

6 月美国非农点评

证券研究报告

2020 年 07 月 06 日

作者

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

向静姝 联系人
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：不确定性环境下的复苏斜率再定价-下半年宏观经济与投资展望》 2020-06-28
- 2 《宏观报告：宏观点评》 2020-06-16
- 3 《宏观报告：如果拜登入主白宫-Part I：通往白宫之路》 2020-06-11

6 月非农表现亮眼，但尚未体现疫情二次反弹的冲击，高频数据初次申请和持续申请失业金的人数下滑速度都在放缓，预示劳动力市场改善正在遭遇瓶颈。下一阶段财政刺激力度可能有所减弱，倒逼部分复工，但并不意味着需求复苏。

经济重启后前期就业下降最多的生活服务业反弹最大，其中餐饮、酒店和娱乐业的就业较 5 月有较大反弹，采矿、政府和信息产业的就业尚未恢复，甚至仍在恶化。

疫情后美国企业部门会经历漫长的去杠杆，企业在未来相当长的一段时间内会将现金流用于修复资产负债表，而非急于大幅增加资本开支和招聘计划，尤其是财务状况更加脆弱但就业人数最多的中小企业，商业服务、机械设备、石油燃气、金属矿业和纺织服装等现金流紧张的行业。

疫情发生后，部分群体对返回劳动力市场更为审慎，一方面担心病毒的感染，一方面经济形势可能使他们感到气馁。另一方面，兼职工作的人明显增多。

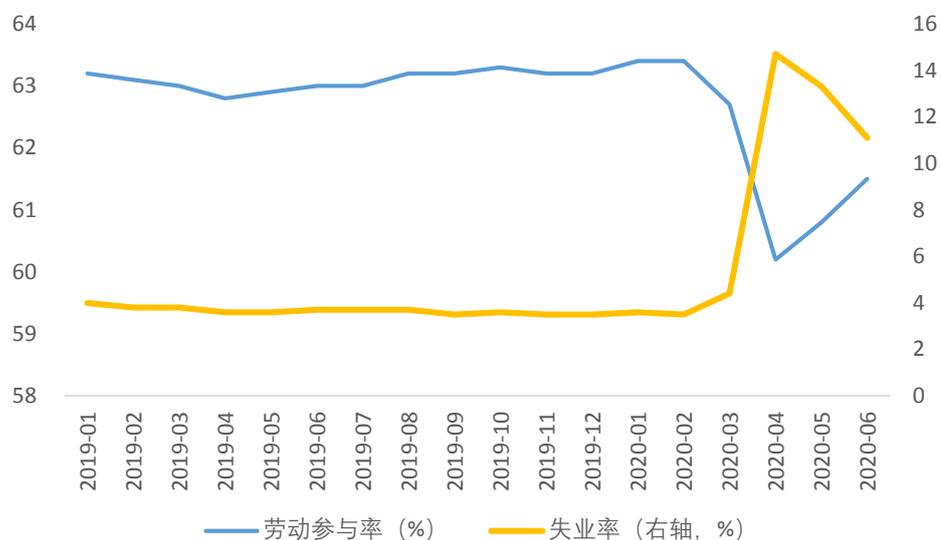
疫情通常会对贫穷、弱势的社会群体形成更严重的冲击，进而扩大贫富差距。一方面，贫富分化的加剧将拖累消费复苏的步伐。另一方面，社会结构的失衡将进一步推动民粹主义的高涨，对内激化各层次社会矛盾，对外催化地缘政治风险，全球经济复苏的路径也将更为曲折难测。

风险提示：美国经济复苏超预期，美国财政刺激超预期



(1) 美国 6 月非农就业人数增加 480 万人 好于预期的 323 万人 失业率下降至 11.1%，劳动参与率回升至 61.5%，显示就业在经济重启和经济刺激计划的推动下正在缓慢恢复，但距离疫情前 3.5% 的失业率和 63.4% 的劳动参与率还有很大差距。

