

证券研究报告 / 宏观数据

影响美国就业的“短期因素”会在三季度减弱

--- 海外宏观周度观察（2021年第22周）

报告摘要：

美国5月非农数据仍逊于预期。我们认为原因有三，一是美国政府对居民的现金补贴和失业金补贴降低了失业者找工作的急切程度；二是疫情仍然影响着部分人外出工作的意愿；三是由于众多学校、教育机构在疫情期间的封锁，儿童的父母居家照顾孩子的需求提升，难以外出工作。具体来看非农数据的结构，服务业相关行业仍是新增就业的主要来源。不过与疫情前（2020年2月）相比，美国服务业就业人数下降仍然非常明显，未来还有继续修复的空间。5月平均时薪环比增加0.5%，仍处于较高的增速水平，反映出薪资上涨的压力。作为以服务业为主体的国家，薪资的上涨将推动服务业通胀的继续上行，美国通胀环比有持续上升的压力。对于货币政策，我们认为美联储很可能会在接下来的1-2次会议中讨论缩减购债的问题，但是就业市场的较慢复苏也意味着实际收紧措施不会太快到来。三季度影响就业的“短期因素”会大大减弱，美联储可以根据实际数据做出更准确的判断，这将是重要的观察窗口。

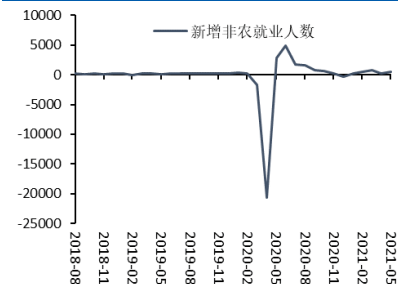
美国5月Markit制造业PMI终值62.1，高于预期值61.5，初值61.5，续创2007年5月新高。ISM制造业PMI为61.2，预期60.7，前值60.7。制造业活动的回升主要受新订单指数上升的影响，但由于原材料与劳动力的短缺，5月ISM产出指数大幅下降。美国PMI数据的结构性背离反映出“需求强、生产弱”的现象仍然存在，背后是原材料供给的不足和劳动力供给的紧俏。这也将继续推升美国通胀压力。

欧元区5月份CPI同比上涨2.0%，预期为1.9%，前值1.6%，创2018年11月以来新高。能源价格是推动5月CPI上涨的主要因素。欧元区5月制造业PMI终值为63.1，高于预期值62.8，初值62.8，创历史新高。欧洲经济复苏和通胀上行的趋势也较强。

6月2日，美联储发布了俗称“褐皮书”的地区经济调查报告，对美国整体经济活动的描述维持“温和复苏”，且增速略高于上一报告期。但是，由于原材料和劳动力普遍短缺以及交货延迟，工厂被供应链短缺所扰乱。在物价方面，美联储褐皮书承认，“自上次报告期以来，总体价格压力进一步增加”，价格上涨的主要原因还是供应链的中断。整体来看，美联储承认了通胀上升的压力，但总结的因素仍然是供应链短期因素，而就业恢复仍不充分。所以美联储目前还不会对通胀做出过度反应。

风险提示：美联储提前缩减购债。

相关数据



相关报告

《【东北证券宏观】滞未至，胀近顶》

--20210601

《【东北证券宏观】中国需大幅增加对美进口以完成协议》

--20210531

《【东北证券宏观】人民币存在中长期升值的必要性和可能性》

--20210523

《【东北证券宏观】经济持续修复中仍存不平衡，政策短期保持稳定》

--20210518

《【东北证券宏观】三季度通胀数据对全球货币政策更加重要》

--20210517

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
021-20361156 shenxf@nescn.cn

证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001
021-20361033 youcy@nescn.cn

目 录

1.	美国就业的重要观察窗口在三季度	3
2.	下周海外重点数据及事件预警	5
3.	欧美 PMI 继续走高，通胀压力加大	5
3.1.	美国 PMI 走高，需求强生产弱	5
3.2.	欧元区通胀走高，英国服务业 PMI 创新高	6
4.	美联储褐皮书强调供应链压力	8
5.	全球市场表现	8
5.1.	全球股市普涨	8
5.2.	债券收益率涨跌互现	9
5.3.	大宗商品价格涨跌互现	10

