

固收点评 20200810

7月非农再超预期，节奏放缓趋势向好—— 美国7月非农数据点评

2020年08月10日

事件：

■ **美国7月就业市场表现再超预期：**美国6月非农就业人数季调后增加176.3万人，预期增加160.0万人；失业率为10.2%，预期为10.5%。同时ADP就业人数增加16.7万人，预期增加150万人，前值也由306.5万人大幅修正为增加431.4万人，总体而言美国就业市场表现依旧好于预期，但经济复苏前景喜忧参半。

观点：

- **就业数据节奏放缓：**在新增的176.3万非农就业中，服务业占据逾85%。不过相比上月就业增加幅度，这些“接触式”行业7月增幅显著回落，显然是受到公共卫生事件反弹负面影响，但疫情走向失控可能较小。同时与传统周期不同，此轮经济衰退并非因为经济内部失衡，而是因为物理封锁，所以在政府给予家庭和企业强有力救助背景下，一旦解封，经济复苏势头将会显现。
- **就业市场依然脆弱：**本次非农数据于7月15日前收集，6月中下旬疫情二度复发造成复工复产暂停以及后续的影响并未计算在内。本次数据从调查方式及结构性来看都存在诸多问题，ADP报告与非农报告数据出入较大，我们需明确美国经济复苏欲振乏力。
- **政策托底较难卸力：**货币财政方面，美联储的资产负债表已经从3月中旬的4万亿美元膨胀到大约7万亿美元，实际上的对公共部门的债务货币化进程为“正在进行时”，对私人部门的货币化姿态为“相机而动”；财政政策方面，美国财政部于8月5日表示，将于本周所谓到期国债季度再融资操作中发行创纪录的1120亿美元国债。我们认为，“经济离不开财政，财政离不开货币”的格局已经形成，只有当经济转好的趋势确定下来之后，财政才可以卸力，进而货币才可以卸力。我们预计，美国将会持续采取超宽松的货币政策，以及史无前例的财政刺激以对冲疫情给经济带来的负面影响。未来如果财政支持和刺激力度不及预期，或落地迟缓，将有可能给美国劳动者重新带来就业压力和收入压力，并最终影响经济复苏的形态与进程。
- **风险提示：**（1）疫情持续时间超预期；（2）逆全球化超预期；（3）民粹反弹超预期。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

- 1、《固收周报 20200809：一周策略：货币政策稳健适度，国际局势日趋复杂（2020年第30期）》2020-08-09
- 2、《固收周报 20200809：利率债周报：引导利率平稳运行，促进国内国际良性循环（2020年第30期）》2020-08-09
- 3、《固收周报 20200809：美就业复苏渐趋缓，美债美元新低可期》2020-08-09
- 4、《固收周报 20200809：本周股市小幅震荡，关注转债投资机会》2020-08-09
- 5、《固收周报 20200809：风险信息周报（2020.08.03 - 2020.08.09）》2020-08-09

内容目录

1. 就业数据节奏放缓，经济复苏仍在持续	4
2. 就业市场依然脆弱，经济复苏欲振乏力	5
3. 政策托底较难卸力，寄望财政两党角力	10
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: 美国 ADP 新增就业人数、非农新增就业人数 (单位: 千人)	5
图 2: 各行业新增就业人数 (单位: 千人)	5
图 3: 美国新冠肺炎当日新增及当日治愈病例 (单位: 例)	6
图 4: 美国失业率、劳动参与率 (单位: %)	6
图 5: 2020 年家庭调查回应率 (单位: %)	7
图 6: 美国初请失业金、续请失业金人数 (单位: 千人)	8
图 7: 美国 Markit 制造业 PMI、服务业 PMI	9
图 8: 美国密歇根大学消费者预期指数、消费者信心指数	9
图 9: 美国个人消费支出、美国居民储蓄率 (单位: 十亿美元, %)	10
图 10: 美联储资产负债表 7 月非农公布当周增/减项变动情况	11

