

宏观研究报告

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

薛威 投资咨询资格编号
S1060519090003
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



海外半月谈（第5期）

非农彰显美国就业延续修复

平安观点：

■ 疫情冲击有所回落，就业市场延续恢复

美国8月非农数据公布，失业率下行至个位数，劳动力参与率小幅回升，新增非农就业人数虽不及5-7月，但仍高达137.1万人，薪资增速小幅回落。此次非农数据的表现整体超市场预期，反映出高位回落后疫情的冲击有所减弱，美国经济及劳动力市场复苏的进程延续。从统计更广泛的U6失业率和申请失业金人数这个维度看，美国劳动力市场仍在延续恢复，只是境况比官方失业率体现的更严峻一些。

伴随着疫情冲击缓释下就业意愿的逐渐提升，美国劳动力市场的薪资增速略微回落；随着未来一段时间经济的继续修复，美国劳动力参与率可能继续回升，就业意愿恢复下，9月美国的薪资增速将延续小幅回落的走势。

■ 基本面修复叠加宽松预期趋弱，美股调整将以高估值科技为主

当下的美股调整也有历史极高估值的大背景，但是与3月份不同的是，当下货币宽松程度绝非当时可比，且财政政策与监管政策的支持力度也显著强于3月。另外，无论是对冲基金的风控，还是大型机构的回购限制，都抑制了3月美股大跌的重演概率。当下的调整主要有以下三大因素：第一，美联储天量流动性的释放以及维持宽松的预期是3月底至今美股反弹的主要动力，随着经济持续恢复与就业市场的延续修复，美联储货币政策的宽松程度也边际减小，且未来有望进一步趋紧，这给美股上行动力带来了制约；第二，美国大选背景下两党博弈加剧，当下拜登民调领先，民主党并不乐于与特朗普政府就新一轮财政支持法案达成妥协，财政政策效率的下滑导致美国经济复苏的坚实程度受到冲击，进而冲击到美股的盈利预期；第三，美国近5个月以来持续发放的失业救济金增大了低收入阶层的可支配资金，大量散户投资者通过Robinhood等免费平台进行股票投机，追涨行为加剧了美股科技股的泡沫化程度，两极分化之下，市场随时有调整需求。

展望未来，在美国经济继续修复的预判下，美联储短期也将维持流动性的充裕，美股整体不存在大幅下行的环境。随着美国经济从流动性驱动逐渐向基本面驱动转向，此前过度受益于流动性充裕的科技股将逐渐承压，而低估值的周期蓝筹则具有继续向上的动力。散户投机行为助长了科技股的飙升，未来一段时间，美股科技股“一马当先”的格局将有所改变，纳斯达克的波动程度也将显著高于标普500与道琼斯工业指数。受美股影响，全球其他股市也将面临科技调整、低估值蓝筹发力的格局。随着科技股估值未来有所回落，其中长期投资价值也将凸显。

一、 本周市场重点

1.1 疫情冲击有所回落，就业市场延续恢复

北京时间 2020 年 9 月 4 日晚间，美国 8 月非农数据公布，失业率下行至个位数，劳动力参与率小幅回升，新增非农就业人数虽不及 5-7 月，但仍高达 137.1 万人，薪资增速小幅回落。数据显示：8 月非农就业人口增加 137.1 万，略低于预期值 140 万及前值 176.3 万。增加的就业主要集中于酒店休闲、零售、医疗保健、商业服务等服务业领域，制造业部门则以汽车及零部件、建筑为主。8 月劳动力参与率为 61.7%，略高于前值 61.4%，显示出适龄劳动群体的就业意愿随着 8 月疫情的好转而出现了缓慢的修复；平均时薪同比 4.78%，低于前值 4.86%；平均周薪同比 5.39%，低于前值 5.47%；失业率下行至 8.4%，略低于前值 10.2%与预期值 9.8%；此次非农数据的表现整体超市场预期，反映出高位回落后疫情的冲击有所减弱，美国经济及劳动力市场复苏的进程延续。

