

海外宏观周报

弱非农不改美联储Taper路线

■ 核心摘要

1、主题评论：弱非农不改美联储 Taper 路线。综合来看，美国 8 月就业数据超预期走弱，体现了本轮疫情对美国就业市场的影响。1) 美国 8 月新增非农就业人数仅 23.5 万人，大幅低于 7 月的 105.3 万人。休闲和酒店业新增就业为 0 (前值为 41.5 万人)。2) 美国 8 月 U3 失业率由前值的 5.4% 下降至 5.2%。失业率与新增非农就业数据的背离，原因在于较多结束登记失业者暂时还未真正找到工作。3) 8 月劳动参与率持平于前值的 61.7%，而新增劳动力人口 19 万人。对比来看，今年 1 月的疫情使该月劳动力人口减少了 40.6 万人，本轮疫情对劳动力人口恢复的边际影响更弱。4) 美国 8 月非农平均时薪为 30.73 美元，增速小幅加快。2021 年 4 月以来，美国薪酬同比增速不及物价增速，且居民对疫情的担忧或需更高工资作为“风险补偿”。

我们认为 8 月就业疲弱大概率是“暂时的”。正如我们前期报告所述，美国就业复苏更可能呈现“后置”现象 (而非持续缓慢)，即三季度就业恢复可能较慢、但四季度可能较快。首先，我们认为本轮疫情对美国经济的边际影响有限，疫苗保护、以及美国货币和财政政策对居民和企业的扶持，均将起到积极作用。其次，9 月以后全美新增的 68% 的失业人群将失去额外失业金的“保护伞”，有望释放更大的就业复苏动能。最后，秋季开学后美国成年女性劳动参与和就业情况有望加速恢复。

8 月“弱非农”是否会迫使美联储推迟 Taper、或者在 9 月议息会议对 Taper 避而不谈？我们认为，大概率不会！一是，我们判断美国就业复苏大方向明朗，而美联储应该对此有所预判。8 月杰克逊霍尔会议后，美联储基本确定年内需要开始 Taper (大概率是 11 或 12 月)，那么美联储必然需要在此前确定 Taper 的路线图。我们认为“留给美联储的时间不多了”，预计美联储 9 月议息会议上仍会宣布有关 Taper 较为详细的讨论结果 (即使不宣布具体的 Taper 节点)。二是，疫情以来美国就业与居民收入乃至实体经济的相关性已经减弱，美联储稳定经济增长的压力不大。三是，美联储难以放任维持 QE 对资产价格过快增长所带来的弊端。**但需要警惕的是，本次非农可能扰乱市场预期，美联储行动与市场的“预期差”，容易造成海外资本市场的高波动。建议 9 月海外资产配置策略以防守为主，例如适当减持美股等风险资产，同时警惕美债收益率上行和美元走强影响。**

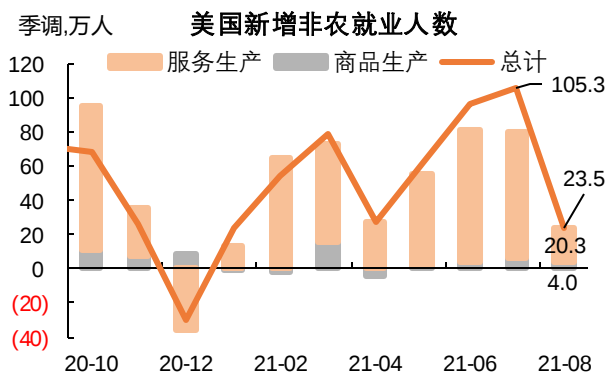
2、全球资产表现：全球股市——警惕美股“9 月恐慌”。近十年标普 500 指数在 9 月平均下跌 0.6%，在所有月份中表现最差。技术层面，9 月为较多海外投资机构业绩考核节点，考虑到标普 500 指数在今年 2-8 月已经连续上涨 7 个月并屡创历史新高，不排除海外资金在 9 月集中抛售锁定收益的可能。基本面上，美国疫情影响不断反映于经济指标上，加上美联储 9 月议息会议来临，今年 9 月美股调整风险实在不容小觑。**全球债市——10 年美债实际收益率不降反升。**10 年美债收益率升 2bp 至 1.33%，其中实际利率升 7bp 至 1.01%、TIPS 隐含通胀预期降 5bp 至 2.34%。通胀预期下降可能主要和拜登财政计划在国会受到新的阻力有关；美债实际利率不降反升，部分原因可能是近期市场仍在对悲观预期“纠偏”；7 月 22 日以来 10 年美债实际利率基本维持于 -1% 下方，为 2 月中旬以来的最低。**商品市场——油价波动不大，贵金属走强。**WTI 油价整周涨 0.8%，收于 69.29 美元/桶，布伦特油价小幅下跌 0.1%，收于 72.61 美元/桶。COMEX 黄金和白银分别涨 1.2% 和 3.5%。美国飓风对油价的影响尚有不稳定性。9 月 1 日 OPEC+ 决定继续推进 7 月确定的增产计划，符合市场预期。我们测算，目前 OPEC+ 的增产节奏仍然是克制的，增产对油价的抑制作用有限。**外汇市场——美元连续两周走弱。**近一周美元指数下跌 0.62% 至 92.13，新西兰元和澳元兑美元分别大幅升值 2.19% 和 2%。美元贬值亦助推比特币价格在 9 月 3 日站上 5 万美元大关，创 5 月中旬以来最高。今年 7 月以来，欧洲花旗经济意外指数下降得比美国更快，支持美元兑欧元汇率走强。往后看，今年美国经济复苏有望在四季度重新加速，美联储如期实施 Taper 亦将快于欧央行的步伐，我们维持四季度美元指数温和上行的判断。