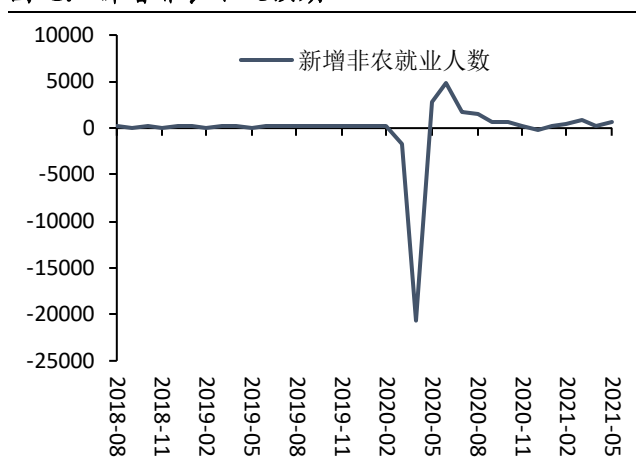
图表目录

图 1:	新增非农不及预期	3
图 2:	失业率下降但劳动参与率也下降	3
图 3:	服务相关行业就业人数增速较高	4
图 4:	与疫情前相比服务业就业人数下降仍然明显	4
图 5:	美国时薪增速仍高	5
图 6:	美国制造业 PMI 走高	6
图 7:	美国生产与需求指数背离	6
图 8:	欧元区 CPI 走高	7
图 9:	德国 CPI 创新高	7
图 10:	欧元区及英国 5 月 PMI 大幅增长	7
图 11:	欧元区 5 月服务业 PMI	8
图 12:	英国 5 月服务业 PMI	8
图 13:	全球股市普涨	9
图 14:	美债收益率	9
图 15:	欧洲公债收益率	10
图 16:	日本国债收益率	10
图 17:	工业品价格涨跌不一	10
图 18:	农产品价格涨跌不一	10
表 1:	下周海外重点数据及事件预警	5

1. 美国就业的重要观察窗口在三季度

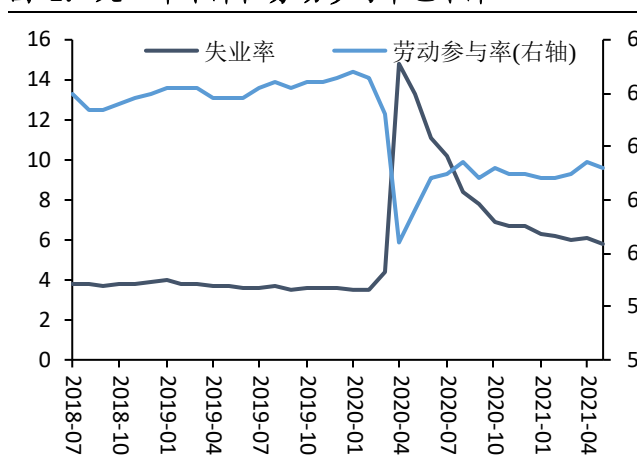
周五美国劳工部公布 5 月份非农就业报告。5 月美国新增非农就业人数 55.9 万人，市场预期 65 万人，前值上修至 27.8 万人。失业率下降 0.3 个百分点至 5.8%，低于市场预期的 5.9%；但劳动参与率下滑了 0.1 个百分点至 61.6%，低于市场预期的 61.8%，所以失业率的降低并不意味着劳动力市场的转好。**整体来看美国非农数据仍逊于预期**，数据公布后美元指数跳水，美债长端收益率下行，黄金价格大涨。美国股市再度博弈流动性宽松，三大股指均上涨，纳指领涨。

