

重要的是美国经济“填坑”速度而非失业率

——宏观经济周度观察

投资周报

美国迎来史上最差非农就业，制造业和服务业就业受冲击均超过金融危机时期。美国2020年4月非农就业减少2050万人，为历史上最差非农就业，远差于前值（-87万人）与金融危机时期。分行业来看，4月服务业、建筑业、制造业非农就业分别减少1716万人、97.5万人、133万人，服务业中的休闲和酒店业新增非农就业减少765.3万人，为主要拖累。分行业对比2020年4月与金融危机时期非农就业数据，制造业就业在2020年4月已经明显脱离此前的波动区间，不过收缩程度仍然不及服务业，这与4月美国服务业PMI差于制造业PMI反映的信息相一致。

未来一段时间重要的是美国经济“填坑”速度而非失业率。就业本质是滞后指标，3-4月失业率数据没有及时反映美国经济衰退的程度，未来一段时间美国失业率可能仍处于高位，同样不能反映美国经济从衰退逐渐修复的过程。同时，我们关注的不是年度经济增速均值会如何，在美国经济一季度负增长、二季度大概率负增长的情况下，指望全年经济增速能回到过去的水平已经不太现实，我们更应该关注经济的边际变化，也就是在美国复工之后，最差的时刻大概率已经过去了，近期美国ECRI领先指标、交通出行强度、谷歌社交活动指标、活动趋势指数有触底回升迹象，预示着美国经济“填坑时刻”降至。

接下来重点是美国经济修复速度会如何，美国的情况会相对复杂一些，经济修复存在有利因素也有潜在的不利因素。有利因素在于：（1）当前美国大部分州不同程度地取消限制措施，美国政府复工指引比较激进，美国民众自身也比较抵制居家隔离，会加快复工率的回升；（2）暂时性失业居多，供给能力恢复没有太大问题；（3）欧美中等核心国家将共振式修复；（4）利率大概率仍保持低位，有利于美国房地产投资增长。

潜在的不利因素在于：（1）最大的风险是疫情在美国二次爆发；（2）党派之争可能会拖累整体复工进度；（3）美国居民预防性储蓄可能增加，制约消费修复。

疫情之下，局势瞬息万变，我们可以通过一些高频数据来跟踪未来一段时间美国经济修复进程：（1）ECRI领先指标增长年率；（2）城市交通出行指数；（3）谷歌社交活动指标；（4）活动趋势指数；（5）MBA购买指数；（6）OpenTable平台订餐量；（7）纽约联储每周经济指数；（8）粗钢产量；（9）红皮书商业零售销售。

● 风险提示：欧美复工后疫情二次爆发；新兴市场债务风险

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：一季度经济数据的三个细节

2020-4-19

宏观报告：疫情下的新兴市场潜在风险

2020-4-12

宏观报告：如何用高频数据跟踪美国经济衰退

2020-4-5

宏观报告：特别时期的扩内需

2020-3-29

宏观报告：如何理解当前形势下的消费

2020-3-21

宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选

2020-3-8

宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪

2020-02-23

宏观报告：疫情推动“强美元”

2020-2-16

宏观报告：产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

目 录

1、 重要的是美国经济“填坑”速度而非失业率	4
2、 海外经济与市场流动性观察	15
3、 国内高频数据观察	16
3.1、 生产指标涨跌互现	16
3.2、 商品房销量同比回落	16
3.3、 油价上涨，猪肉价格回落	17
3.4、 货币市场利率下降	18
3.5、 美元指数上涨，人民币贬值	19

