

# 宏观点评

## 8月非农不及预期后，美元与美债为何背离？

**事件：**北京时间9月3日晚8:30，美国公布8月非农就业数据。

**核心结论：**本次非农基本确认了9月不会宣布Taper，同时通胀压力有小幅增加。

### 1、美国8月新增非农就业大幅不及预期，主要受疫情反弹影响。

美国8月新增非农就业23.5万人，低于预期值75万人和前值105.3万人；失业率5.2%，符合预期，前值为5.4%；劳动参与率61.7%，低于预期值61.8%，与前值持平；平均时薪环比0.6%，高于预期值0.3%和前值0.4%；平均每周工时34.7小时，低于预期值和前值34.8小时。8月新增非农就业远低于年初以来的均值58.6万人，即便考虑7月新增就业上修了11万人，表现也依然疲软，我们认为主要是受疫情反弹的影响，具体来看：

> 过往数据表明，新增非农就业与疫情表现高度相关：自去年下半年以来，美国新增非农就业人数与新增新冠确诊人数表现为高度负相关，且新增确诊拐点通常领先新增就业半个月到一个月。疫情主要通过三个渠道影响就业，一是导致相关行业就业岗位的增加，二是导致部分人群就业意愿下降，三是由于学校未开学导致部分家长需要照顾孩子而无法就业。本轮美国疫情自6月底以来持续大幅反弹，且至今仍未出现拐点，这也意味着若后续疫情不能快速回落，新增非农就业也难大幅改善。

> 8月新增就业大幅下降，主要受休闲酒店和政府教育的拖累：8月休闲酒店行业新增就业为0，而7月增加了41.5万人；8月州和地方政府教育机构（属于政府部门）就业减少2.6万人，而7月增加了24.4万人，仅这两个行业就比7月少增了68.5万人。这反映了疫情恶化导致相关服务需求减少，同时学校推迟开学导致教师就业减少。

### 2、非农公布后，美元与美债走势背离，反映了Taper和通胀预期变化。

8月非农数据公布后，美元指数震荡走低，10Y美债收益率震荡走高。背后的原因在于，美元指数的下跌反映了Taper不会提前的预期得到确认，美债收益率的上行则反映了对通胀的担忧有所增加。具体来看：

> 美元的逻辑：在前期报告《美元反弹，人民币为何坚挺？能否持续？》中我们曾指出，近期美元指数的反弹主要受Taper可能提前的预期驱动，缺乏基本面的支撑。8月非农数据疲软，叠加疫情持续恶化，基本能确定美联储在9/23的FOMC会议上不会宣布Taper，因此美元指数表现为下跌。

> 美债的逻辑：一方面，本月薪资增速大幅高于预期，部分反映了就业意愿下降迫使企业涨薪；同时，就业恢复放缓将导致供给缺口持续时间更长，薪资上涨和供给瓶颈均会导致通胀压力加大。另一方面，虽然Taper基本可以确定不会提前，但持续的货币宽松可能会进一步刺激通胀。非农公布后，10Y美债收益率最多上行了5.9bp，而10Y TIPS收益率最多仅上行了4.4bp，反映出市场的通胀预期有小幅提升。

### 3、维持此前判断：11月或12月宣布Taper，年底前美元和美债均趋震荡。

> Taper时点：美联储面临两种方案：（1）11月宣布，从12月开始实施；（2）12月宣布，从明年1月开始实施。两种都算是符合预期的操作，不会对市场造成太大影响，具体选择哪一种取决于后续的就业和疫情表现。近期重点关注9月23日FOMC会议的内容，包括更新的经济预测和点阵图。

> 加息时点：美联储已多次强调，宣布Taper不意味着即将加息，并且希望等Taper结束后再加息。而在美联储新框架下，加息需要同时实现最大就业和2%的平均通胀，美联储最新的长期自然失业率预测为4.0%。目前看，首次加息最快也要2022年底，并且2022年加息超过一次的概率很低。

> 大类资产观点：年底之前，美元指数、美债收益率、人民币汇率均趋于震荡，美股和黄金有回调压力。

（详细分析请参阅《美债与TIPS：联系、展望、对资产价格影响》、《年初以来美债收益率走势复盘与展望》、《美元反弹，人民币为何坚挺？能否持续？》、《Taper不会提前——2021年杰克逊霍尔会议点评》）

