

就业良好，美联储进退两难

——兼评 2019 年 7 月非农数据

宏观简报

- ◆ 美国 7 月非农稳健，但无法掩盖市场对中美贸易摩擦的担忧。这次特朗普“掀桌”与 5 月颇为相似，表明特朗普的贸易决策与美国经济和股市表现、以及美联储的态度存在此消彼长的“跷跷板”关系：美国经济好，股市好，美联储偏鹰，特朗普往往表现的更为强硬。
- ◆ 展望未来，如果新一轮关税落地，对美国的零售业、制造业、采掘业就业都将带来不利影响。美联储方面，利率期货隐含的 9 月降息概率已升至 96%，表明市场认为美联储会再次为特朗普的贸易政策“买单”。这是美联储面对的另一种道德风险。
- ◆ 我们认为美联储不会急于释放进一步宽松的信号，在经济数据恶化之前，任何鸽派表态都将令美联储的独立性受到质疑。对投资者而言，短期内资本市场将接受新一轮的“压力测试”。在中美贸易关系未见缓和，或是美联储没有释放更多鸽派信号之前，风险资产或易下难上。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

美联储鹰派降息后，特朗普再度宣称对中国商品加征关税。7月非农虽稳健，但资本市场的关注点又重新回到了贸易领域。

这次特朗普“掀桌”的背景与5月颇为相似。当时的情况是，美国一季度GDP大超预期，美股创新高，鲍威尔在5月议息会议后的表态偏鹰。这一次，美国二季度GDP又超预期，美股又创新高，鲍威尔在7月议息会后再次发表鹰派言论，与5月初几乎如出一辙。

由此可见，**特朗普的贸易决策与美国经济和股市表现、以及美联储的态度存在此消彼长的“跷跷板”关系。**当美国经济好，股市好，美联储不愿意放松货币时，特朗普往往表现的较为强硬。相反，当美国经济前景变坏，美股承压时，特朗普又往往表现出合作的态度，比如去年12月。

尽管我们认为中美最终仍将达成贸易协议，**但如果以上关系是成立的，那么短期内特朗普的贸易态度或取决于：**(1) 美国经济和股市是否能消化新一轮关税的冲击；(2) 美联储是否会继续降息，以应对新增的不确定性。

经济方面，二季度GDP数据显示美国消费韧性较好，暂时可以抵消投资和出口带来的下行压力。刚刚公布的非农数据表明，劳动力市场仍相对稳定，但部分行业就业压力有所上升。

具体来看，7月新增非农就业16.4万，5-7月平均新增就业14万，失业率维持在3.7%的低位。时薪同比增长3.2%，劳动参与率上升至63%。分行业看，制造业就业增加，采掘业和建筑业放缓。服务业稳定，但其中的零售业依旧低迷，就业持续负增长。

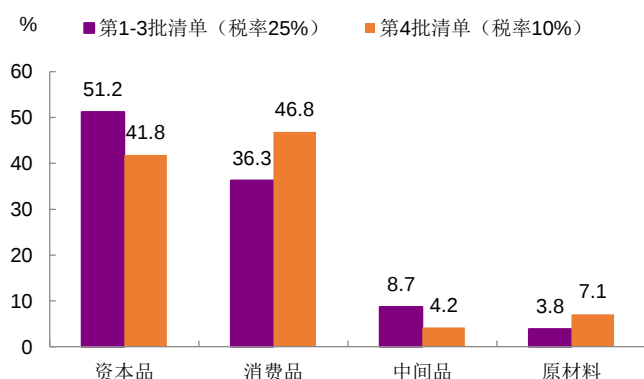
如果新一轮关税落地，对零售业就业的影响会更显著。过去两年，美国实体零售受到网络电商冲击，实体店数量下降，就业人数减少(图1)。而新一轮被征税的商品中，消费品的比例又更高，部分批发商、零售商(比如沃尔玛)可能需要自己消化关税的成本(图2)。这将导致其利润受到挤压，从而影响到招工和就业。

