

证券研究报告 / 宏观数据

美国经济会出现 V 型反转吗？

——海外宏观周度观察（2020 年第 23 周）

报告摘要：

周五美国劳工部公布 5 月非农就业数据。5 月非农就业人数新增 250.9 万人，市场预期为减少 800 万人，前值修正为减少 2068.7 万人。失业率下降至 13.3%，市场预期为 19.8%，前值 14.7%。非农就业数据大超预期引起资本市场剧烈震动，由于劳工部的统计错误，非农数据并非看上去这么乐观，但经济复苏的速度的确超出预期，失业率出现实质性拐点。封锁对就业的打击将会迅速恢复，但衰退对就业的影响才刚刚开始。5 月非农就业大增的核心原因在于此前临时裁员的工人在复工开启之后迅速返回工作岗位，高薪行业失业率不降反增，社会出现了“技术降级”的趋势，这与以往衰退时期的“技术升级”趋势有显著不同。

我们认为 5 月失业率的降低虽然表明经济初现拐点，失业率也将随着临时工重回岗位的而出现短暂的较快下降，但之后就业市场将进入缓慢的修复期，经济复苏的进程也将使缓慢的，不会有 V 型转折。贵金属上涨的中长期逻辑并不会因为非农数据转强而发生根本性转折。

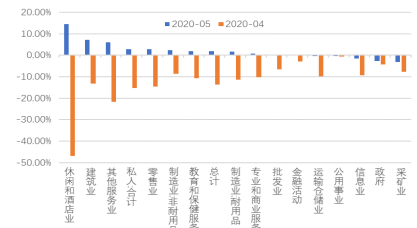
6 月 4 日，欧洲央行 6 月利率决议公布，维持三大关键利率不变；额外增加 600 亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）规模。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示：经济第二季度的收缩将是前所未有的，就业方面的严重状况和收入的损失会导致消费下滑；欧洲央行决定确保必要程度的刺激，经济有望在第三季度反弹。

5 月 25 日美国明尼苏达州明尼阿波利斯市黑人乔治·弗洛伊德被白人警察膝盖锁喉暴力执法死亡后，27 日多地开始爆发抗议种族歧视的示威活动。目前来看，本次骚乱是 1960 年代美国民权运动高潮以来蔓延范围最广的抗议和骚乱。特朗普总统对此次游行和暴乱的态度较为强硬。但从民意来看，特朗普对游行和暴乱的应对态度并不得人心，这将对其支持率造成影响。历史经验表明游行及暴乱对资本市场影响不大。短期内美国经济会受到一定影响，但未来随着骚乱平息，经济复苏将继续进行。

发达国家复工复产后经济改善，美国非农就业报告刺激股市整体上涨。美债收益率大幅上行。原油大涨贵金属承压，农产品涨跌互现。

风险提示：海外疫情二次爆发

相关数据



相关报告

《警惕疫情出现第二波高峰——海外宏观周度观察（2020 年第 21 周）》

20200523

《特朗普仍将大概率连任——海外宏观周度观察（2020 年第 20 周）》

20200518

《中国对美进口承诺完成了多少？——海外宏观周度观察（2020 年第 19 周）》

20200510

《需高度警惕中美关系恶化的可能性——海外宏观周度观察（2020 年第 18 周）》

20200503

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

目 录

1. 下周海外重点数据及事件预警.....	4
2. 全球经济出现拐点但并非 V 型	4
2.1. 如何解读大超预期的非农数据.....	4
2.1.1. 非农数据证实经济复苏速度超出预期.....	4
2.1.2. 经济复苏的速度不会很快.....	5
2.2. 欧元区制造和服务业收缩速度放缓.....	6
3. 欧洲央行维持三大利率不变，拉加德对经济表态悲观.....	7
4. 暴乱对美国影响有限.....	7
4.1. 多数人不支持特朗普的应对态度.....	8
4.2. 暴乱对资本市场影响较小.....	8
4.3. 暴乱小幅冲击经济复苏进程.....	10
5. 全球市场表现	10
5.1. 全球股市整体上涨.....	10
5.2. 美债收益率大幅上行.....	11
5.3. 原油大涨贵金属承压，农产品涨跌互现.....	12