图表目录

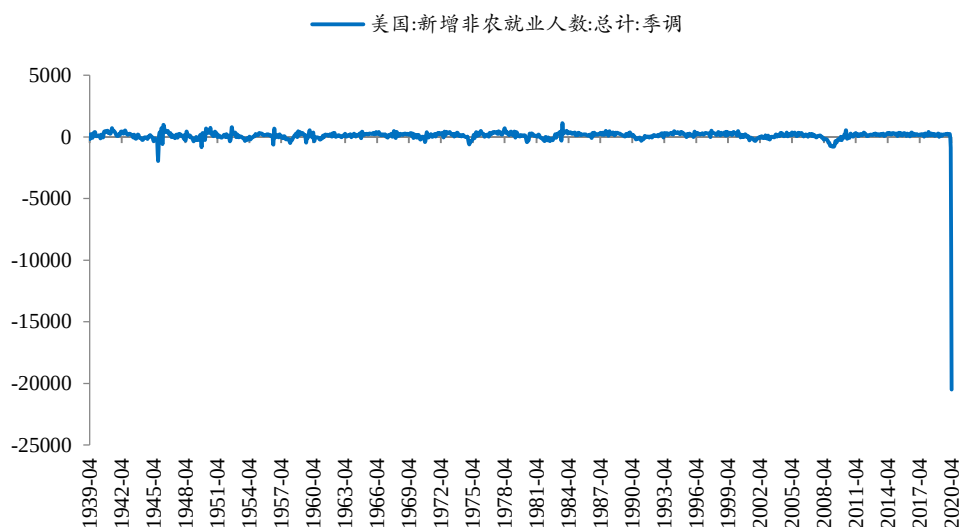
图 1: 美国迎来史上最差非农就业	4
图 2: 制造业与服务业就业差于金融危机时期	4
图 3: 休闲和酒店业为非农就业的主要拖累	4
图 4: 失业率上升速度远远超出美国历次衰退期间	5
图 5: 劳动参与率大幅下降	5
图 6: 美国持续领取失业金人数与初次申请失业金人数差值急剧上升	6
图 7: 4 月所有行业时薪都较 3 月有所增长	6
图 8: 低薪行业就业损失相对较大	7
图 9: 美国抵押贷款利率与国债收益率高度相关	8
图 10: 低利率有利于美国房地产投资增长	8
图 11: 疫情对美国房地产造成一定冲击	9
图 12: 美国个人储蓄率上升至近 40 年最高水平	10
图 13: 中国居民未来更多储蓄占比上升	10
图 14: 美国 ECRI 领先指标增长年率已触底回升三周	11
图 15: 近期美国部分城市出行强度指数回升	12
图 16: 4 月中旬以来美国社交活动有所恢复	12
图 17: 美国驾车与步行活动指数自 4 月 12 日以来触底回升	12
图 18: MBA 购买指数自 4 月 10 日以来触底回升	13
图 19: 美国在 OpenTable 平台订餐量同比降幅较 4 月 (-100%) 微幅收窄	13
图 20: 最近三周纽约联储每周经济指数下滑速度趋缓	14
图 21: 美国粗钢产量下降	14
图 22: 美国红皮书商业零售销售同比仍处于下行趋势	14
图 23: TED 利差小幅回落	15
图 24: VIX 继续回落	15
图 25: 铜金比上升	15
图 26: 美国高收益债利差回落	15
图 27: 汽车全钢胎和半钢胎开工率回落 (%)	16
图 28: 发电耗煤量回升 (%)	16
图 29: 商品房销量同比回落	17
图 30: 猪肉价格下跌	17
图 31: WTI 原油期货价上涨	18
图 32: 布油价格上涨	18
图 33: 货币市场利率下降	19
图 34: 美元指数上涨	19

图 35: 人民币汇率贬值.....	20
表 1: 美国经济高频数据跟踪指标.....	11
表 2: 央行公开市场操作（2020.5.6-2020.5.9）.....	18

1、重要的是美国经济“填坑”速度而非失业率

美国迎来史上最差非农就业，制造业和服务业就业受冲击均超过金融危机时期。美国2020年4月非农就业减少2050万人，为历史上最差非农就业，远差于前值(-87万人)与金融危机时期。分行业来看，4月服务业、建筑业、制造业非农就业分别减少1716万人、97.5万人、133万人，服务业中的休闲和酒店业新增非农就业减少765.3万人，为主要拖累。分行业对比2020年4月与金融危机时期非农就业数据，制造业就业在2020年4月已经明显脱离此前的波动区间，不过收缩程度仍然不及服务业，这与4月美国服务业PMI差于制造业PMI反映的信息相一致。

