

2021 年 05 月 08 日

美国“用工荒”愈演愈烈

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

美国 4 月非农新增就业仅 26.6 万人，远低于预期，让市场“大跌眼镜”。非农就业为何增长缓慢，能否反映美国就业市场及经济的全貌？本文梳理，可供参考。

● 非农就业增长缓慢背后，不是经济不行，而是居民不愿工作、企业“用工荒”

美国 4 月非农新增就业远低于预期，劳动参与率较 3 月回升、时薪同比增速受基数拖累大幅下滑。4 月非农数据显示，非农新增就业 26.6 万人，远低于预期的 99.8 万人及 3 月的 91.6 万人。其他数据方面，4 月劳动参与率达 61.7%、超过 3 月 61.5%；同时，受高基数拖累，4 月时薪同比增速由 4.2% 大幅下滑至 0.3%。

非农就业不能反映美国就业市场全貌，4 月劳动力工作时长和时薪环比的大增，均说明美国就业环境并不差。美国 4 月时薪环比增速高达 0.7%，不仅高出预期 0%、前值-0.1%，更是远超历史同期均值水平 0.2%。美国 4 月劳动力每周平均工作小时数也升到了 35 小时，超出预期及前值的 34.9 小时，再次刷新历史新高。

就业增长缓慢与工作时长及时薪环比大增的数据组合背后，与财政“发钱”拉低了居民就业意愿密切相关。疫情爆发后，美国先后实施了 3 轮财政发钱。财政发钱虽然提升了居民收入，但同时拉低了就业意愿。回顾 3 轮“发钱”的当月及后一个月，非农新增就业都表现不佳，而劳动力工作时长、时薪水平均大幅提升。

美国经济修复过程中，居民就业意愿的下降，使企业面临的“用工荒”问题越来越严峻。截至 3 月，美国企业的职位空缺数已经高达 736.7 万，不仅超过了疫情前，更是逼近 2018 年 11 月的历史峰值水平 757.4 万。然而，美国非农就业人数目前依然只达到疫情前水平的 96% 左右，就业的增长远未跟上企业的用工需求。

美国“用工荒”问题何时能开始得到缓解？密切关注 5 月、6 月的就业数据变化。

“用工荒”的缓解，一方面取决于居民何时重新面临财务压力；另一方面，也跟企业加薪幅度，以及疫情改善下，各行各业的重启进程（优质工作机会增加）有关。随着美国居民大规模花钱（商品消费激增）及疫苗大规模推广加快经济开放节奏，5 月和 6 月的就业数据变化，将能直观地反映“用工荒”问题的边际变化。

● 大类资产：美元下跌、10Y 美债利率回落，美股表现分化，原油及黄金大涨

全球股市：美股道琼斯、标普 500 分别上涨 2.7%、1.2%，纳斯达克下跌 1.5%。亚欧股指方面，恒指下跌 0.4%，法国 CAC40、德国 DAX 分别上涨 1.9%、1.7%。

全球债市：10Y 美债收益率下行 5bp 至 1.6%。其他债市方面，10Y 英债、德债收益率分别下行 14、3bp 至 0.77%、-0.24%，10Y 法债收益率上行 1bp 至 0.17%。

外汇市场：美元指数下跌 1.2% 至 90.24。其他货币方面，欧元、英镑兑美元分别上涨 0.34%、0.32% 至 1.22、1.399；日元汇率上涨，美元兑日元下跌 0.3% 至 108.6。

大宗商品：原油方面，WTI、Brent 原油分别上涨 2.08%、1.53% 至 64.9 美元/桶、68.3 美元/桶。黄金延续反弹态势，COMEX 黄金上涨 4.37% 至 1842.9 美元/盎司。

● 风险提示：病毒变异导致疫苗失效等。

相关研究报告

《宏观经济专题-拜登新政的“三级火箭”》-2021.5.5

《宏观经济专题-五一假期，消费透视》-2021.5.5

《宏观经济专题-3 分钟看清五一海外要闻》-2021.5.4

目 录

1、周度专题：美国“用工荒”愈演愈烈.....	3
2、大类资产回溯：全球主要股指多数上涨，原油、黄金大涨.....	5
3、重点关注：美国 4 月零售销售、核心 CPI.....	7
4、数据跟踪：美国 4 月非制造业 PMI 小幅回落.....	7
4.1、美国数据.....	7
4.1.1、美国 4 月非制造业 PMI 小幅回落，商业活动、库存指数为主要拖累项.....	7
4.1.2、当周 EIA 原油库存大幅回落，当周初请失业金人数续刷新低.....	8
4.2、欧洲数据.....	8
4.2.1、欧元区、德国 3 月零售销售增速双双高于预期.....	8
5、风险提示.....	9

