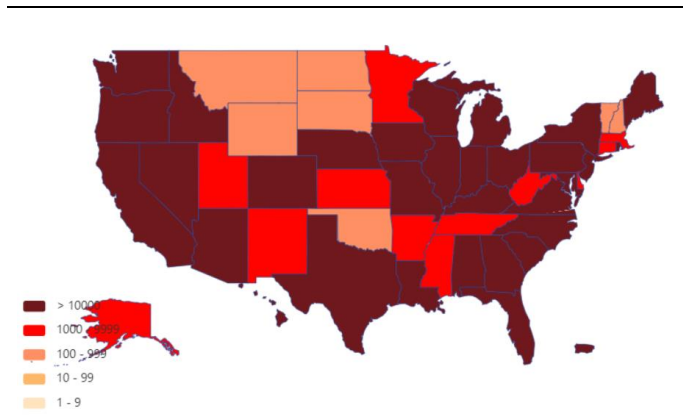
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 财政发钱导致美国企业不得不加薪招人



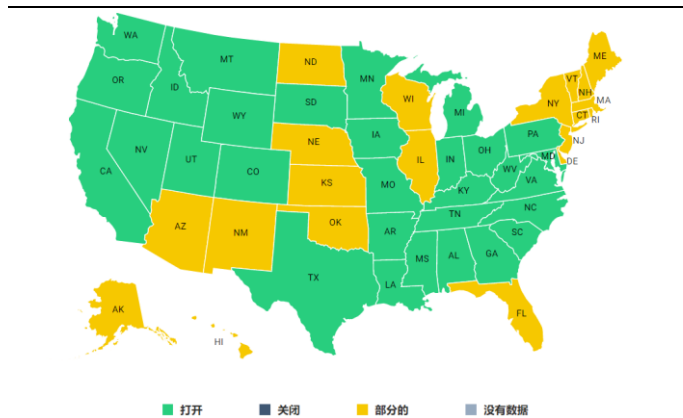
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 美国现存确诊病例依然高达 500 万例以上



资料来源: Wind

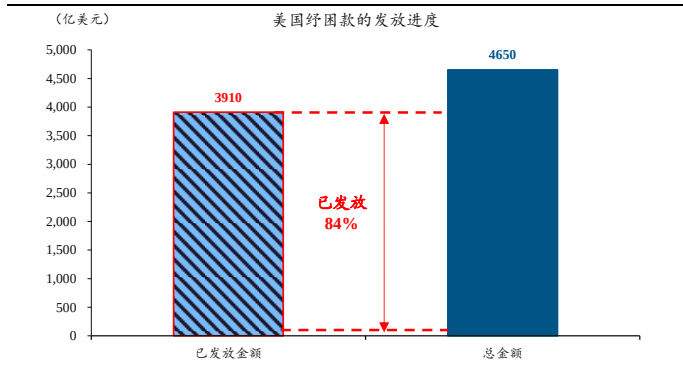
图12: 截至 5 月, 美国还有部分州未完全解封



资料来源: The Points Guy

但从 6 月开始, 有超过 20 个州为了提高居民就业意愿, 将取消发放联邦失业金。拜登 1.9 万亿美元的财政刺激法案落地后, 美国联邦政府开始对居民发放新一轮的一次性纾困款, 并提供补充的联邦失业金补贴。其中, 截至 5 月底, 美国联邦政府给居民的 1400 美元纾困款, 已发放了 84%、接近“尾声”。同时, 虽然联邦政府计划在 9 月 6 日之前持续给失业者发放每周 300 美元的补充失业金, 但随着居民就业意愿因财政发钱持续低企, 美国有超过 20 个州以“多余”补贴不利于就业为由, 决定从 6 月开始暂停发放补充失业金。