图 1: 劳动参与率 vs 失业率 2019-现在



资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 2: 美国就业人口大跌之后小幅回升

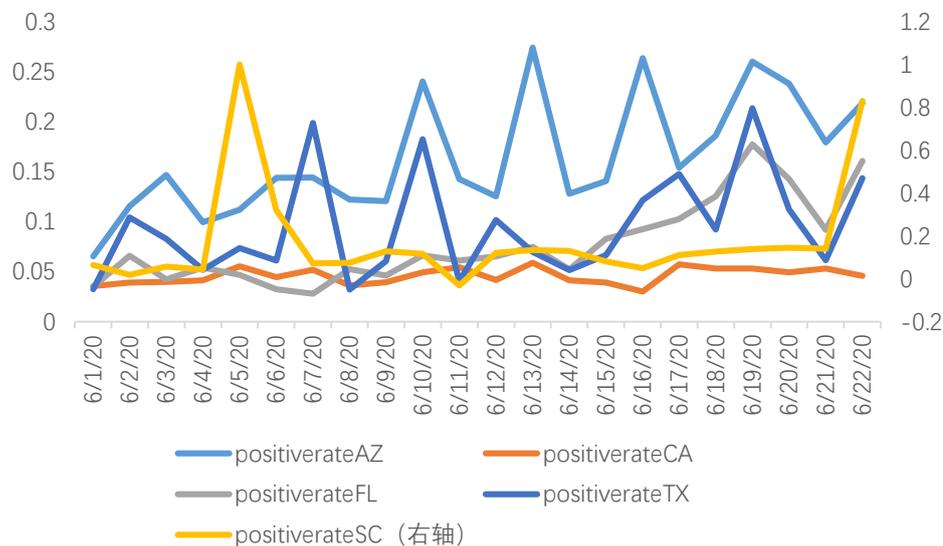


资料来源: FRED, 天风证券研究所

(2) 值得注意的是, 6 月非农报告是在 6 月 12 日当周进行的, 美国部分州此后出现的疫情二次反弹, 因此这份报告尚未体现疫情二次反弹的影响。目前俄勒冈、犹他和田纳西等

州暂停复工计划，佛罗里达、得克萨斯州和密歇根等州已宣布关闭休闲娱乐场所，休斯敦等地可能计划重新实施居家令，疫情反复可能将影响到后续就业市场的恢复斜率。

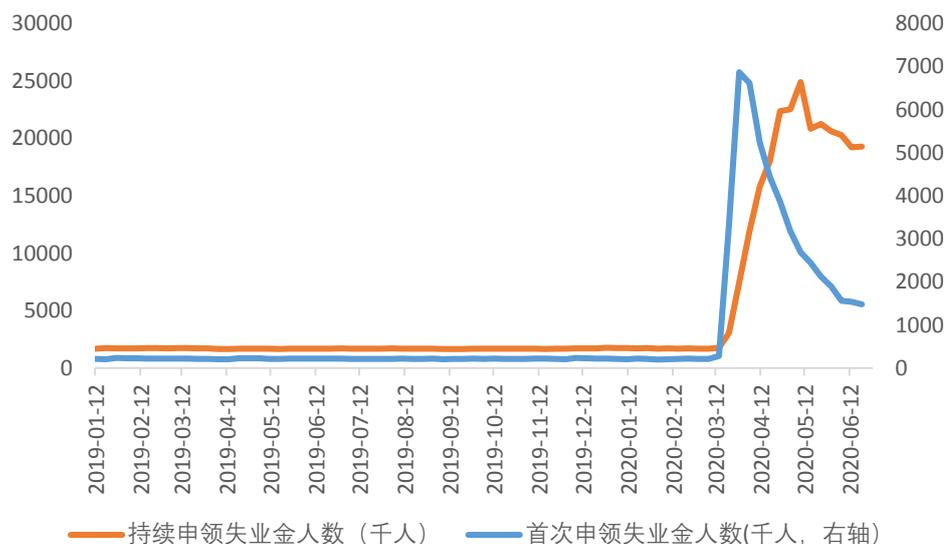
图 3：亚利桑那（AZ）、佛罗里达（FL）、得克萨斯（TX）、南卡（SC）阳性率与加州对比