图表目录

图 1：美国 4 月非农新增就业较前值下滑.....	3
图 2：4 月，美国仅休闲酒店业新增就业大幅增长.....	3
图 3：美国 4 月劳动参与率回升、失业率小幅反弹.....	3
图 4：受高基数拖累，美国 4 月时薪同比增速大幅回落.....	3
图 5：美国 4 月时薪环比大幅增长.....	4
图 6：美国 4 月劳动力每周平均工时刷新历史新高.....	4
图 7：财政“发钱”往往使美国非农新增就业表现不佳.....	4
图 8：财政“发钱”往往使美国时薪水平加速提升.....	4
图 9：美国职位空缺数持续大增，用工荒愈演愈烈.....	5
图 10：美国大多数行业的职位空缺数都超过了疫情前.....	5
图 11：近 4 周，当周初次首次申请失业金人数明显回落.....	5
图 12：持续申请失业金人数也出现下滑.....	5
图 13：当周，美元下跌，欧元、英镑上涨.....	6
图 14：当周，美元指数震荡下跌.....	6
图 15：当周，主要国家 10Y 国债收益率表现分化.....	6
图 16：当周，10Y 美债收益率震荡下行.....	6
图 17：当周，全球主要股指涨跌分化.....	6
图 18：当周，纳斯达克、恒指双双下跌.....	6
图 19：当周，WTI、Brent 原油价格双双大涨.....	7
图 20：当周，COMEX 黄金价格大涨.....	7
图 21：美国 4 月非制造业 PMI 小幅回落.....	8
图 22：商业活动、库存指数为主要拖累项.....	8
图 23：美国当周 EIA 原油库存大幅回落.....	8
图 24：美国当周初请失业金人数续刷新低.....	8
图 25：欧元区 3 月零售销售增速高于预期.....	9
图 26：德国 3 月零售销售增速高于预期.....	9
表 1：海外重点数据发布日期情况.....	7

1、周度专题：美国“用工荒”愈演愈烈

事件：5月7日，美国公布4月非农数据。其中，4月非农新增就业26.6万人，远不及预期99.8万人、前值91.6万人；4月平均每周工时35小时，超出预期34.9小时、前值34.9小时。

资料来源：美国劳工部

点评：

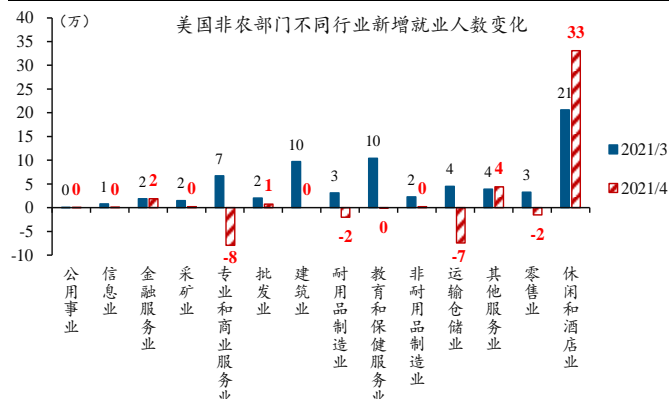
美国4月非农新增就业远不及预期，劳动参与率较3月回升、时薪同比增速受基数拖累大幅下滑。最新公布的非农数据显示，美国4月非农新增就业26.6万人，远低于预期的99.8万人及3月的91.6万人。分行业来看，休闲酒店业的新增就业最多、达到33万人，其他行业新增就业基本都低于3月，专业商业服务、运输仓储、零售、耐用品制造业的就业更是出现下滑。其他数据方面，4月劳动参与率达到61.7%、超过3月的61.5%，失业率为6.1%、较3月的6%小幅抬升。此外，受高基数拖累，4月时薪同比增速由4.2%大幅下滑至0.3%。

