

联储扩表掩盖就业虚弱

——2020年4月美国非农数据点评

宏观简报

- ◆ 4月美国失业率上升至14.7%，若将统计误差考虑在内，实际的失业率约为20%。分行业看，休闲酒店业仍是受影响最大的行业。这份非农报告大都符合预期，但有三方面需要关注。一是80%的失业者为临时性失业。二是幸存者偏差导致平均工资不降反升，说明疫情对低收入者的影响更大。三是劳动参与率连续第二个月大幅下滑，尚不清楚这一变化是否会成为中期趋势。
- ◆ **美联储扩表掩盖就业虚弱。名义货币强、实际数据弱在资本市场的映射就是股票涨、油价跌。**过去两个月，美联储资产负债表扩大了2.5万亿美元，是同期名义GDP的70%。美联储“大水漫灌”在一定程度上“弥补”了名义产出的空缺，支撑美股。另外美股涨势最好的是纳斯达克指数，科技类企业不但不受社交隔离影响，可能反而从中受益。但归根结底，疫情冲击是实际冲击（real shock），美股上涨的可持续性取决于后续经济恢复的程度。这也是为何特朗普急于复工的原因。

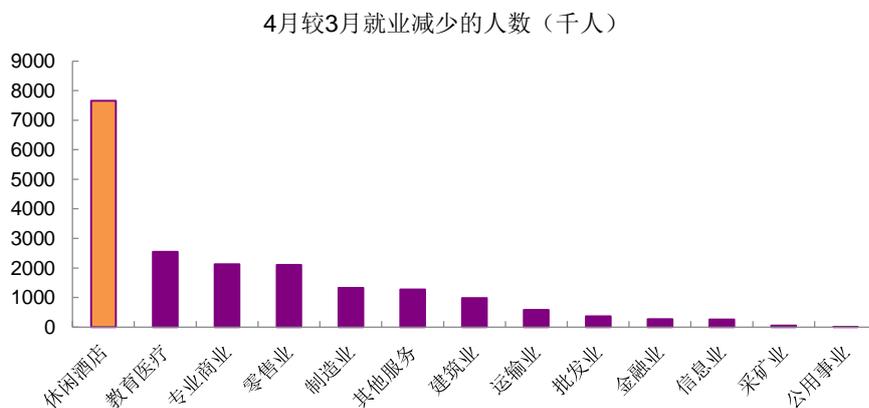
分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

美国 4 月非农就业下降 2050 万人，分行业看，酒店休闲业等服务业受影响较大（图 1）。失业率上升至 14.7%。将统计误差考虑在内，实际的失业率约为 20%。劳动参与率下降至 60.2%，连续第二个月下滑。时薪增速同比 7.9%，大幅上升。

图 1：休闲酒店等服务业就业下降较多



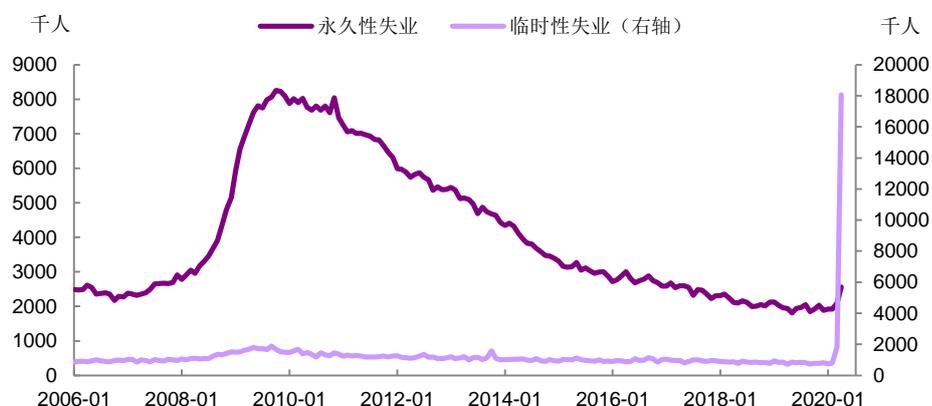
资料来源：Wind，光大证券研究所

这份非农数据大都在预期之内，但有三方面需要关注。

第一，与 3 月一样，失业者中 80% 为临时性失业（图 2）。我们在上个月的非农数据点评中首次提到临时性失业，它指的是那些失去工作、但被告知在 6 个月内可以返工、或者他们预期可以在 6 个月内返工的人。举一个例子，美国 NBA 球赛因为疫情停摆，球场的工作人员就成了临时性失业，但如果 NBA 重启，那么他们将很快回到岗位，重新成为就业者。