图表目录

图 1: 新增非农就业人数大超预期.....	4
图 2: 失业率超预期下降.....	4
图 3: 各行业就业人数增加率.....	5
图 4: 就业恢复较快的行业均为低薪行业	5
图 5: 2009 年失业率出现拐点后金价一度大跌	6
图 6: 事实证明失业率拐点不改金价长期逻辑	6
图 7: 欧元区 5 月 PMI 有所回升.....	7
图 8: 法英德 5 月 PMI 均有所回升	7
图 9: 1968/2/8-1968/8/28 美国股市先降后涨，国债收益率小幅波动.....	9
图 10: 1968/2/8-1968/8/28 全球黄金价格走高后回落.....	9
图 11: 美国股市继续上涨，债市波动较小.....	10
图 12: 全球股市整体上涨.....	11
图 13: 美债收益率曲线.....	11
图 14: 美债收益率.....	11
图 15: 日债收益率.....	12
图 16: 欧债收益率.....	12
图 17: 原油大涨贵金属下跌.....	12

图 18: 农产品涨跌互现.....	12
表 1: 重点数据及事件.....	4
表 2: 美国历史上的重大骚乱.....	8

1. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 重点数据及事件

日期	国家	数据/事件
2020/6/08	日本	一季度 GDP 修正值
2020/6/08	德国	4 月工业产出
2020/6/08	欧元区	6 月 Sentix 投资者信心指数
2020/6/09	欧元区	一季度 GDP 终值
2020/6/10	法国	4 月工业产出
2020/6/10	美国	5 月 CPI
2020/6/10	美国	利率会议决议
2020/6/10	美国	5 月 PPI
2020/6/11	法国	5 月 CPI
2020/6/11	美国	6 月密歇根大学消费者信心指数

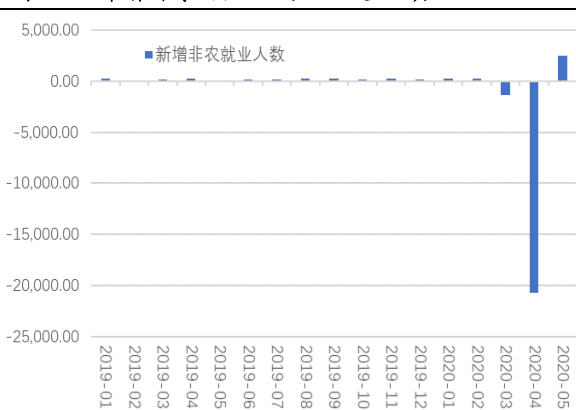
数据来源: 东北证券整理

2. 全球经济出现拐点但并非 V 型

2.1. 如何解读大超预期的非农数据

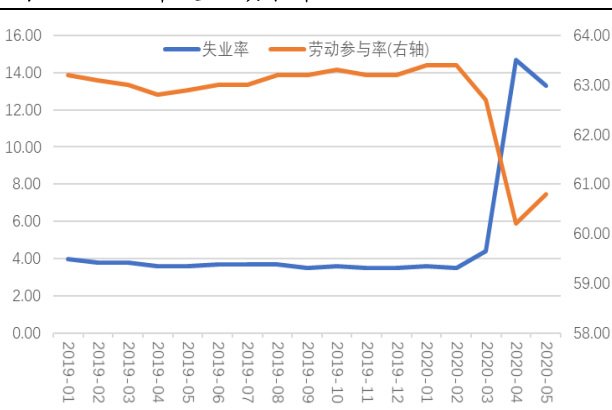
周五美国劳工部公布 5 月非农就业数据。5 月非农就业人数新增 250.9 万人, 市场预期为减少 800 万人, 前值修正为减少 2068.7 万人。失业率下降至 13.3%, 市场预期为 19.8%, 前值 14.7%。非农就业数据大超预期引起资本市场剧烈震动, 美元指数短线飙升, 贵金属重挫, 美国股市大涨, 美债收益率大幅上行。

图 1: 新增非农就业人数大超预期



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 失业率超预期下降



数据来源: 东北证券, Wind

2.1.1. 非农数据证实经济复苏速度超出预期

为何美国 5 月非农数据超出所有经济学家预期? 主要有两个原因:

第一，此前的市场预期全部根据失业金领取人数来计算。虽然初请失业金人数连续下降，但续请失业金人数并未出现实质性拐点，目前仍在 2000 万人以上，依此计算 5 月失业人数应为上升而非下降。但是在新冠疫情的特殊背景下，政府的失业保险覆盖面积大幅扩大，导致失业金人数虚高，依此计算则会高估失业率。