图 1：新增非农不及预期



数据来源：东北证券，Wind

图 2：失业率下降但劳动参与率也下降



数据来源：东北证券，Wind

美国非农数据为何频频低于预期？大致可以归为三个原因：

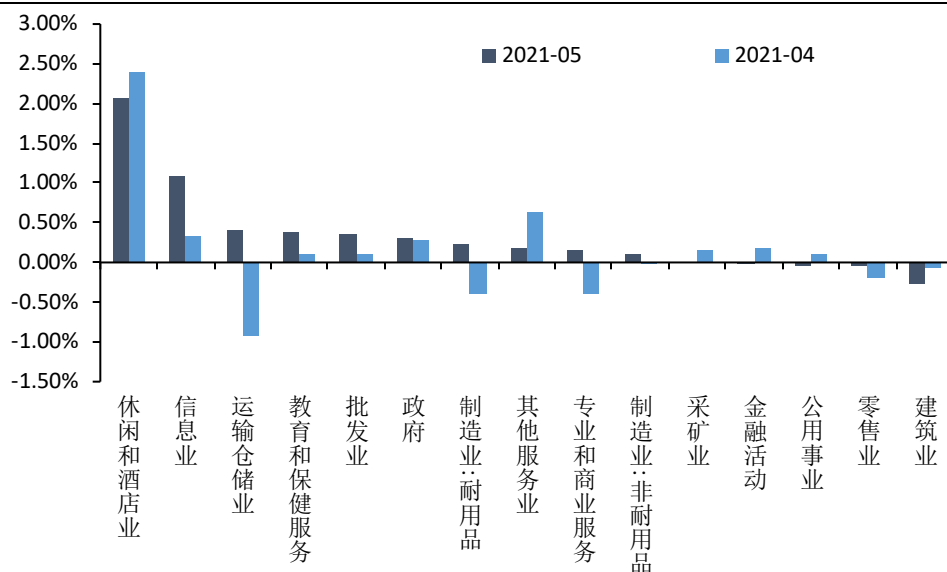
第一，美国政府对居民的现金补贴和失业金补贴降低了失业者找工作的急切程度。一些调查结果显示，相对于疫情之前，近期美国居民找工作是出于“经济压力”的比例更低了。很多失业者更愿意躺在家里领取财政补贴。不过这也并非就业不及预期的全部原因。美国初请失业金人数已经连续下降，而且半数州已经宣布将会提前结束失业金发放，会刺激失业者尽早找到工作。

第二，疫情仍然影响着部分人外出工作的意愿。虽然美国民众中很多人并不在乎新冠病毒、也不注意防控。但也有很多人对此十分谨慎。美国求职网站 ZipRecruiter 的数据显示，有半数以上的求职者希望能够远程工作，然而只有 10% 的雇主会提供远程的职位，造成了供需的错配。只有疫情充分得到控制之后这个问题才能有效缓解。

第三，由于众多学校、教育机构在疫情期间的封锁，儿童的父母居家照顾孩子的需求提升，难以外出工作。随着疫情的缓和、学校重新开放，这个问题有望得到解决，具体的观察窗口在 9 月，这是很多学校重开的时点。

具体来看非农数据的结构，服务业相关行业仍是新增就业的主要来源。休闲和酒店业新增非农就业人数比例最高，信息业其次，运输仓储业、教育和保健服务业新增就业比例也较高。零售业和建筑业就业人数下降，反映出消费刺激的逐渐消退和房地产的降温。

