

非农超预期之后将是大变化

核心观点

5月美国非农数据对全球市场产生较大影响。4月份大概率是美国经济底部，未来几周随着纽约州和加州等人口和经济大州解除封锁措施，复工复产进度提速，美国经济将开启一段较长时间的复苏。市场乐观情绪与经济数据可能形成正反馈，继续提振全球市场风险偏好。

□ 非农数据意外改善

5月非农就业人数意外增加250万，预期下降750万。实际数据为何远超市场预期？首先，此次经济衰退与以往大为不同，市场的供给和需求同时遭遇冲击，使得经济前景面临巨大的不确定性，经济预测的难度大幅增加。其次，实时掌握雇佣情况比失业情况要困难，失业情况可由每周申请失业金人数进行观察，而雇佣情况则没有良好的高频数据跟踪，导致市场一致预期出现较大偏差。再次，跟美国劳工局的统计方法有关，家庭和就业情况调查将工作时间较短和薪资较低的人员也认定为处于就业状态，可能在一定程度上高估了就业形势的好转。

分行业看，5月就业增加的主要行业是休闲餐饮（120万）、建筑（46.4万）、教育及卫生服务（42.4万）和零售贸易（36.8万）行业，而政府雇佣人数大幅下滑了58.5万。随着各州封锁令的逐步解除，美国经济正在逐渐复苏，劳动力市场出现了普遍性的改善，尤其在服务业上。

□ 失业见顶经济见底

我们认为，4月份大概率是美国失业高峰和经济底部。往前看，美国经济前期复苏速度可能较快，随着纽约州和加州等人口和经济大州陆续解除封锁措施，复工复产进度提速，经济反弹可能会持续较长一段时间。我们预计，美国Q2的年化季环比增速或在-40%-30%之间。如果生产和生活秩序逐渐恢复正常，美国经济有望在Q3实现强劲反弹。

□ 风险偏好继续上升

市场乐观情绪与经济数据可能形成正反馈，继续提振全球市场风险偏好。全球主要股票市场上涨，将从流动性宽松逻辑切换至复苏逻辑。商品价格伴随经济复苏开始修复，商品阶段性跑赢其他资产的特征将进一步显现，中期是否走出超预期大行情，取决于印度和美国基建，目前看仍存困难。债券市场，利率处在底部特征会更加明显，尽管美联储收紧货币政策的可能性不大，但博弈经济复苏会使得利率易上难下。美元仍将缓慢进入贬值周期，经济基本面改善较难提振美元，但庞大的美国主权债务需要通过美元贬值去稀释，美元前期流动性冲击的避险属性也得到抑制。黄金作为避险资产情绪上会受到冲击，长期看美元周期转弱逻辑未变，黄金中长期仍有确定性机会，但涨幅上看很难成为最优资产。

风险提示：海外疫情超预期恶化，全球经济增长超预期下行，各国协同刺激政策不及预期；中国经济超预期恶化，政策刺激大幅不及预期；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。

分析师：李超
执业证书编号：S1230520030002
邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪
邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超
数据支持人：张迪

正文目录

1. 非农数据意外改善	3
2. 失业见顶经济见底	4
3. 风险偏好继续上升	5

图表目录

图 1: 美国 5 月新增非农就业人数 250 万	3
图 2: 美国 5 月失业率 (U3) 回落至 13.3%	4
图 3: 美国 5 月劳动力参与率为 60.8%	4
图 4: 4 月或为美国经济底部	4
图 5: 美国标普 500 指数走势	5
图 6: 美国 10 年期国债收益率走势	5
图 7: 黄金和美元价格走势	5
图 8: CRB 现货指数走势	5

