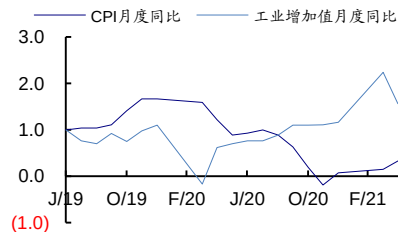


宏观经济

海外市场一周概览

2021年06月09日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	19.90
社零总额当月同比	17.70
出口当月同比	32.30
M2	8.10

相关研究报告:

《海外市场一周概览: 基建、通胀、就业-美国政策制定者怎么看?》——2021-05-26
《宏观经济周报: 大宗商品投机需求被挤出, 国信高频宏观扩散指数暂时明显回落》——2021-05-31
《宏观经济周报: 国内经济增长向上修复的趋势继续强化》——2021-05-24
《海外市场一周概览: 本轮经济复苏美国或现“投资热”》——2021-06-02
《宏观经济周报: 5月通胀预期向食品价格的传导仍不突出》——2021-06-07

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

联系人: 王艺熹

电话: 021-60893204
E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

宏观周报

看好今夏美国就业恢复, 九月Taper 概率大增

● 不同维度分析美国就业市场情况

上周五发布的美国 5 月非农就业再次低于市场预期。失业率 (U3) 从上月的 6.1% 下降至本月的 5.8%, 但部分改善归于不增反降的劳动参与率。虽然美国就业市场 5 月非常明显的改善, 但距离疫情前的水平仍然有相当距离。

分地区看: 截至 6 月 2 日, 已有 25 个州 (共 51 个州) 宣布将在 6 月-7 月提前中止联邦失业救济项目, 以促进居民回到就业市场。当下美国南部和中西部招工困难问题最突出, 西部和东北部用工荒问题相对缓和。将在 6-7 月提前终止额外失业救济发放的州覆盖美国总人口的 43% 和失业人口的 37%。后期不排除更多州宣布在 9 月 6 日之前提前退出联邦额外失业救济项目, 加快就业市场修复。

如果超额失业救济确实是就业复苏缓慢的主要原因, 那么在 8 月 6 日发布的 7 月 BLS 非农就业报告将出现非常明显的就业改善。据此可判断 9 月 22 日的联储议会议讨论 Taper 的可能性上升。

分行业看: 5 月非农就业人数与疫情冲击前的 2020 年 2 月非农就业人数相比, 缺口仍有 763 万。其中物品制造占 81 万服务业占 565 万, 休闲酒店业缺口 254 万。后期来看, 我们看好休闲和酒店业就业今夏迎来跳升, 原因有三: 1. 休闲酒店业通常会在夏季迎来季节性增长; 2. 休闲酒店业密集的佛罗里达州将在 6 月 26 日提前终止联邦失业救济发放; 3. 美国疫苗接种率仍在持续上升中。

美国经济复苏速度进程并不慢: 就业复苏速度已远超历史上其他经济复苏时期。距离疫情前的 763 万就业缺口全部弥补不是美联储收紧的必要条件, 2013 年 Taper 开启前, 美国就业市场也未曾完全恢复。虽然目前美联储并未给出具体标准指示就业修复到何种程度才足够开启 Taper, 但我们认为美联储寻求的是就业回到正轨, 而非修复至疫情前绝对水平。

● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

美德法意四国新增病例数持续下降, 英国受印度毒株传播影响新增病例数持续上升, 研究显示英国接种的阿斯利康疫苗对该毒株有效性为 60%。印度疫情蔓延趋势渐缓, 每日新增病例数从月初的 40 万例/天降至上周约 10 万例/天水平。

上周美国疫苗接种速度继续放缓。目前美国为所有 12 岁以上人口接种疫苗, 截至 6 月 7 日, 成年人口中已有 63.7% 接种一剂疫苗, 53% 完成接种。欧洲各国疫苗每百人疫苗接种量持续上升, 德、意、法三国每百人接种量分别为 64.74、62.31 和 58.36 剂。5 月以来日本疫苗接种提速, 目前每百人接种 12.34 剂。