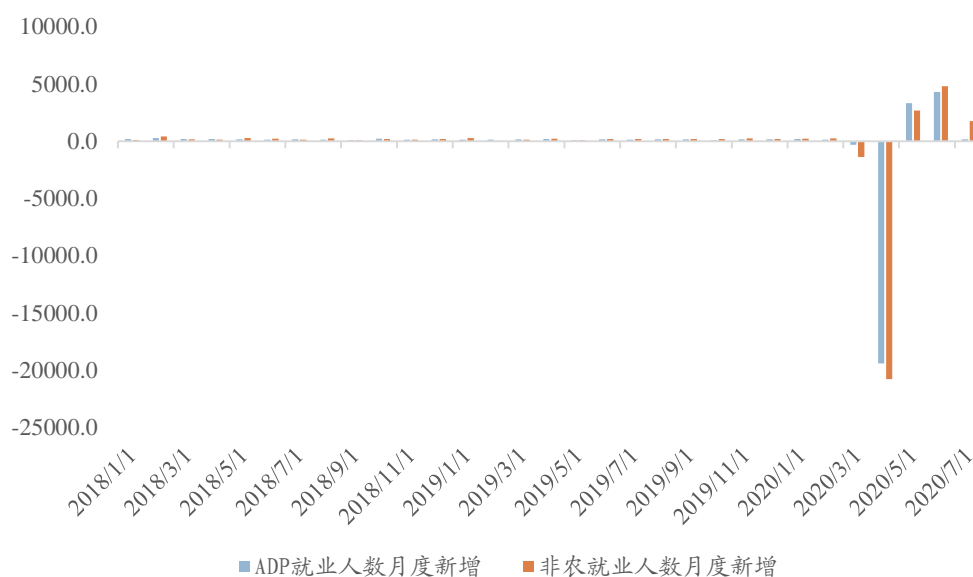
1. 就业数据节奏放缓，经济复苏仍在持续

美国 7 月非农就业人数季调后增加 176.3 万人，预期增加 160.0 万人，失业率为 10.2%；5 月份非农新增就业人数从 270 万人上修至 272.5 万人，6 月份非农新增就业人数从 480 万人下修至 479.1 万人。同时，ADP 就业人数增加 16.7 万人，远低于预期的 150 万人，前值从 236.9 万大幅上修至增加 431.4 万人。总体来看 7 月非农数据再超预期，且为连续第三个月回升，尽管不敌前值复苏节奏有所放缓，但仍处于向好方向。

在新增就业中，对就业最大的贡献仍然来自私企领域，行业方面服务业仍是主力，贡献了近 86% 的增长量。其中休闲住宿、零售、教育医疗、商业服务分别增加 59.2、25.8、21.5 和 17 万人。不过，相比上月就业增加幅度，这些“接触式”行业 7 月增幅显著回落，一方面是受到公共卫生事件反弹负面影响，另一方面也要考虑基数效应，即各行业中较容易回复的失业恢复后，后续的失业恢复会自然表现出更为缓慢的特征，同时短期失业转化成长期失业的风险将显著上升。

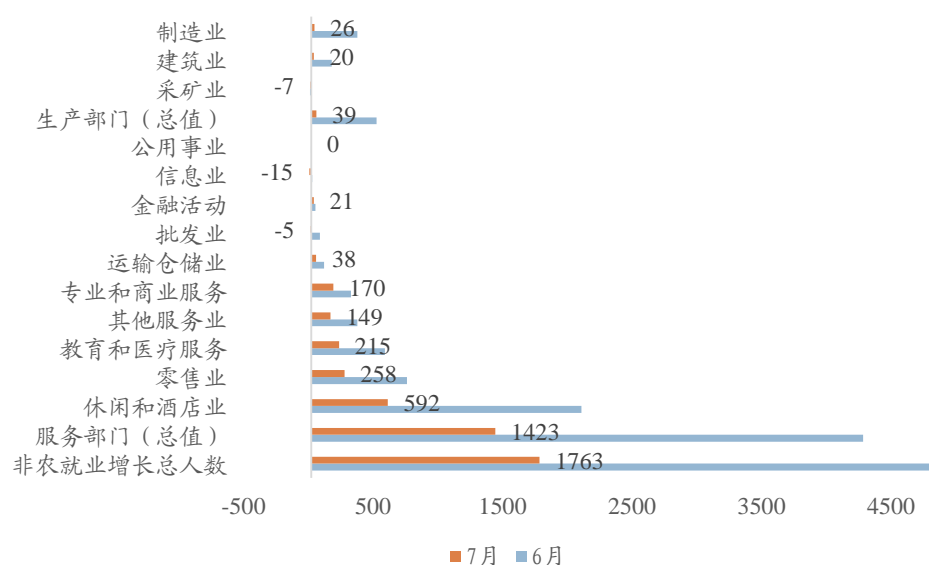
上月非农就业报告发布时，当时美国南部各州的疫情还未出现大规模反弹，而 6 月下旬疫情开始反弹，7 月每日新增确诊病例均超过 4 万，但这些事实并未反映到 6 月中旬的就业数据调查中。示威游行可能是此次美国公共卫生事件反弹的主要原因之一，复工则是次要原因，因而此次公共卫生事件反弹更可能是一次插曲，走向全面失控概率仍较小；相应地，公共卫生事件反弹可能导致美国经济复苏节奏减慢，但难改修复大趋势。不过，即使在这一背景下，7 月非农就业依然增长 176.3 万人，显示在宽松的财政和货币政策支持下，美国劳动力市场继续保持了不错的动能。而且 8 月初以来，美国新增确诊略有回落的迹象。所以我们认为，美国经济在 7-8 月只是复苏节奏“缓一缓”，但复苏仍在持续。