图13: 美国政府给居民的 1400 美元纾困款已发放 84%



数据来源: IRS、开源证券研究所

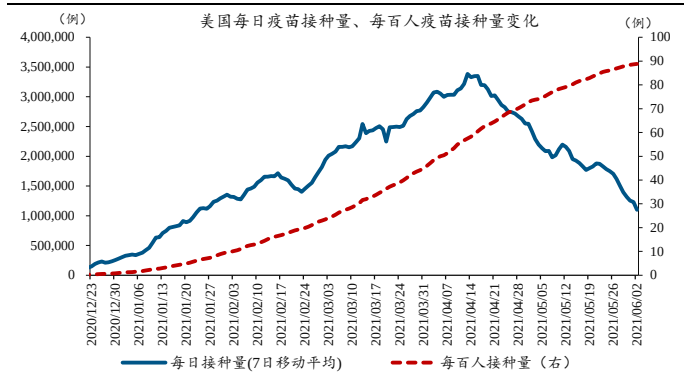
图14: 有超过 20 个州从 6 月开始取消发放补充失业金



资料来源: The Fortune

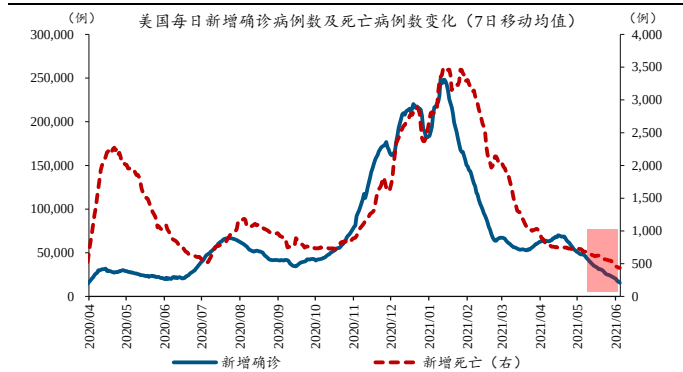
疫苗大规模推广下，美国新增确诊病例已经在 6 月初降至疫情爆发初期水平。拜登政府全力推动下，美国疫苗覆盖率目前已接近每百人 90 剂，至少接种一剂的成年人占比达到了 63.2%。受益于大规模疫苗推广，美国疫情形势持续向好。4 月 30 日至 6 月 4 日，美国每日新增确诊、死亡病例分别降至 1.6 万例、440 例左右，较前期高点大幅回落 69%、39%，已基本回到了 2020 年 3 月疫情爆发初期的水平。

