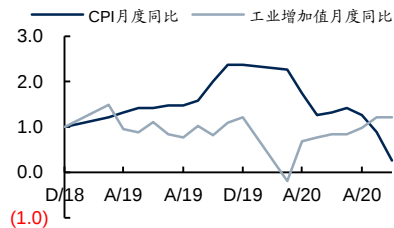


宏观经济

海外市场一周概览

2020年12月08日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	4.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.50

相关研究报告:

《海外市场一周概览: 美国 CPI 不增反降缘由几何?》——2020-11-18
 《宏观经济周报: 宏观扩散总指数连续三周上升, 经济增长向上趋势有所加强》——2020-11-16
 《宏观经济周报: 经济增长向上趋势继续强化, 生产资料价格大幅上涨》——2020-11-30
 《海外市场一周概览: 海外投行 2021 美国经济预览》——2020-12-01
 《宏观经济周报: 国信高频宏观扩散总指数连续六周上升》——2020-12-07

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

联系人: 王艺熹

电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

对美国就业数据的挖掘与思考

● 美国就业市场怎么看?

美国就业数据体系一览: 美国劳动数据局 (BLS) 每月初发布前月的就业环境报告是美国最重要的月频就业数据报告, 内容包括失业率、新增非农就业人数、劳动参与率、制造业就业人数以及平均小时收入等指标。JOLTS 新增岗位及离职调查问卷报告主要涵盖新增岗位、新增就业、离职率、职位空缺率等信息。ADP 就业形势报告则是穆迪评级与人力资源管理公司 ADP 联合发布的月度报告则按照大、中、小企业以及不同行业统计全美非农就业人数。

数据观察 1: 次贷危机后失业率和劳动参与率都逐步下降。 美国 11 月失业率为 6.7%, 高于前值 6.6%。失业率在今年 4 月冲高到历史最高的 14.7% 之后持续改善, 直到 11 月受新一波疫情冲击, 停留在 6.6% 的水平。从劳动参与率上看, 近 20 年来, 美国的劳动参与率总体上保持了下降的趋势。短期来看, 疫情是美国目前劳动参与率降低的主要原因。而长期来看, 劳动参与率的降低的是人口老龄化和教育时间延长的结果。

数据观察 2: 从行业分布来看, 美国服务业与制造业占总就业人口比例较高。 受疫情影响最大的休闲和酒店业与零售业就业人数在疫情前分别占总非农就业人口的 11.04% 和 10.60%。疫情期间受到打击, 近期强劲复苏的制造业就业人数则占总非农就业人数的 8.59%。

数据观察 3: 通胀与就业关系成谜, 菲利普斯曲线是否失效?

近年来, 菲利普斯曲线的趋势不再明显, 该理论在实际运用上的意义连续受到质疑。进化版的理论通常使用产出缺口来替代失业率来描绘新的曲线。新的逻辑为, 在经济上行周期, 劳动充裕, 资本投入高, 过高的剩余产能 (不管是劳动力还是资本性投入) 会使得产出缺口扩大, 导致通胀压力降低。

我们不能确定现有统计方法是否能准确的衡量一个经济体的潜在产出水平。且随着生产技术的更新, 产出缺口在不同历史时期内的可比性也需要进一步验证。我们更倾向于将经济增长和通货膨胀的发生联系起来。近年来, 美国失业率的变化与经济增长的速度关系不大, 这可能是菲利普斯曲线趋势弱化的真正原因。

● 上周主要资产走势概览

美股: 上周, 美股市场经历了较大幅度的上涨, 三大股指均创新高。标普 500 指数 7 天涨幅为 2.3%, 最高报 3699.2。道琼斯工业指数 7 天涨幅为 1.58%, 最高报 30233.03 点。纳斯达克指数 7 天涨幅为 2.4%, 最高报 12457.16 点。