图1：电商冲击叠加贸易摩擦，导致零售业就业减少



资料来源：Wind，数据截至2019年7月

图2：新一轮关税清单中消费品比例更高

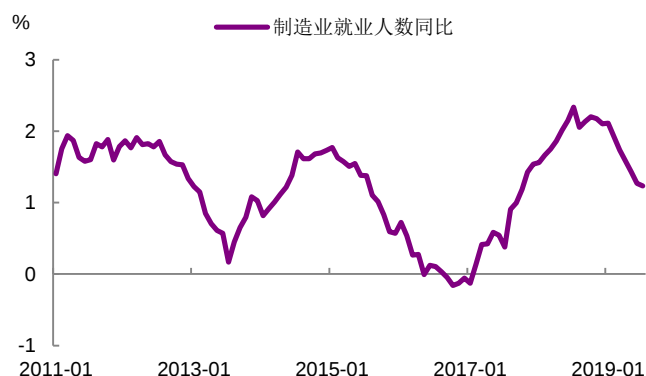


资料来源：USTR，Wind，World Bank

与此同时，中方已表态将采取必要的反制措施，这将对美国出口和投资带来更多压力。如果中美贸易摩擦升级，还将对全球产业链造成冲击，令全球经济承压，进而反作用于美国，抑制其制造业扩张(图3)。全球需求走弱

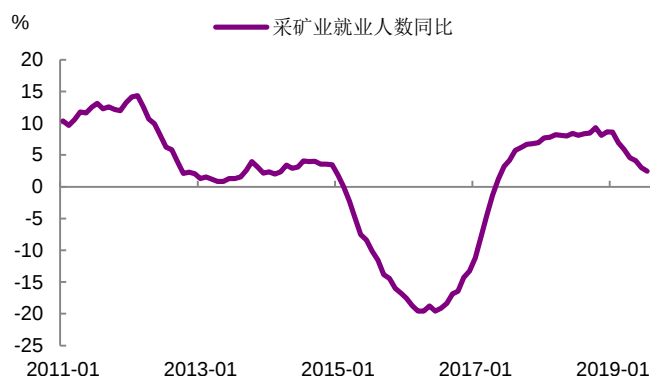
还会导致大宗商品价格下跌，对美国的采掘业不利。数据显示，美国原油钻井平台数已经连续 8 个月减少，能源行业对劳动力的需求也在下降（图 4）。

图 3：全球疲弱、贸易摩擦影响制造业就业



资料来源：Wind，数据截至 2019 年 7 月

图 4：大宗价格低迷影响采矿业就业



资料来源：Wind，数据截至 2019 年 7 月

美联储方面，6 月 FOMC 释放的超预期鸽派信号让特朗普相信，只要贸易摩擦再起，美联储就会继续降息，以确保美国经济稳定。当前市场也开始相信这一点，利率期货隐含的 9 月降息概率已从几天前的 56% 上升至 96%。**市场认为美联储会再次为特朗普的贸易政策“买单”，或者说，特朗普将再次成功“倒逼”联储降息。**

对美联储而言，这是另一种道德风险。所谓道德风险，指的是当一个人知道其他人将为其承担风险时，他会采取更冒险的行为。如果美联储轻言宽松货币，可能会使特朗普更“敢于”在贸易问题上表现强硬。市场对货币宽松的预期将被强化，资产价格泡沫和企业债务将继续提升。鉴于此，**我们认为美联储不会急于释放进一步宽松的信号，在经济数据恶化之前，任何类似的表态都将令美联储的独立性受到质疑。**

对投资者而言，**短期内资本市场将接受新一轮的“压力测试”。**在中美贸易关系未见缓和，或是美联储没有释放更多鸽派信号之前，风险资产易下难上，美元也不会出现大幅贬值。随着工业通缩预期升温，大宗商品和美债利率或有进一步下行的空间。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_10929