图1：美国4月非农新增就业较前值下滑



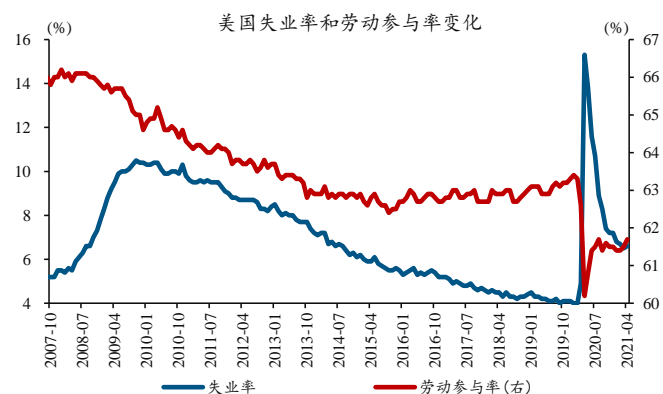
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：4月，美国仅休闲酒店业新增就业大幅增长



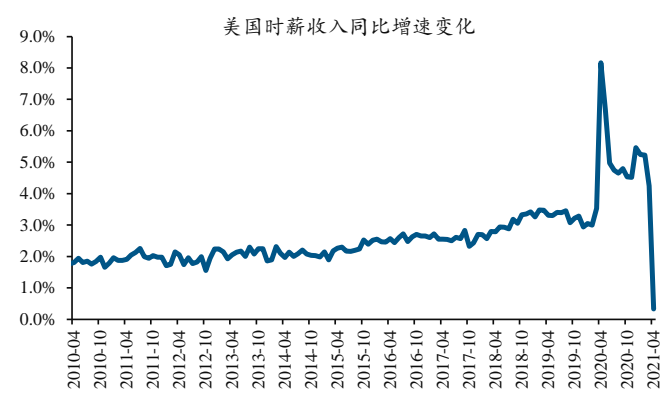
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：美国4月劳动参与率回升、失业率小幅反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

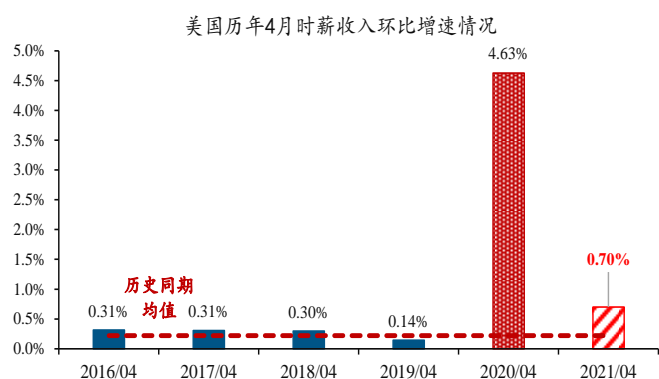
图4：受高基数拖累，美国4月时薪同比增速大幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

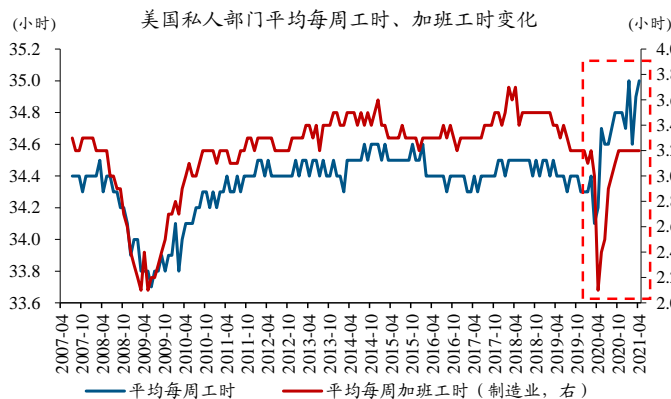
4月非农新增就业表现不佳，能否反映就业市场全貌？劳动力工作时间的持续增长及时薪环比高增，均说明美国就业环境并不差。虽然4月非农新增就业表现不佳，但4月时薪环比增速高达0.7%，远超预期0%、前值-0.1%，以及历史同期均值0.2%。与此同时，美国4月劳动力每周平均工时达到了35小时，超出预期及前值的34.9小时，再次刷新历史新高。显然，劳动力工作小时数和时薪环比的高增，反映美国就业环境并不差。