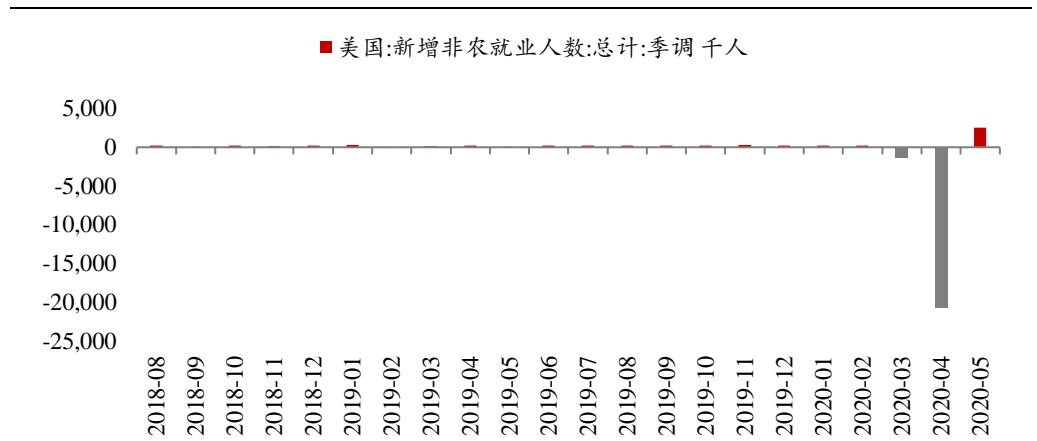
1. 非农数据意外改善

6月5日美国劳工部公布了5月非农数据。5月非农就业人数意外增加250万，预期下降750万，而3月和4月非农就业人数分别下滑了140万和2070万。

为何实际数据与市场预期相差甚远？首先，此次经济衰退与以往大为不同，市场的供给和需求同时遭遇冲击，使得经济前景面临巨大的不确定性，经济预测的难度大幅增加。而经济学家传统的预测模型主要从需求端或者生产率波动等方面（货币政策冲击、技术冲击等）入手，不太适合分析当下供给同样出现大为波动的情况。由于预测难度较大，美联储3月议息会议取消了经济预测数据的发布。其次，受数据限制，目前实时掌握雇佣情况比失业情况要困难一些。经济学家可以参考每周四公布的首次领取失业救济金人数和持续领取失业金人数来预判失业情况，但是没有较好的高频数据来追踪新增就业情况，导致市场一致预期出现较大偏差。再次，跟美国劳工局的统计方法有关，家庭和就业情况调查将工作时间较短和薪资较低的人员也认定为处于就业状态，可能在一定程度上高估了就业形势的好转。

分行业看，5月就业增加的主要行业是休闲餐饮（120万）、建筑（46.4万）、教育及卫生服务（42.4万）和零售贸易（36.8万）行业，而政府雇佣人数大幅下滑了58.5万。5月非农数据大幅改善，表明随着各州封锁令的逐步解除，美国经济正在逐渐复苏，劳动力市场出现了普遍性的改善，尤其在服务业上。

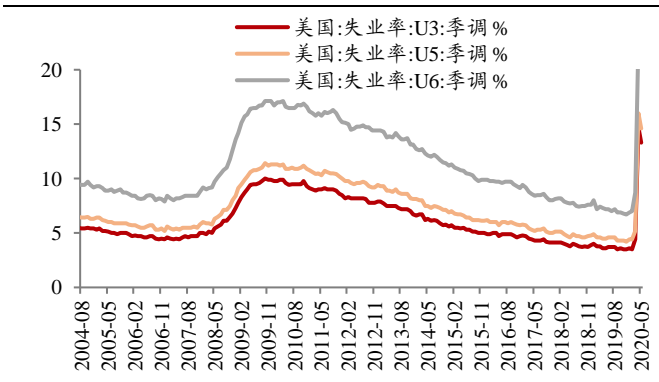
图 1：美国 5 月新增非农就业人数 250 万



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

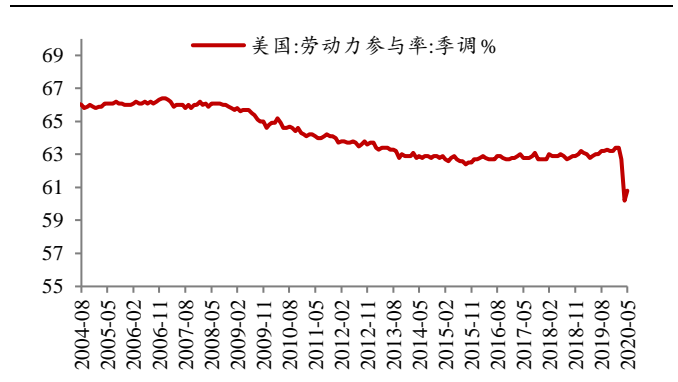
美国5月失业率13.3%，预期19.8%，前值14.7%。值得注意的是，虽然5月失业率出现了大幅下滑，但是就业改善情况仍然是不均衡的，特别体现在不同族裔的差别。5月白人和拉丁裔的失业率均出现了下滑，而黑人的失业率继续攀升至16.8%，为1984年以来最高的水平。黑人失业率较其他族裔高，与黑人更多从事旅游、餐饮等最易受疫情冲击的行业有关。上周开始因弗洛伊德之死引发的游行和打砸抢，使得美国的种族问题再度凸显。