美债: 上周美国 10 年期国债收益率最高达到 0.974%, 12 月 7 日回落至 0.933%。美国 2 年期国债最高曾达到 0.188%, 后围绕着 0.16% 的水平浮动。2 年期国债与 10 年期国债的利差从 68bp 左右变化到了 78bp 左右。**伦敦金** 价跌至 1764.08 美元/盎司后回升至 1861.64 美元/盎司, 涨幅达到 5.5%。**美元指数** 12 月 1 日报 91.82。7 日晚美元指数报 90.87。

布伦特原油 12 月 2 日最低报 46.82 美元/桶。12 月 8 日早 7 点, 布伦特原油报 47.27 美元/桶。11 月 30 日伦敦铜报 7557.0 美元/吨, 12 月 7 日最高报 7800 美元/吨, 截至 12 月 8 日早 7 点, 伦敦铜价报 7690.5 美元/吨。

内容目录

美国就业市场怎么看？	4
美国就业数据体系一览	4
次贷危机后劳动参与率和失业率都逐步下降	5
从行业分布来看，美国制造与服务业占比较高	5
通胀与就业关系成谜，菲利普斯曲线是否失效？	6
上周主要资产走势概览	8
美股	9
美债	9
伦敦金和美元指数	10
布伦特原油和伦敦铜	10
国信证券投资评级	12
分析师承诺	12
风险提示	12
证券投资咨询业务的说明	12

图表目录

图 1: 2002-2020 年美国失业率及劳动参与率	5
图 2: 美国人口年龄构成.....	5
图 3: 美国 2002 至 2020 非农就业中各行业占比变化	6
图 4: 美国按行业统计职位分布	6
图 5: 菲利普斯曲线.....	7
图 6: 美国 1960-1969 年通胀与失业率	7
图 7: 美国 1970-2019 年通胀与失业率	7
图 8: 美国 1970-2019 年产出缺口与通胀（横轴为产出缺口，竖轴为 PCE 通胀）	8
图 9: 美国实际 GDP 增速与通货膨胀	8
图 10: 美国实际 GDP 增速与失业率	8
图 11: 12 月 1 日-12 月 7 日标普 500 指数.....	9
图 12: 12 月 1 日-12 月 7 日道琼斯工业指数.....	9
图 13: 12 月 1 日-12 月 7 日纳斯达克综合指数.....	9
图 14: 12 月 1 日-7 日美国 10 年期国债收	10
图 15: 12 月 1 日-7 日美国 2 年期国债收益率	10
图 16: 12 月 1 日-12 月 7 日伦敦金价与美元指数走势（伦敦金：美元/盎司）	10
图 17: 12 月 1 日-7 日布伦特原油价格走势（美元/桶）	11
图 18: 12 月 1 日-7 日伦敦铜走势（美元/吨）	11
表 1: 美国就业环境报告内容	4
表 2: 美国 JOLTS 新增岗位及离职调查问卷报告内容	4
表 3: 美国 ADP 就业形势报告内容	4

美国就业市场怎么看？

上周五，美国 11 月劳动市场报告出炉，多项指标不及预期。本报告中，我们梳理了美国就业市场的概况和规律，以便投资者理解当下美国就业市场的状况和变化规律。

美国就业数据体系一览

美国劳动数据局（BLS）每月初发布的前月就业环境报告是美国最重要的月频就业数据报告，内容包括失业率、新增非农就业人数、劳动参与率、制造业就业人数以及平均小时收入等指标。该报告还囊括按照行业、族裔、年龄、性别等分类统计的就业情况。综合来看，此份报告是就业数据体系中最核心的部分。

表 1：美国就业环境报告内容

名称	指标	备注
就业环境报告 (Employment Situation Summary)	非农就业人数	另按行业（医疗健康、金融、运输、制造、政府部门等）分类统计
	失业率	另按性别、年龄统计，以及受挫与否、边际工人等统计六个失业率指标
	劳动参与率	
	疫情致使失业人数	今年 5 月开始设立