图5：美国4月时薪环比大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

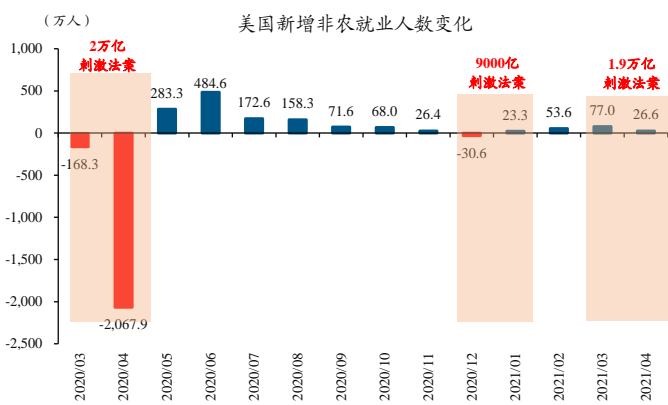
图6：美国4月劳动力每周平均工时刷新历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

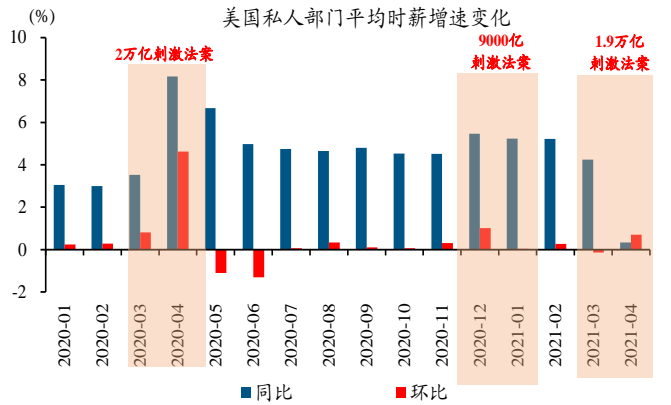
就业增长缓慢与工作时间及时薪环比大增的数据组合背后，与财政“发钱”拉低了美国居民的就业意愿密切相关。疫情爆发以来，美国先后实施了3轮大规模“发钱”，包括为居民发放现金支票以及增加联邦失业金补贴等。最新一轮的财政“发钱”开始于3月，由拜登1.9万亿美元的财政刺激法案提供资金。每一轮的财政“发钱”都使美国居民的收入水平获得大幅提升，但同时也带来了明显的副作用——拉低了居民的就业意愿。从数据来看，美国3轮财政“发钱”的当月及后一个月，非农新增就业基本都表现不佳，而为了吸引劳动力就业，企业均不得不提高时薪水平。

图7：财政“发钱”往往使美国非农新增就业表现不佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：财政“发钱”往往使美国时薪水平加速提升

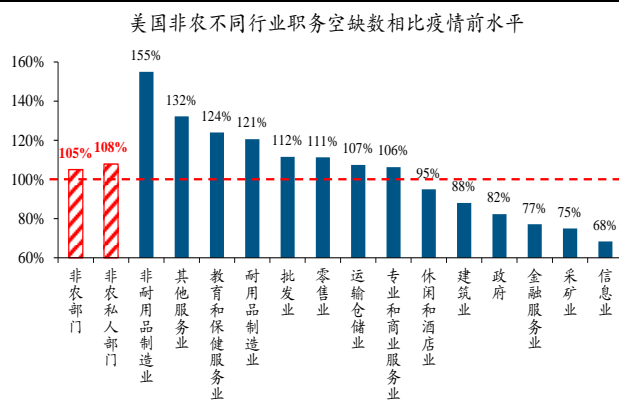


数据来源：Wind、开源证券研究所

受居民就业意愿下降影响，美国企业在经济回归常态的过程中，面临的“用工荒”问题越来越严峻。截至3月，美国企业的职位空缺数已经高达736.7万，不仅超过了疫情爆发前，更是逼近了2018年11月的历史峰值水平757.4万。分行业来看，包括制造业、教育保健业、批发业、零售业、专业商业服务业等的职位空缺数，均已超过疫情爆发前。然而，美国的非农就业人数目前依然只达到疫情前水平的96%左右，实际就业的增长远未跟上企业的用工需求。