● 上周主要资产走势概览

美股: 标普 7 日收 4226.52 点, 一周涨 0.53%; 道指 7 日收 34630.24; 一周涨 0.29%; 纳指 7 日收 13881.72 点, 一周涨 0.97%。

美债: 10 年期利率 8 日报 1.567%, 一周下行 5.5bp; 2 年期 8 日报 0.167%, 一周上行 0.9bp。

伦敦金 8 日报 1897.13 美元/盎司, 一周跌 0.45%; **美元指数** 8 日报 90.02, 一周涨 0.26%; **布油** 8 日报 70.91 美元/桶, 一周涨 2.09%; **伦铜** 8 日报 9952.5 美元/吨, 一周跌 3.13%。

内容目录

不同维度分析美国就业市场情况	4
分地区看	4
分行业看	5
美国经济复苏速度进程并不慢	7
为何近期 ADP 非农与 BLS 官方非农背离？以谁为准？	8
海外疫情与疫苗接种进度追踪	10
上周主要资产走势概览	11
美股	11
美债	12
伦敦金和美元指数	12
布伦特原油和伦敦铜	13
国信证券投资评级	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明	14

图表目录

图 1: 美国各州停止参与联邦失业补助金计划时间表.....	5
图 3: 美国非农就业人数 (千人)	6
图 4: 美国商品制造部门就业人数 (千人)	6
图 2: 美国就业人口行业分布情况-各行业就业人数占总就业人数比例 (%)	6
图 6: 美国 U3 失业率 (%)	7
图 7: 美国 ECRI 领先指标	7
图 8: 美国制造业指标持续向好 (%)	8
图 9: 美国个人消费支出已超过疫情前规模 (十亿美元)	8
图 10: 美国大小非农新增就业人数 2001-2019	9
图 11: 美国大小非农新增就业人数 2021.....	9
图 12: 美国由于经济原因从事非全日制工作人数 (千人)	9
图 13: 美日德英法意六国每日新冠病例新增数 (7 天移动平均)	10
图 14: 主要国家每百人疫苗接种量 (剂, 截至 2021-6-5)	11
图 15: 美国疫苗接种进度 (截至 2021-6-7)	11
图 16: 标普 500 指数 (截至 2021-6-7)	11
图 17: 道琼斯工业指数 (截至 2021-6-7)	11
图 18: 纳斯达克指数 (截至 2021-6-7)	12
图 19: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2021-6-8)	12
图 20: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2021-6-8)	12
图 21: 伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司) (截至 2021-6-8)	13
图 22: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2021-6-8)	13
图 23: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2021-6-8)	13
表 1: 美国失业率与劳动参与率 (%)	4
表 2: 美国不同地区职业空缺数 (个) 与失业人数之比	4
表 3: 美国初次申领失业救济人数-分地区 (人)	5
表 4: 美国分行业就业人数与疫情前差值 (千人)	7
表 5: 2013 年 5 月伯南克首提 Taper 时美国各项经济指标	8
表 6: 美国大小非农就业报告数据对比 (千人)	10

不同维度分析美国就业市场情况

5月美国劳工局非农就业增加 55.9 万人，不及预期 67.4 万人。失业率（U3）从上月的 6.1% 下降至本月的 5.8%，但部分改善归因于不减反降的劳动参与率（61.6%，较前值-0.1%）。从囊括消极工人和边际工人的 U4、U5 失业率看，美国就业市场 5 月有非常明显的改善，但距离疫情前的水平仍然有相当距离。4 月职位空缺数创新高，全美职位空缺数达 928.6 万，空缺率达到 6%。

