

## 5 月美国非农就业数据远超预期， 告诉了我们什么？

- 美国 5 月就业数据非常亮眼。但我们需要小心解读，首先就业报告的计算口径、调查样本、调查途径等近几个月都有所变化，这增加了就业数据进行历史比较的难度，尤其因问卷调研过程中的理解错误或记录错误导致失业率可能被低估约 3 个百分点。
- 但我们综合不同统计口径、机构的美国就业数据来看，5 月的就业市场的确出现了明显回升，但由于统计层面的问题，5 月数据可能并没有如此大幅度的超预期。由于 6 月会进行统计方法的修正，因此 6 月即使就业大幅改善，就业数据也很可能不佳。
- 细分来看，就业的强劲增长最大的推动源自休闲及招待服务业。建筑业的恢复速度则最为迅猛。建筑业就业增长强劲的背后是住宅地产的强劲需求，投资者需要密切美国住宅地产相关的投资标的。从工作时长的角度，结合美国疫情缓解、经济重启，我们认为美国就业市场的反弹具有可持续性。与此同时也需留意美国就业市场复苏过程中的分化情况（能源、制造业相对疲弱）。
- 结合就业数据以及美国经济触底回升的情况，投资人需要密切注意市场风险偏好的延续，以及股债大轮动。我们继续看好全球股市反弹但也需要留意 6 月美国就业数据修正而导致的风险偏好逆转而带来的市场波动。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl\_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

林琰

研究部主管

sharon\_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2020 年 6 月 7 日

浦銀國際

宏观点评

5 月美国非农就业数据远超预期，告诉了我们什么？

# 目录

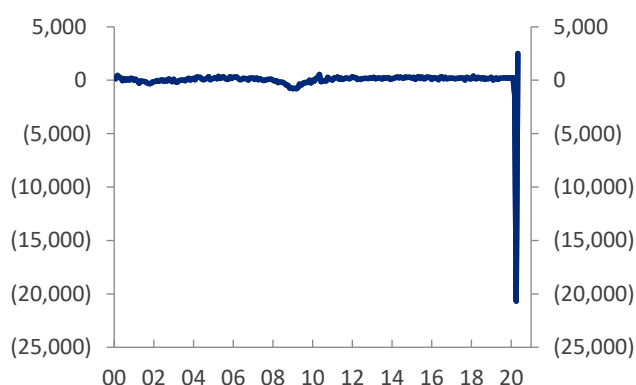
总结 .....	4
Q: 5月美国就业数据意味着什么? .....	4
Q: 5月就业数据有何特别之处? .....	5
Q: 如何更好地追踪美国的就业情况? .....	6
Q: 就业增长源自何处? .....	8
Q: 哪些行业就业恢复速度最快? .....	9
Q: 为何建筑业的就业恢复最快? .....	9
Q: 就业反弹的可持续度如何? .....	11

# 5月美国非农就业数据远超预期， 告诉了我们什么？

2020年5月的美国非农就业数据增长250.9万，相较于4月缩减2068.7万大幅增长，与此同时5月的非农数据也远超市场预期的下跌750万，实际数据与预期相差1000万人，就业数据超预期的幅度几乎是前所未有的。失业率数据也从4月14.7%（4月的失业率数据为1948年以来的新高）回落至13.3%，也远好于预期的20.5%。

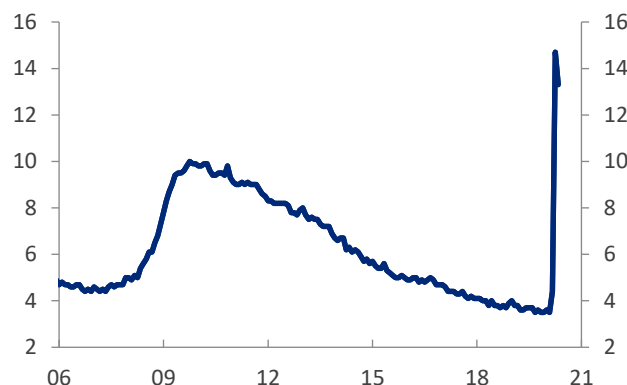
数据公布后，市场风险偏好大幅回升，美股强力反弹，美债收益率上行，美元指数大幅回升。

