

探究非农数据的两个问题

——民生宏观周报

宏观数据点评

2020年06月08日

报告摘要：

● 非农失业率真的失真吗？

美国劳工局称该错误源于统计人员在调查中将许多“暂时停薪留职（furloughed）”的人员计入“由于休假等其他原因缺勤”人员这一类别，因此有大批人虽然失业，但并未计入在失业率内。但是，修复的数据显示5月失业率仍是较4月有所下降，表明劳动力市场确实在改善。

● 为什么失业金人数与非农存在背离？

经济学家们依赖失业金高频人数预测非农失业率。由于财政政策的时滞性，一般都会忽略财政政策效果。5月持续失业金人数较4月高出数百万，导致全部经济学家预测失业率仍会上升。但是，疫情补助法案（PUA）在4月生效，大幅扩大失业保险覆盖人群和降低工时等申请标准，可能导致失业金人数过度“膨胀”。过往存量转当前增量可能使得失业金人数低估了经济重启的作用。

● 结构数据均符合经济重启特征，大量临时工依赖政策持续发力

5月非农工时、新增就业行业分布等数据均证明了美国经济活动正在重启，薪资增速下滑说明低收入者正在重返就业市场，政策的道德风险并没想象的突出。薪酬保护政策是支撑大量临时工保留工作的主要因素，需要关注政策紧迫感是否会下降以及其带来的影响。

● 风险提示：

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，种族摩擦超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

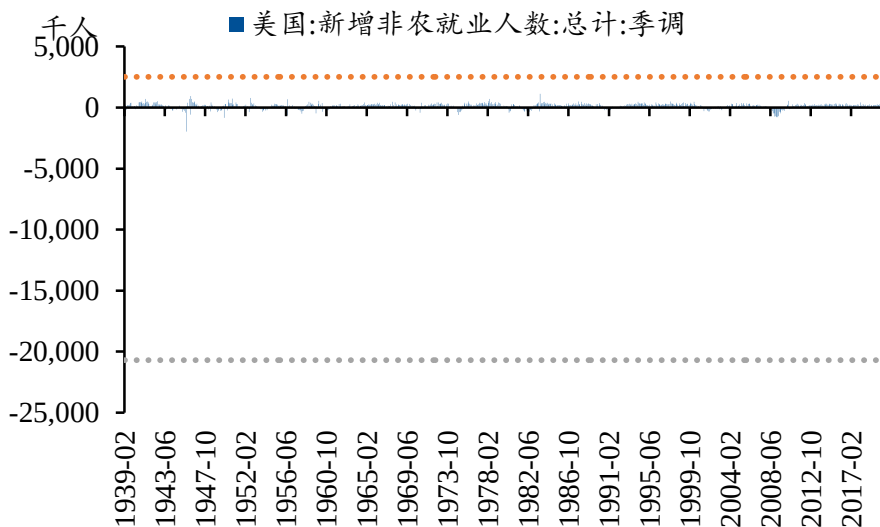
一、两大问题：非农失业率失真？失业金人数与非农背离？

问题一：非农失业率真的失真了吗？ 5月美国失业率下滑至 13.3%，就业人数增加 250 万人，创下历史新高；市场预计失业率接近 20%，就业人数减少 750 万人，两者形成巨大预期差（图 1）。彭博经济学家调查显示，没有一位经济学家预测失业率会下降。根据美国劳工局的 COVID 提示，3 月至 5 月的真实失业率可能分别被低估 1%、5% 和 3%，主要原因是统计人员在调查中将许多“暂时停薪留职（furloughed）”的人员计入“由于休假等其他原因缺勤”人员这一类别，因此有大批人虽然失业，但并未计入在失业率内。另外，问卷回复率仅有 67%，较疫情前下降了 15 个百分点，回复率不足可能也会造成误差。从 3 月至 5 月非全日制就业人员的激增和工时大幅下滑也可以看出，大量的人员可能自我判断仍处于就业状态（表 1）。按照劳工局的修复失业率来看，5 月失业率也是低于 4 月。