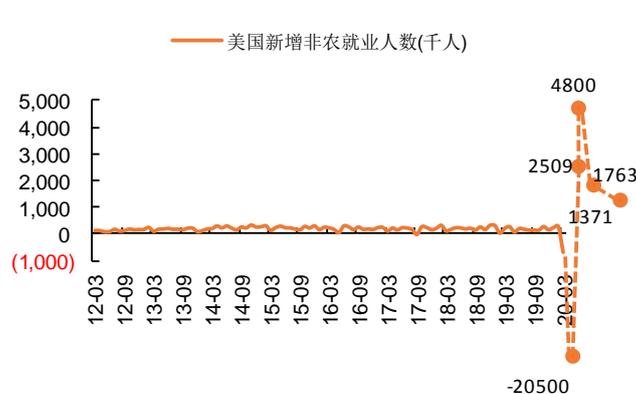
尽管美国失业率下滑超预期，但从统计更广泛的 U6 失业率看，8 月份仍为 14.2% 的高位，远高于 8.4% 的官方失业率数据，表明美国劳动部统计局在统计口径改变后，对美国失业程度有所低估，但不可否认，美国的劳动力市场在延续修复。从申请失业金人数这个维度看，8 月每周初次申请失业金人数一直维持在 85-120 万人之间，与 7 月的 130-150 万人的数据相比，也有显著减少，可见，美国劳动力市场仍在延续恢复，只是境况比官方失业率体现的更严峻一些。

疫情方面，美国疫情从 7 月下旬的高点开始震荡回落，从单日 7 万多的新增确诊病例数迅速增至 9 月上旬的 4 万左右。加之美国住院人数显著下行，疫苗等利好消息也逐渐增多，疫情对美国经济的冲击开始逐渐减弱，这也有助于在美国新一轮财政计划尚未出台的背景下美国劳动力市场的持续修复。

伴随着疫情冲击缓释下就业意愿的逐渐提升，美国劳动力市场的薪资增速略微回落；随着未来一段时间经济的继续修复，美国劳动力参与率可能继续回升，就业意愿恢复下，9 月美国的薪资增速将延续小幅回落的走势。

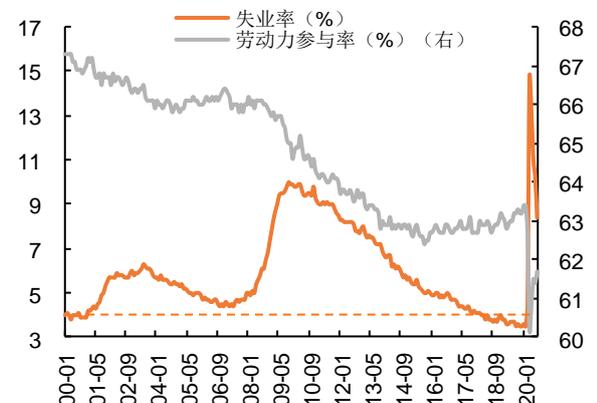
经济景气度方面，美国 8 月 ISM 制造业 PMI 反弹至 56.0，高于前值 54.2；8 月 ISM 非制造业 PMI 上行至 56.9，低于前值 58.1。另外，美国 8 月 Markit 制造业 PMI 从 7 月的 50.9 上行至 8 月的 53.1，非制造业 PMI 从 7 月的 50.0 上行至 8 月的 55.0，经济景气度的指标全部显著高于 50 的荣枯线水平，显示出美国经济在 8 月仍处于持续修复过程中。随着疫情冲击的减弱，9 月美国经济有望继续迎来改善。