资料来源：John Hopkins University，天风证券研究所

过去一周仍然有 150 万人初次申请失业金，即这些人在经济重启后仍然遭遇失业，不仅远高于疫情前的每周 20 万人，而且从最近几周的数据来看，初次申请和持续申请失业金的人数的下滑速度都在放缓，预示劳动力市场改善正在遭遇瓶颈。

图 4：首次申领失业金和持续申领失业金人数



资料来源：FRED，天风证券研究所

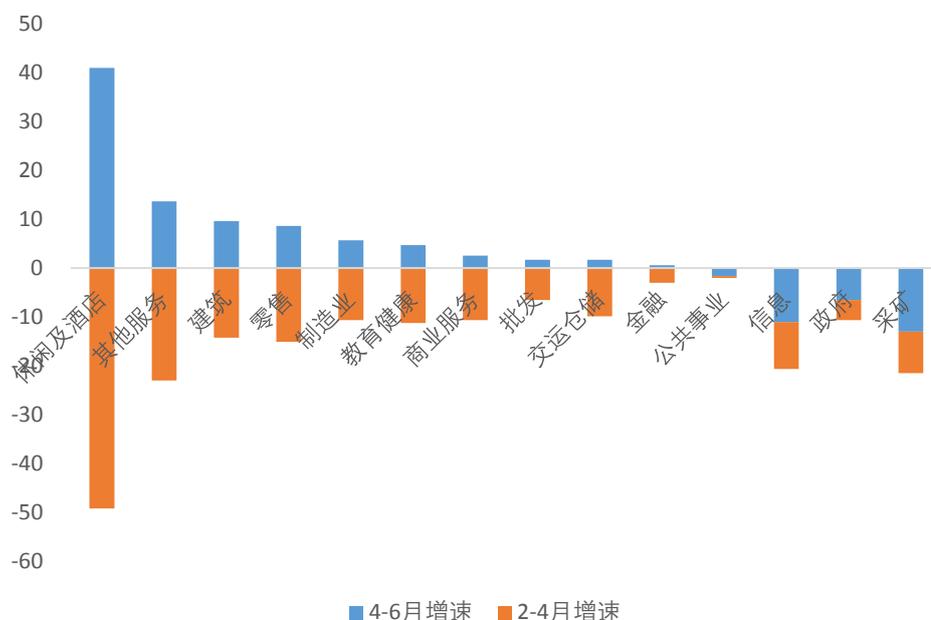
(3) 从 6 月这份报告来看，经济重启后前期就业下降最多的生活服务业的就业反弹最大，

其中餐饮、酒店和娱乐业较 5 月有较大反弹。因为短期的封锁暂不影响长期的需求，这些行业中的失业人口有很多属于“临时性失业”，在封锁解除、经济重启后重回工作岗位。但是即便如此，餐饮、酒店和娱乐业仍各有 1/4、1/3 和 1/3 的从业人员处于失业状态。

其次，前期受疫情影响关闭工作场所且无法远程办公的零售、建筑和制造业的就业也有较快回升，而且细分行业的就业恢复情况比较平衡，其中建筑业的就业情况接近复原，除建筑业的工作场景受疫情影响较小以外，需求较强也是关键因素，疫情前后的美国房地产市场销售已经进入量价回升期；制造业中的高科技制造（半导体等）的就业也接近复原。