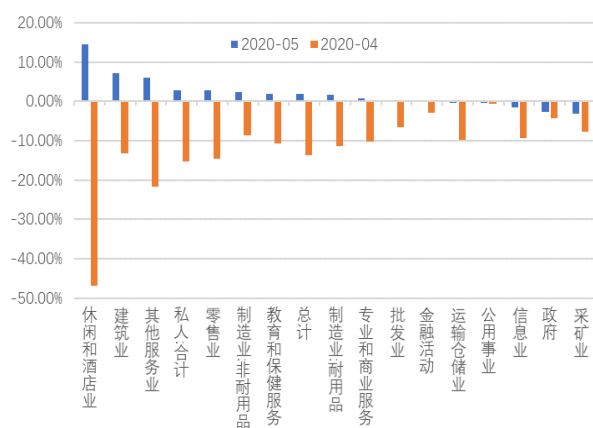
第二，劳工部统计方式存在错误。根据劳工部的就业报告，其将许多“暂时停薪留职”的人员计入“由于休假等其他原因缺勤”人员从而低估了失业人数，劳工部表示实际失业率可能较公布的数字高 3 个百分点。

劳工部的统计错误意味着非农数据并非看上去这么乐观，实际失业率可能在 4 月份就已经达到 20%。但是由于近几个月均存在这一统计错误，所以修正后的 5 月份就业水平仍将较 4 月份边际改善，而不是市场预期的继续恶化。同时，劳动参与率提升了 0.6 个百分点，在更多人进入劳动市场的情况下就业形势仍然改善，这表明美国重启经济后，经济复苏的速度确实超出预期，失业率出现实质性拐点。超预期的非农就业数据表明美国经济已经在触底回升的通道之中。

2.1.2. 经济复苏的速度不会很快

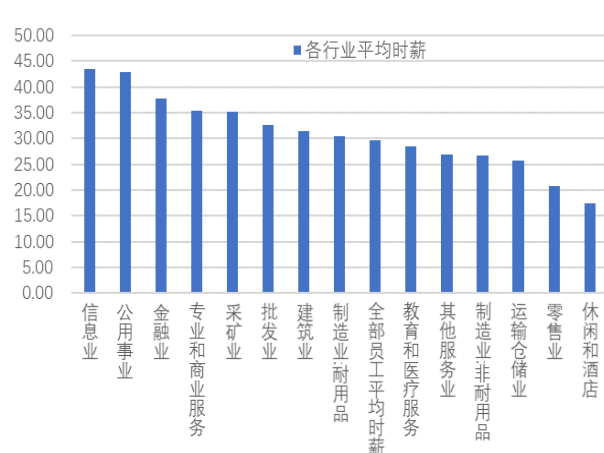
5 月非农就业大增的核心原因在于此前临时裁员的工人在复工开启之后迅速返回工作岗位。临时工“去的快来的也快”，造成了失业率的迅速反弹。各行业就业人数增长率来看，5 月份就业人数增长率最高的就是 4 月份损失就业最多的几个行业，以服务业为主。这些行业有两个特点：一是临时工较多，二是薪资水平相对偏低。将各行业就业增加率和平均时薪结合起来比较，可以看出恢复较快的均为低薪行业。

图 3：各行业就业人数增加率



数据来源：东北证券，Wind

图 4：就业恢复较快的行业均为低薪行业



数据来源：东北证券，Wind

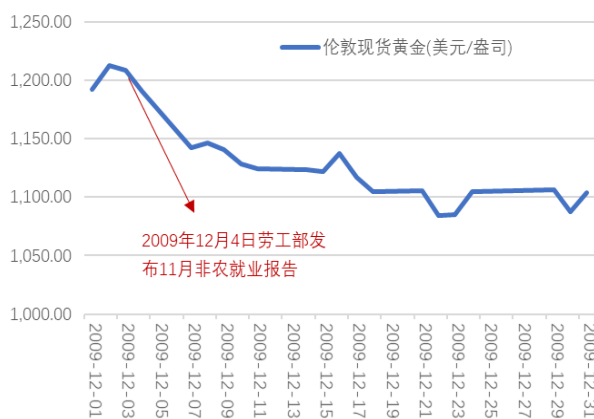
封锁对就业的打击将会迅速恢复，但衰退对就业的影响才刚刚开始。临时工的“快去快回”表明此前临时工人被裁大多是封锁造成经济停摆后的被动裁员，企业主动永久性裁员并非大多数。但是 5 月份数据来看，高薪行业比如信息业就业人数继续减少，金融业就业人数仅略微增长，失业率不降反增。这些典型的“受封锁影响较小”的行业仍处于裁员之中，反映出经济衰退将为未来打击就业市场的主要因素。

近期美国杜兰大学 Campello et al.(2020)通过分析美国疫情爆发前后招聘网站上职位数目的变化,发现相对于低技术的岗位,高技术岗位明显少更多,社会出现了“技术降级”的趋势,这与以往衰退时期的“技术升级”趋势有显著不同。这与5月份就业数据所显示出的“低薪进高薪退”一致。这反映出美国企业对经济前景的悲观预期,雇佣高技术人员来增强竞争力的意愿降低。这也将损害社会长期生产力的提升。