表 1：5 月失业率低估真实失业状况，但是边际改善是事实

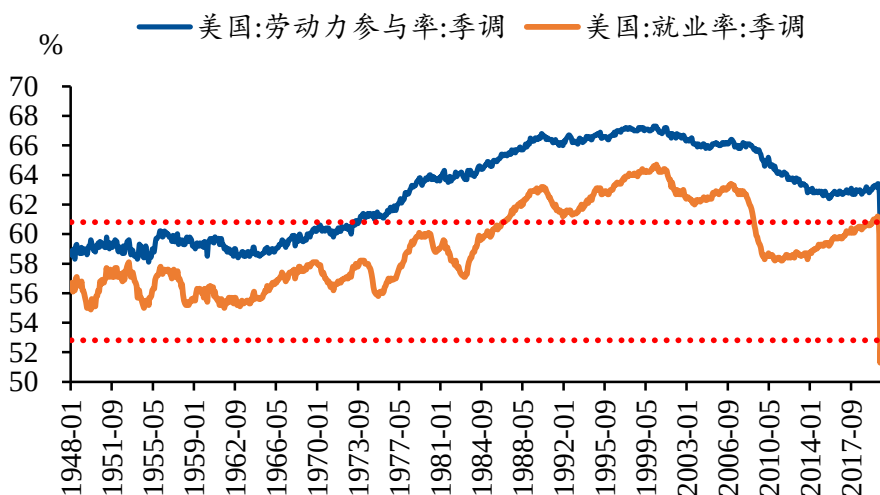
	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20
具有工作能力总人口（万人）	25953.6	25982.9	25993.5	26024.2
劳动人口（万人）	16454.6	16291.3	15648.1	15822.7
劳动参与率（%）	63.4	62.7	60.2	60.8
就业人数（万人）	15878.7	15574.5	13347.8	13740.8
就业率（%，/劳动人口）	96.5	95.6	85.3	86.8
就业率（%/总人口）	61.1	60.0	51.3	52.8
就业，全日制（万人）	15874.8	15448.7	12727.7	13115.0
就业，非全日制（万人）	3.9	125.8	620.1	625.8
失业人数（万人）	575.9	716.8	2300.3	2081.9
失业率（%）	3.5	4.4	14.7	13.3
调整失业率（%）	3.5	5.2	18.7	17.1
非劳动力人口（万人）	9499.0	9691.6	10345.4	10201.5
具有工作意愿人口（万人）	496.2	550.9	991.6	896.2

资料来源：Wind，美国劳工局，民生证券研究院

图 1：4 月和 5 月非农数据的变化创记录，历史经验难以适用


资料来源：Wind，民生证券研究院

就业数据边际改善是事实。除了失业率超预期下降，劳动参与率和就业率上升也能说明美国劳动力市场在复苏。疫情爆发初期，美国政策制定者担心大量的失业可能会迫使部分劳动人口永远离开就业市场，从而导致人力资本受到永久性伤害。5 月劳动参与率结束连续三个月下滑，上升 0.6 个百分点至 60.8%，表明政策正在生效，美国人民正在返回劳动力市场。但是，就业人数在总人口数中的占比仅有 52.8%，仍是大萧条以来的最低值，而今年 1 月份的就业率为 61.2%。3 月至 5 月的净增失业人数仍近 2000 万人，如果没有持续的薪酬保护和失业保险扩大政策，劳动力市场的强势复苏能否延续仍旧未知。

图 2：参与率和就业率均有回升，但仍处于历史低位


资料来源：Wind，民生证券研究院

问题二：为什么持续领取失业金人数与失业率大幅背离？几乎所有的经济学家都会用失业金人数的高频数据来预测失业率。因为历史上从未有过疫情导致经济“休克”的情

形，所以传统的失业率预测模型可能会在疫情期间失效。另外，许多模型认为财政政策是长期作用，难以改变短期趋势，所以会大幅低估政策效果。巨大的预期差无法仅用模型失效来解释，需要回归到政策细节。根据美国劳动部门（Department of Labor）的网站显示，从4月开始，美国失业保险系统将临时调整，加入疫情失业救助（PUA）系统，纳入自雇者、新冠患者及其家属和传统失业金过期等人群，大幅扩大失业保险覆盖人群（图3）。因而，口径调整会导致失业金人数与以往有所不同，新口径包含了许多本不该在传统失业系统里的人，例如5月自雇者失业人数就达91万人，新冠疫情约180万人，加上自我隔离的新冠病人家属，存量转增量可能使得失业金人数过度“膨胀”。

图3：CARES和PUA大幅扩大失业金覆盖人群，存量可能变增量

Pandemic Unemployment Assistance (PUA) FAQs

The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) Act creates a new temporary federal program called Pandemic Unemployment Assistance (PUA).

In general, PUA provides up to 39 weeks of unemployment benefits to individuals not eligible for regular unemployment compensation or extended benefits, including those who have exhausted all rights to such benefits.

Individuals covered under PUA include the self-employed (e.g. independent contractors, gig economy workers, and workers for certain religious entities), those seeking part-time employment, individuals lacking sufficient work history, and those who otherwise do not qualify for regular unemployment compensation or extended benefits.