图表 1: 美国非农就业增长 (千人)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 2: 美国失业率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

强劲的就就业数据令市场对于美国经济的重启速度给予了极大的期望，因此全球市场进入 risk-on 模式。在此我们有必要对爆表的美国就业数据进行细分梳理，冷静审视数据背后所传递的真实信息。我们通过 Q&A 的形式，针对投资者对于美国就业数据最感兴趣的几个问题来逐一回答。

## ● 总结

美国 5 月就业数据非常亮眼。但我们需要小心解读，首先新增非农就业及失业率的计算口径、调查样本、调查途径等近几个月都有所变化，这增加了就业数据进行历史比较的难度，尤其因问卷调研过程中的理解错误或记录错误导致失业率被低估约 3 个百分点。

但我们综合不同统计口径、机构的美国就业数据来看，基本可以肯定的是，5 月的就业市场的确是出现了明显回升，只是由于统计层面的技术问题，5 月的就业数据很可能并没有如此大幅度的超预期。由于 6 月会进行统计方法的修正，因此 6 月即使就业大幅改善，就业数据也很可能不佳。

细分来看，就业的强劲增长最大的推动源自休闲及招待服务业。建筑业的恢复速度则最为迅猛。建筑业就业增长强劲的背后是住宅地产的强劲需求，投资者需要密切美国住宅地产相关的投资标的。从工作时长的角度，结合美国疫情缓解、经济重启，我们认为美国就业市场的反弹具有可持续性，与此同时也需留意美国就业市场复苏过程中的分化情况（能源、制造业相对疲弱）。

结合就业数据以及美国经济触底回升的情况，投资人需要密切注意市场风险偏好的延续，以及股债大轮动。我们继续看好全球股市反弹但也需要留意 6 月美国就业数据修正而导致的风险偏好逆转，进而带来市场波动。

## ● Q: 5 月美国就业数据意味着什么？

A: 美国 3、4 月非农就业合计减少 2206 万人，5 月新增就业 250.9 万人，占 3-4 月合计减少人数的 11.4%，如果按照 5 月的就业增速线性外推，大约 9 个月因疫情而重创的就业市场就可以收复失地。但由于就业恢复的首月最容易找到工作的失业者会扎堆进入就业市场，因而数据会大幅增加，后面难以持续维持 5 月的就业增速，因而实际的就业恢复时间应该超过 9 个月。

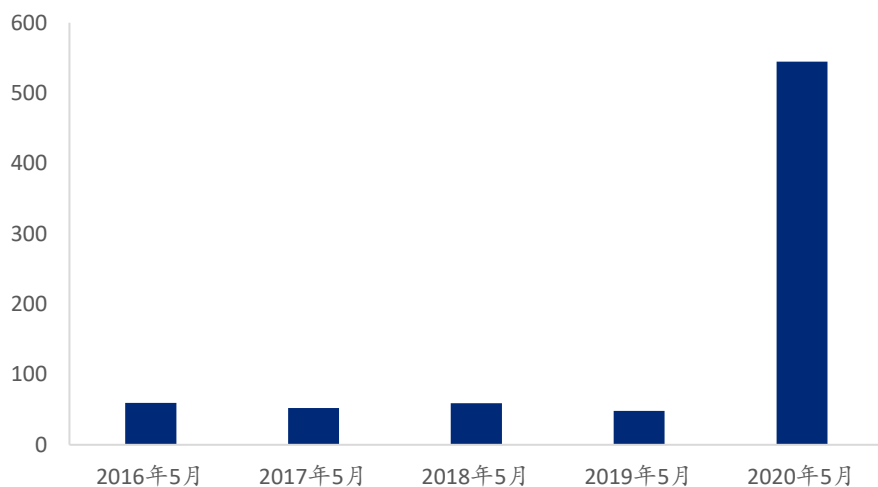
## ● Q: 5月就业数据有何特别之处?