图9：美国职位空缺数持续大增，用工荒愈演愈烈


数据来源：Wind、开源证券研究所

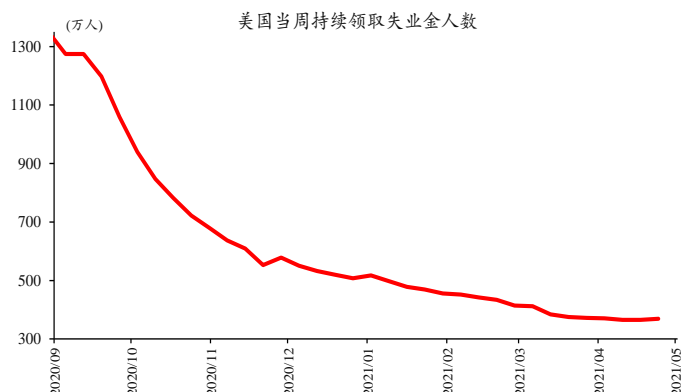
图10：美国大多数行业的职位空缺数都超过了疫情前


数据来源：Wind、开源证券研究所

美国“用工荒”问题何时能开始得到缓解？密切关注5月、6月的就业数据变化。美国“用工荒”的缓解，一方面将取决于居民何时重新面临财务压力，不得不去找工作养活自己；另一方面，也跟企业加薪幅度，以及疫情改善下，各行各业的重启进程（提供的优质工作机会增加）有关。从最新高频数据来看，美国当周初次申请失业金人数在最近4周出现明显回落，释放出一些积极信号。随着美国居民大规模花钱（商品消费激增）及疫苗加速推广加快经济开放节奏，5月和6月的就业数据变化，将直观反映“用工荒”问题的边际变化。

图11：近4周，当周初次首次申请失业金人数明显回落

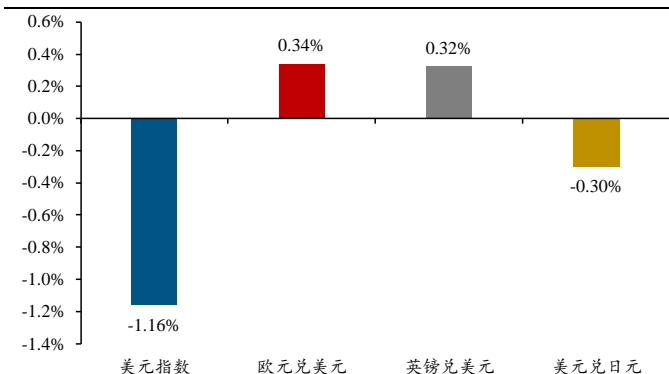

数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：持续申请失业金人数也出现下滑


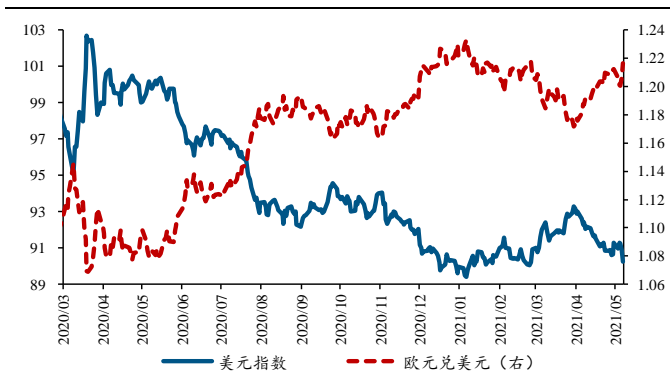
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、大类资产回溯：全球主要股指多数上涨，原油、黄金大涨

当周（5月3日-5月7日），美元下跌，欧元、英镑上涨。美元指数下跌1.16%至90.24。其他货币方面，欧元、英镑兑美元分别上涨0.34%、0.32%至1.216、1.399；日元汇率上涨，美元兑日元下跌0.3%至108.6。

