

怎么看“喜忧参半”的美国非农数据？

报告摘要

● 主题评论：怎么看喜忧参半的非农数据？

3月美国非农就业数据喜忧参半，喜的是新增非农就业人口超出预期，忧的是平均时薪同比增长不及预期。数据公布后，标普500高开高走，10年期美债收益率出现下跌。

- 1) 股票与债券对非农就业数据的反应不同，主要原因在于股债的定价逻辑不同。股市对增长和就业的关注度会更高些，这直接关系到企业盈利水平，因此3月就业数据超预期带来了股市的上涨；而债市对通胀的关注度会更高些，按照前美联储主席伯南克的框架，10年期美债收益率可以分解为未来实际短期利率、通胀预期和期限溢价，工资增速是影响通胀预期的重要因素，因此平均时薪不及预期带来了债市的上涨。
 - 2) 美国通胀低迷的原因在于名义工资增速相较于劳动生产率的增速而言偏低了。通胀=(名义工资-劳动生产率)/2，2008年以来，美国劳动生产率出现了明显改善，而全要素生产率直到2016年才有明显提高，这说明劳动力要素的效率提高是美国经济恢复的重要推动力；但与此同时，美国名义工资增速基本保持稳定，很明显这些劳动力并没有得到相应的补偿。
 - 3) 美国就业市场的结构性问题正在修复，但修复已经接近尾声。从历史数据看，劳动生产率走平往往意味着修复已经基本完成。根据美国国会预算办公室对美国劳动生产率的估算，到2020年，劳动生产率的上升就将结束，这意味着本轮劳动力市场的结构修复已经进入尾声。根据拟合曲线测算，未来如果美国非农时薪上涨到4.4%-4.5%，那么美国通胀数据仍然有可能回升到2%的目标值。但目前看，这种可能性并不高。
 - 4) 低通胀和低期限利差也许是未来一段时期美国经济的常态。即使目前美国劳动力市场的结构性问题即将修复完成，但相较于劳动生产率而言，已经修复完成的工资增速仍然是偏低的。因此，除非劳动生产率大幅下滑，否则美国PCE通胀在未来突破2%的可能性是很小的，低通胀和低期限利差也许是未来一段时期美国经济的常态。
- 大类资产走势回顾：
- 汇率：美元指数再上97。加拿大、欧元区PMI不及预期，汇率下跌；英国、中国PMI超出预期，汇率上涨；主要国家股指上涨引发避险情绪下跌，日元兑美元贬值0.78%。
 - 商品：原油价格上涨。受OPEC限产、美国制裁伊朗与委内瑞拉等因素的影响，本周布伦特原油上涨1.04%，至68.28美元/桶，WTI原油上涨4.89%，至63.08美元/桶。
 - 股债：全球股指齐涨。受益于美股反弹，全球股指均出现上涨，债券市场方面，10年期美债收益率先涨后跌，10年期美日利差上升5.9BP至2.55%，10年期美德利差上升4BP至2.52%

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn



目录

一、主题评论：怎么看“喜忧参半”的美国非农数据？	4
1、金融市场如何反应？	4
2、就业工资为何背离？	5
3、低通胀和低期限利差也许是未来一段时期美国经济的常态	7
二、海外重点事件追踪	7
1、中美贸易争端出现新进展	7
2、欧洲 PMI 数据继续下滑	8
3、美国股市连涨 7 日	8
4、印度央行宣布降息 25 个基点	9
三、大类资产走势回顾	9
1、汇率：美元指数再上 97	9
2、商品：黄金与美元同涨	9
3、股债：全球股指齐涨	10

图表目录

图表 1：美股与就业数据的相关性更高	4
图表 2：美债与通胀数据的相关性更高	4
图表 3：(工资-劳动生产率) / 2 与美国通胀之间的相关性很高	5
图表 4：美国劳动生产率增速高于全要素生产率	5
图表 5：劳动生产率的提高并没有得到补偿	5
图表 6：劳动生产率走平意味着劳动力市场结构问题修复的完成（1982 年）	6
图表 7：劳动生产率走平意味着劳动力市场结构问题修复的完成（1992 年）	6
图表 8：美国劳动生产率已经接近走平	6
图表 9：PCE 达到 2% 所对应的美国非农时薪增速	6
图表 10：劳动生产率走平后 PCE 下滑（1982 年）	7
图表 11：劳动生产率走平后 PCE 下滑（1992 年）	7
图表 12：上周美元指数再上 97 关口	9
图表 13：上周人民币汇率表现较好	9
图表 14：上周原油价格出现上涨	10