A: 我们首先需要了解的是, 就业报告是美国劳工部在大样本调查问卷基础上进行的**估测**, 其中失业率数据源自家庭调查报告 (household survey), 而非农就业人数源自机构调查报告 (establishment survey)。估测数据必然会有误差, 疫情的冲击, 对美国劳工部的估测准确度也会构成冲击, 我们需要谨慎解读:

其中:

- 1) **对于失业率数据尤其需要谨慎解读**, 3-5月的家庭调查报告中(用于计算失业率), 有部分劳动力错误地被归类为“有工作但却没有进行工作”(employed but absent from work), 实际上应该被归类为“失业”或者“暂时离职”。具体看细分门类, 其中“因其他原因”而导致的“有工作却没有进行工作”的人数由往年的40-60万人激增为2020年5月的544.8万人(如下图3)。美国劳工部已经意识到这个异常, 并表示这很可能由于问卷调研过程中的理解错误或记录错误所致。**这个错误归类的直接结果就是导致实际的失业率被低估**。如果基于往年的均值对数据进行修正, 那么失业数量很可能将由现在的2050万修正为2540万, 那么**5月的失业率应该为16.1%而非13%**(但依然优于市场预期的20.5%)。美国劳工部已经表示正在修正错误, **6月份将采用新的数据收集方法, 因此修正后的6月份失业率数据无疑将大幅增加**。
- 2) **失业率的计算方法出现了变化**, 例如居民调查的季调(seasonal adjustment)方法就在近几个月做出了调整。
- 3) **调查样本减少、调查途径变化**。例如针对非农数据的机构调查回收率较2019年同期下降超过10个百分点。因疫情原因, 有部分数据收集中心关闭, 这令网上调研数据的占比提升, 由于缺乏专业工作人员的指导, 受访者在填写调查时的误差可能也会变大。
- 4) **非农就业增长统计方式发生变化**, 降低了数据历史比较时的可比性。例如, 为了估算新增企业带来的新增就业, 劳工部需要估算有多少企业新增及倒闭, 4月劳工部就对企业的设立—倒闭率估算模型进行了修正。

图表 3: 因“其他原因”而导致“有工作但却没有进行工作”的人数(万人)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 4: 美国就业报告机构调查回收率 (collection rate)



资料来源: BLS, 浦银国际

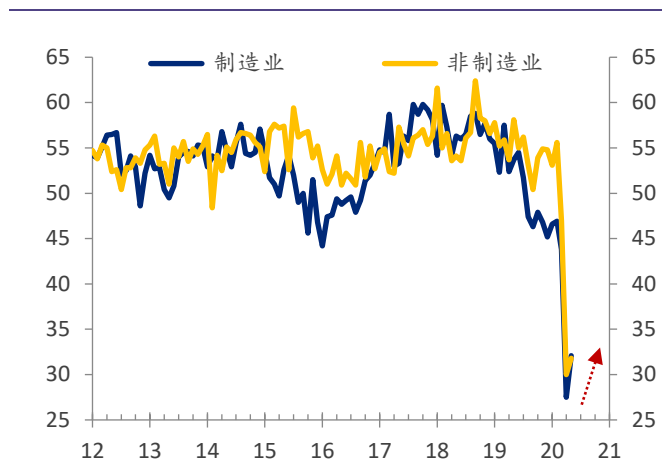
## ● Q: 如何更好地追踪美国的就业情况?

A: 虽然美国劳工部的就业报告是了解美国就业状况最佳的途径,但在疫情的冲击下,各类统计方面的技术原因令其也无法完美的呈现美国就业市场的全景图,因此我们有必要结合其他第三方数据从多个维度更全面而立体的审视美国就业市场。

不过需要提醒的是,失业保险申请人数是周度数据,更新最为及时,但根据美国3月颁布的“2020年紧急失业保险稳定与准入法案”(Emergency unemployment insurance stabilization and access act of 2020),美国放宽了失业保险的领取标准,这令失业保险人群的领取人数会较以往更高,且这些人在失业率计算口径下被排除在劳动力口径外(进而不会影响失业率),因此可能会令失业保险的领取人数与失业率中的“失业者”的认定存在不对等。