资料来源：BLS、国信证券经济研究所整理

美国 BLS 每月公布的 JOLTS 新增岗位及离职调查问卷报告主要涵盖新增岗位、新增就业、离职率、职位空缺率等信息。该报告通常比就业环境报告滞后，但职位空缺率是市场衡量劳动力是否过剩的关键指标，而离职率等指标对于市场参与者更清楚的理解就业市场的状况很有帮助。

表 2：美国 JOLTS 新增岗位及离职调查问卷报告内容

名称	指标	备注
新增岗位及离职调查问卷 (Job Openings And Labor Turnover)	新增岗位数	根据行业不同（医疗教育、仓储、交通等）以及地区（中西部、东部等）分类统计
	新增就业数	根据行业不同（医疗教育、仓储、交通等）分类统计
	离职数	根据离职类型不同（辞职、辞退）以及所在行业不同（建筑、批发、政府部门等）分类统计
	就业数净增长	新增就业-新增离职

资料来源：BLS、国信证券经济研究所整理

美国 ADP 就业形势报告则是穆迪评级与人力资源管理公司 ADP 联合发布的月度报告。报告按照大、中、小企业以及不同行业统计全美非农就业人数。这份报告的特殊之处在于，其数据来源不是调查问卷，而是实际薪资数据（actual payroll data）。

表 3：美国 ADP 就业形势报告内容

名称	分类方式	指标	指标内涵
ADP 就业形势报告 (ADP National Employment Report)	按公司规模分类	小型企业	1-49 人
		中型企业	50-499 人
		大型企业	500+人
	按生产类型分类	商品生产	自然资源开采、建筑、制造三类
		服务生产	公共事业、信息、金融、专业服务、教育与医疗、休闲及其他

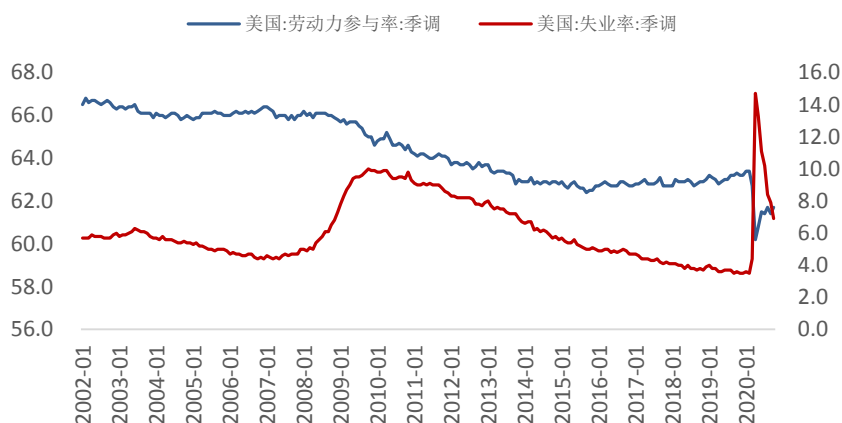
资料来源：ADP、国信证券经济研究所整理

周频数据方面，美国劳工部每周四左右会发布前周首次申领失业救济人数和持续申领失业救济人数，是美国就业数据体系的高频指标，帮助市场更为及时的认识到就业市场以及经济的情况。该数据发布频率较高是市场对其投以较多关注的主要原因。

数据观察 1: 次贷危机后失业率和劳动参与率都逐步下降

美国 11 月失业率为 6.7%，高于前值 6.6%。失业率在今年 4 月冲高到历史最高的 14.7% 之后持续改善，直到 11 月受新一波疫情冲击，停留在 6.6% 的水平。此次疫情前，美国失业率处在 3.6% 的历史低位，低于次贷危机前的 4.3%。