当然，临时性失业也可能变为永久性失业。在那些受疫情冲击较大的行业（比如酒店休闲业），一些关停时间较长的企业可能会倒闭，那么其员工将成为永久性失业。

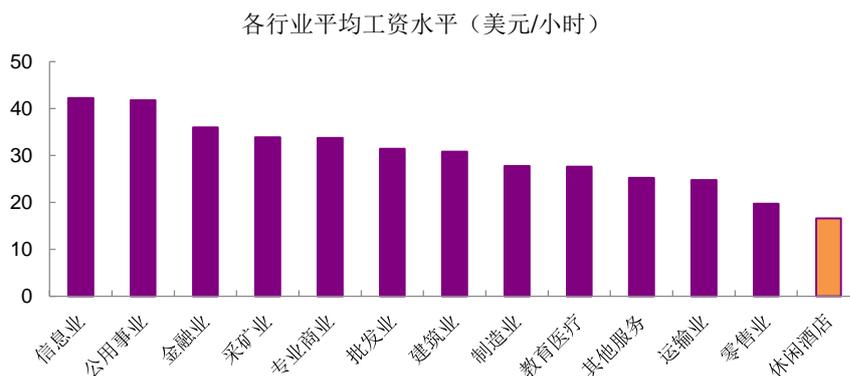
图 2：失业者中接近 80% 为临时性失业



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 4 月

第二，平均工资不降反升，显示低收入者更加脆弱。非农报告显示，更多的低收入者因为疫情失去了工作，这导致统计样本中低收入人数减少，反而推升了工资的平均水平。分行业看，这些中低收入者更集中在休闲酒店和零售业（图3）。**这是一种幸存者偏差**，说明疫情对低收入者的冲击更大。而低收入者的消费倾向更高，如果他们不能很快回到工作岗位，对后续的消费需求也将带来拖累。

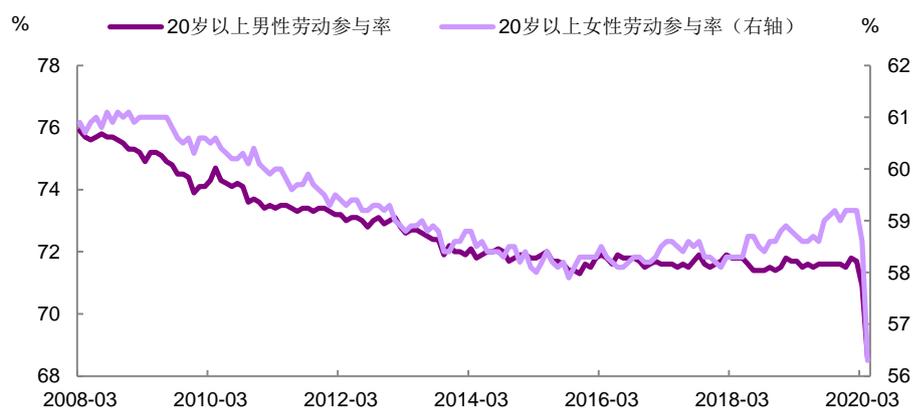
图3：休闲酒店业平均工资水平最低



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据为2019年平均值

第三，劳动参与率连续两个月大幅下滑。在疫情发生前的一年中，美国劳动参与率一直处于上升趋势，其中，女性的参与率上升更快，表明越来越多的女性进入劳动力市场（图4）。疫情爆发后，劳动参与率连续两个月下滑。我们尚不清楚这一变化的原因，以及其是否会成为一个中期趋势。如果是，那么将降低劳动力供给，从而降低经济潜在增长率。

图4：劳动参与率连续两个月下降，女性似乎下降更多

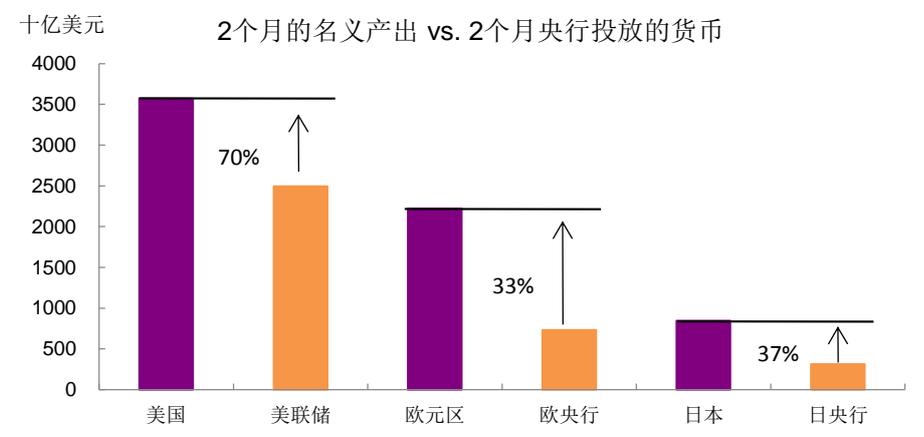


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2020年4月

美联储扩表掩盖就业虚弱。非农数据公布后，市场反应平静，一个原因是过去两个月美联储激进扩表，缓解了市场的担忧。计算显示，从2月底至4月底的两个半月内，美联储资产负债表规模扩大了2.5万亿美元，而美国同

期的名义 GDP 产出约为 3.5 万亿美元。也就是说，美联储投放的货币“弥补”了同期 GDP 的 70%（图 5）。

图 5：美联储在两个月内投放的货币量相当于同期 GDP 的 70%



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 4 月

名义货币强、实际数据弱在资产市场的映射就是股票涨、油价跌。过去一个月美股涨势良好，但油价持续低迷，甚至出现了负油价的罕见现象。实体经济需求大幅下降对大宗商品不利，但股票却能受益于流动性宽松，不跌反涨。另外美股涨势最好的是纳斯达克指数，这些股票多为科技类企业，他们不但不受社交隔离影响，可能反而会从中受益。

但归根结底，疫情冲击是实际冲击 (real shock)，美股上涨的可持续性取决于后续经济恢复的程度。特朗普一直催促各州尽快复工，也是希望经济活动能够尽快恢复。目前美股的表现已计入了五月中、下旬经济重启的预期，后续我们还要进一步跟踪重启后经济的表现。

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_5344