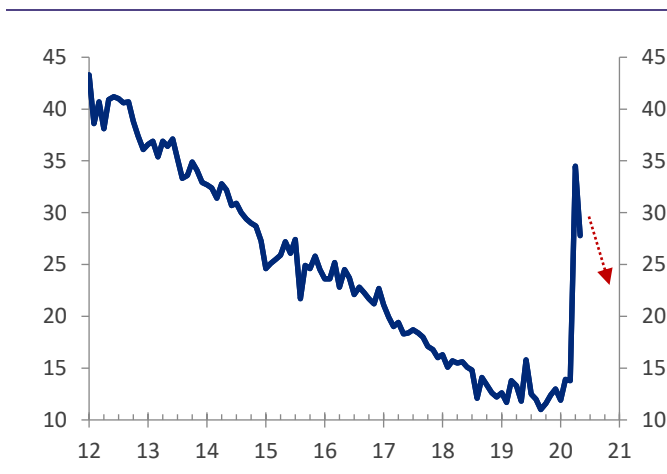
综合不同统计口径和统计机构的美国就业数据，基本可以肯定的是，5月的就业市场的确是出现了明显回升，只是由于统计层面的技术问题，5月的就业数据很可能并没有如此大幅度的超预期。由于6月会进行统计方法的修正，因此6月即使就业大幅改善，但就业数据也很可能不佳。

图表 5: 美国 PMI 就业分项



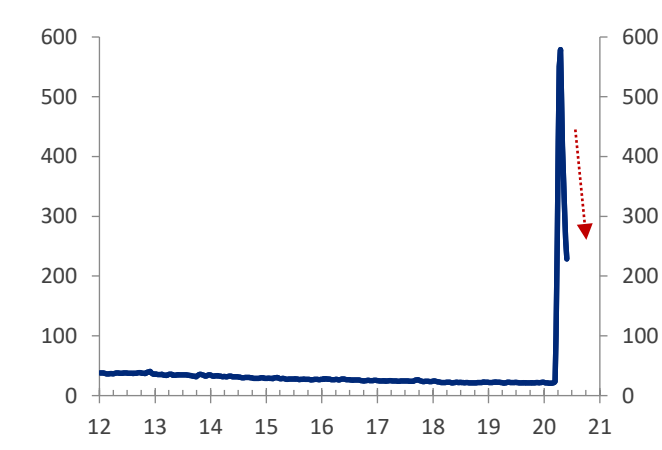
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 6: 美国经济咨商协会消费者信心指数: 认为“难以获得工作机会”的人群占比%



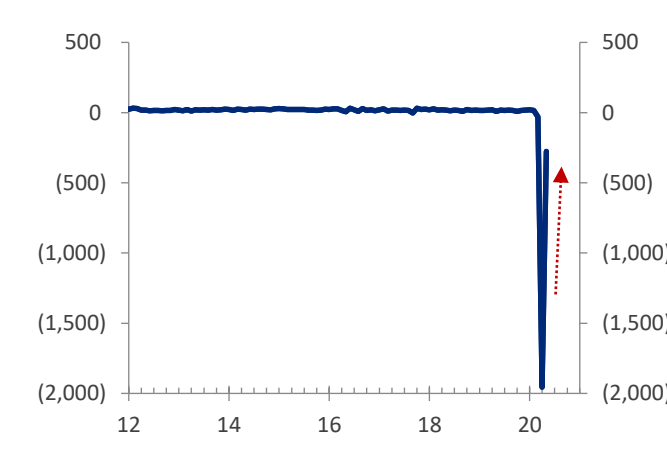
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 7: 美国失业保险首次申请人数 (四周合计, 万人)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 8: 美国 ADP 新增就业 (万人)