图 2：美国 5 月失业率 (U3) 回落至 13.3%



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：美国 5 月劳动力参与率为 60.8%



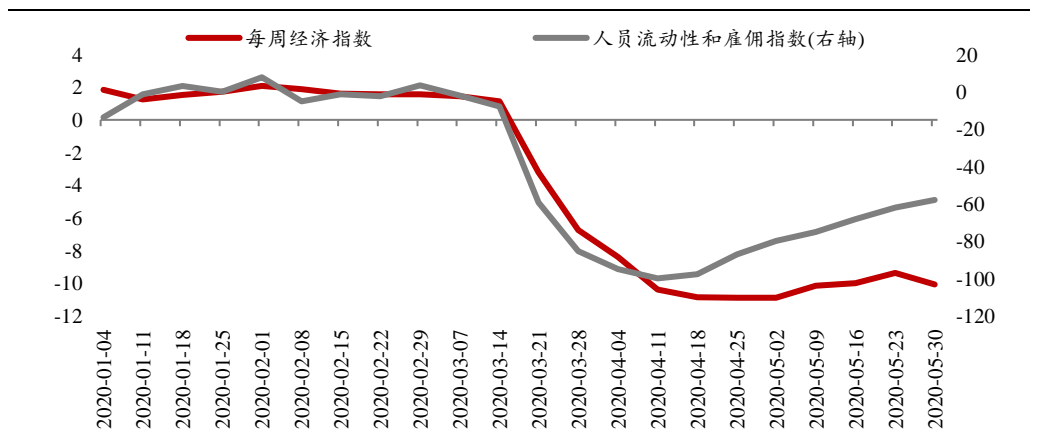
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

美国 5 月劳动参与率上升了 0.6% 至 60.8%。5 月私人非农就业部门每周平均工作时间为 34.7 小时，较前值上升了 0.5 小时。其中，制造业行业最为明显，每周平均工作时间增加了 0.8 个小时，平均加班时间增加至 2.4 小时。5 月份私人非农就业部门平均时薪下降了 29 美分至 29.75 美元，环比下降了 0.97%。主要原因为低薪岗位大幅增加，拉低了平均时薪水平。

2. 失业见顶经济见底

我们认为，4 月份大概率是美国失业高峰和经济底部。4 月份美国都处于封锁的状态，5 月美国部分州解除封锁令，开始复工复产，经济逐渐复苏。从高频指标上看，达拉斯联储编撰的美国人员流动性和雇佣指数在 4 月中旬触底，之后快速回升，而纽约联储的每周经济指数显示，美国经济于 4 月底触底，也已经缓慢回升。往前看，美国经济前期复苏速度可能较快，未来数周纽约州和加州等人口和经济大州陆续解除封锁措施，经济活跃度会进一步上升，复工复产进度提速，经济反弹可能会持续较长一段时间。但是与 Q1 比较，Q2 经济增速可能仍然会大幅恶化，因为 Q1 里只有 3 月中下旬受到了疫情和封锁令的冲击，而 4 月和 5 月才是美国经济受封锁令影响最大的两个月份。我们预计，美国 Q2 的年化季环比增速或在 -40%-30% 之间。如果生产和生活秩序逐渐恢复正常，美国经济有望在 Q3 实现强劲反弹。

图 4：4 月或为美国经济底部



资料来源：达拉斯联储, 纽约联储, 浙商证券研究所

3. 风险偏好继续上升

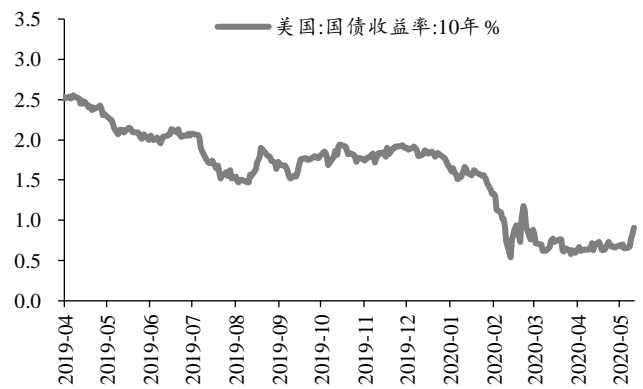
未来数月乐观情绪与经济数据可能形成正反馈，继续提振全球市场风险偏好。全球主要股票市场上涨，将从流动性宽松逻辑切换至复苏逻辑。只要经济数据持续改善，权益市场上涨行情或仍将继续。商品价格伴随经济复苏开始修复，商品阶段性跑赢其他资产的特征将进一步显现，中期是否走出超预期大行情，取决于印度和美国基建，目前看仍存困难。债券市场，利率处在底部特征会更加明显，尽管美联储收紧货币政策的可能性不大，但博弈经济复苏会使得利率易上难下。黄金作为避险资产情绪上会受到冲击，长期看美元周期转弱逻辑未变，黄金中长期仍有确定性机会，但涨幅上看很难成为最优资产。美元仍将缓慢进入贬值周期，经济基本面改善较难提振美元，但庞大的美国主权债务需要通过美元贬值去稀释，美元前期流动性冲击的避险属性也得到抑制。

图 5：美国标普 500 指数走势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：美国 10 年期国债收益率走势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 7：黄金和美元价格走势

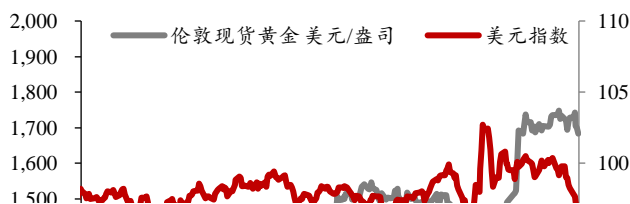


图 8：CRB 现货指数走势



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_4696



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>