

海外宏观双周报

口径变化致非农大增，关注政策边际变化

■ 核心观点

第一，由于统计口径变化，5月美国新增非农人数创二战后最好纪录，失业率也小幅下行，ISM与Markit的PMI虽反弹但仍位于不景气区间。若剔除口径变化，美国5月失业率将升至16%以上。

第二，展望6月，美国疫情仍然处于高位平台期，各州也都已经恢复经济活动，所以经济恢复对非农的提振会呈现边际递减的态势。加上黑人运动给社会秩序和零售等服务业带来的冲击，6月非农新增人数表现可能不会高于预期，失业率恐仍然维持在10%以上，薪资增速仍将维持高位。

第三，未来一段时间，市场的关注点除了欧美复工复产的进度以及疫情的蔓延之外，还将增加对政策边际变化的观察。考虑到美欧诸国的经济数据逐步企稳并出现反弹，各国的宽松货币政策与扩张财政政策是否会在边际上出现收缩将是市场极其关注的。资本市场前期的大幅反弹主要就是受刺激性政策支撑，若流动性释放规模持续收缩，将给市场带来剧烈冲击。

第四，行情展望：当地时间6月10日，也就是本周三将进行美联储议息会议，届时会议声明与鲍威尔的发言将受到市场极大关注。在此之前，全球市场可能处于窄幅波动的格局。

本周市场重点

■ 美国非农数据迎来历史级别反弹，统计口径变化使得反弹大打折扣

北京时间2020年6月5日晚间，美国5月非农数据公布，失业率小幅下行，劳动力参与率略微回升，新增非农就业人数大幅反弹，创二战后最高纪录，大幅好于预期；同时，薪资增速整体平稳。数据显示：5月非农就业人口增加250.9万，大幅高于前值的-2050万及预期的-800万。增加的就业主要集中于酒店休闲、医疗保健、零售等服务业以及建筑、耐用品与非耐用品制造等工业领域。5月劳动力参与率为60.8%，略高于前值60.2%，显示出适龄劳动群体的就业意愿略有回升；平均时薪同比6.75%，小幅低于前值8.02%；平均周薪同比7.68%，小幅高于前值7.39%；失业率小幅下行至13.3%，略低于前值14.7%，且显著好于预期的19.5%。此次非农数据表现大幅超出市场预期，但是美国劳工部劳动统计局（BLS）发言人斯特恩伯格在数据公布后的6月6日表示，劳工部的统计数据存在“错误分类误差”。

所谓“错误分类误差”，是指统计人员在调查中将许多“暂时停薪留职”的人员计入“由于休假等其他原因缺勤”人员这一类别，因此未将大批已经实际失业的人员计入失业率等指标内。若剔除上述统计口径的变化，美国5月失业率将升至16%以上。

美国劳工部劳动统计局出现的统计口径变化使得前一天公布的非农历史级别的大反弹大打折扣。但即便如此，美国的非农数据仍将好于市场预期，只是程度上会显著弱化。这与美国经济逐步正常化的推进有较大关联。

从结构上看，5月的工业与服务业非农新增就业人数均有所增长，其中服务业此前受疫情冲击更大，所以在经济恢复常态的过程中，反弹也大于工业制造业。工业的贡献主要来源于建筑与制造业，服务业的贡献超过一半来自于此前基本处于歇业状态的酒店休闲分项，医疗保健与零售分项也有较大贡献。上述这些领域一部分是受益于疫情的医疗保险，另一部分则是受益于防控放松和刺激政策。5月是美国各州开始恢复经济活动的第一个月，服务业在防控放松之下恢复迅速，这与其较大的灵活度有很大关系，且医疗保健和零售行业本身受疫情的冲击就比较小，加上酒店休闲的恢复营业，整个服务业非农也就出现了显著反弹。建筑业与制造业的非农分项则受益于低利率和防控放松的刺激而有所恢复。另外，美国黑人运动是在5月底开启的，且多为夜间活动，并没有体现在5月非农数据上，6月的非农数据在这方面体现的可能更多一些。