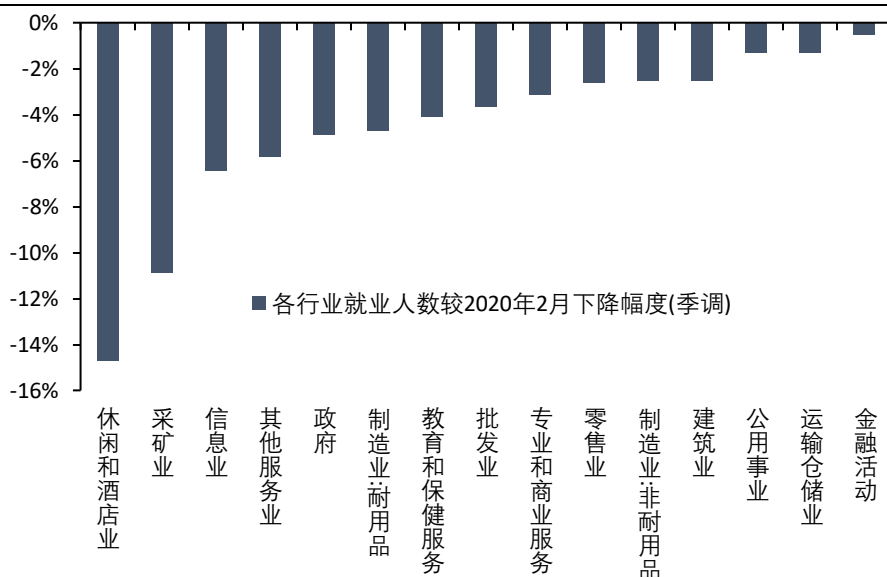
图 3：服务相关行业就业人数增速较高



数据来源：东北证券，Wind

不过与疫情前（2020年2月）相比，美国服务业就业人数下降仍然非常明显，未来仍有继续修复的空间。

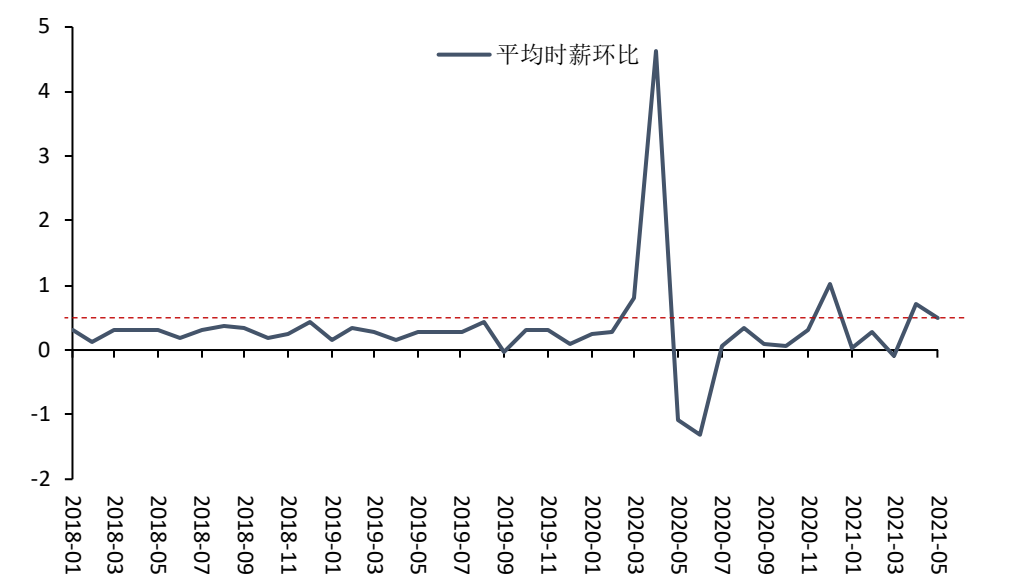
图 4：与疫情前相比服务业就业人数下降仍然明显



数据来源：东北证券，Wind

整体来看，美国经济的复苏尤其是服务业的重新开放带来了巨大的用工需求，但由于以上列举的几个原因，就业市场供不应求，所以雇主们需要提高工资以吸引工人。5月平均时薪环比增加0.5%，仍处于较高的增速水平，反映出薪资上涨的压力。作为以服务业为主体的国家，薪资的上涨将推动服务业通胀的继续上行，美国通胀环比有持续上升的压力。

图 5：美国时薪增速仍高



数据来源：东北证券，Wind

对于货币政策，我们认为美联储很可能会在接下来的 1-2 次会议中讨论缩减购债的问题，但是就业市场的较慢复苏也意味着实际收紧措施不会太快到来。我们在此前的报告中指出美国通胀的主要观察窗口将在三季度；同样我们认为就业数据的重要观察窗口也在今年三季度。因为三季度美国各州的失业补贴基本到期；而从目前疫苗和疫情的发展状况来看，三季度疫情能大体得到控制，居民外出工作的意愿会增强；同时三季度学校也将重新开放，此前因为照顾孩子而放弃工作的父母将会回归工作岗位。也就是说，三季度影响就业的“短期因素”会大大减弱，美联储可以根据实际数据做出更准确的判断。如果届时就业状况仍不及预期，则反映出疫情对劳动力市场造成了较长期的结构性影响，美联储货币政策正常化的节奏也将受到影响。

2. 下周海外重点数据及事件预警

表 1：下周海外重点数据及事件预警

日期	国家/地区	数据/事件
2021/06/07	欧元区	6 月 Sentix 投资者信心指数
2021/06/08	德国	6 月 ZEW 经济景气指数
2021/06/08	欧元区	第一季度 GDP 年率终值
2021/06/08	欧元区	6 月 ZEW 经济景气指数
2021/06/10	美国	5 月未季调 CPI 年率与月率
2021/06/11	美国	6 月密歇根大学消费者信心指数初值