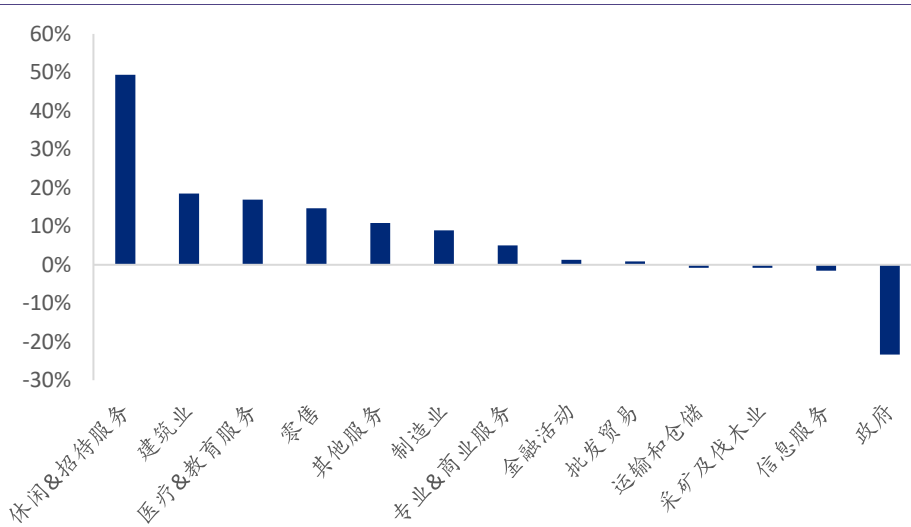
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

## ● Q: 就业增长源自何处?

A: 5月的就业数据最大的增长主力来自于受疫情冲击最严重的**休闲及招待服务 (leisure & hospitality)**，贡献了近半的非农就业增长；其次为建筑业贡献了约18.5%；政府部门则继续裁减就业，裁减人数占非农就业总人数的23.3%。

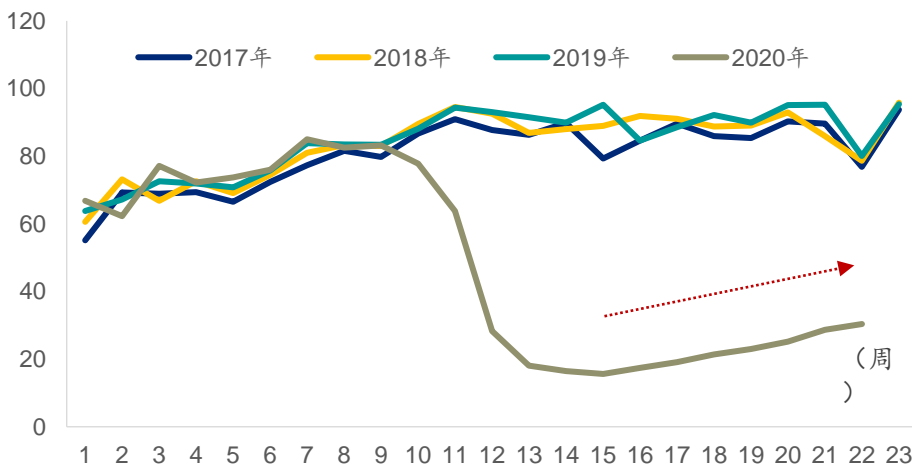
休闲&招待服务人数的恢复与疫情趋缓密切相关，这反映了经济重启的速度很可能较市场所预期的要快。这也与我们的**高频数据交叉验证结果一致**，周度的美国酒店业收入数据也显示，大约7周前美国酒店业收入已经触底开始回升，目前已经回升至往年近一半的水平。随着疫情的不断缓和，预计收入将继续稳步回升。