图表 15: 上周黄金价格小幅反弹	10
图表 16: 上周全球股指普涨	10
图表 17: 上周美日、美德利差均小幅走廓	10



一、主题评论：怎么看“喜忧参半”的美国非农数据？

4月5日晚间，美国劳工部公布3月非农就业数据。数据显示，美国3月非农就业人口新增19.6万人，预期17.7万人，前值3.3万人；失业率3.8%，预期3.8%，前值3.8%。但与此同时，3月的平均时薪同比增长3.2%，低于预期的3.4%，前值3.4%；劳动力参与率63%，预期63.2%，前值63.2%；制造业就业人口变动同比降0.6万人，预期增1万人，前值0.1万人。3月份的就业数据可以说是喜忧参半。

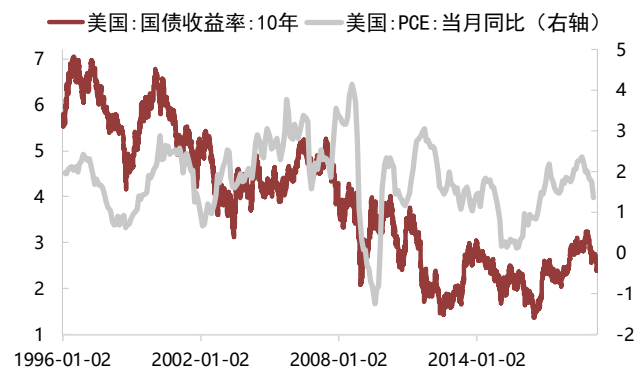
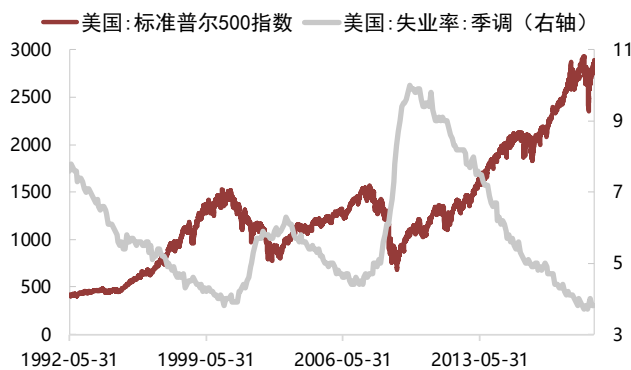
1、金融市场如何反应？

3月非农就业数据发布后，很奇怪的是，美国股市与债市对此做出了完全相反的反应。股票市场更加关注数据的积极因素，标普500高开高走，最终收涨0.46%，已经十分接近2018年9月份的历史高点；而债券市场则可能更加关注数据的消极因素，10年期美债收益率下跌至2.50%，本来已经修复的收益率曲线再度平坦化。

我们认为，金融市场的这种反应可能与股债的定价逻辑不同有一定关系。具体而言，股市对增长和就业的关注度会更高些，因为这直接关系到企业盈利水平，因此3月就业数据超预期带来了美股的上涨（图表1）；而债市对通胀的关注度会更高些，按照前美联储主席伯南克的框架，10年期美债收益率可以分解为未来实际短期利率、通胀预期和期限溢价，工资增速是影响通胀预期的重要因素，因此3月平均时薪不及预期带来了债市的上涨（图表2）。