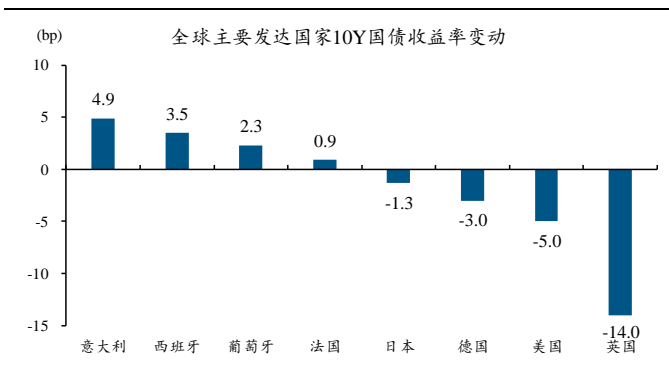
图13: 当周, 美元下跌, 欧元、英镑上涨


数据来源: Wind、开源证券研究所

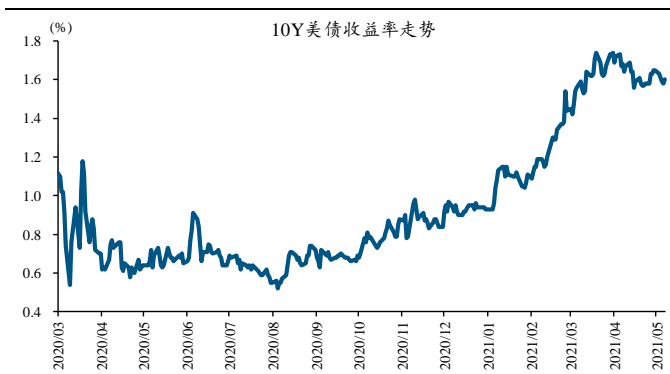
图14: 当周, 美元指数震荡下跌


数据来源: Wind、开源证券研究所

当周(5月3日-5月7日), 主要国家10Y国债收益率表现分化。10Y美债收益率下行5bp至1.6%。其他债市方面, 10Y英、德、法分别下行14bp、下行3bp、上行0.9bp至0.77%、-0.24%、0.17%。

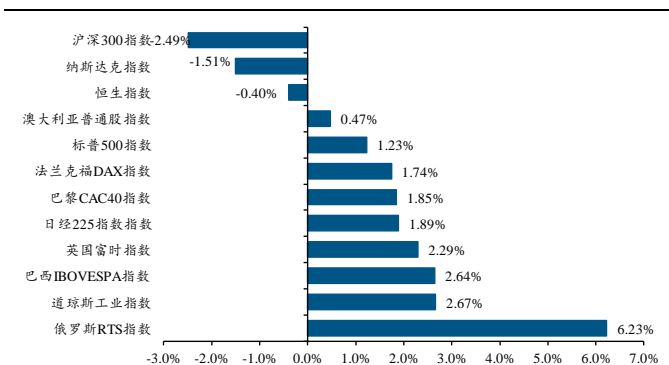
图15: 当周, 主要国家10Y国债收益率表现分化


数据来源: Wind、开源证券研究所

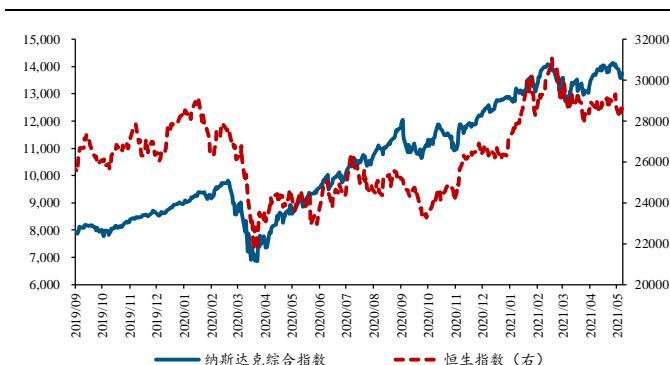
图16: 当周, 10Y美债收益率震荡下行


数据来源: Wind、开源证券研究所

当周(5月3日-5月7日), 全球主要股指涨跌分化。美股方面, 道琼斯、标普500分别上涨2.7%、1.2%, 纳斯达克下跌1.5%。亚洲股指方面, 沪深300、恒指分别下跌2.5%、0.4%。欧洲股指方面, 法国CAC40、德国DAX分别上涨1.9%、1.7%。