**风险提示：**美联储Taper时点超预期提前，全球疫情超预期演化。

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

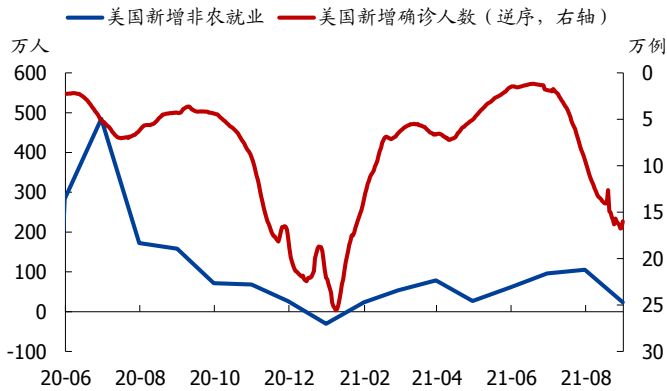
邮箱：liuxinyu@gszq.com

### 相关研究

- 1、《Taper不会提前——2021年杰克逊霍尔会议点评》2021-8-28
- 2、《美元反弹，人民币为何坚挺？能否持续？》2021-8-24
- 3、《7月非农进一步明确了Taper节奏》2021-8-7
- 4、《年初以来美债收益率走势复盘与展望》2021-8-3
- 5、《美债与TIPS：联系、展望、对资产价格影响》2021-4-2

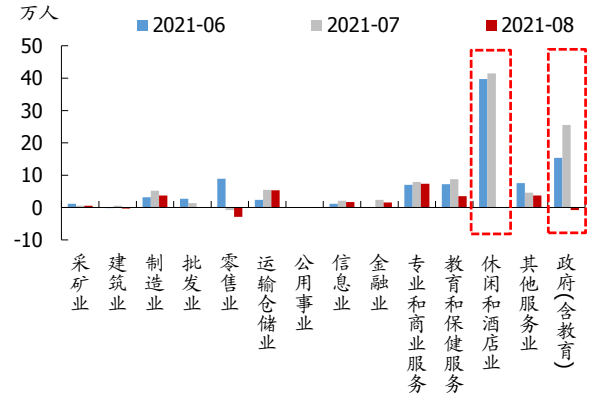


图表1: 美国新增非农就业与新增确诊人数高度负相关



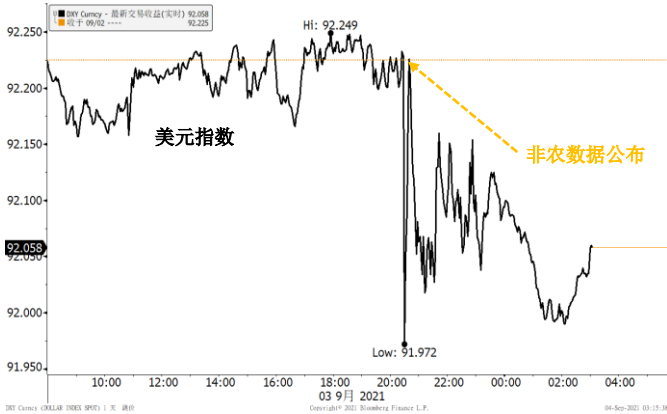
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 8月非农数据主要受休闲酒店和政府教育的拖累



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 非农公布前后美元指数走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表4: 美欧疫情相对表现不支持此前美元指数的反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 美欧经济相对表现不支持此前美元指数的反弹



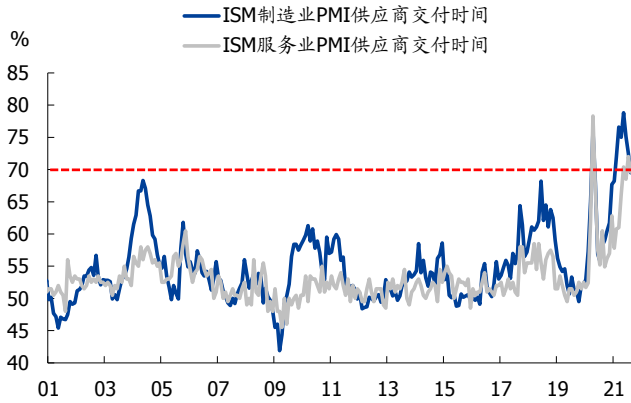
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 非农公布前后10Y美债与TIPS收益率走势



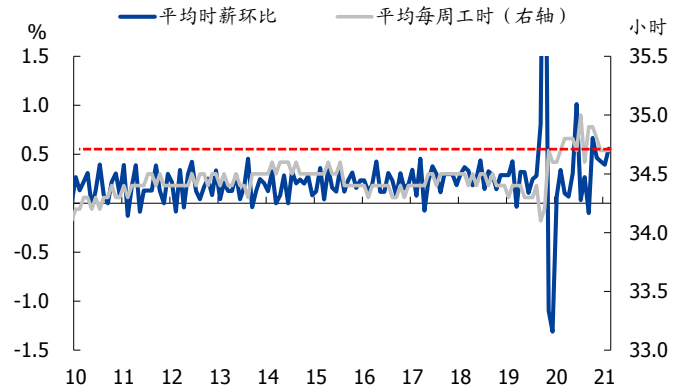
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表7: 就业放缓将导致供应瓶颈无法快速修复



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 8月时薪环比增速和平均工时仍处在历史高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

美联储 Taper 时点超预期提前, 全球疫情超预期演化。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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\\_26101](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26101)