图表 1：美股与就业数据的相关性更高

图表 2：美债与通胀数据的相关性更高

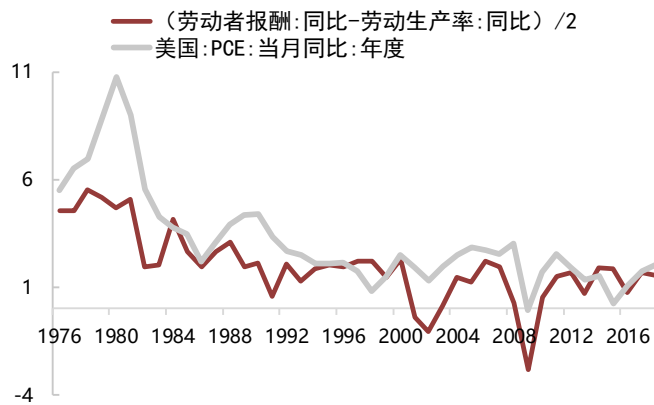


来源：Wind，莫尼塔研究

对于工资增速与通胀之间的关系，我们可以做进一步的讨论。工资影响通胀主要依赖两条路径：其一，工资上涨增加企业成本，这时候垄断企业可以提高产品价格来保证净利润；其二，实际工资增加使得工人的消费能力增加，增加总需求，同时工人的劳动生产率决定了产品的总供给，如果总需求大于总供给，便会使得产品价格上涨。反过来，通胀又会导致名义工资的上涨，这就是“工资-价格螺旋”。

基于以上关系，我们可以建立一个简单的数学关系式： $f(\text{名义工资}-\text{通胀}-\text{劳动生产率})=\text{通胀}$ 。我们取最简单的一种形式： $\text{名义工资}-\text{通胀}-\text{劳动生产率}=\text{通胀}$ ，可以得出： $\text{通胀}=(\text{名义工资}-\text{劳动生产率})/2$ 。历史数据表明，这个关系式对美国通胀的拟合程度是比较高的（图表3）。（注：所有的数据均为同比增速数据）

图表 3：（工资-劳动生产率）/2 与美国通胀之间的相关性很高

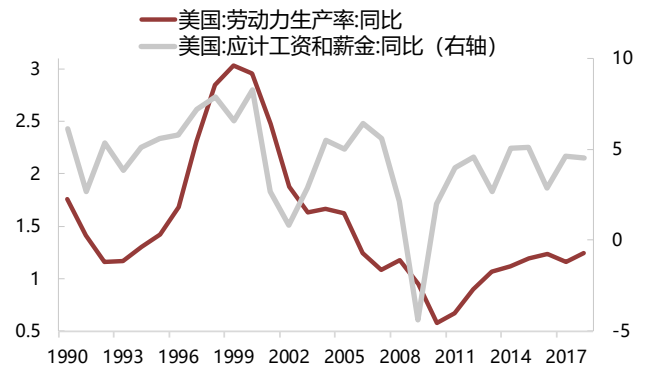
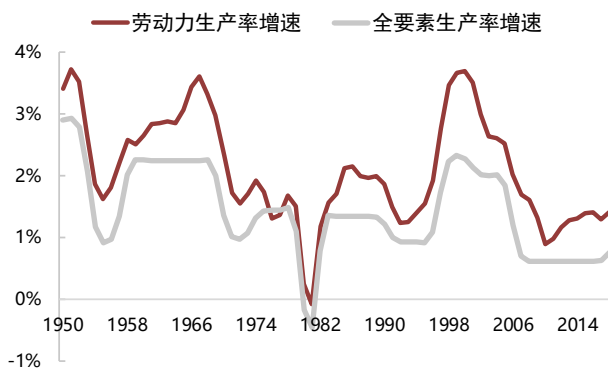


来源：Wind、CEIC、莫尼塔研究

因此，我们可以得出结论，为何美国的通胀起不来？一个重要原因在于，美国名义工资增速相较于劳动生产率的增速而言偏低了。2008年以来，美国的劳动生产率增速出现了明显改善，而全要素生产率直到2016年才有了明显提高，这说明劳动力要素的效率提升是美国经济恢复的重要推动力（图表4）；但与此同时，名义工资增速基本保持稳定，很明显这些劳动力并没有得到相应的补偿（图表5）。