资料来源：美国劳动部门，宾夕法尼亚州失业补助办公室，民生证券研究院

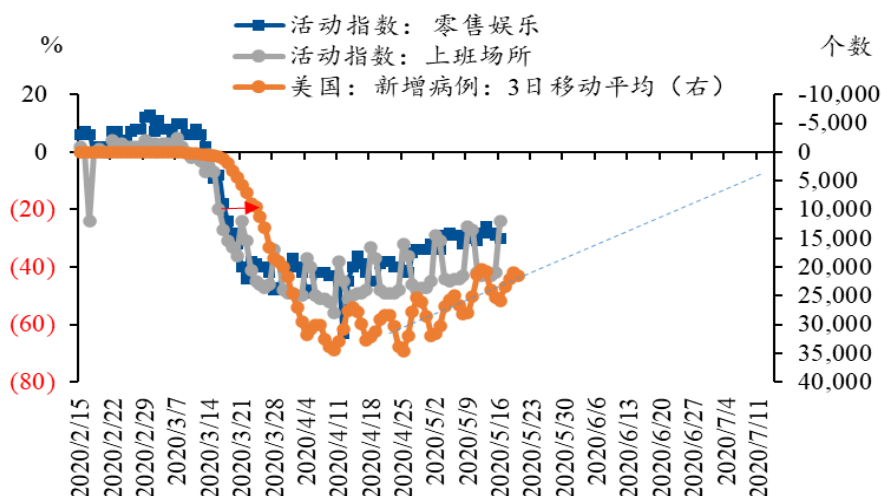
市场认可5月非农报告，政策紧迫感降温。非农数据公布后，美股大涨，美债和黄金大跌，收益率曲线显著陡峭化，美元小幅收涨。由于劳动力数据是滞后指标，美国经济复苏的速度可能也是明显好于预期。因而，市场风险偏好大幅回升，经济“V”型反弹的预期重新燃起。但是，就业报告给美国政策提出了难题，紧迫感明显下降。这次史无前例的财政政策与就业要求直接挂钩，确实可以缓解就业市场压力。如果财政政策再次提前退出或是力度边际下降，仅靠内生动能的经济修复可能会不及预期。另外，美联储可以理直气壮反驳负利率政策，再次回到舒适区域：根据数据变化来调整货币政策。

经济重启大幅改善服务业和建筑业。解释完失业金人数与失业率背离的困惑之后，其余数据均与经济重启较为符合。自特朗普 4 月中下旬开始推进经济重启以后，5 月 20 日前仅剩 2 个州处于完全封锁，11 个州区域性开放，剩余的均已经完全开放（图 4）。谷歌活动指数在 4 月 11 日触底以后呈现缓慢回升的趋势，6 月美国全部州的重启开放将加速经济活动回升，预计 7 月初经济活动可能接近年初水平（图 5）。5 月新增就业前三的是休闲酒店、建筑业和教育保健服务，分别增加 123 万人、46 万人和 42 万人。政府部门则是继续减少 58 万，降幅较 4 月略有收窄。由于财政缺口较大，政府就业人员短期内难以回到疫情前的水平（图 6）。

Click a state to see more detail

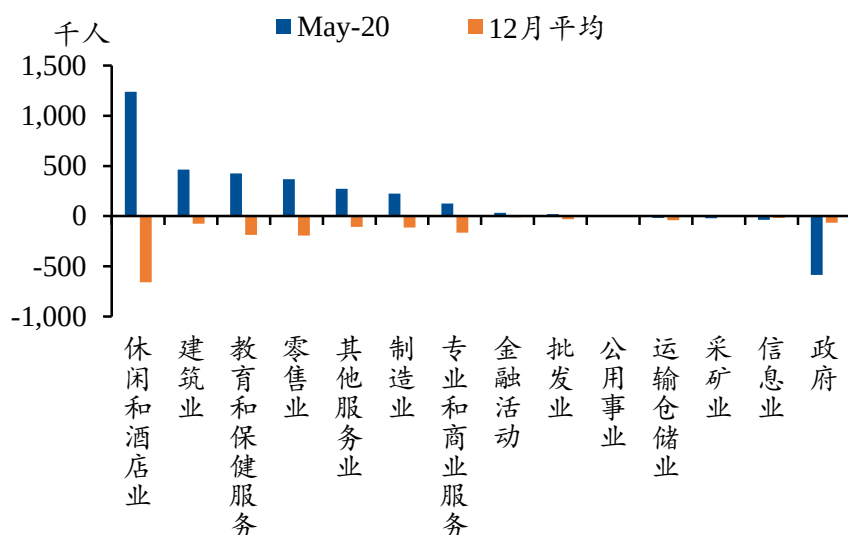
本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