数据来源：东北证券整理

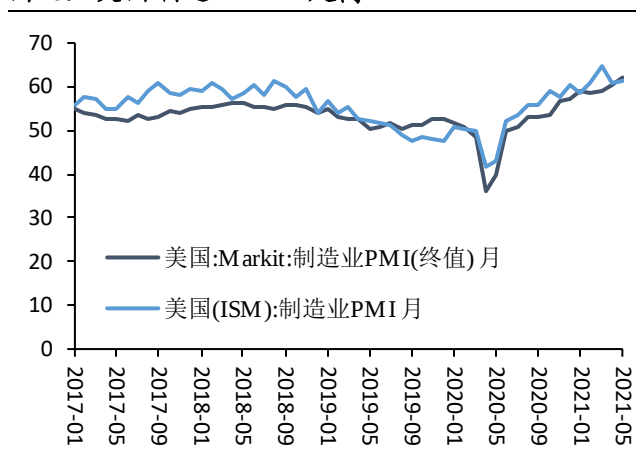
3. 欧美 PMI 继续走高，通胀压力加大

3.1. 美国 PMI 走高，需求强生产弱

美国 5 月 Markit 制造业 PMI 终值 62.1，高于预期值 61.5，初值 61.5，续创 2007 年 5 月新高；5 月 ISM 制造业 PMI 为 61.2，预期 60.7，前值 60.7。美国 5 月制造业活动的回升主要受新订单指数的影响，因经济重新开放，制造业需求提振了订单，促进了制造业 PMI 的增长。ISM 新订单指数从 4 月份的 64.3 跃升至 67。但由于原材料与劳动力的短缺，5 月 ISM 产出指数大幅下降，由 4 月的 62.5 下降至 58.5，就业指数从 4 月的 55.1 下降至 50.9。

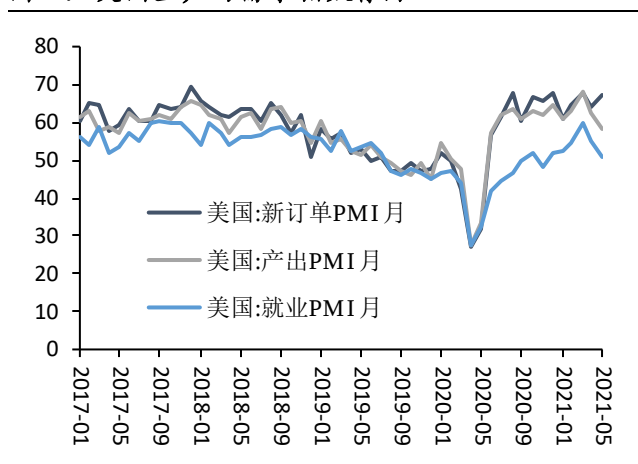
美国 5 月 Markit 服务业 PMI 终值录得 70.4，高于预期值与前值 70.1，续创有记录以来新高。5 月 ISM 非制造业 PMI 为 64，高于预期值 63，前值 62.7。服务业 PMI 的持续走高反映出了服务业不断开放的趋势。