图表 9: 5月非农就业数据的占比



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 10: 美国酒店业周度收入指数



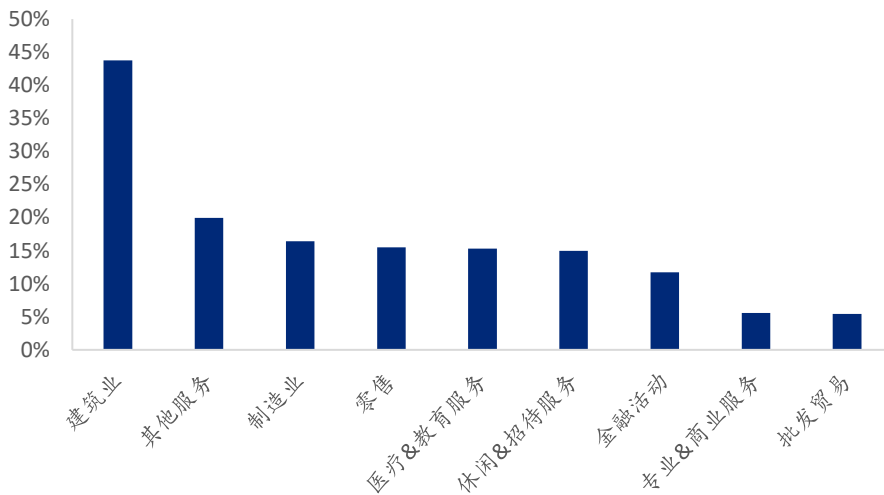
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际



## ● Q: 哪些行业就业恢复速度最快?

A: 我们计算了各行业5月非农就业增长数占3-4月合计的非农就业负增长的比重发现, **建筑业恢复最为迅猛**, 单5月1个月就已经收复了疫情期间而丢失的一半新增就业(43.8%)。按照这个速度建筑业仅需3个月不到即可完全收复失地, 其他行业的恢复速度分别为: 制造业6个月; 零售业6.45个月; 休闲&招待服务6.7个月。但也需要强调的是, 由于首月就业数据快速增长, 随后动能可能会有所缩减, 加上就业数据未来可能会出现修正, 这令实际的恢复时间可能高于5月所隐含的恢复速度。

图表 11: 5月新增就业收复3-4月新增就业人数大幅下降的比例



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

## ● Q: 为何建筑业的就业恢复最快?

A: 建筑业就业大幅反弹(地产供应端)的背后, 最主要的驱动力则是美国住宅地产的需求强劲。美国住宅地产目前的库存水平仅4个月, 属于历史极低水平, 与此同时, 虽然美国住宅自有率自2016年来从历史性低位反弹, 但目前依然处于低位水平。在美国低利率的带动下, 美国居民购房负担指数(housing affordability index)仍然处于高位水平。从周度数据来看, 房贷申请在3-4月疫情期间大幅下跌, 但随后就迅速反弹, 市场需求旺盛。

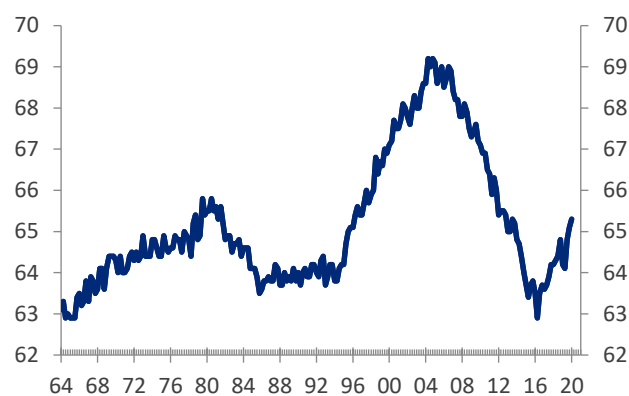
在低库存、低住房自有率、较高购房能力的情况下，随着利率进一步走低刺激以及美国经济重启回暖，美国地产的需求很可能会进一步释放，这都会极大的刺激住宅供应端的增长，这正是5月非农数据中建筑业复苏最快的根本推动力所在。美国住宅地产价格有望继续上行，投资者有必要留意美国房地产相关的投资标的。

图表 12: 美国住宅地产库存/销售 (月)



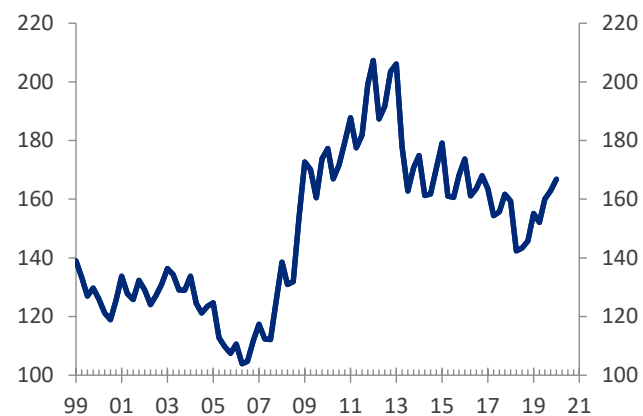
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 13: 美国住宅自有率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 14: 美国居民购房负担指数