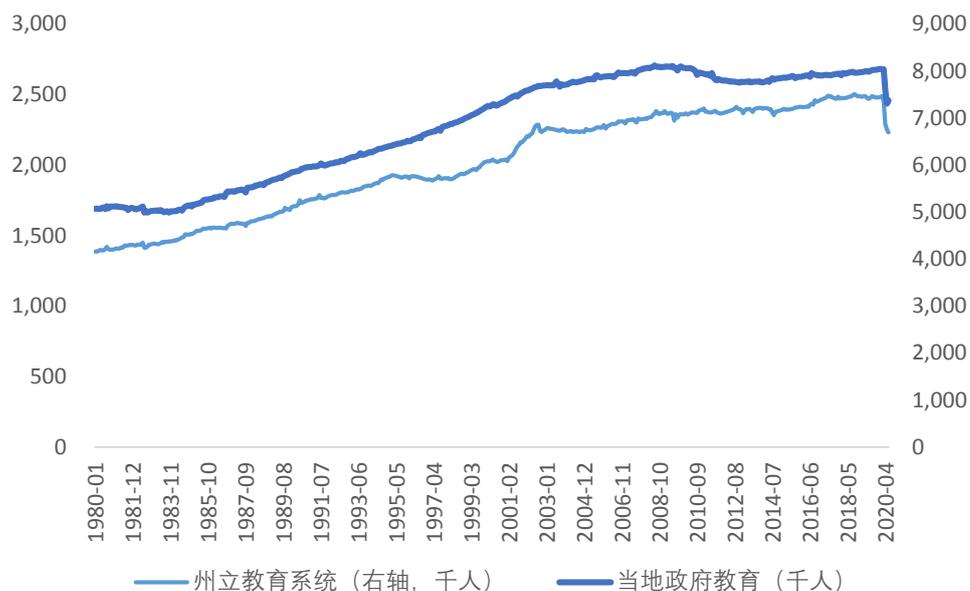
但是，采矿、政府和信息产业的就业尚未恢复，甚至仍在恶化，其中采矿受油价低迷的影响，油气开采的就业人口仍在下降；政府雇员里失业最多的是公立教育系统（包括州立学校和地方公立学校），而联邦政府和邮政系统在疫情中几乎毫发无损；信息产业中受伤最大的是电影工业，目前就业情况还不到疫情前的一半。