一、主题评论：弱非农不改美联储 Taper 路线

美国 8 月新增非农就业人数仅 23.5 万人，大幅低于 7 月（修正后）的 105.3 万人，也大幅低于市场预期约 75 万人（图表 1）。结构上，8 月非农数据的拖累来自休闲和酒店业等服务业以及政府部门就业：商品生产部门合计新增就业 4 万人，前值 6.4 万人；服务生产部门合计新增就业 20.3 万人，前值 73.4 万人，其中休闲和酒店业新增就业为 0，前值为 41.5 万人；政府部门合计减少就业 0.8 万人，前值新增 25.5 万人（图表 2）。

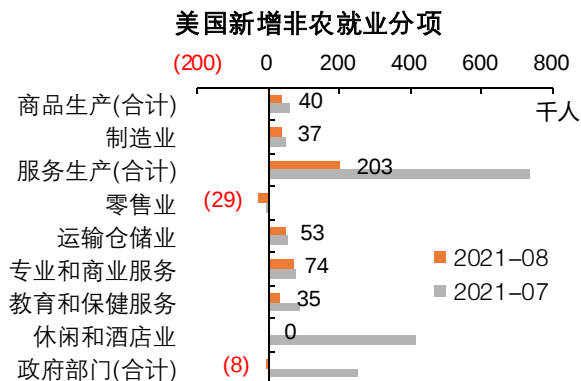
休闲和酒店业等服务业的就业疲弱无疑受到新一轮新冠疫情影响，而政府部门就业疲弱更加出人意料。美国劳工统计局（BLS）官方报告提到，美国教育从业者正在从政府部门转向私人部门。虽然秋季开学在即，但 8 月私立教育部门就业新增 4 万人，州政府和地方政府教育部门合计却减少了 2.7 万人，“最近的就业变化很难解释”。自 2020 年 2 月以来，美国私人教育部门就业人数减少了 15.9 万人，州政府和地方政府教育部门分别减少了 18.6 万人和 22 万人。

图表1 美国 8 月非农数据大幅走弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 美国 8 月非农数据的拖累来自休闲和酒店业等服务业以及政府部门就业

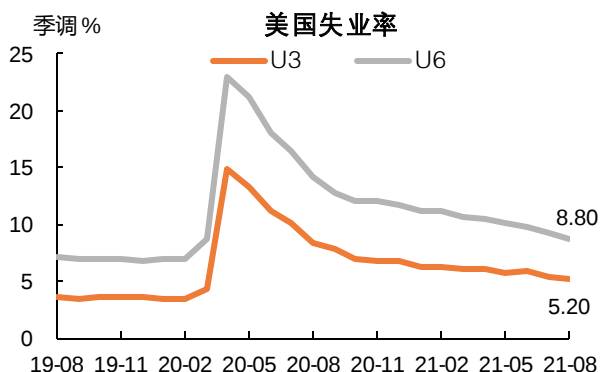


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国 8 月 U3 失业率由前值的 5.4% 下降至 5.2%，符合市场预期；U6 失业率（失业人数包括从事暂时性工作人群）由前值的 9.2% 下降至 8.8%（图表 3）。8 月劳动参与率持平于前值的 61.7%，而新增劳动力人口 19 万人，低于前值的 26.1 万人，今年 1-7 月劳动力人口平均每月增加 34.1 万人（图表 4）。这说明，本轮疫情同时抑制了居民寻找工作和接受新工作的意愿。但需注意美国居民劳动意愿的韧性：对比来看，今年 1 月新冠疫情曾使该月劳动力人口减少了 40.6 万人，而本轮疫情对劳动力人口恢复的冲击明显更弱。