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 15: 美国房贷申请指数 (用于购房)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

## ● Q: 就业反弹的可持续度如何?

A: 就周度的高频数据来看, 美国经济确实已经见底反弹中, 尤其是服务消费与零售相关的反弹较为明显。实体零售的消费同比数据在 5 月初触后一路反弹, 饭店预订量自 4 月份见底之后明显恢复, 目前已经有 40% 的饭店开始接受预订。

疫情的一路下行, 加上经济的不断重启, 这也将成为就业强劲反弹的根本驱动力。

另外我们留意到美国就业者的平均工作时长在经历了 3 月份的大幅下行后, 4、5 月连续大幅反弹至历史新高。工作时间的变化往往容易被市场所忽略, 但对于分析理解就业市场未来变化至关重要:

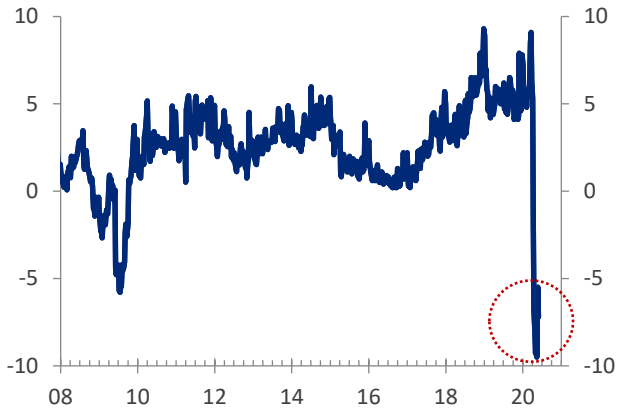
2008 年金融危机期间, 由于经济整体需求疲弱, 就业者所需的工作时长大幅下降, 这其实反应的是经济的需求下降幅度超过就业人数的下降幅度。随着经济 2009 年回暖, 经济需求的上升速度快于就业人数的增加幅度, 这令平均工作时长快速上升, 直至 2012 年后总需求的变化直接传递至就业人数的变化, 这令平均时长总体维持稳定。

而此次的工作时长出现飙升, 很可能反映的是就业人数的下降幅度大幅超过实际总需求的下降幅度 (例如订单下降 10%, 但就业人数却下降了 20%, 那么人均工作时长对应增加)。驱动就业人数超额幅度的减少这一行为的因素很可能包括:

- 企业从节省成本的角度出发, 裁员同时增加人均工时;
- 员工更愿意离职了, 因为疫情失业救助金的存在 (3 月份美国通过的救助法案中, 其中有超过 2600 亿美元用于扩大失业保险的金额和领取实际)

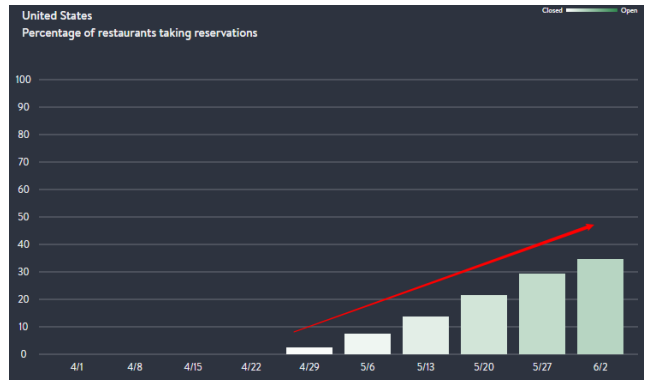
考虑到目前的就业者平均工作时长已经创下了历史新高, 随着需求的重启, 企业必然会需增加人手, 而疫情救助金的存在只能是短期纾困, 就业者终究需要重回劳动力市场。综合两点来考虑, 我们认为美国就业市场可以继续维持相对较强的反弹力度, 虽然 6 月的就业数据很有可能因为统计修正而出现下行。