表 1：美国失业率与劳动参与率（%）

指标名称	失业率:U3	失业率:U4	失业率:U5	失业率:U6	劳动力参与率
定义	失业人数/劳动力(官方失业率)	(失业人数+消极工人)/(劳动力+消极工人)	(失业人数+边际工人)/(劳动力+边际工人)	(失业人数+边际工人+兼职工人)/(劳动力+边际工人+兼职工人)	(被雇佣+积极找工)/16 周岁以上总人口数
2020-02	3.5	3.8	4.4	7.0	63.3
2020-03	4.4	4.7	5.2	8.7	62.6
2020-04	14.8	15.1	16.0	22.8	60.2
...	...	...	...	...	...
2021-02	6.2	6.5	7.3	11.1	61.4
2021-03	6.0	6.4	7.1	10.7	61.5
2021-04	6.1	6.4	7.2	10.4	61.7
2021-05	5.8	6.1	6.9	10.2	61.6

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

目前，不仅商品市场存在供需错配问题，美国就业市场也存在严重的劳动力供给短缺，不能满足旺盛的招工需求问题。我们分几种不同维度细致拆分了美国就业市场数据和政策动向，判断目前美国就业市场状态，推断接下来的复苏进程。

分地区看

美国本土地域辽阔，2020 年人口约为 3.3 亿，人种组成复杂，白人、黑人、拉美裔、中东裔与亚裔文化与生活习惯相差较大，不同地区之间的经济活动规律和就业市场情况不尽相同。分地区来看，南部招工困难问题最突出（职位空缺/失业人数为 1.1，空缺数比失业人数多 31 万），其次是中西部（职位空缺/失业人数为 1.1，差值为 16.8 万），西部（0.71）和东北部（0.85）就业市场用工荒问题相对缓和。

表 2：美国不同地区职位空缺数（个）与失业人数之比

	2020 年 2 月 28 日 职位空缺数	2021 年 3 月 31 日 职位空缺数	2021 年 4 月 30 日 职位空缺数	2021 年 5 月失 业人数	职位空缺人数 /失业人数
东北部	1294000	1524000	1739000	2056655	0.85
西部	1583000	1818000	1959000	2753309	0.71
中西部	1520000	1593000	1783000	1614784	1.10
南部	2972000	3163000	3537000	3228166	1.10

资料来源:Wind、BLS、国信证券经济研究所整理

美国州级失业补助平均为 330 美元/周，加上最近备受诟病、被认为拖累就业市场复苏的联邦层级 300 美元/周（拜登 1.9 万亿财政刺激的一部分），美国失业者平均每周能收到 630 美元补助，折算成年薪为 32000 美元，大约是全美最低时薪的 2 倍。

美国“联邦制”政府意味着各州政府自治权力较强。截至 6 月 2 日，有 25 个州宣布将提前终止参与原本于今年 9 月 6 日到期的联邦失业补助（每周 300 美金），主要为传统上支持共和党的州。分地区看，南部 17 个州中有 10 个州已

宣布将在 6-7 月提前终止联邦失业救济发放，西部和中西部州中则有一半宣布将在 6 月底或 7 月初提前终止发放。

图 1：美国各州停止参与联邦失业补助金计划时间表



资料来源：Google 新闻、国信证券经济研究所整理

根据我们的计算，将在 6-7 月提前终止额外失业救济发放的州覆盖美国总人口的 43%和失业人口的 37%。后期不排除更多州宣布在 9 月 6 日之前提前退出联邦额外失业救济项目，加快就业市场复苏。正如爱达荷州州长所说：“强劲的经济离不开工人回到岗位上”。

失业救济的高频指标上看，全美首次申领失业救济人数已连续 6 周下降。分地区看，南部地区下降最为连续，东北部和中西部有反复迹象。阿拉斯加、加利福尼亚、伊利诺伊、新罕布什尔、宾夕法尼亚和罗德岛 6 个州前两周初次申领失业救济人数连续上升，其中只有阿拉斯加州宣布于 6 月 12 日终止额外失业救济发放，另五个州的发放将持续到 9 月。