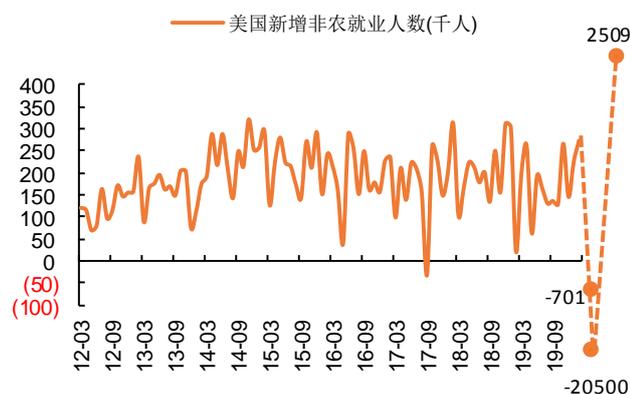
从劳动力的供给角度看，高位的薪资增速叠加低位的劳动参与率说明疫情对劳动力供给端的限制还是比较明显的，一方面是劳动力对疫情的担忧，另一方面是待业在家的各项补助和失业金之和甚至高于平时的全职薪资。虽然经济恢复下商品经济的供给端恢复快于需求端，但在劳动力市场情况可能正好相反，需求端的恢复快于供给端，这将导致薪资成本的较快上涨可能维持一段时间，这将带来中短期的成本推升型的通货膨胀，其中劳动力密集型的服务业领域可能体现的更为明显。

展望6月，美国疫情仍然处于高位平台期，各州也都已经恢复经济活动，所以经济恢复对非农的提振会呈现边际递减的态势。加上黑人运动给社会秩序和零售等服务业带来的冲击，6月非农新增人数表现可能不会高于预期，失业率恐仍然维持在10%以上，薪资增速仍将维持高位。

经济景气度方面，美国5月ISM制造业PMI反弹至43.1，高于前值41.5，持续低于荣枯线水平；5月ISM非制造业PMI也反弹至45.4的水平，高于前值41.8。另外，美国5月Markit制造业PMI从4月的36.1下行至39.8，非制造业PMI从4月的26.7反弹至37.5，ISM与Markit关于经济景气度的指标虽然全部反弹，但仍处于不景气区间。

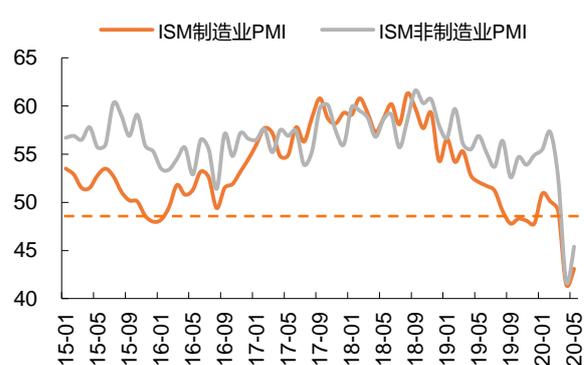
虽然统计口径的错误会扰动美股早盘表现，但劳动力市场的表现仍将在短期提振美股，工业大宗等资产也会继续维持在近期位置，甚至可能随着经济的恢复而有所上行。但硬币的另一面则是美联储货币政策的宽松力度是否会边际趋弱，这将是市场关注的核心问题。