图 5：美国非农就业分行业变化幅度（%）



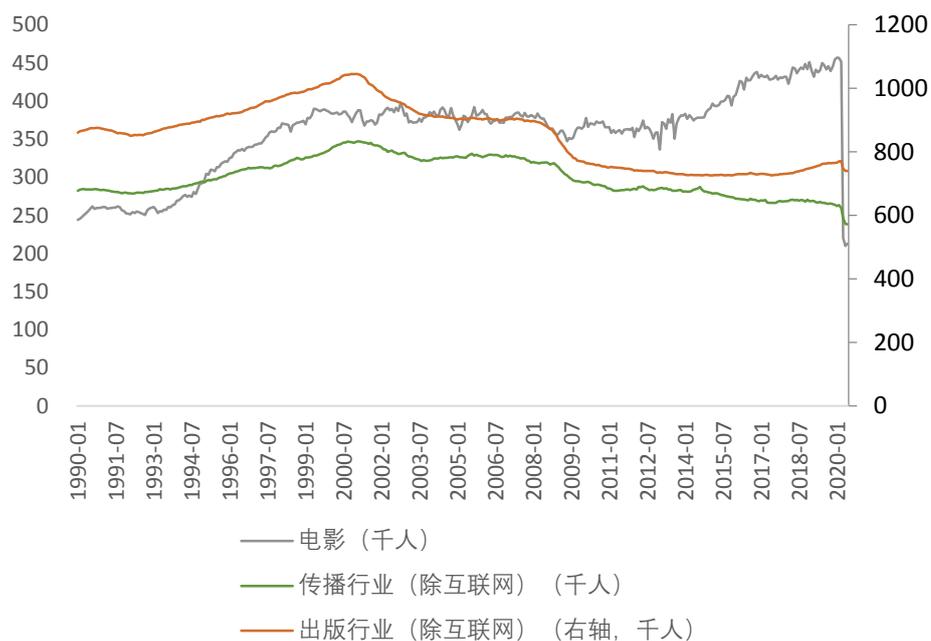
资料来源：Fred, 天风证券研究所

图 6: 政府部门细分就业情况



资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 7: 信息行业细分就业情况



资料来源: FRED, 天风证券研究所

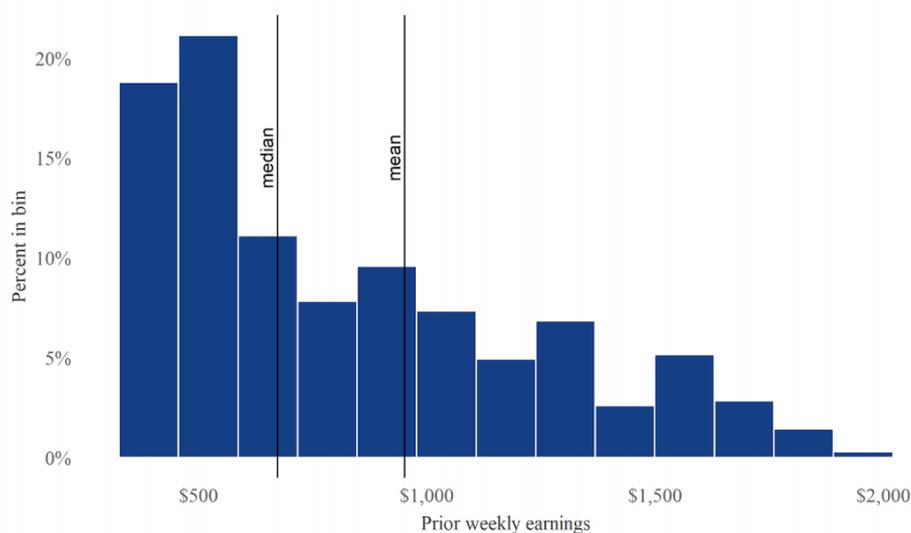
(4) 另一个值得注意的是,来自经济刺激计划的就业支持力度将逐渐减弱。“薪资保障计划(PPP)”的申请截止时间从6月30日延长到了8月8日【1】,但是“CARES法案”发

¹ <https://thehill.com/homenews/505360-senate-extends-application-deadline-for-ppp-small-business-loans>

放的额外失业补助（600 美元/周）将在 7 月 31 日截止（【2】）；同时，7 月 31 日美国又将面临“财政悬崖”，两党对下一阶段经济刺激计划的规模和侧重存在分歧，下一阶段的财政刺激力度可能有所减弱。

调查数据显示约 70% 具有补助金领取资格的失业者的周薪低于政府补贴（联邦政府 600 美元加上部分州政府补贴 370 美元接近 1000 美元/周【3】），财政补贴大于工资收入也是导致临时性失业的原因之一，未来政府补贴减弱可能让临时性失业返回复工，但需求改善才是就业复苏的关键。

图 8：失业前周薪低于 1000 美金的劳动力约占 70%



Notes: This figure shows the distribution of average weekly earnings in the year prior to unemployment for unemployed workers who are eligible for UI. Average weekly earnings are the ratio of annual earnings to annual weeks worked in the Current Population Survey Annual Social and Economic Supplement.

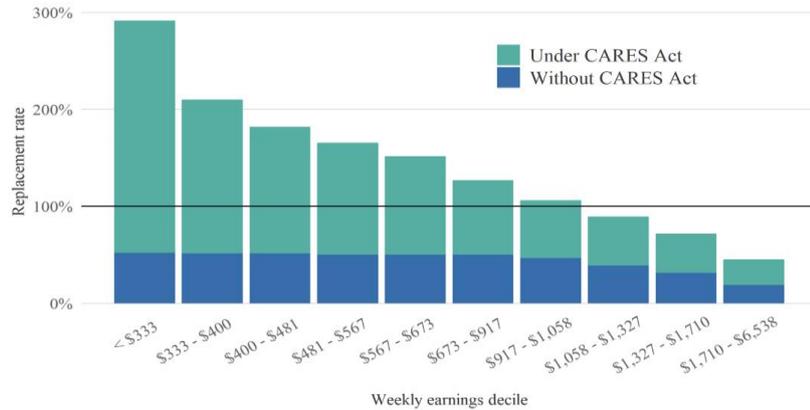
资料来源：Current Population Survey Annual Social and Economic Supplement. ，天风证券研究所