图1：美国迎来史上最差非农就业



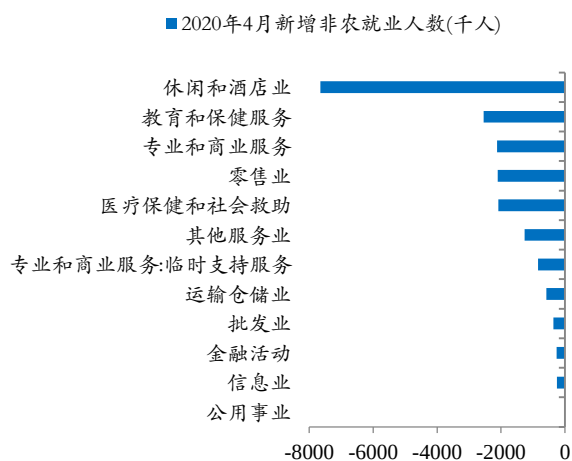
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：制造业与服务业就业差于金融危机时期



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：休闲和酒店业为非农就业的主要拖累

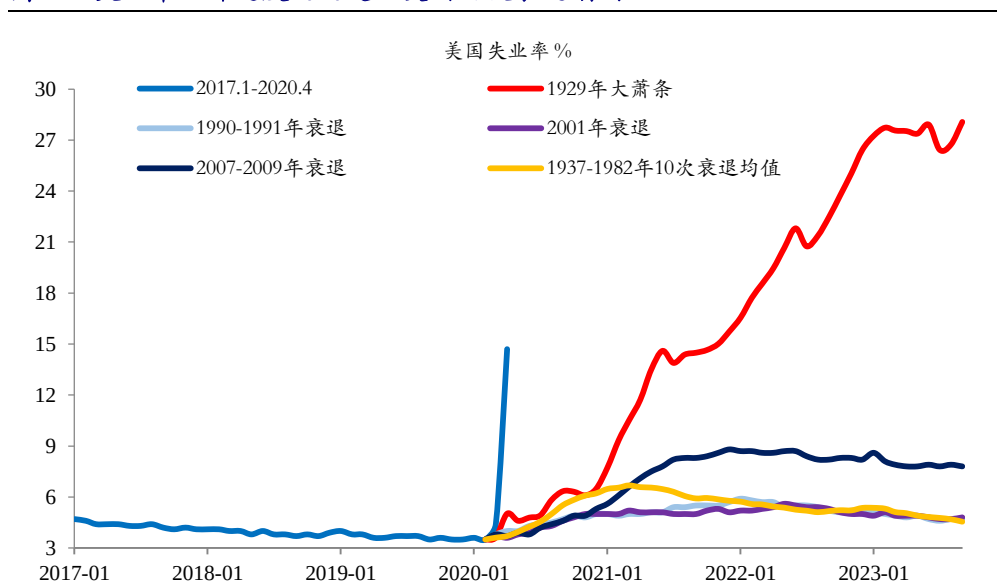


资料来源：Wind，新时代证券研究所

失业率低于市场预期主要原因是劳动参与率快速下降。美国4月失业率从4.4%上升至14.7%，市场预期16%。虽然4月失业率没有突破历史新高，但从上升速度来看，远远超出美国历次衰退期间，也足以看出本次疫情对经济杀伤力之大。4月