图 1: 2002-2020 年美国失业率及劳动参与率



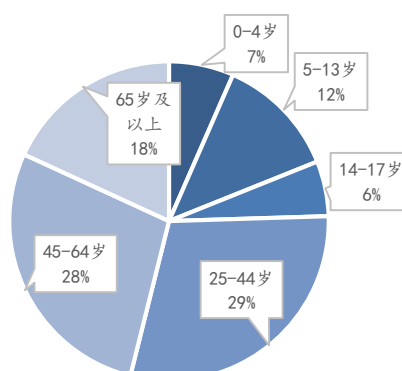
资料来源: BLS、国信证券经济研究所整理

从劳动参与率上看，近 20 年来，美国的劳动参与率总体上保持了下降的趋势，经济危机期间下降最为急剧，且次贷危机后并没有恢复到之前水平。2016 年开始，劳动参与率有缓步回升的势头，直到本次疫情后再次受挫。

可以看到，虽然近期的失业率有所降低，但是劳动参与率远远没有回到疫情前的水平。美国的失业率中并不包含招工受挫、放弃工作的人，结合劳动参与率有所降低的事实，可以推断，许多人并不是找到了工作，只是因为太久都没有办法找到工作，从而在短期内放弃了工作的打算。

短期来看，疫情是美国目前劳动参与率降低的主要原因。而长期来看，劳动参与率的降低则是人口老龄化和教育时间延长的结果。从年龄上看，美国人口最大的组成部分是二战之后、1946-1964 年出生、被称为 Baby Boomers 的群体。该群体在千禧年左右开始进入退休的阶段，不再参与就业市场。美国年轻人的低劳动参与率则是受教育时间变长而导致的。随着接受大学教育的人口比例逐渐增长，年轻人参加工作的年龄被延后，导致了美国劳动参与率的进一步下降。

图 2: 美国人口年龄构成

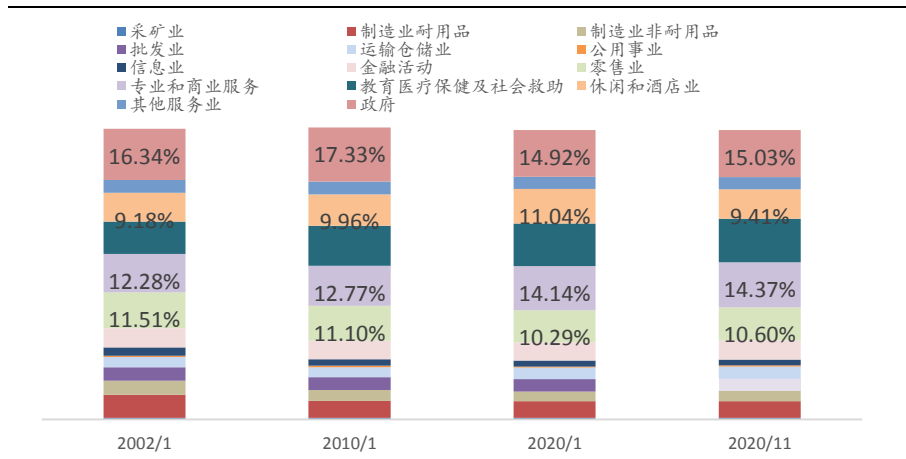


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

数据观察 2: 从行业分布来看, 美国服务业与制造业占总就业人口比例较高

受疫情影响最大的休闲和酒店业与零售业就业人数在疫情前分别占总非农就业人口的 11.04%和 10.29%。疫情期间受到打击, 近期强劲复苏的制造业就业人数则占总非农就业人数的 8.59%。