图表 1 美国 8 月非农数据增长 137 万人



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表 2 美国 8 月失业率继续下行



资料来源：WIND, 平安证券研究所

1.2 基本面修复叠加宽松预期趋弱，美股调整将以高估值科技为主

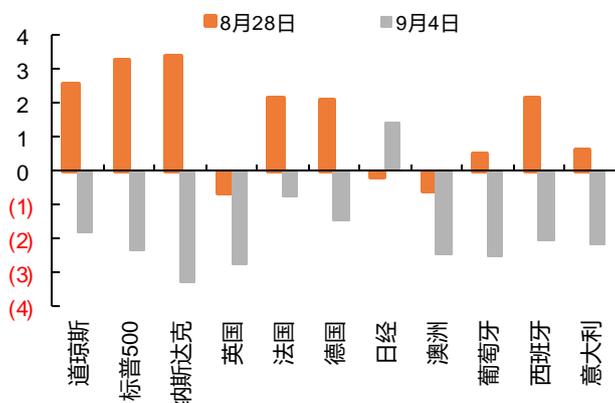
9月3-4日，美股自3月底以来的连续回升走势遇到了阻力，并连续下跌两天。其中9月3日，美国道琼斯工业、标普500与纳斯达克指数分别下跌2.78%、3.51%与4.96%；9月4日，三大股指又分别下跌0.56%、0.81%与1.27%，且纳斯达克盘中最低达到10876点，较9月3日的高点12074接近下跌10%，美股的此轮下跌并无特别的事件背景，与3月份疫情冲击下美股的持续下行有着显著不同。

3月份，美股历经十年长牛达到历史高点后，随着疫情蔓延超预期，并引发美国在内的全球范围大传播，经济封锁令使得全球主要经济体经济陷入停滞，美股在经济活动停滞的恐慌下陷入“流动性危机”，加之大型对冲基金的“风险平价策略”与指数基金、大型金融保险机构的被动卖出、大型公司的回购泡沫，导致美股在短短20多天时间里下跌超过30%的幅度。

虽然当下的美股调整也有历史极高估值的大背景，但是与3月份不同的是，当下货币宽松程度绝非当时可比，且财政政策与监管政策的支持力度也显著强于3月。另外，无论是对冲基金的风控，还是大型机构的回购限制，都抑制了3月美股大跌的重演概率。当下的调整主要有以下三大因素：第一，美联储天量流动性的释放以及维持宽松的预期是3月底至今美股反弹的主要动力，随着经济持续恢复与就业市场的延续修复，美联储货币政策的宽松程度也边际减小，且未来有望进一步趋紧，这给美股上行动力带来了制约；第二，美国大选背景下两党博弈加剧，当下拜登民调领先，民主党并不乐于与特朗普政府就新一轮财政支持法案达成妥协，财政政策效率的下滑导致美国经济复苏的坚实程度受到冲击，进而冲击到美股的盈利预期；第三，美国近5个月以来持续发放的失业救济金增大了低收入阶层的可支配资金，大量散户投资者通过Robinhood等免费平台进行股票投机，追涨行为加剧了美股科技股的泡沫化程度，两极分化之下，市场随时有调整的需求。

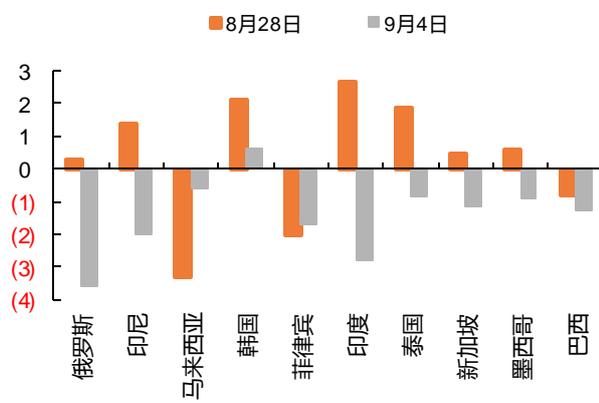
展望未来，在美国经济继续修复的预判下，美联储短期也将维持流动性的充裕，美股整体不存在大幅下行的环境。随着美国经济从流动性驱动逐渐向基本面驱动转向，此前过度受益于流动性充裕的科技股将逐渐承压，而低估值的周期蓝筹则具有继续向上的动力。散户投机行为助长了科技股的飙升，未来一段时间，美股科技股“一马当先”的格局将有所改变，纳斯达克的波动程度也将显著高于标普500与道琼斯工业指数。受美股影响，全球其他股市也将面临科技调整、低估值蓝筹发力的格局。随着科技股估值未来有所回落，其中长期投资价值也将凸显。