图17: 当周, 全球主要股指涨跌分化


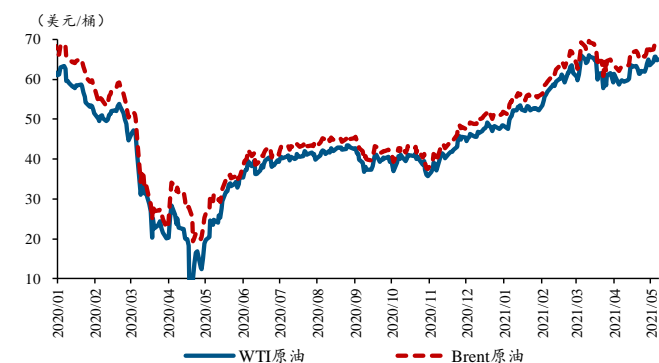
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 当周, 纳斯达克、恒指双双下跌


数据来源: Wind、开源证券研究所

当周(5月3日-5月7日), 原油、黄金双双大涨。原油方面, WTI、Brent原油分别上涨2.08%、1.53%至64.9美元/桶、68.3美元/桶。黄金方面, COMEX黄金上涨4.37%至1842.9美元/盎司。

图19: 当周, WTI、Brent 原油价格双双大涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 当周, COMEX 黄金价格大涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、重点关注: 美国 4 月零售销售、核心 CPI

表1: 海外重点数据发布日期情况

地区	日期	经济指标	期间	调查值	前值
美国	5/12	核心 CPI 同比	4 月	2.3%	1.6%
		当周 EIA 原油库存(万桶)	至 5 月 7 日	--	-799
	5/13	政府预算(亿美元)	4 月	--	-6596
		核心 PPI 同比	4 月	--	3.1%
		当周初请失业金人数(万人)	至 5 月 8 日	--	--
	5/14	进口价格指数环比	4 月	0.6%	1.2%
		零售销售环比	4 月	1%	9.8%
		工业产出环比	4 月	1.3%	1.4%
		密歇根大学消费者信心指数初值	5 月	90.1%	88.3%
		商业库存环比	3 月	0.3%	0.5%
欧元区	5/11	ZEW 经济景气指数	5 月	--	66.3
	5/12	工业产出同比	3 月	--	-1.6%
德国	5/11	ZEW 经济景气指数	5 月	--	70.7
英国	5/12	工业产出月率	3 月	--	-3.5%
		GDP 年率初值	1 季度	--	-7.3%

资料来源: Wind、开源证券研究所

4、数据跟踪: 美国 4 月非制造业 PMI 小幅回落

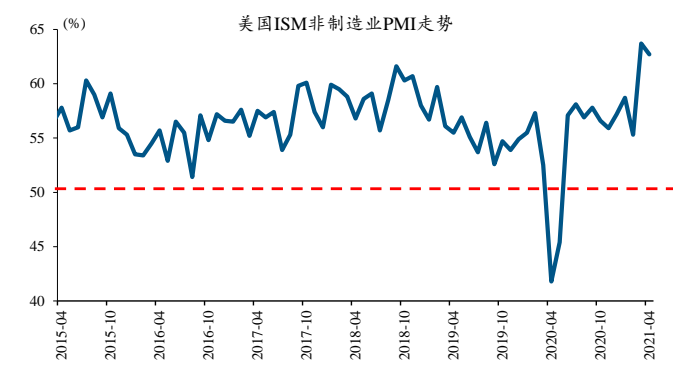
4.1、美国数据

4.1.1、美国 4 月非制造业 PMI 小幅回落, 商业活动、库存指数为主要拖累项

当周(5月3日-5月7日), 美国公布了4月非制造业 PMI 数据。其中, 美国4月非制造业 PMI 录得 62.7%, 低于预期 64.3%、前值 63.7%。主要分项中, 商业活

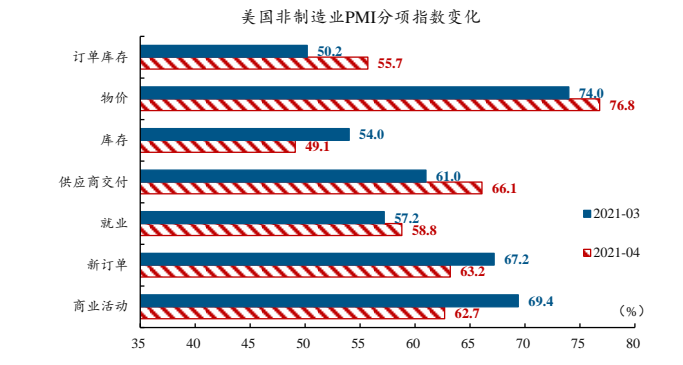
动、库存指数分别由 69.4%、54% 回落至 62.7%、49.1%，为主要拖累项。