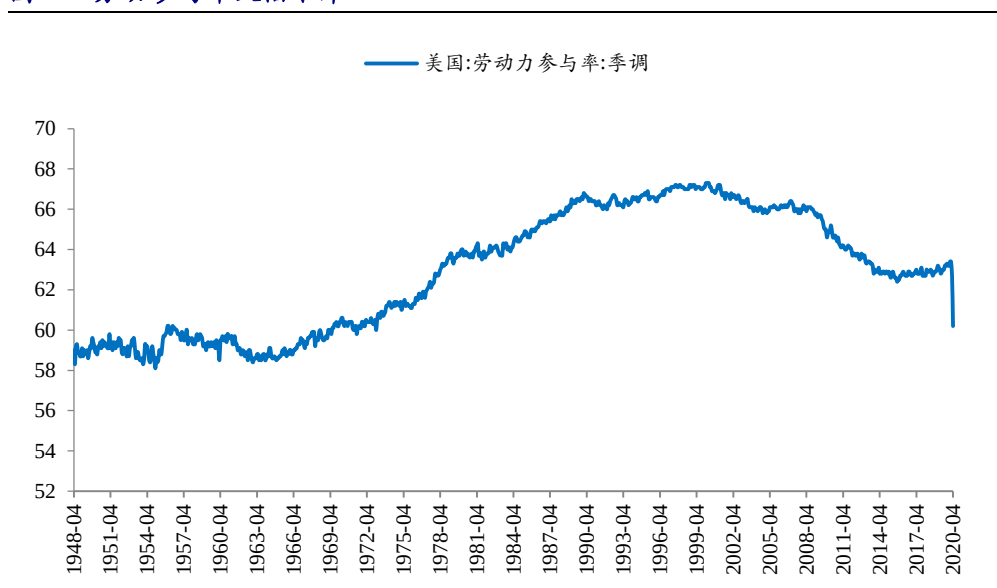
失业率飙升在市场预期之内，因此数据公布后资产价格没有太大反应，同时，14.7%的失业率还低于市场预期，和初次申请失业金人数所隐含18%左右的失业率也有较大差距，这主要是因为劳动参与率大幅下降2.5个百分点至60.2%，单月下降幅度创历史新高，也就是有相当一部分人已经选择退出劳动力市场而没有纳入失业率统计范畴，从而导致失业率较市场预期以及初次申请失业金人数隐含的失业率偏低，但同时也反映出美国居民对就业市场极度悲观。美国劳工部在报告中指出，如果将4月“受雇佣但由于其他原因而缺勤”的人数中高于往年4月一般水平的部分归入“失业人数：暂时性失业”项中，未季调失业率将会比报告值上升5个百分点。美联储卡什卡里认为“糟糕的非农就业报告低估疫情损害，因为有很多人没有寻找工作，实际失业率可能在22%-24%之间”。同时，4月以来，持续领取失业金人数与初次申请失业金人数差值在急剧上升，截至4月25日当周，两者差值达到1880.1万人，这也侧面反映短期就业压力之大。