图 3: 美国 2002 至 2020 非农就业中各行业占比变化



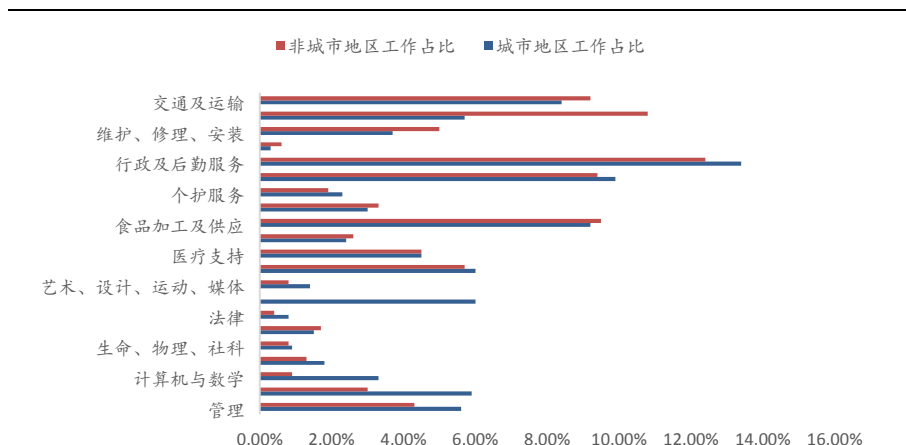
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

11 月的就业报告显示, 运输和仓储就业数量增幅较大, 达 2.68%。零售部门就业受新一波疫情影响再次受挫, 而政府就业则因为 2020 年人口普查工作的收尾而降低。

从城乡差别上来看, 美国主要分为由环绕纽约、芝加哥、洛杉矶这类大都市而建立的城市区域, 以及小镇和农村区域组成的非城市区域。其中, 城市地区的工作类别以行政、管理、专业服务为主, 而非城市区域的交通运输、修理维护等类型的工作占比比城市区域更高。

2019 年美国城市区域的平均年薪为\$54,820, 高于非城市\$42,490 的平均年薪。高薪职业集中在数理科学类(Science、Technology、Engineering、Mathematics) 以及法律、金融等专业服务类。

图 4: 美国按行业统计职位分布



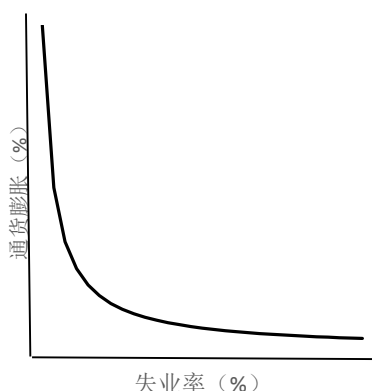
资料来源: BLS、国信证券经济研究所整理

数据观察 3: 通胀与就业关系成谜, 菲利普斯曲线是否失效?

作为美国就业市场讨论的延申，失业率和通胀的关系一直是美国各界颇为关注的一个话题。连接这两个关键指标的理论中，最著名的无疑是菲利普斯曲线。

菲利普斯曲线是新西兰经济学家威廉·菲利普斯 1958 年提出的经济学理论，描述了通货膨胀和失业率之间的反向关系。该理论指出，经济体内低失业率时期通胀高，而低通胀则对应高失业率。该理论背后的潜在逻辑是，经济增长和扩张会导致通货膨胀，而经济扩张的时期企业对劳动力需求大，就业充分，失业率低，就业和通胀互相影响。在应用上，通常认为政府可以通过提薪等引发通胀的手段来鼓励就业。