图表1 美国5月非农数据大幅增长超250万人



资料来源：WIND,平安证券研究所

图表2 美国5月ISM制造业与非制造业PMI有所反弹



资料来源：WIND,平安证券研究所

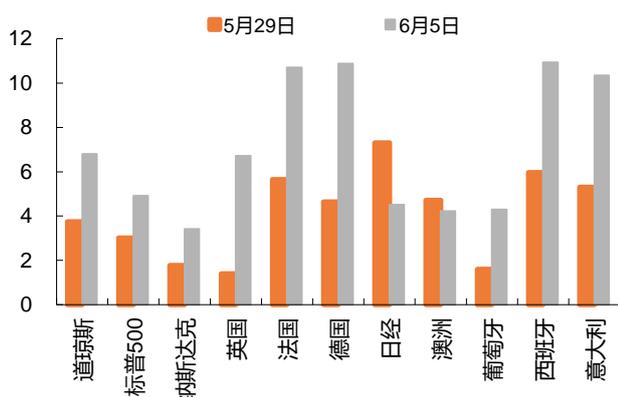
■ 全球股市受流动性支撑边际趋弱，关注经济恢复过程中政策边际变化

新冠疫情的冲击仍在延续，截至6月7日，新冠肺炎全球确诊病例已超700万，其中国内病例超8万，海外病例超692万；在国内疫情稳定的背景下，海外疫情分化态势仍然明显。美国累计确诊病例接近200万，仍处于高位平台震荡；西欧疫情控制良好，但中东欧疫情控制效果不及西欧；另外，拉美、中东、南亚等新兴市场新增人数仍在飙升，以多个新兴经济体为“震中”的第三阶段仍在持续。

同时，欧美及部分新兴市场均在实施经济正常化的恢复工作，伴随着欧美诸国的复工复产及逐步落地的支持类政策，全球金融市场风险偏好持续提振，全球股市全面反弹，债市则自高位有所回落，美元指数跌至 96-97 之间，黄金价格高位有所回落，油价大幅反弹，有色金属价格也有所回升。

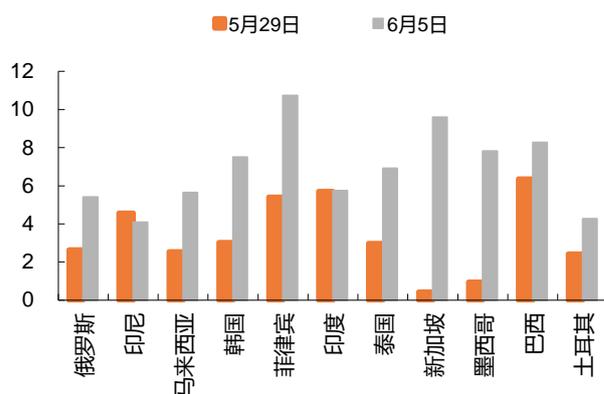
未来一段时间，市场的关注点除了欧美复工复产的进度以及疫情的蔓延之外，还将增加对政策边际变化的观察。考虑到美欧诸国的经济数据逐步企稳并出现反弹，各国的宽松货币政策与扩张财政政策是否会在边际上出现收缩将是市场极其关注的。资本市场前期的大幅反弹主要就是受刺激性政策支持，若流动性释放规模持续收缩，将可能给市场带来剧烈冲击。当地时间 6 月 10 日，也就是本周三将进行美联储议息会议，届时会议声明与鲍威尔的发言将受到市场极大关注。在此之前，全球市场可能处于窄幅波动的格局。

图表3 近两周发达经济体股市全部上涨 (%)



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全部上涨 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

海外经济跟踪

■ 拜登正式获得民主党总统候选人提名，关键州拜登民调领先优势缩小

当地时间 6 月 6 日，在美国民主党党内初选中，77 岁的民主党竞选人、前副总统乔·拜登 (Joe Biden) 成功锁定民主党总统候选人提名，并将在 11 月举行的美国总统大选中与特朗普对决。目前，在 2020 年大选的 7 个关键州中，拜登民调数据较特朗普仍占优，但优势较 1-2 个月前明显缩小。