图4： 失业率上升速度远远超出美国历次衰退期间

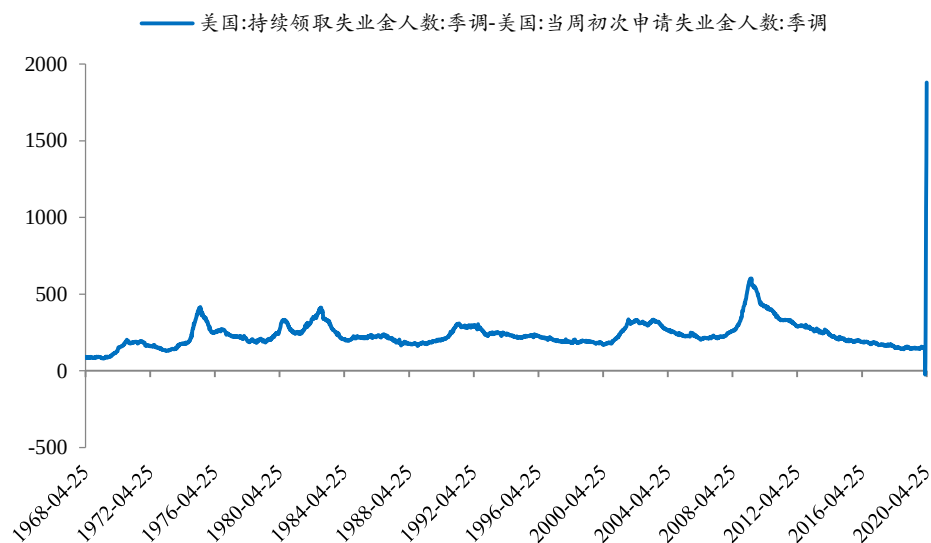


资料来源：Wind，FRED，新时代证券研究所

图5： 劳动参与率大幅下降

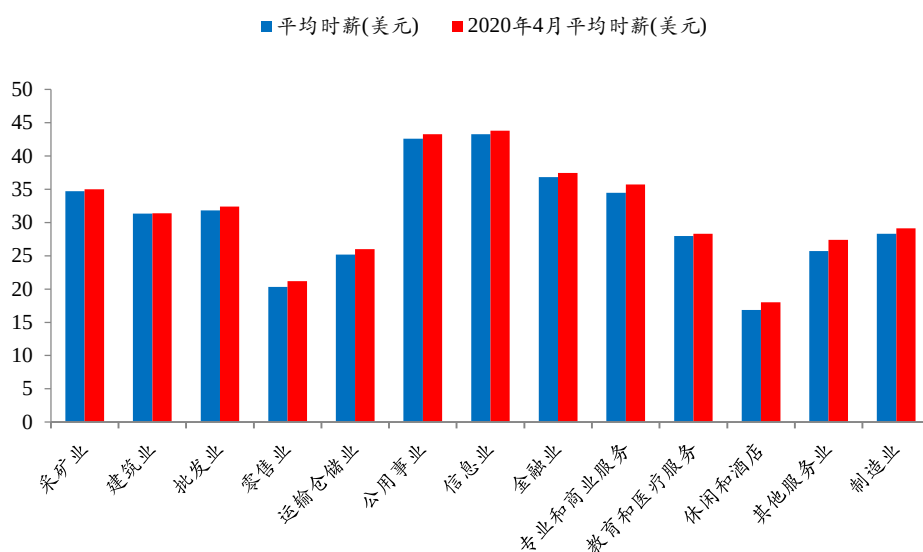


资料来源：Wind，新时代证券研究所

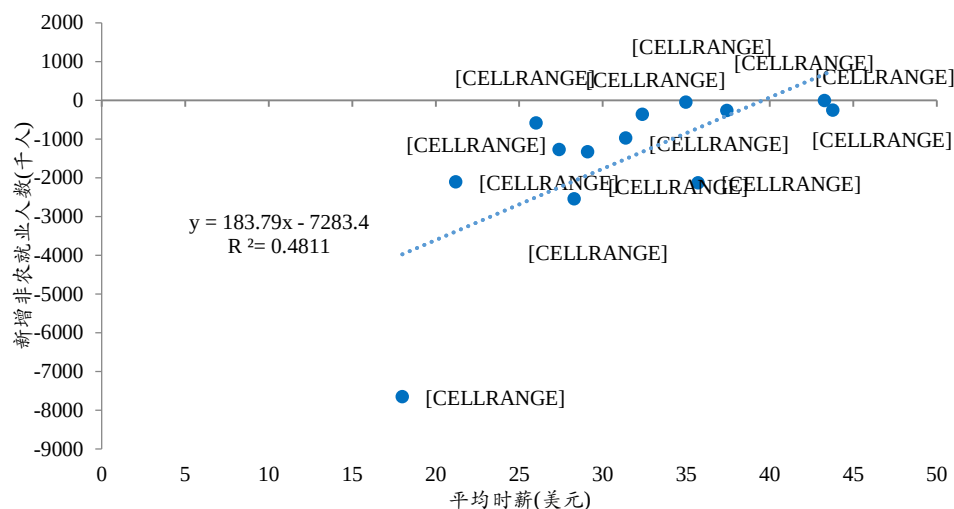
图6： 美国持续领取失业金人数与初次申请失业金人数差值急剧上升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

4月时薪增速属于异常值，反映低薪行业与低薪从业者受疫情冲击最大。4月时薪环比与同比分别增长4.7%、7.9%，均为金融危机时期以来最高，也均显著高于前值的0.5%、3.3%。4月如此高的时薪增速属于异常值，主要有两点原因：（1）疫情影响之下，各行业低薪员工最先离开工作岗位，4月所有行业平均时薪都较3月有所增长，大部分行业时薪增速较3月提升；（2）低薪行业就业损失相对较大，以休闲和酒店业为例，4月该行业新增非农就业人数为-765.3万人，4月失业率从8.1%飙升至39.3%，4月时薪只有18美元（全行业最低）。由于时薪只统计在职人员，上述两个因素显著拉升了时薪增速，因此4月时薪增速与历史数据没有可比性，这与2017-2019年中国规模以上工业企业利润累计值同比和累计同比存在巨大缺口有一定相似性。