图表 16: 红皮书美国实体零售同比增速 (%)



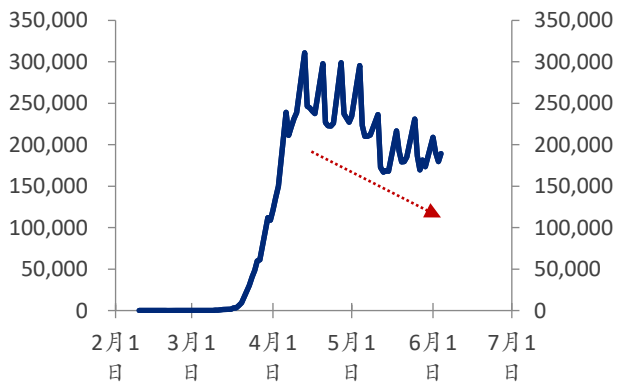
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 17: 美国饭店预订量



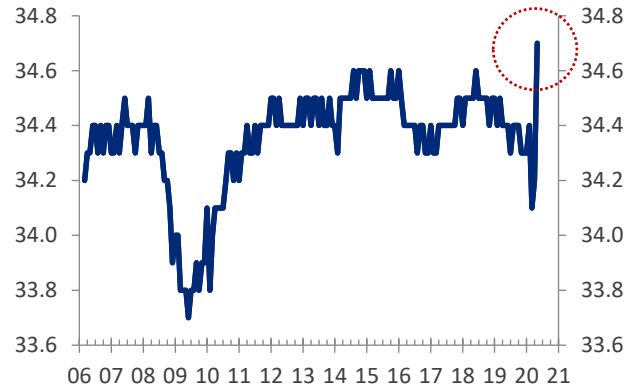
资料来源: Opentable

图表 18: 新冠肺炎美国新增确诊人数 (人, 7 日平均)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 19: 美国就业者平均周度工作时长 (小时)



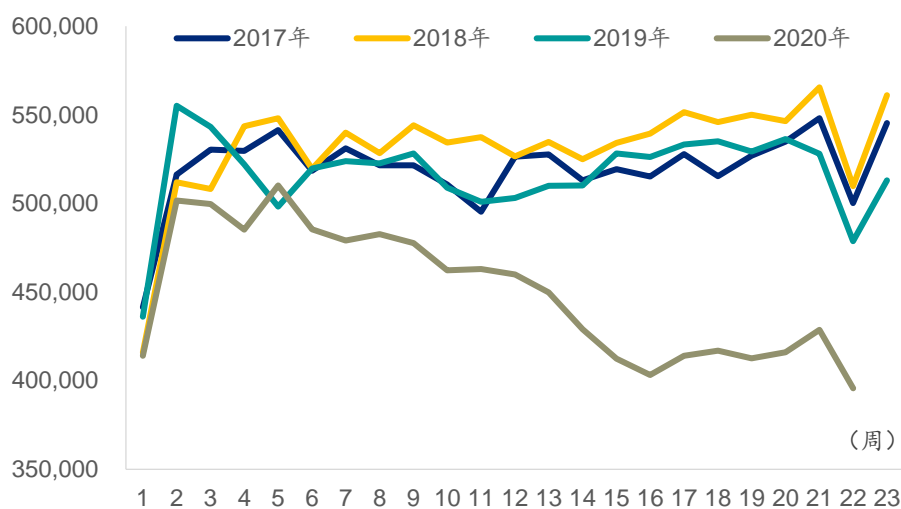
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

另外需要强调的是，美国就业市场很可能存在分化。

我们留意到5月的非农就业数据中伐木&采矿业新增就业依然为负增长，制造业新增就业的占比也相对不高，这反映了能源以及制造业行业相较于经济整体相对疲弱。

美国铁路运货量的周度数据也显示，美国铁路运货量数据依然低迷，没有像其他经济数据一样出现回升，而铁路运货量反映的是大宗商品相关的活动状况，这也与就业数据共同佐证了能源、制造业的相对低迷、慢复苏情况。

图表 20：美国铁路运货量周度数据



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

### 分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