图 5：4 月 11 日谷歌活动指数触底反弹，各州重启促进经济活动回升



资料来源：谷歌，Wind，民生证券研究院

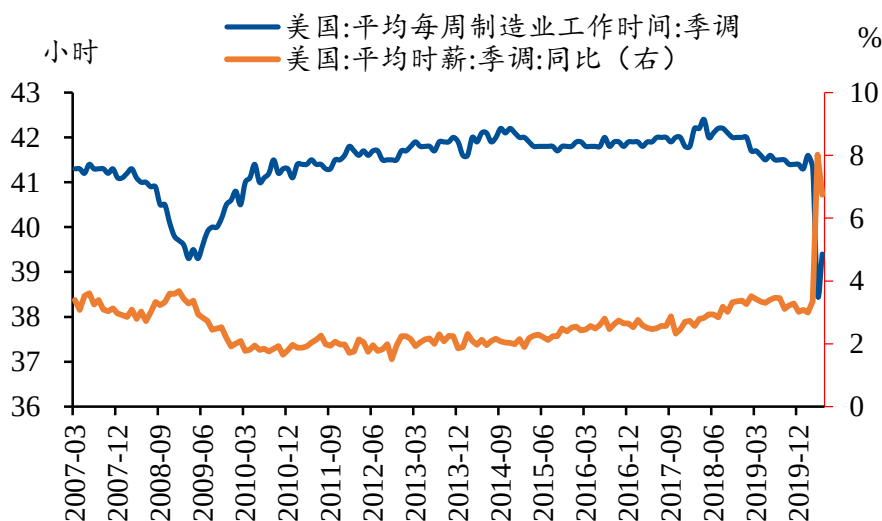
图 6：代表低收入群体的餐饮行业反弹 123 万人，PPP 等政策功不可没



资料来源：Wind，民生证券研究院

低收入群体回归。美国失业补助政策不仅扩大覆盖人群，还在原来每周基础上增加 600 美元的失业金，高于许多低收入者的真实工资收入。因而，不少低收入者可能是自愿申请被裁来达到失业保险的要求。不过，鉴于失业补助的临时性，未来是否延续存在较大不确定性，低收入者也不敢过于“放肆”。5 月时薪资增速大幅下滑，说明低收入者（主要是洗碗刷盘的餐饮服务人员）已经逐渐重新开始就业（图 7）。大部分的疫情特殊政策有效期仅到 9 月 1 日。如果说 1500 万暂时性失业人数是新鲜血液，1000 万非全日制工作人员则是定时炸弹，美国各界普遍呼吁财政政策需要继续加码。

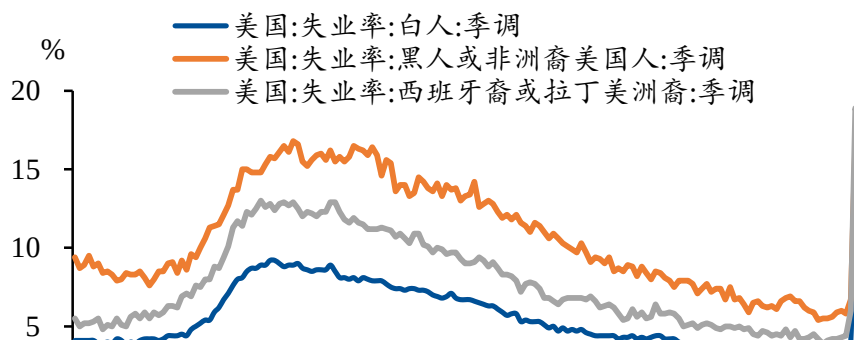
图 7：低收入回归，经济重启带动工时上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

种族不平等问题凸显。美国“白人至上”主义穿梭在社会的每一个角落。考虑到文化水平差距和贫富不均等因素，黑人的失业率一直高于白人。但是，种族歧视问题是美国社会最大的痛处，也是真实存在的。5月白人和西班牙裔的失业率均有所下降，而黑人的失业率继续上升（图 8）。由于游行与非农报告存在时间差，近期爆发的游行并不会影响 5 月的失业率。但是，大规模游行会否引发疫情抬头以及经济重启受阻，需要继续观察。

图 8：在白人和西班牙裔失业率改善时，黑人失业率仍有所上升



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_4691