点评：拜登正式获得民主党总统候选人提名虽然是拜登 2020 大选过程中的重要节点，但由于两个月前，也就是 4 月上旬，桑德斯继博隆伯格、布蒂吉格、沃伦等人之后宣布退选就已经彰显了拜登成为民主党总统候选人提名的唯一可能，所以该事件本身并没有给 2020 年美国大选选情带来影响。相较而言，民调数据近期的变化更加值得关注。从宾州、威斯康辛州、俄亥俄州、密歇根州、缅因州、佛罗里达州、爱荷华州的最新民调数据 (剔除有失公允的媒体民调数据) 看，拜登在密歇根州与佛罗里达州的民调仍领先，但领先优势已显著缩小至 3% 以内；而特朗普则在宾夕法尼亚州的民调中完成逆转，目前反超拜登 4%，并在威斯康星州追平拜登。另外，近期没有民调数据或仅有倾向度明显的媒体民调数据的俄亥俄州、爱荷华州 5 月的民调数据显示特朗普均小幅领先。综合来看，拜登整体在关键州仍有小幅的领先优势，但相较过去一两个月，其领先优势已被明显缩小。背后的原因有二：其一，新冠疫情与黑人运动虽然均引爆了社会底层和精英对特朗普政府的不满，但这部分人大多本就是特朗普的反对者，所以对特朗普选情并没有产生太大的冲击；其二，特朗普政府积极推动经济活动恢复还是为其赢得了一部分选民的支持，且中美经贸第一阶段协议的达成这一“政绩”与美国社会的黑人运动所衍生的对抗暴力的情绪使得特朗普还是获得了一定程度上的正面影响。未来 5 个月将是 2020 年大选的关键期，两党博弈可能继续升级，这将给处于恢复周期的美国乃至全球经济与金融市场带来外生的不确定性扰动。

■ OPEC+确认延长减产至7月，油价短期仍将维持强势

当地时间6月7日凌晨，OPEC发布新闻稿，确认将当前减产协定延长至7月底，在5-6月未能完成减产目标的产油国将在7-9月作出补偿。

点评：OPEC+确认延长减产至7月，加上针对减产配额舞弊行为的补偿机制，将导致未来1-2个月原油市场的供应将维持偏紧格局，各产油国减产不足额的风险在补偿机制之下将有所下行。另外，美欧经济正在恢复正常化，汽油、煤油、柴油等终端需求将持续恢复，而化工需求端也将维持波动修复的趋势，墨西哥湾炼油产能受到飓风冲击的持续时间较短，所以在供需双重刺激之下，油价将维持强势。但是，随着油价逐步修复，加上全球经济前景仍难在短期恢复至疫情之前的水平，所以油价上行至疫情之前的高位仍有较大难度。布油未来一段时间的波动中枢将维持在45美元/桶附近，WTI则将维持在40美元/桶附近。

海外市场跟踪

图表5 海外金融市场跟踪

	最新值 (2020.6.5)	分位数	本周均值 (2020.6.1-6.5)	周涨跌	月涨跌 (2020.6.1-6.5)	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	27111.0	98.1%	26176.07	6.81%	6.81%	-5.00%
标普500指数	3193.9	99.1%	3113.14	4.91%	4.91%	-1.14%
纳斯达克指数	9814.1	100.0%	9654.65	3.42%	3.42%	9.38%
富时100指数	6484.3	69.2%	6318.94	6.71%	6.71%	-14.03%
CAC40指数	5197.8	75.1%	4970.78	10.70%	10.70%	-13.05%
DAX指数	12847.7	96.3%	12274.75	10.88%	10.88%	-3.03%
恒生指数	24770.4	81.8%	24238.16	7.88%	7.88%	-12.13%
美元指数	96.94	71.4%	97.30	-1.35%	-1.35%	0.51%
欧元兑美元	1.13	32.5%	1.12	1.59%	1.59%	0.51%
英镑兑美元	1.27	5.4%	1.26	2.80%	2.80%	-4.55%
美元兑日元	109.58	53.5%	108.78	1.68%	1.68%	0.84%
美元兑人民币(离岸)	7.07	58.2%	7.11	-0.90%	-0.90%	1.56%
美国十年期国债利率	0.91%	1.1%	0.77%	26.0bp	26.0bp	-101.0bp
英国十年期国债利率	0.35%	0.7%	0.31%	12.4bp	12.4bp	-53.6bp
法国十年期国债利率	0.01%	3.5%	-0.01%	9.2bp	9.2bp	-10.8bp

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_4692