图 6：美国制造业 PMI 走高



数据来源：东北证券，Wind

图 7：美国生产与需求指数背离



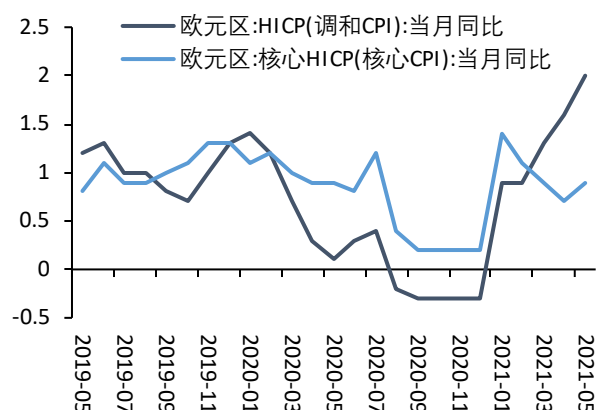
数据来源：东北证券，Wind

美国 PMI 数据的结构性背离反映出“需求强、生产弱”的现象仍然存在，背后是原材料供给的不足和劳动力供给的紧俏。这也将继续推升美国通胀压力。

3.2. 欧元区通胀走高，英国服务业 PMI 创新高

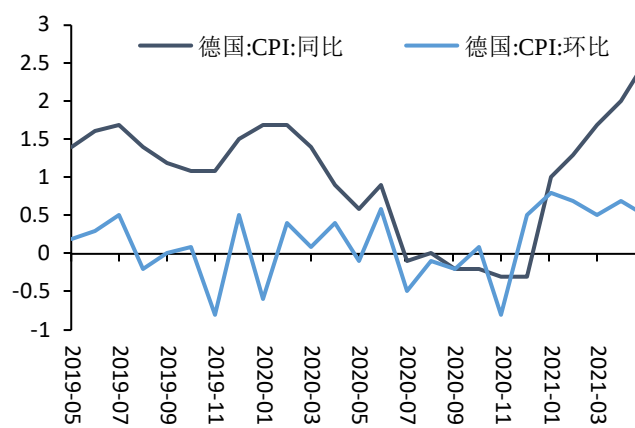
欧元区 5 月份 CPI 同比上涨 2.0%，预期为 1.9%，前值 1.6%，创 2018 年 11 月以来新高。能源价格是推动 5 月 CPI 上涨的主要因素。扣除能源、食品、烟酒等波动性较大的核心 CPI 5 月同比增长 0.9%，符合市场预期，前值 0.8%。德国 5 月 CPI 同比上涨 2.5%，高于预期值 2.3%，前值 2.0%，为 2018 年 10 月以来新高。此前，德国央行曾经表示，今年通胀有可能上升至 4% 的水平，这也是欧元创立以来从未见过的情况。欧元区 5 月通胀的大幅走高主要由于地方防疫措施部分解除，经济复苏进程加快。

图 8: 欧元区 CPI 走高



数据来源: 东北证券, Wind

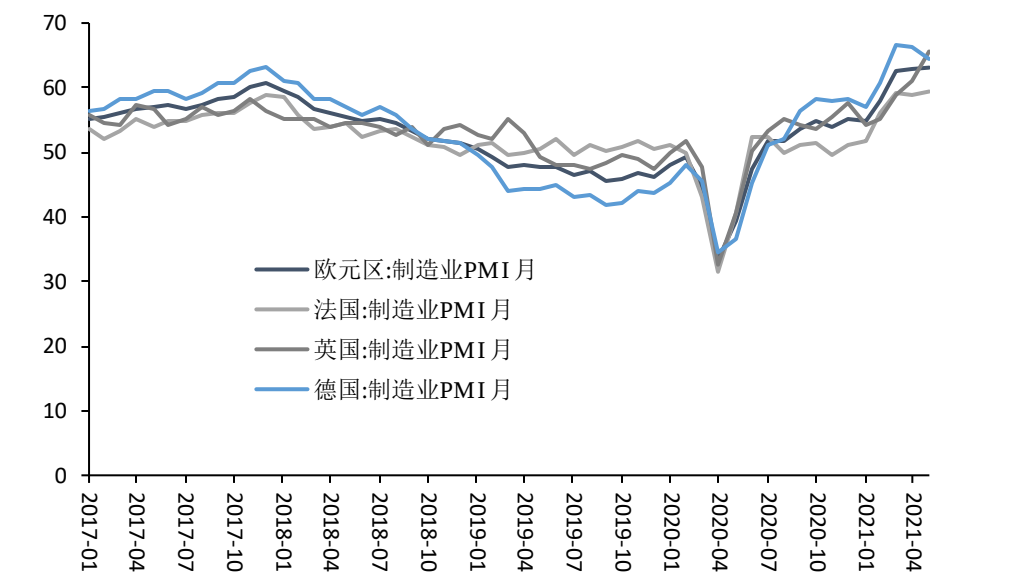
图 9: 德国 CPI 创新高



数据来源: 东北证券, Wind

欧元区 5 月制造业 PMI 终值为 63.1, 高于预期值 62.8, 初值 62.8, 创历史新高; 德国 5 月制造业 PMI 终值 64.4, 高于预期值 64, 初值 64; 法国 5 月制造业 PMI 终值 59.4, 略高于预期值 59.2, 初值 59.2。英国 5 月制造业 PMI 为 65.6, 不及预期值 66.1, 前值 66.1, 但亦创有记录以来的最大增幅。