图7： 4月所有行业时薪都较3月有所增长

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 低薪行业就业损失相对较大

资料来源：Wind，新时代证券研究所

未来一段时间重要的是美国经济“填坑”速度而非失业率。就业本质是滞后指标，3-4月失业率数据没有及时反映美国经济衰退的程度，未来一段时间美国失业率可能仍处于高位，同样不能反映美国经济从衰退逐渐修复的过程。同时，我们关注的不是年度经济增速均值会如何，在美国经济一季度负增长、二季度大概率负增长的情况下，指望全年经济增速能回到过去的水平已经不太现实，我们更应该关注经济的边际变化，也就是在美国复工之后，最差的时刻大概率已经过去了，近期美国ECRI领先指标、交通出行强度、谷歌社交活动指标、活动趋势指数有触底回升迹象，预示着美国经济“填坑时刻”降至。

接下来重点是美国经济修复速度会如何，美国的情况会相对复杂一些，经济修复存在有利因素也有潜在的不利因素，有利因素在于：

(1) 当前美国大部分州不同程度地取消限制措施，美国政府复工指引比较激进，美国民众自身也比较抵制居家隔离，会加快复工率的回升。4月中旬，白宫公布了“三阶段”重启指引，规定了每一阶段开启前疫情应控制应达到的标准，但执行经济重启的情况由各州各自决定，部分州的疫情控制尚未满足标准便已复工。各州目前的疫情发展和复工状态差异较大，15个州已于4月下旬复工，5月以来另有19个州已于近期复工。

(2) 暂时性失业居多，供给能力恢复没有太大问题。美国失业人数中绝大部分为暂时性失业，在企业重新开工后，一部分失业人员会重新返回岗位，有利于经济供给能力恢复。

(3) 核心国家将共振式修复。中国复工已经较为充分，需求也在缓慢修复中，同时欧洲也在计划逐渐重启经济，核心国家共振式修复可能比中国3-4月单独修复要快。

(4) 利率大概率仍保持低位，有利于美国房地产投资增长。美国一季度经济数据有一个细节是，虽然经济步入衰退，但房地产投资环比折年率达到了21%，为2013年以来最高，说明在封城之前，美国房地产景气度比较高。封城之后，房地

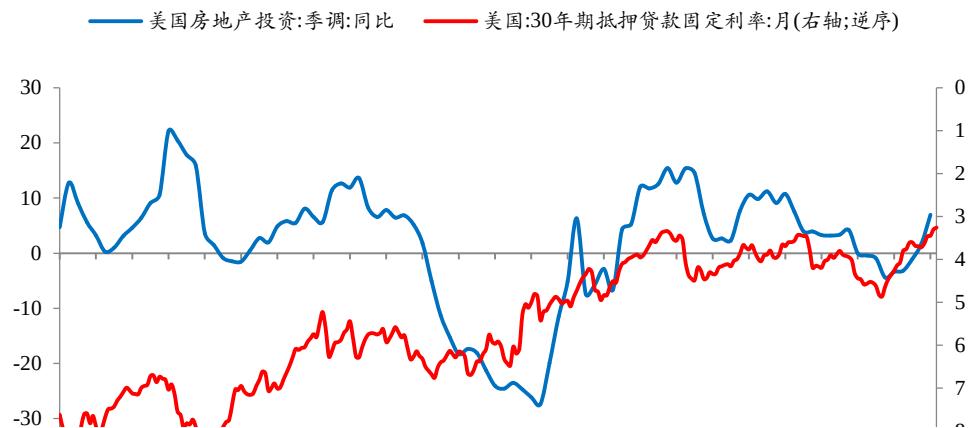
产市场也受到一定程度影响，4月美国住宅建筑商协会(NAHB)住房市场指数从72下滑至30，在复工之后，利率大概率会维持在低位，近期联邦基金期货曲线甚至开始定价负利率，利率低位将有利于美国房地产投资快速修复。

图9： 美国抵押贷款利率与国债收益率高度相关



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 低利率有利于美国房地产投资增长



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_5348