图 1：美国 ADP 新增就业人数、非农新增就业人数（单位：千人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：各行业新增就业人数（单位：千人）

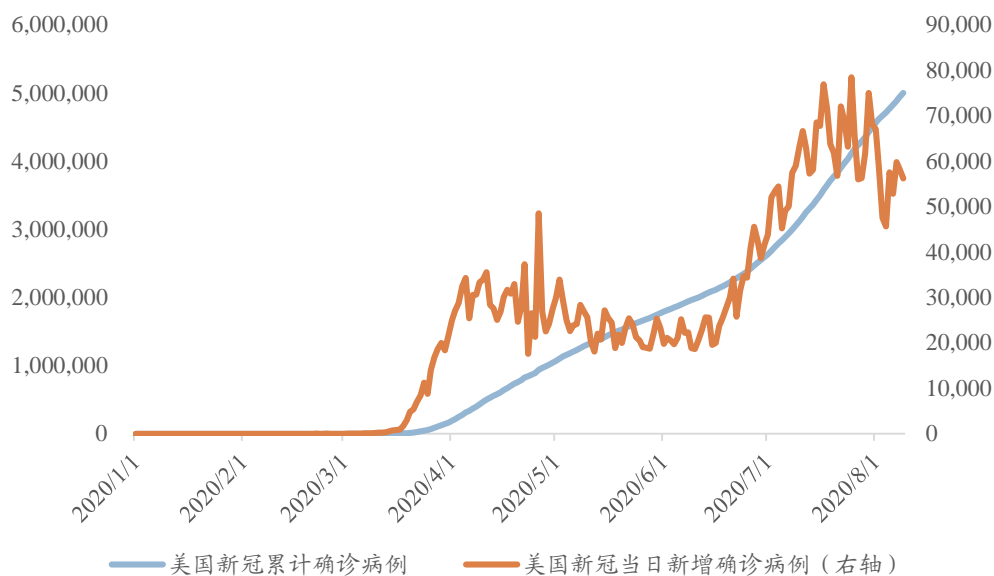


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 就业市场依然脆弱，经济复苏欲振乏力

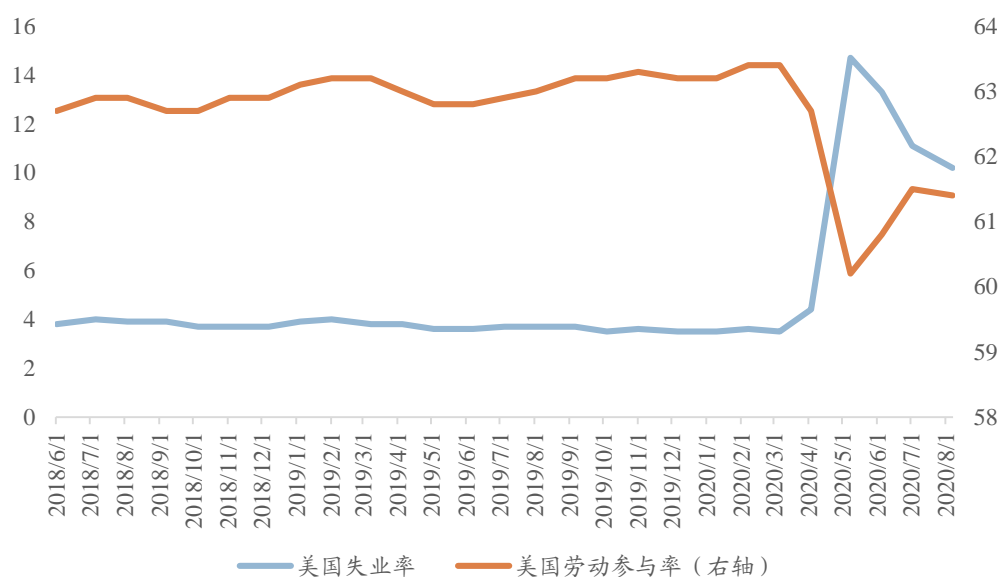
尽管美国 7 月非农就业数据增长超预期表明经济复苏仍在持续，我们也不可否认，随着新冠肺炎感染病例的再度激增，美国 7 月份就业增长大幅放缓，已经表明美国经济复苏步履蹒跚，欲振乏力，非农就业增长人数这一看似强势的数据背后仍不容乐观。