图表 4：美国劳动生产率增速高于全要素生产率

图表 5：劳动生产率的提高并没有得到补偿



来源：Wind、CEIC、莫尼塔研究

2、就业工资为何背离？

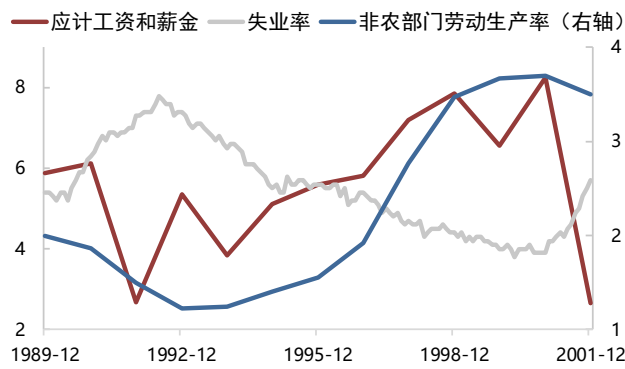
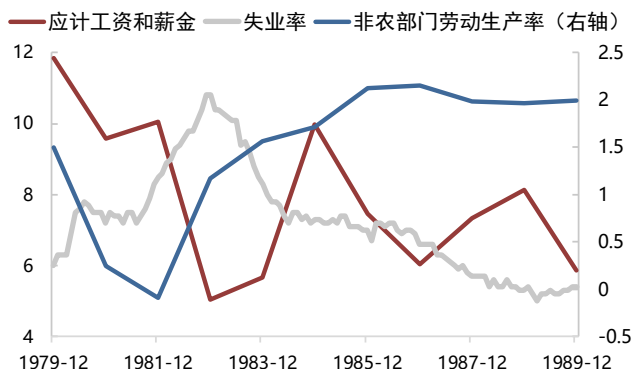
如前所述，3月的美国非农就业数据再度出现就业与工资之间的背离。根据我们上面的分析，美国工资增长缓慢并非是由于劳动生产率增长缓慢导致，相反，国际金融危机后美国劳动生产率出现了明显提高，而名义工资却并没有相应提高，这是压制美国通胀的重要原因。那么，怎样理解这个现象？

我们可以从美国就业结构的角度来进行解释。2008年之后，美国就业结构发生了很大的变化。我们将员工与工作岗位分层：高技术员工对应第一层的工作岗位，中技术员工对应第二层的工作岗位，低技术员工对应第三层的工作岗位。国际金融危机后，这种就业结构发生了下沉，高技术员工去做第二层的工作，中技术员工去做第三层的工作，第三层的员工则退出劳动力市场。这种就业结构的变化必然导致劳动生产率上升、工资基本不变、失业率下降、劳动力参与率下降的局面。实际上这种就业结构的变化在历次美国经济衰退中均会有所表现，例如1961年、1982年、1992年等，只不过2008年次贷危机太大，影响一直持续到了现在。

最近一两年这种就业结构的错配已经得到修复，非农时薪有了明显增长，劳动生产率增速有所下滑。问题在于，结构修复已经进行到了什么地步？从历史数据看，劳动生产率走平往往意味着劳动力市场结构修复基本完成（图表6、图表7）。这背后逻辑在于：当就业结构错配时，高技术工人去做第二层的工作，劳动生产率必然会提高（从历史数据看，同期的全要素生产率均是走平的状态，这意味着劳动生产率的提高确实是由就业结构错配带来，而非由于技术进步带来）；而当就业结构恢复过来后，劳动生产率的提高就会结束，工资的增长速度也会放缓下来。

图表 6：劳动生产率走平意味着劳动力市场结构问题修复的完成（1982 年）

图表 7：劳动生产率走平意味着劳动力市场结构问题修复的完成（1992 年）

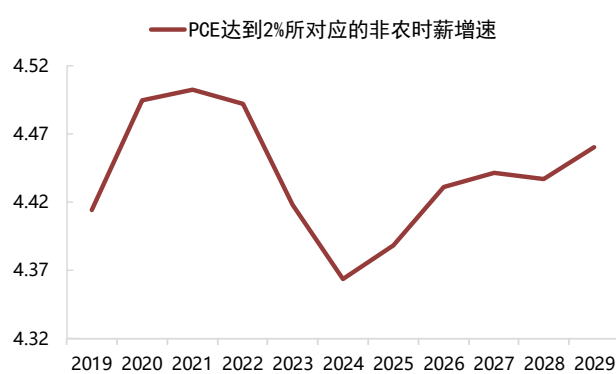
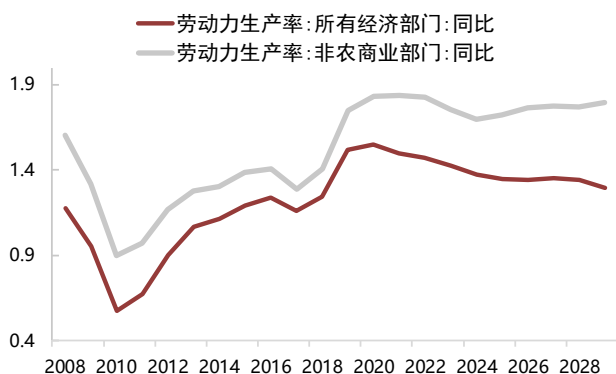