图表3 近两周发达经济体股市大多先涨后跌（%）



资料来源：WIND,平安证券研究所

图表4 近两周新兴市场国家股市涨跌互现（%）



资料来源：WIND,平安证券研究所

二、海外经济跟踪

2.1 美联储调整政策框架，就业重要性显著提升

8 月底，美联储一致通过有关“长期目标和货币政策战略声明”的更新，将正式引入“平均通胀目标”的政策；同时将就业市场评估标准进行了调整。

点评：

引入“平均通胀目标”，意味着美联储将允许通胀率在某些时候“适度”地高于 2% 的政策目标，防止在就业市场尚未完全恢复的时候仓促收紧流动性，进而给就业与经济带来负面冲击的情况发生。而针对就业市场评估标准作出的调整——将先前的就业偏离度（deviation）改为就业缺口程度（shortfalls），也是为了突出美联储对强劲劳动力市场的欢迎。

虽然美联储此次并未公布“平均通胀目标”的计算公式，但可以肯定的是，通胀短期波动对美联储政策的影响将让渡于通胀中期的趋势，且劳动力市场的强劲程度在美联储货币政策框架中的比重也将加大。就未来数年看，劳动力市场可能仍将维持缓慢恢复的过程，相较最高就业水平可能仍有差距。这决定了在新框架下，美联储难以在未来 2-3 年摆脱当下的宽松货币政策，除非劳动力市场出现意外的强劲回升。相对于基准利率调节的价格政策，美联储未来 2-3 年使用更为频繁的将是 QE 及一系列其他工具的数量政策。

美联储进行“灵活形式的平均通胀目标制”改革的目的是有二：提升劳动力市场在货币政策中的重要性、提升近年来一直低企的通胀水平，我们认为这两个目标均有很大难度，且美联储此举想带来健康的通胀，难度将显著大于 1980 年代沃尔克加息“驯服”通胀。

另外，新政策框架还面临“滞胀”风险。除了市场情绪之外，市场的分歧也开始凸显。宽松利好与新框架带来新问题的担忧相互交织，这将导致未来一段时间，投资者对未来预期的混乱，全球金融市场的波动率也将显著抬升。

三、海外市场跟踪

图表5 海外金融市场跟踪

	最新值 (2020.9.4)	分位数	本周均值 (2020.8.31-9.4)	周涨跌	月涨跌 (2020.9.1-9.4)	年初以来 涨跌
道琼斯工业指数	28133.3	98.9%	28520.45	-1.82%	-1.04%	-1.42%
标普 500 指数	3427.0	99.8%	3497.96	-2.31%	-2.10%	6.07%
纳斯达克指数	11313.1	99.8%	11708.56	-3.27%	-3.93%	26.09%
富时 100 指数	5799.1	42.2%	5883.30	-2.76%	-2.76%	-23.11%
CAC40 指数	4965.1	67.4%	4978.33	-0.76%	0.36%	-16.95%
DAX 指数	12842.7	95.9%	13012.70	-1.46%	-0.79%	-3.07%
恒生指数	24695.5	80.8%	25037.01	-2.86%	-1.91%	-12.40%
美元指数	92.82	57.0%	92.54	0.58%	0.70%	-3.76%
欧元兑美元	1.18	43.9%	1.19	-0.52%	-0.81%	5.45%
英镑兑美元	1.33	16.9%	1.33	-0.48%	-0.69%	0.06%
美元兑日元	106.24	37.6%	106.09	0.89%	0.32%	-2.24%
美元兑人民币（离岸）	6.84	46.0%	6.84	-0.42%	-0.17%	-1.81%

美国十年期国债利率	0.72%	1.7%	0.68%	-2.0bp	0.0bp	-120.0bp
英国十年期国债利率	0.35%	1.8%	0.35%	-2.5bp	-3.6bp	-53.9bp
法国十年期国债利率	-0.17%	1.7%	-0.15%	-5.9bp	-6.5bp	-29.2bp
德国十年期国债利率	-0.47%	2.4%	-0.44%	-6.6bp	-6.6bp	-30.6bp
意大利十年期国债利率	1.08%	1.8%	1.09%	-2.4bp	-8.1bp	-34.9bp
布伦特原油现货	41.61	26.5%	43.44	-7.47%	-6.60%	-37.93%
WTI原油现货	41.37	26.7%	42.06	-3.72%	-2.91%	-32.25%
伦敦现货黄金	1926.30	99.5%	1951.70	-1.59%	-2.33%	26.48%

资料来源：WIND，平安证券研究所

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_2761