图 10: 欧元区及英国 5 月 PMI 大幅增长

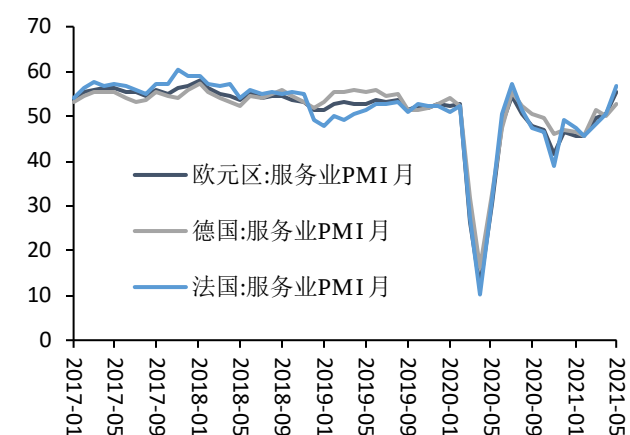


数据来源: 东北证券, Wind

欧元区 5 月服务业 PMI 终值录得 55.2, 略高于预期值与前值 55.1, 创 2018 年 2 月以来新高; 法国 5 月服务业 PMI 终值 56.6, 与预期值和前值持平; 德国 5 月服务业 PMI 终值 52.8, 与预期值和前值持平。

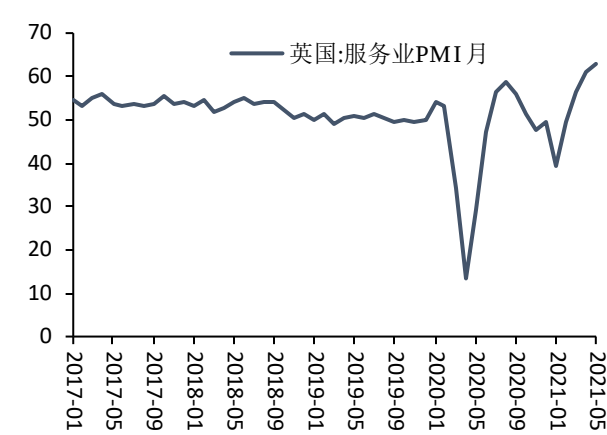
英国 5 月服务业 PMI 录得 62.9, 高于预期值与前值 61.8, 创历史新高。英国服务业 PMI 出现新高主要是由于疫情限制的取消释放了被压抑的企业和消费者支出。

图 11: 欧元区 5 月服务业 PMI



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 英国 5 月服务业 PMI



数据来源: 东北证券, Wind

4. 美联储褐皮书强调供应链压力

6月2日, 美联储发布了俗称“褐皮书”的地区经济调查报告, 对美国整体经济活动的描述维持“温和复苏”, 且增速略高于上一报告期。褐皮书提到, 报告涵盖的4月初至5月下旬, 美联储12个辖区内的一些地区联络人提到了新冠疫苗接种率提高和社交隔离措施放松对经济的积极影响, 同时指出供应链干扰的不利影响。其中, 疫苗接种率的提高对消费者支出的提振最为显著, 特别是在休闲旅行和餐厅支出方面。但是, 由于原材料和劳动力普遍短缺以及交货延迟, 工厂被供应链短缺所扰乱。房屋建筑商提到, 供应链挑战推高了成本, 强劲需求超出建设能力令销售受限。

在物价方面, 美联储褐皮书承认, “自上次报告期以来, 总体价格压力进一步增加”, 价格上涨的主要原因还是供应链的中断。由于持续的供应链中断加剧了成本压力, 增强的需求使一些企业, 特别是制造商、建筑商和运输公司, 将大部分成本增加转嫁给了客户。展望未来, 地区商业联系人预计, 未来几个月将面临成本增加和收取更高价格的问题。

在就业方面, 报告称工资增长温和, 同时 2/3 的地区报告就业温和增长。由于疫情

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_19954