图 3：美国新冠肺炎当日新增及当日治愈病例（单位：例）



数据来源：OWID，东吴证券研究所

图 4：美国失业率、劳动参与率（单位：%）

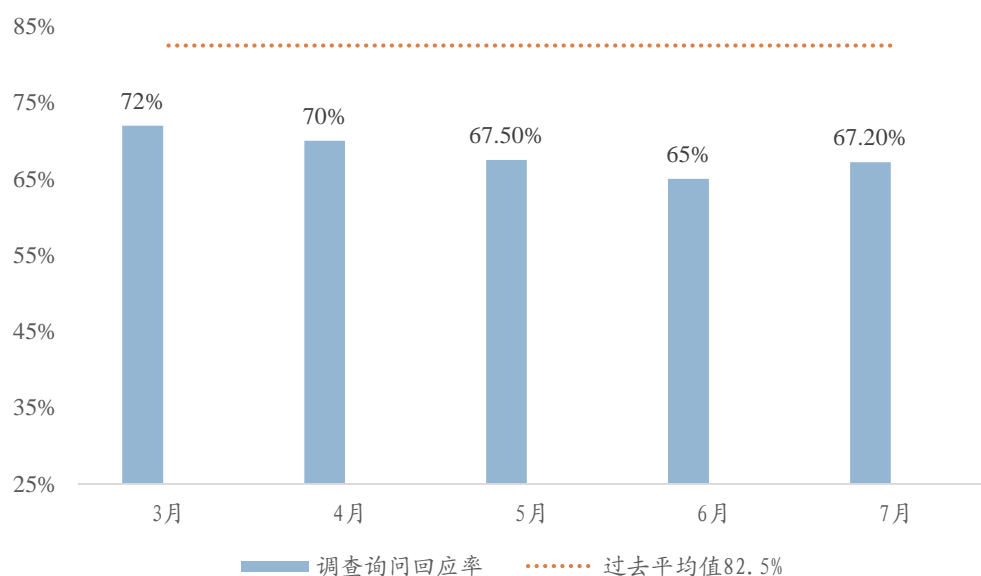


数据来源：Wind，东吴证券研究所

首先，这一超预期的数据可能存在诸多统计缺陷。7月失业率为10.2%，超出10.5%的预期，前值为11.1%。即使失业率相比于3月以来有所降低，但仍然高于2008年经济危机期间最高的失业率水平。即使该数据在统计过程中没有失误，这一失业率同样不容乐观。按照这个改善速度，美国要等到2027年就业率才能恢复至今年年初危机前的水

平。但其实该数据主要基于 7 月上旬的电话随机采访调查所得，滞后性高，样本容量小，我们在上月非农数据报告《6 月非农再超预期，隐忧或在 7 月显露》中就表示过这一问题，**从调查方式看，失业率有被低估的可能性**。衡量失业率等劳动力现状的家庭调查的数据收集率为 67%，虽然较 6 月的收集率 65%有所上升，但仍远低于疫情前的 12 个月均值 83%。此外，失业率从 6 月份的 11.1%下降到 10.2%，但失业率下降的部分原因是部分人将自己错误地归类到“有工作”部分。自一月以来，约有 500 万人退出了劳动力市场，不在失业率的统计范畴之内，7 月美国劳动力参与率仅为 61.4%，处于近 45 年以来的历史低位水平。在这样的情况下，有许多实际处于“失业”状态的劳动力是不被计算入就业数据的，失业就业数据计算也存在比较明显的结构性偏差，实际上这样的失业人数远比数据反映出来的更加庞大。