表 3：美国初次申领失业救济人数-分地区（人）

	2021/4/5	2021/4/12	2021/4/19	2021/4/26	2021/5/3	2021/5/10	2021/5/17	2021/5/24
东北部	124380	107001	115157	100632	87409	86421	81250	86844
南部	233120	206933	223428	173065	177790	150868	135507	112262
西部	149532	146070	149587	132327	130808	128738	120322	120883
中西部	113165	122470	121740	104712	92856	86344	79530	85056

资料来源：美国劳工部、国信证券经济研究所整理

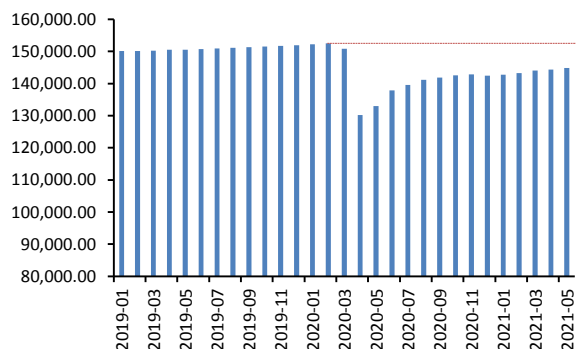
如果超额失业救济确是就业复苏缓慢的主要原因，由于 25 个州将陆续在 6 月下旬至 7 月上旬提前终止联邦失业救济发放，那么在 8 月 6 日发布的 7 月 BLS 非农就业报告将出现非常明显的就业改善。

此次经济复苏过程中美联储不断强调重视就业修复。接下来三次的美联储议息会议将分别在 6 月 16 日、7 月 28 日和 9 月 22 日召开。我们判断 9 月 22 日的联储议席会议提到讨论 Taper 的可能性大幅上升。

分行业看

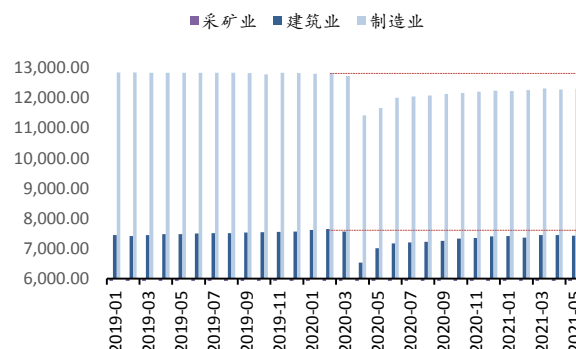
疫情期间制造业受疫情影响较小，复苏速度较快。制造业就业人数占总非农就业人数的 8.59%，5 月制造业就业人数较疫情冲击前仍有 50.9 万的差距。目前制造业用工需求旺盛，招工困难和岗位所需技能与现有劳动力得不到匹配是制造业当前面对的主要矛盾。

图 2：美国非农就业人数（千人）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

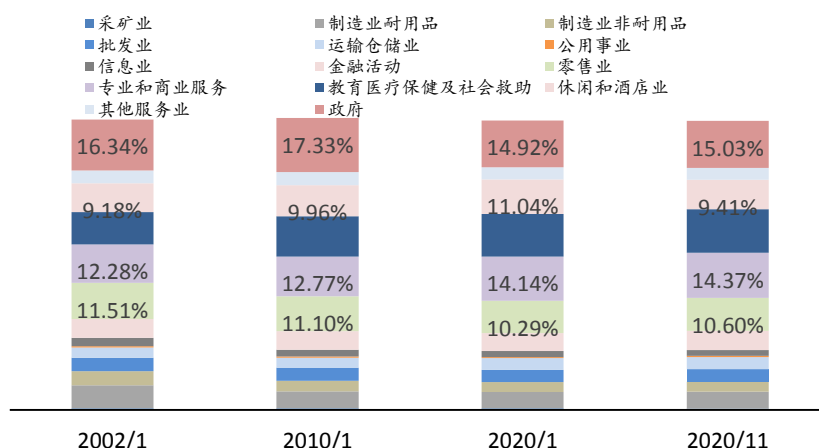
图 3：美国商品制造部门就业人数（千人）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