来源：Wind，莫尼塔研究

根据美国国会预算办公室对美国劳动生产率的估算，到2020年，美国劳动生产率的上升行将结束，这意味着本轮美国劳动力市场的结构修复已经进入尾声（图表8）。同时，结合图表3中的拟合曲线，未来如果非农时薪上涨到4.4%-4.5%，那么美国通胀（PCE）仍然有可能回升到2%的目标值（图表9）。但目前看，美国劳动生产率即将走平，工资的增长速度会放缓下来，未来非农时薪上涨到4.4%的可能性很小。从历史数据看，也可以得到这个结论。观察1982年和1992年的历史数据，在劳动生产率走平的初期，美国的PCE数据均是下跌的（图表10、图表11）。

图表 8：美国劳动生产率已经接近走平

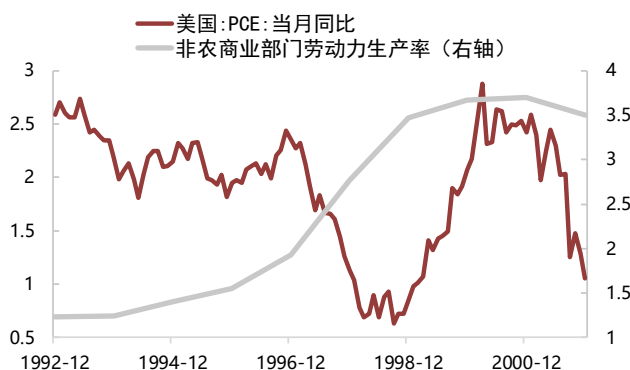
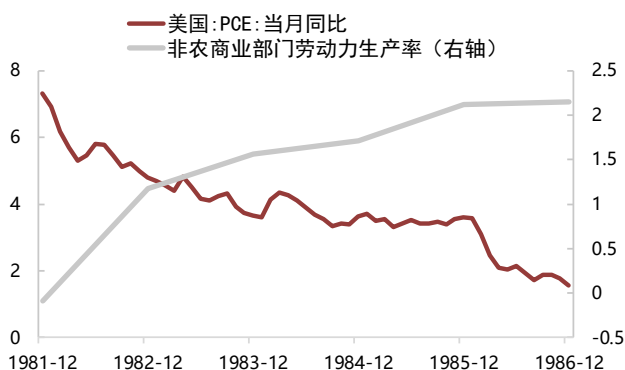
图表 9：PCE 达到 2% 所对应的美国非农时薪增速



来源：Wind、CEIC，莫尼塔研究

图表 10: 劳动生产率走平后 PCE 下滑 (1982 年)

图表 11: 劳动生产率走平后 PCE 下滑 (1992 年)



来源: Wind, 莫尼塔研究

换句话说,即使目前美国劳动力市场的结构性问题即将修复完成,但相较于劳动生产率而言,已经修复完成的工资增速仍然是偏低的。未来如果非农时薪上涨到4.4%-4.5%,那么美国PCE仍然有可能回升到2%的目标值,但这种可能性很小。因此除非劳动生产率大幅下滑,否则美国的PCE通胀在未来突破2%的可能性也很小,低通胀和低期限利差也许是未来一段时期美国经济的常态。

3、低通胀和低期限利差也许是未来一段时期美国经济的常态

根据以上研究,我们得到的结论包括:

- 1) 股票与债券对美国非农就业数据的反应不同,主要原因在于股债的定价逻辑不同;
- 2) 美国通胀低迷的原因在于名义工资增速相较于劳动生产率的增速而言偏低了;
- 3) 美国就业市场的结构性问题正在修复,但修复已经接近尾声。未来如果非农时薪增速上涨到4.4%-4.5%,美国PCE通胀仍然有可能回升到2%的目标值,但目前看这种可能性并不高;
- 4) 低通胀和低期限利差也许是未来一段时期美国经济的常态。

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_13282