² <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm1025>

³

<https://www.businessinsider.com/unemployment-benefits-may-be-higher-than-wages-for-some-workers-2020-4>

图 9：有 CAREs 法案后对各收入阶层群体的补贴力度

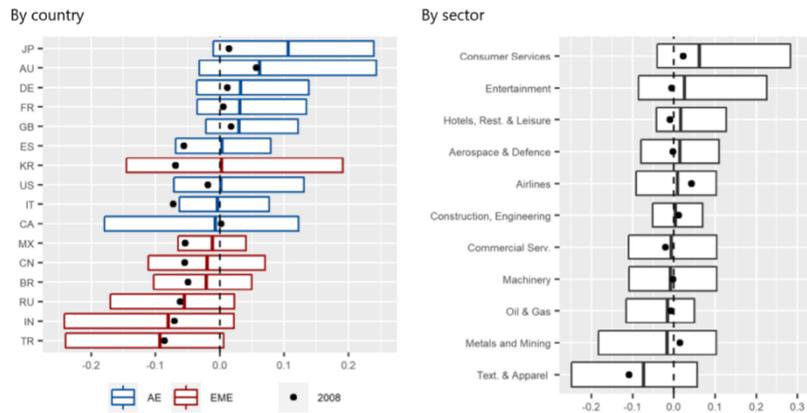


Notes: This figure shows the fraction of earnings that are replaced by unemployment benefits for workers at deciles of the weekly earnings distribution. The horizontal line shows a replacement rate of 100%, which is where benefits are equal to earnings.

资料来源： Current Population Survey Annual Social and Economic Supplement. ，天风证券研究所

(5) 疫情后的美国企业部门将会经历漫长的去杠杆。事实上，在疫情之前美国企业的资产负债率已是历史新高，而负债质量又在历史低位。BIS 以 2019 年的现金资产（现金、现金等价物及短期投资产品）减去 2020 年的债务支出（短期债务+当期偿还的长期债务+利息支出）后的差值与企业总资产的比值来衡量企业现金流的紧张程度。根据 2019 年美国上市公司的财务报表，将近 50% 的美国上市公司的 2019 年的现金资产不足以支付 2020 年的到期债务及相应利息（下图左）。分行业看，在疫情前，商业服务、机械设备、石油燃气、金属矿业和纺织服装等行业的现金流情况最差，消费者服务、娱乐、酒店住宿休闲等行业的现金流情况较好（下图右）。而疫情又恰好对于现金流情况较好的行业打击最大。

图 10：现金减债务与企业总资产的比例



¹ Box plot showing median, 25th and 75th percentile of cash (cash, equivalents and short-term investments) minus debt service (short-term debt + current portion of long-term debt + interest expenses) as a ratio of total assets for firms with either debt falling due in 2020 or with positive interest expenses. Box plots based on 2019 data. Black dots show median ratios for 2008.

Sources: S&P Capital IQ; BIS calculations.

资料来源：S&P capital IQ, BIS, 天风证券研究所

今年 3-4 月，疫情对企业现金流的快速冲击导致美国企业债的信用风险一度急剧上升，但美联储史无前例“企业债购买计划”和美国财政部的“中小企业贷款计划”避免了信用市场的崩溃。经济重启后经济重启后的疫情“常态化”和需求“半正常化”，将让企业部门持续暴露在需求不足导致的现金流断裂风险和信用溢价上升导致的资产负债表崩溃风险中，尤其是财务状况更脆弱但是吸纳就业人数更多的中小企业。在这种情况下，企业现金流将首先用于修复资产负债表，而非大幅增加资本开支和招聘计划。

另外，正如非农报告所反映出就业恢复在不同行业之间存在较大分化，疫情后不同行业的信用风险和流动性风险也将存在较大分化，导致未来不同行业的招聘情况也将存在较大差距，恢复较快的行业可能存在劳动力缺口而恢复较慢的行业可能持续没有招聘需求，各行

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_4088



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>