预计接下来几个月内制造业招工困难问题将反应在工业产出水平上。根据美国 ISM 发布的 PMI 报告，目前制造业用工困难问题比较突出，不仅影响工厂和仓库，也影响供应链效率，5 月运输仓储业就业人口较疫情前少 9 万。

图 4：美国就业人口行业分布情况-各行业就业人数占总就业人数比例（%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

服务业占美国所有就业人口比例非常高，受疫情影响严重。休闲和酒店业与零售业就业人数在疫情前分别占总非农就业人口的 11.04%和 10.29%。

5 月非农就业人数与疫情冲击前的 2020 年 2 月非农就业人数相比，缺口仍有 763 万。其中服务业占 565 万，政府部门占 117 万，物品制造占 81 万。休闲酒店业缺口达到 254 万。

表 4: 美国分行业就业人数与疫情前差值 (千人)

分行业	2021 年 5 月与 2020 年 2 月就业人数相差人数 (千人)
美国非农就业人数	-7,629.00
美国非农就业人数:私人	-6,462.00
商品生产	-810.00
商品生产: 采矿业	-76.00
商品生产: 建筑业	-225.00
商品生产: 制造业	-509.00
服务生产	-5,652.00
服务生产:休闲和酒店业	-2,538.00
服务生产:批发业	-211.10
服务生产:运输仓储业	-99.80
服务生产:公用事业	-7.20
服务生产:信息业	-193.00
服务生产:零售业	-411.20
服务生产:专业和商业服务	-708.00
服务生产:教育和保健服务:医疗保健和社会救助	-764.60
服务生产:其他服务业	-353.00
政府	-1,167.00

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

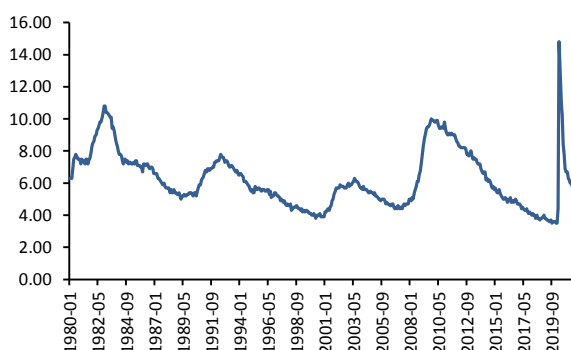
我们看好休闲和酒店业就业今夏迎来跳升, 原因有三:

- 1.从历史规律中可发现美国夏季旅游需求旺盛, 休闲酒店业通常会在夏季迎来季节性增长;
- 2.休闲酒店业密集的佛罗里达州将在 6 月 26 日提前终止联邦失业救济发放, 将有利于工人回到就业岗位;
- 3.美国疫苗接种率仍在缓慢上升中, 大部分州疫情管控预计将在夏季解除, 这对于休闲酒店业就业修复至关重要。截至 6 月 7 日, 美国成年人口中已有 63.7% 接种一剂疫苗, 53% 完成接种。

美国经济复苏速度进程并不慢

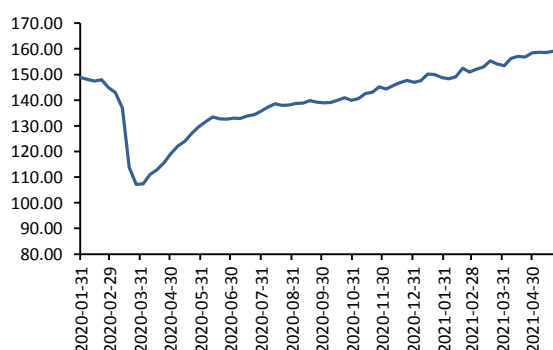
需要强调的是, 目前披露的经济数据并不能说明美国经济陷入滞涨之局。虽然就业指标改善不及预期, 但就业复苏速度已远超历史上其他经济复苏时期。纵向对比来看, 次贷危机后直至 2014 年 U3 失业率才降至目前的 5.8% 水平。