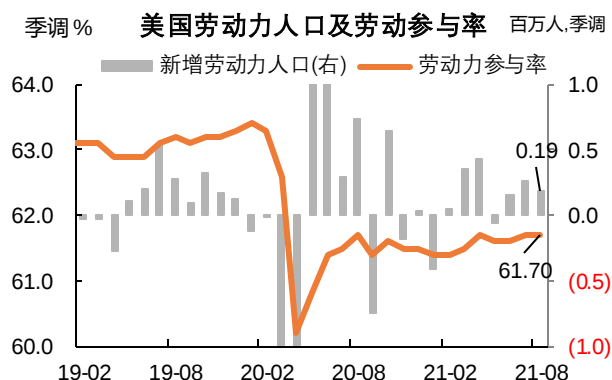
如何理解失业率与新增非农就业数据的背离？我们认为，主要原因在于较多结束登记失业者暂时还未真正找到工作，但结束失业登记本身是一个积极信号。对比 2021 年 8 月和 2020 年 1 月数据可知：目前美国非农就业总缺口为 504.4 万人，而期间登记失业人数一共增加了 258.8 万人，也就是说减少的就业人口中仅有约一半的人登记为失业者并领取失业补贴。8 月新增非农为 23.5 万人（前值 105.3 万人），而减少的登记失业者为 31.8 万人（前值 78.2 万人），超过了新增非农。我们认为，8 月减少的登记失业者有望在未来几个月成为新增就业者。

图表3 美国 8 月 U3 和 U6 均继续下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

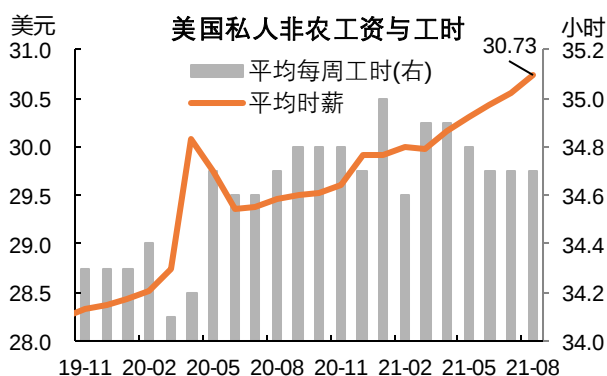
图表4 美国 8 月劳动参与率于上月持平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

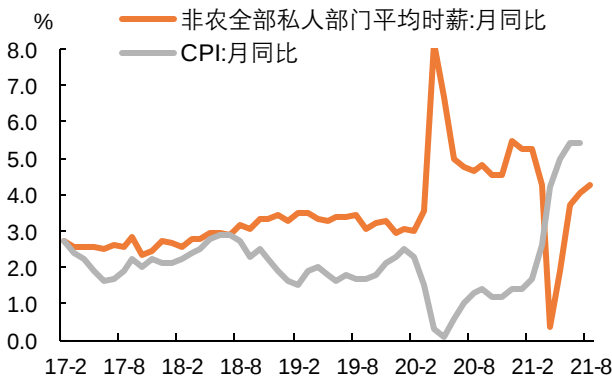
美国 8 月非农平均时薪为 30.73 美元, 环比为 0.56%, 高于前值的 0.39%, 但平均每周工时继续持平于 6-7 月的 34.7 小时。这说明目前美国用工紧张的压力主要传导至薪酬的上涨而非工时的增加 (图表 5)。注意到, 2021 年 4 月以来, 美国薪酬同比增速不及物价增速 (图表 6), 因此我们认为目前工资增速对劳动者就业的吸引力有限, 尤其是新一轮疫情蔓延后, 居民对疫情的担忧或需更高工资作为“风险补偿”。

图表5 美国 8 月非农平均时薪增速小幅加快



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 2021 年 4 月以来美国薪酬增速不及物价



资料来源: Wind, 平安证券研究所

综合来看, 美国 8 月就业数据超预期走弱, 主要体现本轮疫情对美国就业市场的影响。正如我们在报告《美国经济复苏下半场如何演绎?》中提示, 新一轮疫情将拖慢美国经济重启及服务业复苏的进程, 而目前服务业失业人数体量庞大, 因此服务业就业将直接拖累美国整体就业复苏节奏。

但我们认为 8 月非农就业疲弱大概率仍然是“暂时的”。正如我们前期报告所述, 美国就业复苏更可能呈现“后置”现象 (而非持续缓慢), 即三季度就业恢复可能较慢、但四季度可能较快。

首先, 我们认为本轮新冠疫情对美国经济的边际影响有限。疫苗保护以及美国货币和财政政策对居民和企业的扶持均将起到积极作用。

其次，随着 9 月以后美国剩余 25 个州全部结束额外失业金补贴政策，预计居民就业意愿将进一步提升，且效果可能好过 6-7 月。事实上，6-7 月美国就业数据的强劲，与 26 个州提前结束额外补贴政策有很大关系（图表 7）。考虑到，上述 26 个州多为民主党控制，疫情防控和就业恢复情况本身良好。截至 7 月这些州的失业总人数占全部州的 39%，而疫情以来（与 2020 年 1 月比较）新增的失业人数仅占 32%。这意味着，9 月以后全美新增的 68% 的失业人群将失去额外失业金的“保护伞”，因此有望释放更大的就业复苏动能。

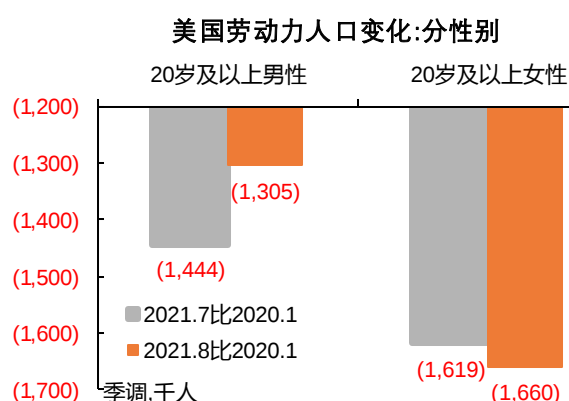
最后，秋季开学后美国成年女性劳动参与和就业情况有望加速恢复。秋季开学以前，美国居民（尤其女性）目前仍因照顾家庭而不急于求职。与 2020 年 1 月比较，今年 8 月美国退出劳动力市场的成年女性（166 万人）多于男性（130.5 万人），且女性人数呈增加趋势（图表 8）。若本轮疫情在此后能得以控制，加上 9 月美国学校开学，届时原本居家照看孩子的女性，更有可能回归劳动力市场及最终的就业岗位。

图表7 美国每周 300 美金额外失业金提前到期的州与失业人数

到期日	州数	2021 年 7 月 失业人数(万人)	比 2020 年 1 月 新增 (万人)
6 月 12 日	4	29.8	4.8
6 月 19 日	8	35.3	5.1
6 月 26 日	10	218.5	67.4
6 月 27 日	1	2.0	0.0
7 月 3 日	2	34.6	11.0
7 月 10 日	1	23.8	6.7
7 月 31 日	1	13.6	2.7
小计	26	357.6	97.7
全部州	51	909.0	309.3
26 州占比	26/51	39%	32%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国成年女性劳动力的退出超过男性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

8 月“弱非农”是否会迫使美联储推迟 Taper、或者在 9 月议息会议对 Taper 避而不谈？我们认为，大概率不会！

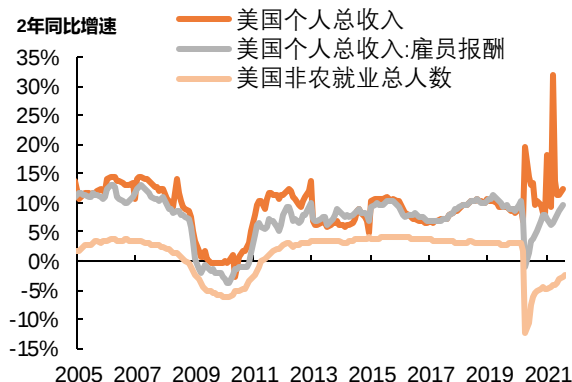
2013 年 5 月伯南克首次提及 Taper 引发“紧缩恐慌”(taper tantrum)，美股及新兴市场均经历巨震，这迫使美联储将真正实施 Taper 推迟至当年 12 月。在当年 4 月 30 日-5 月 1 日的议息会议上，鲍威尔表示，只要经济数据持续改善，他将支持 6 月缩表，并表示相信市场会从容应对。因此，目前市场可能怀疑“预判失误”的阴影、以及新冠疫情对美国经济切实产生冲击，可能再一次打击美联储的信心并推迟 Taper。但我们基于以下理由，仍然认为美联储大概率不会改变本轮 Taper 路线。

一是，我们判断美国就业复苏大方向明朗，而美联储应该对此有所预判。虽然美联储在 Taper 这件事上一直想表露出更多耐心，对外宣传需要观察到更加强劲的经济数据才会推进 Taper，但美联储也需要对 Taper 提前作预期引导，这就意味着美联储不得不进行“预判”。8 月杰克逊霍尔会议后，美联储基本确定年内需要开始 Taper（大概率是 11 或 12 月），那么美联储必然需要在此前确定 Taper 的路线图。而为了确定路线图，美联储需要保持对外传达较强的“信心”。我们仍然认为，“留给美联储的时间不多了”，预计美联储 9 月议息会议上仍会宣布有关 Taper 较为详细的讨论结果（即使不宣布具体的 Taper 节点）。

二是，疫情以来美国就业与居民收入乃至经济增长的相关性已经减弱。虽然充分就业是美联储的双重目标之一，但稳定美国经济增长亦是一个重要任务，甚至两者虽有背离但拉长时间来看也基本上是一回事。新冠疫情爆发后，美国政府通过补贴居民保证了居民的收入以及消费能力，这意味着美国居民收入对工资的依赖性减弱，也意味着就业与经济增长的关系已然减弱（图表 9）。换言之，美联储年内开始 Taper 对就业市场本身以及美国经济的影响相对有限。

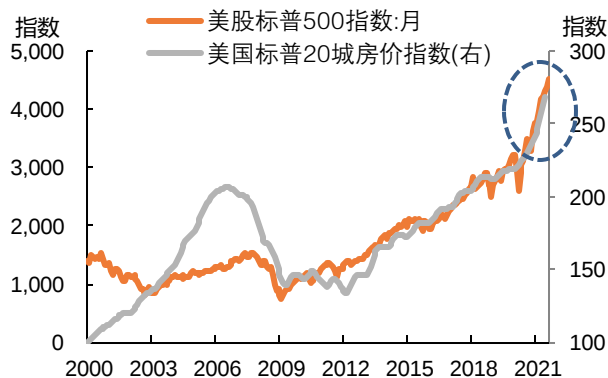
三是，美联储实施本轮 QE 后，美国股价、房价增速为国际金融危机以来最快（图表 10），美联储难以放任维持 QE 对资产价格过快增长所带来的弊端。

图表9 美国就业恢复与居民收入增长的关系减弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 美国股价、房价增速为国际金融危机以来最快



资料来源: Wind, 平安证券研究所

但需要警惕的是,本次非农数据可能扰乱市场的看法,“期待”美联储在9月会议上不急于宣布Taper,甚至“期待”美联储将Taper推迟至明年。这意味着,未来美联储的行动与市场预期可能形成较大“预期差”,容易造成海外资本市场的高波动。市场预期过于一致与市场预期太不一致,均可能酝酿风险。

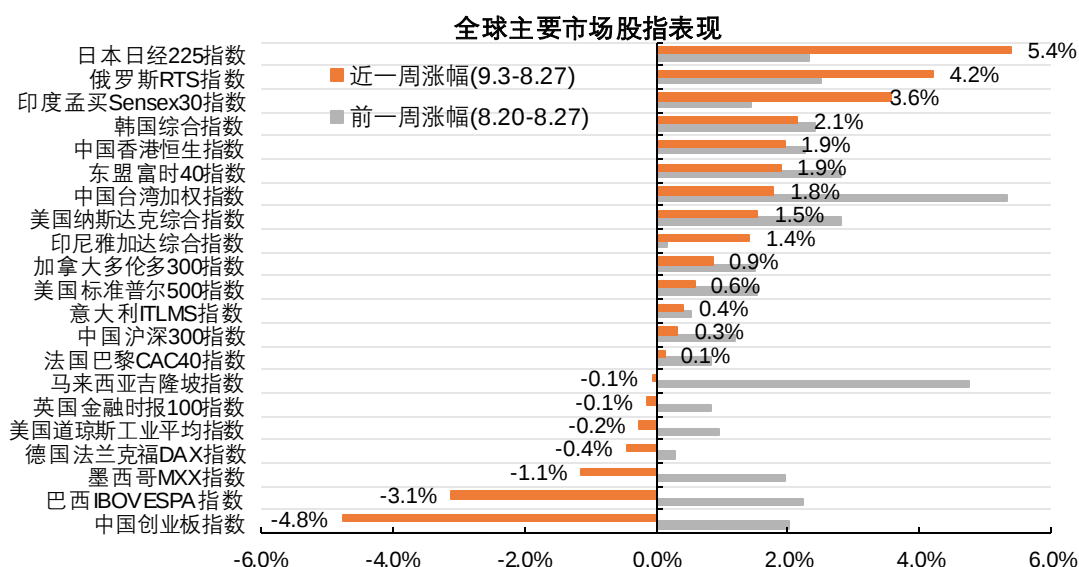
据此,我们建议9月海外资产配置策略以防守为主,例如适当减持美股等风险资产,同时警惕美债收益率上行和美元走强的影响。

二、全球资产表现

1、全球股市——警惕美股“9月恐慌”

近一周全球主要股指涨跌互现而缺乏主线。亚洲股市表现较为出色,日经225(+5.4%)、印度RTS(+4.2%)、印度孟买Sensex30(+3.6%)、韩国综指(+2.1%)等领涨全球。但墨西哥、巴西等美洲新兴市场股市受挫。中美股市不同指数表现差异较大,体现近期市场风格的不稳定。美股方面,纳指、标普500以及道指分别涨1.5%、涨0.6%和跌0.2%;中国沪深300涨0.3%,但创业板指大幅回调4.8%。

图表11 近一周全球主要股指涨跌互线，亚洲市场表现较为出色



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们建议，警惕9月美股调整风险。美股市场流行“9月恐慌”的说法。观察近十年（2011-2020年）美股标普500指数月度涨跌情况，标普500指数在10年中有6次在9月份收跌，该次数与3月和8月“并列第一”；9月指数在近十年平均下跌0.6%，在所有月份中表现最差。因此，“9月恐慌”的预期本身可能具有一定自我实现效应。在如下三个因素的叠加影响下，今年9月美股调整风险实在不容小觑：

1、技术层面上，9月为较多海外投资机构业绩考核节点，考虑到标普500指数在今年2-8月已经连续上涨7个月并屡创历史新高，不排除海外资金在9月集中抛售锁定收益的可能。2、经济基本面上，美国新冠疫情仍然严峻，且影响不断反映于消费者信心、服务业PMI以及就业数据等具体指标上；3、正如我们所预判的，美联储仍然可能相对而言无视经济数据相对疲弱而“超预期”行动（如9月宣布Taper具体节点）。

图表12 近十年美股标普500指数月度涨跌情况一览

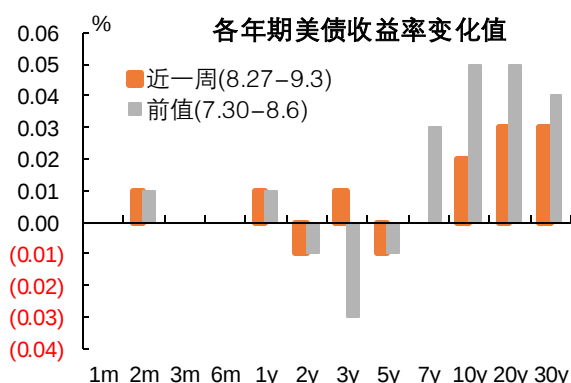
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2011-20 均值	下跌次数
1月	-1.1	-0.2	7.9	5.6	1.8	-5.1	-3.1	-3.6	5.0	4.4	2.3	1.5	4
2月	2.6	-8.4	3.0	-3.9	3.7	-0.4	5.5	4.3	1.1	4.1	3.2	1.2	3
3月	4.2	-12.5	1.8	-2.7	0.0	6.6	-1.7	0.7	3.6	3.1	-0.1	-0.1	6
4月	5.2	12.7	3.9	0.3	0.9	0.3	0.9	0.6	1.8	-0.7	2.8	2.3	1
5月	0.5	4.5	-6.6	2.2	1.2	1.5	1.0	2.1	2.1	-6.3	-1.4	0.0	3
6月	2.2	1.8	6.9	0.5	0.5	0.1	-2.1	1.9	-1.5	4.0	-1.8	1.0	3
7月	2.3	5.5	1.3	3.6	1.9	3.6	2.0	-1.5	4.9	1.3	-2.1	2.0	2
8月	2.9	7.0	-1.8	3.0	0.1	-0.1	-6.3	3.8	-3.1	2.0	-5.7	-0.1	6
9月		-3.9	1.7	0.4	1.9	-0.1	-2.6	-1.6	3.0	2.4	-7.2	-0.6	6
10月		-2.8	2.0	-6.9	2.2	-1.9	8.3	2.3	4.5	-2.0	10.8	1.6	4
11月		10.8	3.4	1.8	2.8	3.4	0.1	2.5	2.8	0.3	-0.5	2.7	1
12月		3.7	2.9	-9.2	1.0	1.8	-1.8	-0.4	2.4	0.7	0.9	0.2	3

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、全球债市——10 年美债实际收益率不降反升

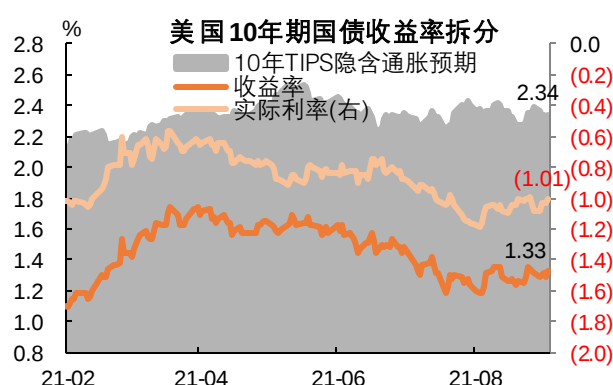
近一周 10 年期及以上美债收益率小幅上升,延续了前一周的走势,但变化幅度不大。10 年美债收益率升 2bp,至 1.33%,其中,实际利率升 7bp 至 -1.01%、TIPS 隐含通胀预期降 5bp,至 2.34%。通胀预期下降可能主要与拜登财政计划在国会受到新的阻力有关。路透社 9 月 2 日报道,美国民主党参议员曼钦 (Joe Manchin) 要求民主党人“暂停” 3.5 万亿美元税收与支出计划,而参议院需要所有民主党人的支持才能在预算调解程序下通过该法案。9 月 3 日 8 月非农数据公布后,10 年美债收益率收涨 4bp,实际利率和通胀预期各贡献 2bp。通胀预期的上升可理解为市场加息预期略有推迟,但实际利率为何不降反升值得思考。我们认为,部分原因可能是近期市场仍在对悲观预期“纠偏”。7 月 22 日以来,10 年美债实际利率基本维持于-1%下方,为 2 月中旬以来的最低。因此,美债市场或认为近期疫情扰动下美国经济数据的疲弱是“暂时的”。我们维持对四季度美国经济复苏的谨慎乐观态度,并建议关注美债收益率跃升的风险。

图表13 近一周 10 年期及以上美债收益率小幅上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 10 年美债收益率升 2bp, 其中实际利率升 7bp、通胀预期降 5bp



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、商品市场——油价波动不大, 贵金属走强

近一周全球商品价格整体温和上涨, CRB 商品指数整周小幅上涨 0.4%。WTI 油价整周涨 0.8%, 收于 69.29 美元/桶; 布伦特油价小幅下跌 0.1%, 收于 72.61 美元/桶。贵金属价格明显上行, COMEX 黄金和白银分别涨 1.2%和 3.5%。黑色系商品价格走势大幅波动但分化, 铁矿石整周暴跌 6.6%, 螺纹钢和动力煤分别涨 4.5%和 4.9%。农产品价格波动不大, CBOT 大豆跌 2.4%, 小麦跌 0.9%, 国内棉花期货涨 0.9%。

美国飓风对油价的影响尚有不不确定性。8 月 29 日, 美国墨西哥湾地区遭遇四级飓风“艾达”, 短期拉升油价, 因墨西哥

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_26103