图 5：2020 年家庭调查回应率（单位：%）

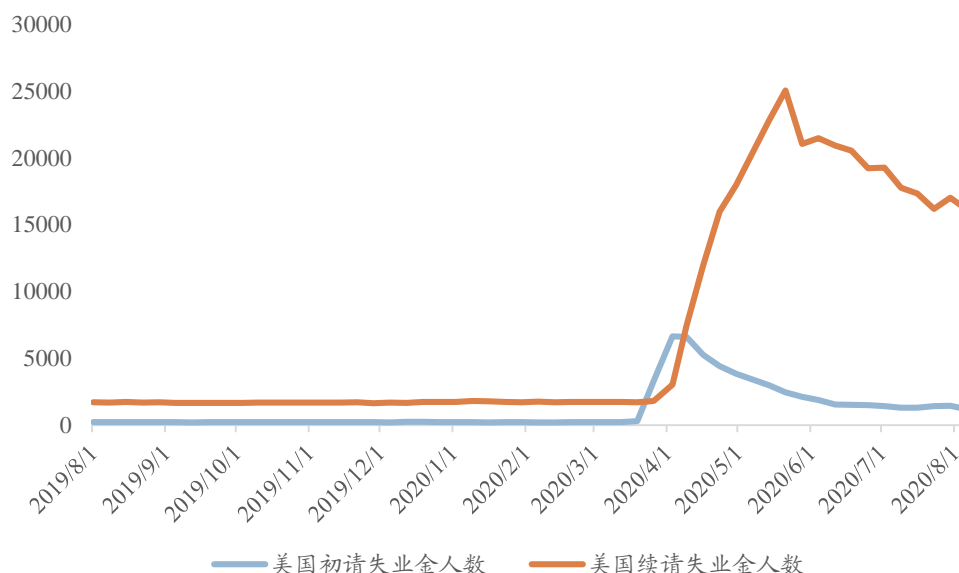


数据来源：BLS，东吴证券研究所

其次，从较高频率的劳动力市场指标来看，信号从复苏缓慢到大幅恶化不一而足，**美国就业市场依然脆弱**。虽然上周美国初请失业金人数为 118.6 万，创疫情开始以来新低，但下降速度有所放缓，这表明在一些州，病毒卷土重来推迟或扭转了重新申请失业金人数的增长。同期持续申请失业救济人数减少了 90 万左右，但仍高于 1600 万，近 3 周来数据出现反复，并无明显下降迹象。面对失业率与领取失业金人数看似矛盾的差异，**我们认为，这两项领取失业金人数的数据均基于实时、全面的申请系统数据集成，可信度、实时性和全面性都优于非农数据**。非农数据是基于电话随机调查搜集所获得，较小的样本容量限制了它的代表意义，相对来说，每周失业救济申请人数等数据则是实时、全面的数据，疏漏的可能性较小。此外，美国劳工部数据显示，截至 7 月中旬，全美领取政府紧急救济金的人数依然超过 3000 万，也就是说约五分之一的美国劳动人口处于

失业的状态。许多希望重返工作岗位的人发现，企业并没有足够的岗位空缺，这也提醒人们疫情的负面影响或将变得长期化和复杂化。如果社会活动持续当前趋势，则肯定会给未来几个月的就业报告带来压力；我们认为，经济复苏很大程度上取决于能否成功控制病毒的传播。美国经济复苏的第二阶段将更具挑战性，在没有新的广泛而实质性财政计划的情况下，我们应为就业和支出数据走弱做好准备。

图 6：美国初请失业金、续请失业金人数（单位：千人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

此外，“小非农”也暗示美国就业疲软。8月5日发布的7月ADP就业报告，也就是所谓的“小非农”数据显示就业人数增幅大幅放缓，与非农数据形成较大出入。ADP 7月新增就业仅仅为16.7万人，低于预期的150万人，也远低于6月的前值431.4万人。可以看出就业市场的复苏在7月有所放缓，同时经济放缓对各个规模和行业的企业都产生了影响。我们认为“小非农”与“大非农”数据存在较大出入的原因主要有二点：一是ADP调查仅包括私营部门的就业数据，不包括政府就业。本月非农数据政府提供就业岗位增加了30.1万，贡献了17%的份额。政府就业人数大增主要源于委调，一般在

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_3342