图 5: 美国 U3 失业率 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 美国 ECRI 领先指标

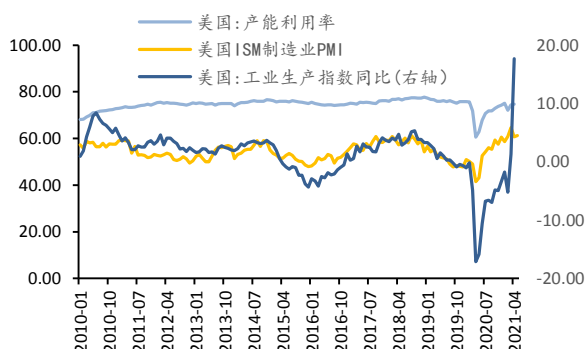


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

从消费、工业产出、制造业 PMI、耐用品订单等多项重要经济指标看, 美国经济都没有“滞”的迹象。我们维持此前判断, 此次经济复苏较历史上经济复苏进程而言力度明显更强, 速度更快。但由于市场预期较高, 经济数据持续不达

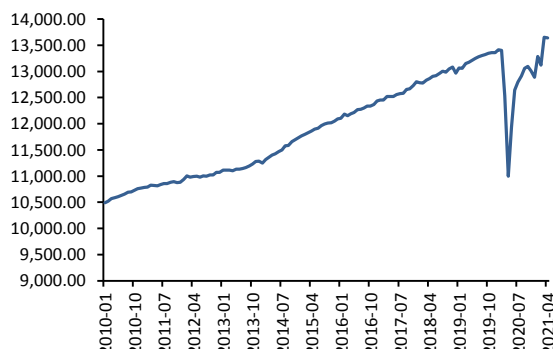
预期，近期给市场参与者造成略微有“滞”的虚假印象。

图 7：美国制造业指标持续向好（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：美国个人消费支出已超过疫情前规模（十亿美元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美联储货币政策方面，我们认为，763 万就业缺口全部弥补不是美联储收紧的必要条件，因为很可能根本补不齐。原因有两点，一是 2020 年 2 月因为美国进行人口普查，政府部门雇佣了大量临时雇员。目前人口普查工作已结束，此部分缺口无法补齐。二是部分劳动参与率的修复将非常缓慢，甚至部分下降是永久性的（比如大量工人因疫情提前退休）。

2013 年 Taper 开启前，美国就业市场也未曾完全恢复。2013 年 5 月 22 日时任美联储主席伯南克在美国国会发表证词，首次提及缩减购债，2013 年 4 月美国非农就业人数距离次贷危机前高点（2008 年 1 月）仍有 253.2 万差距，非农私人就业人数有 201.4 万人距离。

综上，虽然目前美联储并未给出具体标准指示就业修复到何种程度才足够开启 Taper，但我们认为美联储寻求的是就业回到正轨，而非修复至疫情前水平。

表 5：2013 年 5 月伯南克首提 Taper 时美国各项经济指标

指标	次贷危机/欧债危机中低（高）点	2013 年 5 月	变化
PCE 通胀	-1.92%	1.25%	+ 3.17%
核心 PCE 通胀	0.90%	1.42%	+ 0.52%
失业率（U3）	10%	7.5%	- 2.5%
个人消费支出同比	-2.35%	1.25%	+ 3.6%
实际 GDP 增速（同比）	-3.92%	1.57%（Q1）	+ 5.49%
联邦财政盈余（十亿美元）	-1412.69（2009 年）	-1076.5（2012 年）	缩小 336.19
10 年期美债利率	1.62%	2.2%	+ 58 bp

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_20026