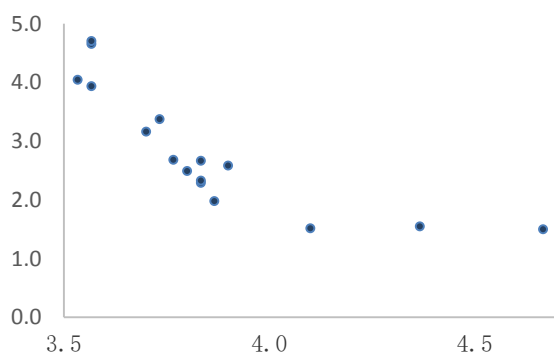
图 5：菲利普斯曲线



资料来源：Fred、国信证券经济研究所整理

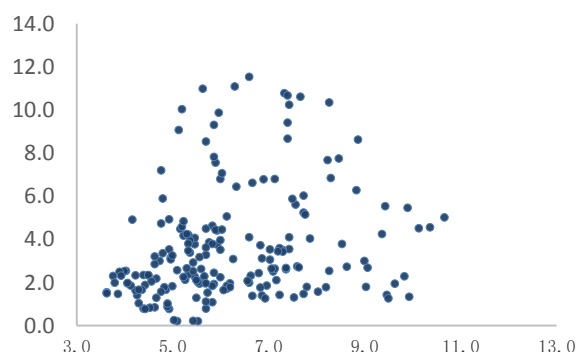
菲利普斯曲线论述了通胀和就业这两个关键宏观经济指标之间的关系，在美国政府政策的制定、各类机构的宏观经济研究分析中都有相当高的地位。其派生的概念和指标也有相当广泛的应用，如 NAIRU(Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, 不会导致通胀升高的失业率水平) 等，被各界广泛参考。如下图左所示，美国 1960-1969 年期间的通胀与失业指标确实比较符合菲利普斯曲线理论所论述的现象。

图 6：美国 1960-1969 年通胀与失业率



资料来源：Fred、国信证券经济研究所整理

图 7：美国 1970-2019 年通胀与失业率



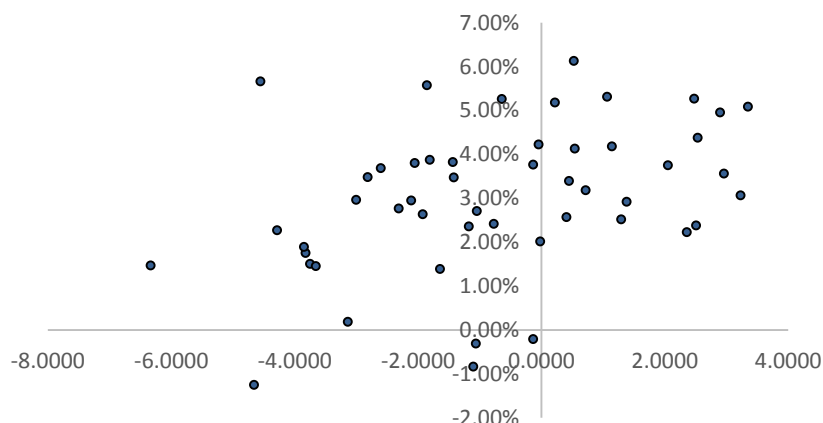
资料来源：Fred、国信证券经济研究所整理

然而，近年来，不管是美国的学界、商界还是政策制定者，都不可避免的注意到曲线的趋势不再明显，该理论在实际运用上的意义连续受到质疑。如上图右所示，1970 年以后的失业率和通胀在图中的位置比较随机，不乏高失业高通胀或者低失业低通胀时期的出现，两者之间的反向关系在实际中并不能得到验证。

关于菲利普斯曲线是否能够继续作为政策制定的依据的探讨此起彼伏。

由于旧版菲利普斯曲线趋势不再，当代进化版的理论通常使用产出缺口来替代失业率来描绘新的曲线。即，产出缺口与通胀之间呈反向关系。产出缺口是指潜在产出与实际经济增速的差，而潜在产出水平不仅取决于人工劳动力，还取决于资本投入。新的逻辑为，在经济上行周期，劳动力充裕，资本投入高，过高的剩余产能（不管是劳动力还是资本性投入）都会使得产出缺口扩大，导致通胀压力降低。

图 8：美国 1970-2019 年产出缺口与通胀（横轴为产出缺口，竖轴为 PCE 通胀）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

由上图可以看出，通胀与产出缺口之间可能存在正向相关，但整体趋势并不清晰。我们对新的理论暂时持保留意见，这是因为我们不能确定现有统计方法是否能准确的衡量一个经济体的潜在产出水平。且随着生产技术的更新，产出缺口在不同历史时期内的可比性也需要进一步考量。

图 9：美国实际 GDP 增速与通货膨胀

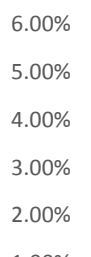


图 10：美国实际 GDP 增速与失业率



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_1011