图21: 美国 4 月非制造业 PMI 小幅回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 商业活动、库存指数为主要拖累项



数据来源: Wind、开源证券研究所

4.1.2、当周 EIA 原油库存大幅回落，当周初请失业金人数续刷新低

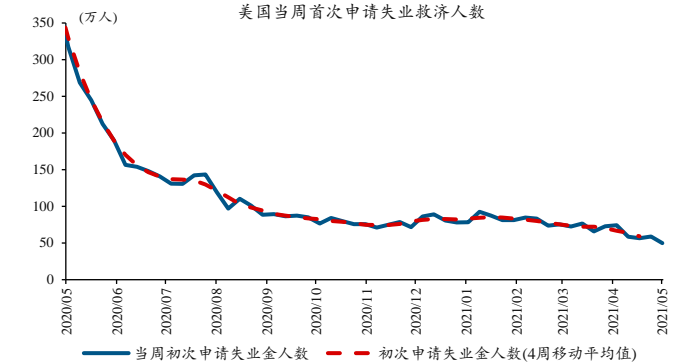
当周（5月3日-5月7日），美国公布了4月30日当周EIA原油库存数据、5月1日当周初请失业金人数。其中，当周EIA原油库存减少799万桶，前值为增加9万桶。失业金人数方面，当周初请失业金人数录得49.8万人，低于预期的53.8万人，刷新疫情以来新低。

图23: 美国当周 EIA 原油库存大幅回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 美国当周初请失业金人数续刷新低



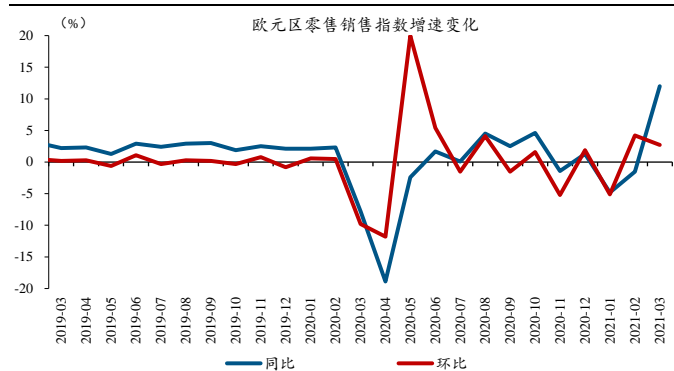
数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、欧洲数据

4.2.1、欧元区、德国 3 月零售销售增速双双高于预期

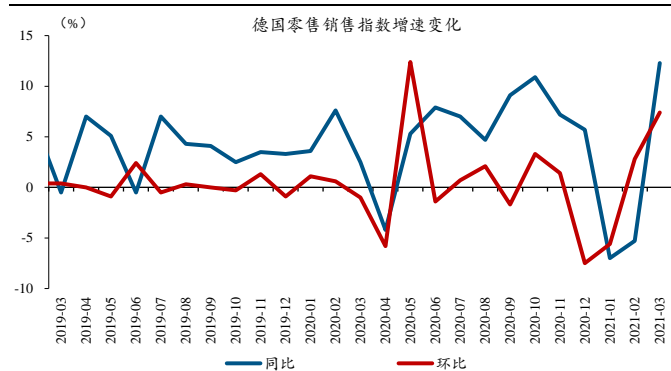
当周（5月3日-5月7日），欧元区、德国公布了3月零售销售数据。其中，欧元区3月零售销售同比增长12%，预期为增长9.4%，前值为下降2.9%；3月零售销售环比增长2.7%，高于预期1.6%，低于前值4.2%。德国方面，3月零售销售同比增长11%，预期为下降1.6%，前值为下降9%；3月零售销售环比增长7.4%，高于预期3.3%，创2020年6月以来新高。

图25: 欧元区3月零售销售增速高于预期



数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 德国3月零售销售增速高于预期



数据来源: Wind、开源证券研究所

5、风险提示

病毒变异导致疫苗失效等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn