



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

相关研究

《德邦证券宏观专题：美联储货币政策框架和利率体系》

《本轮 taper 如何循序渐“退”——深度推演宽松缩减之路径》

《拜登基建：进展中的内忧外患》

非农异动难以阻挠 taper 进程

8月非农数据点评

投资要点：

- **8月新增非农大幅不及预期仅是暂时性扰动结果。**8月新增非农实际值与预期值之间近 50 万人的预期差中，有 41.5 万来自休闲餐旅行业，而后的下滑很大程度上来自 8 月 29 日登陆的 4 级飓风 Ida 带来的扰动。同时，休闲餐旅行业雇员人数在经历了前期大幅的增长后，高增量的动能本就难以为继。
- **名义时薪增速的大超预期很难演绎为新一轮的再通胀交易。**10 年期通胀预期在短线冲高后的回落也印证了这一观点。因为：1) 生产与非管理人员的时薪环比上涨 0.5%，符合预期。相对于总体雇员口径，生产与非管理人员的边际消费倾向明显更高，对通胀的推升作用更明显，而这一数据并未超出预期；2) 实际时薪增速录得 -0.1%，并未有明显提升；3) 本轮名义时薪增速是零售商与休闲餐旅受飓风影响出现暂时性供需错配的结果，其影响难以持续。
- **上述原因反映在 10 年美债收益率上，便是名义利率站稳 1.3%，通胀预期却冲高回落。**非农暂时性的异动并未撼动美债实际利率层面的增长交易，因为失业率、劳务市场人口结构持续改善反映劳务市场仍存在很强的内生性复苏动能；时薪的暂时性高企也逐步被市场消化，稳定的通胀预期继续被市场锚定。
- **非农异动难以对美联储 taper 产生实质性阻挠。**8 月非农中新增就业与时薪的异动来自飓风等暂时性因素的扰动，不对劳务市场内生性的复苏动能产生实质性扰动。美联储 taper 路径或因此预留多一次 FOMC 会议的观察时间，但不会对其 taper 路径产生实质性影响。
- **风险提示：**Delta, Lambda 等变异毒株超预期扩散；就业市场恢复不及预期。



内容目录

1. 美国 8 月非农：强时薪、弱就业	3
2. 如何理解非农公布后的美债走势？	5
3. 非农如何影响美联储 taper 路径？	6
4. 风险提示	6

图表目录

图 1：非农公布后的十年期美债走势	5
图 2：非农公布后的十年期预期通胀走势	5
图 3：美国休闲餐旅行业新增就业人数	5
表 1：8 月各行业新增非农就业人数（单位：千人）	3
表 2：美国工作年龄人口结构（单位：千人）	3
表 3：8 月各行业时薪、周薪环比增速	4

1. 美国 8 月非农：强时薪、弱就业

美国东部时间 9 月 3 日 8:30, 美国劳工部公布 8 月当前就业形势报告 (Current Employment Statistics, CES), 其中:

1、休闲餐旅拖累 8 月新增非农大幅不及预期

8 月新增非农就业人数仅 23.5 万, 大幅不及预期的 73.3 万人, 为 1 月来最差。不过, 7 月新增非农就业人数由 94.3 万人上修至 105.3 万人, 而 6 月读数则由 93.8 万人上修至 96.2 万人, 2 个月合计上修 13.4 万人。

表 1: 8 月各行业新增非农就业人数 (单位: 千人)

科目	2020 年 8 月	2021 年 6 月	2021 年 7 月 (初值)	2021 年 8 月 (初值)
非农总体	1,583	962	1,053	235
私营	1,066	808	798	243
商品	53	42	64	40
制造业	31	32	52	37
服务	1,013	766	734	203
批发业	7.1	27.4	13.6	1.4
零售业	252.9	88.9	-8	-28.5
运输仓储	87.2	23.6	55	53.2
公共事业	0.4	-0.7	0	-1.3
信息服务	25	12	21	17
金融活动	28	0	24	16
专业商业服务	200	70	79	74
教育与卫健	199	72	88	35
休闲餐旅	139	397	415	0
其他服务	74	76	46	37
政府	517	154	255	-8

资料来源: BLS, 德邦研究所, 因四舍五入原因, 分项数据与加总数据有微小差异

分项看, 服务业与政府部门是新增就业的主要拖累。8 月新增服务业雇员 20.3 万人, 较 7 月的 73.4 万人锐减; 8 月新增政府雇员 -0.8 万人, 亦大幅不及 7 月的 25.5 万人。服务业中, 零售业新增雇员继续出现大幅下滑, 从 6 月的 8.89 万人下滑至 7 月的 -0.8 万人, 再到如今 8 月的 -2.85 万人。教育与卫健从 7 月的 8.8 万人下滑至 8 月的 3.5 万人。休闲餐旅下滑最大, 从 7 月的 41.5 万人下滑至 8 月的零增长, 亦构成本次非农不及预期的主要拖累。

2、失业率小幅下降, 劳动参与率、就业率基本持平

表 2: 美国工作年龄人口结构 (单位: 千人)

科目	2020 年 8 月	2021 年 7 月 (初值)	2021 年 8 月 (初值)	环比净变动
工作年龄人口	260,558	261,469	261,611	142
劳动力人口	160,818	161,347	161,537	190
劳动参与率	61.7%	61.7%	61.7%	0%
就业人口	147,276	152,645	153,154	509
就业率	56.5%	58.4%	58.5%	0.1%
失业人口	13,542	8,702	8,384	-318
失业率	8.4%	5.4%	5.2%	-0.2%
非劳动力人口	99,740	100,123	100,074	-49

资料来源: BLS、德邦研究所, 因四舍五入原因, 分项数据与加总数据有微小差异

劳动参与率 61.7%，虽然数据与前值持平，但从工作年龄人口的净流向看，仍体现为非劳动力人口逐步向劳动力人口的回归。与 7 月相比，8 月净增工作年龄人口 14.2 万人，其中有非劳动力人口减少 4.9 万人，劳动力人口增加 19 万人。随着 9 月 6 日失业补助到期，预计会有更多非劳动力重新加入劳务市场，部分缓解劳务市场的供给压力。

8 月失业率录得 5.2%，较 7 月的 5.4% 小幅下调，符合预期。就业率升 0.1% 至 58.5%。从结构上看，与 7 月相比，8 月新增了 50.9 万的就业人口，减少了 31.8 万的失业人口，分子分母端的变化是失业率相对亮眼的原因，尽管 50.9 万的就业人口中仅有 23.5 万是新增非农就业人口。

3、时薪环比增速“大超预期”

相对大超市场预期的是时薪环比增速。8 月时薪/周薪环比增长 0.56%，预期 0.3%，较 7 月的 0.39% 提升明显。具体看，时薪环比的提升主要受服务业带动，尤其是本轮新增就业人数不佳的零售商与休闲餐旅两个行业。而低就业、高薪资的组合也反映了这两个行业供不应求的结果。

不过，名义时薪增速的大超预期很难演绎为新一轮再通胀交易，10 年期 BEI 在短线冲高后的回落也印证了这一观点。因为：1) 生产与非管理人员的时薪环比 0.5%，符合预期。相对于总体雇员口径，生产与非管理人员的边际消费倾向明显更高，对通胀的推升作用更明显，而这一数据并未超出预期；2) 实际时薪增速录得 -0.1%，并未有明显提升；3) 本轮名义时薪增速是零售商与休闲餐旅受飓风影响出现暂时性供需错配的结果，其影响难以持续。

表 3：8 月各行业时薪、周薪环比增速

科目	时薪		周薪	
	7 月环比	8 月环比	7 月环比	8 月环比
私营	0.39%	0.56%	0.39%	0.56%
商品	0.42%	0.32%	0.67%	0.07%
制造业	0.44%	0.34%	0.94%	-0.16%
服务	0.40%	0.59%	0.40%	0.59%
批发商	0.63%	0.24%	1.40%	-0.02%
零售商	0.00%	0.68%	-0.32%	0.68%
运输仓储	0.75%	0.45%	-0.02%	0.45%
公共事业	0.58%	0.38%	0.58%	0.85%
信息服务	0.18%	0.29%	0.18%	0.29%
金融活动	0.27%	0.62%	0.27%	0.62%
专业商业服务	0.49%	0.63%	0.77%	0.35%
教育与卫健	0.44%	0.40%	0.44%	0.40%
休闲餐旅	0.81%	1.35%	0.43%	0.96%
其他服务	0.22%	0.48%	-0.09%	0.16%

资料来源：BLS、德邦研究所

2. 如何理解非农公布后的美债走势？

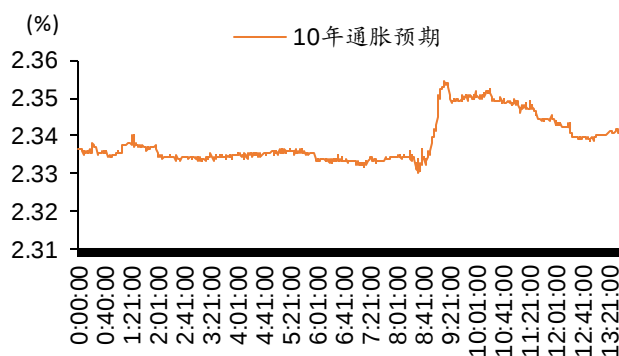
非农数据公布后,10年期美债收益率首先跌破1.28%,随后立即跳升至1.33%。对应的,通胀预期先是下探2.33%,随后掉头试探2.355%水平,后逐步回落至2.34%水平。截止报告发布前,10年期美债收益率短线上升3bps,其中实际利率、通胀预期分别上升2bps、1bps。

图 1: 非农公布后的十年期美债走势



资料来源：彭博、德邦研究所

图 2: 非农公布后的十年期预期通胀走势



资料来源：彭博、德邦研究所

美债为何出现这样的交易？市场在交易什么？

首先，美债收益率最早的下探是对大幅不及预期的新增非农的响应，尽管这一预计已被之前公布的 ADP 数据有所剧透。其次，收益率随后的上行明显是对通胀预期的修正，作为对“大超预期”的时薪环比增速的反应。最后，通胀预期冲高回落，但美债收益率保持在 1.32% 水平。

因此，美债收益率的上行反映的更多是对新增非农不及预期的“不屑一顾”。而这种不屑一顾的原因是在于非农并非想象中那么差：首先，虽然 8 月读数大幅不及预期，但 6、7 月读数合计上修 134 万人，部分对冲了 8 月较差的读数；其次，8 月新增非农实际值与预期值之间近 50 万人的预期差中，有 41.5 万来自休闲餐旅行业，而后的下滑很大程度上来自 8 月 29 日登陆的 4 级飓风 Ida 带来的扰动；最后，休闲餐旅行业雇员人数在经历了前期大幅的增长后，高增量的动能本就难以为继。从历史上看，每逢飓风登陆，美国新增非农读数都表现较差且不及预期，但这一暂时性的外部因素并不对劳务市场复苏的内生性动能产生影响。因此美债在实际利率层面体现为收益率上行。

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_26105