图15: 美国疫苗覆盖率已接近每百人 90 剂



数据来源: Wind、开源证券研究所

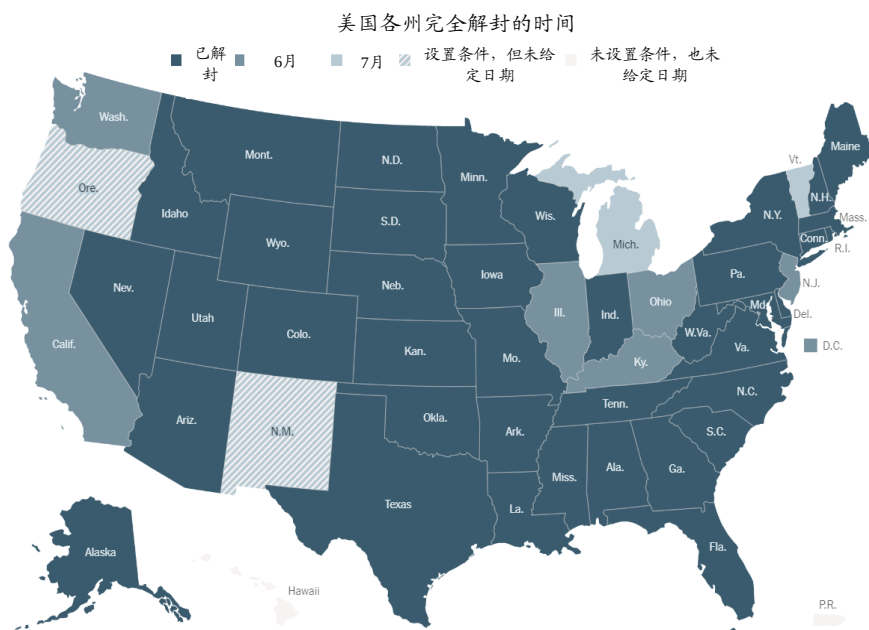
图16: 美国新增确诊、死亡病例趋势回落



数据来源: NY Times、开源证券研究所

伴随疫情形势改善，美国有超过 40 个州从 5 月上旬起陆续解封，剩下的大部分州也计划在 6 月初放开放解限制。美国疫情形势趋势向好下，越来越多的州开启解封进程。截至 5 月底，已有超过 40 个州完全解封。“余下”的 10 几个州中，除了俄勒冈州、内华达州未给定解封时间外，其他州基本都计划在 6 月初放开放解限制。美国总统拜登也在 5 月中旬公开表示，希望美国在 7 月 4 日前完全恢复正常。

图17: 美国有超过 40 个州从 5 月起开始解封

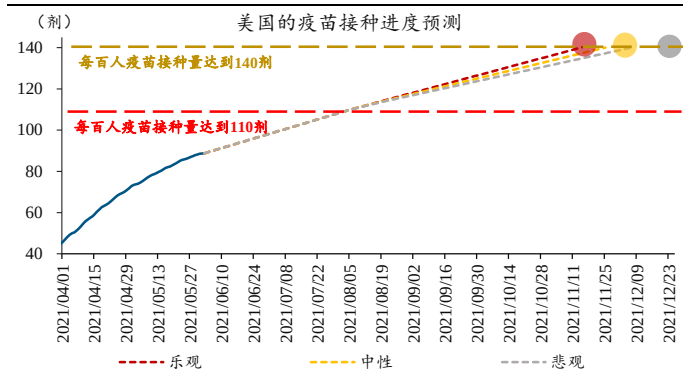


资料来源: NY Times、开源证券研究所

1.3、非农就业未来演绎方向，对政策、市场的指引

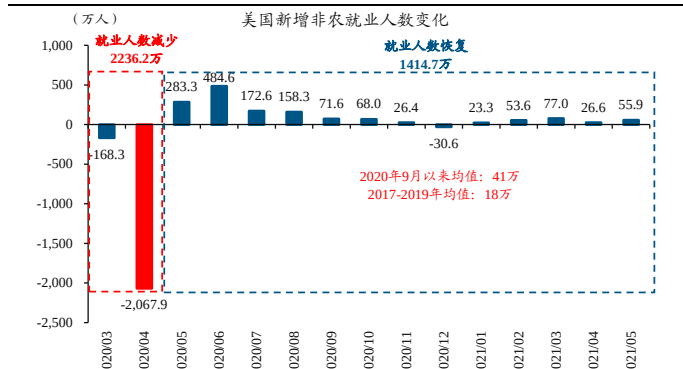
受财政发钱减少、疫情逐步收尾及绝大部分州解封等推动，美国非农就业的修复或将逐步加快。美国财政发钱行近尾声，意味着此前“躺在家里拿钱”的居民，找工作的必要性将加速上升。与此同时，伴随疫苗接种工作稳步推进、每百人疫苗接种量有望在7月下旬达到110剂以上，美国疫情将逐步进入到收尾状态，显著缓解部分居民对感染病毒的担忧。绝大部分州完成解封、推动经济活动加速回归正常，也有利于美国非农就业的修复逐步加快^①。

图18: 美国疫情有望在7月下旬前后基本进入收尾状态



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 6月起，美国非农就业的修复或将逐步加快



数据来源: NY Times、开源证券研究所

参照历史经验，随着美国因疫情损失的非农就业岗位数有望在3季度末前后修复至75%，届时美联储可能正式向市场释放退出QE信号。截至5月，美国前期受疫情冲击而萎缩的就业规模恢复了70%。中性情景下，假设非农就业未来每个月平均新增40~60万人^②，美国此前减少的就业规模将在3季度末前后恢复至75%上下。参照2013年的政策退出经验，届时美联储可能正式向市场释放退出QE的信号。

图20: 美国因疫情损失的非农就业岗位数有望在3季度末前后修复至75%上下

(2008/1=100)

美国非农就业人数变化 (以2008年1月为基期)



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_19922