居民收入的降低、预期的改变和疫情二次爆发的潜在风险都将对企业投资和居民消费的意愿产生长期的压制,制约着未来经济的复苏速度(详见报告《黄金牛市未完待续》)。我们认为5月失业率的降低虽然表明经济初现拐点,失业率也将随着临时工重回岗位的而出现短暂的较快下降,但之后就业市场将进入缓慢的修复期,经济复苏的进程也将使缓慢的。

贵金属上涨的中长期逻辑并不会因为非农数据转强而发生根本性转折。在2009年11月失业率出现拐点之后,黄金价格也一度大跌,但事实证明这一次回调反而是绝佳的买入时机,黄金在短暂下跌之后继续牛市行情,此后两年之内涨幅超过80%。在美国史无前例的财政和货币扩张之后,实际利率难以持续提升,美元信用也将持续受损,在美联储货币政策态度发生转变之前,贵金属不改上涨逻辑。

图 5: 2009 年失业率出现拐点后金价一度大跌



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 事实证明失业率拐点不改金价长期逻辑

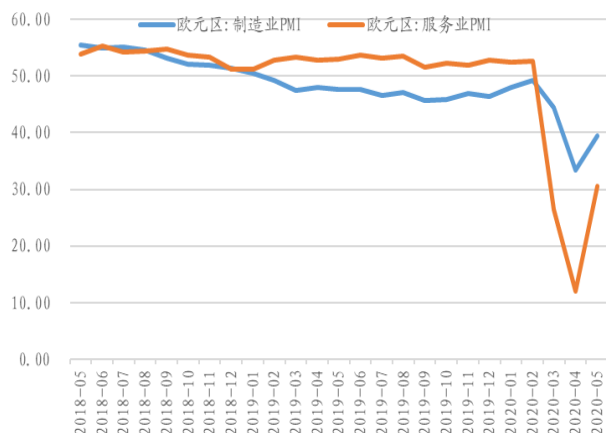


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 欧元区制造和服务业收缩速度放缓

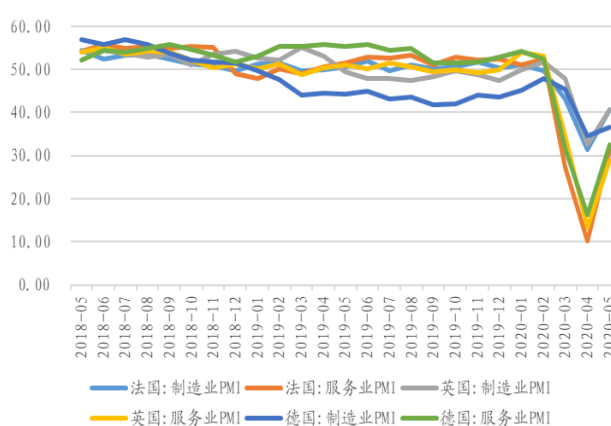
欧元区5月制造业PMI终值录得39.4,略低于预期39.5,前值为33.4。5月服务业PMI终值录得30.5,高于预期28.7,前值为12.0。其中法国5月制造业PMI终值录得40.6,略高于预期40.3,前值为31.5。5月服务业PMI终值录得31.1,高于预期29.4,前值为10.2;英国5月制造业PMI终值录得40.7,符合预期,前值为32.6。5月服务业PMI终值录得29.0,高于预期28,前值为13.4;德国5月制造业PMI终值录得36.6,略低于预期36.8,前值为34.5。5月服务业PMI终值录得32.6,高于预期31.4,前值为16.2。数据显示欧元区呈现了与美国类似的状态,制造业和服务业活动仍在大幅萎缩,但收缩速度有所放缓,表明经济已经度过了最糟糕的时期,进入缓慢修复阶段。

图 7: 欧元区 5 月 PMI 有所回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 法英德 5 月 PMI 均有所回升



数据来源: 东北证券, Wind

3. 欧洲央行维持三大利率不变，拉加德对经济表态悲观

6月4日，欧洲央行6月利率决议公布，维持三大关键利率不变；额外增加600亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）规模。此次欧央行未将垃圾债纳入PEPP中。另外，无论如何欧央行都将在PEPP下进行净资产购买，直到判断出病毒危机阶段已经结束。

欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示：经济第二季度的收缩将是前所未有的，就业方面的严重状况和收入的损失会导致消费下滑；欧洲央行决定确保必要程度的刺激，经济有望在第三季度反弹，欧洲央行准备根据需要调整所有工具，预计经济将会复苏，但复苏速度和规模仍不确定；总体通胀率在未来几个月将进一步下降，长期通胀预期处于低迷水平，有利的第三阶段定向长期再融资操作（TLTRO）将鼓励借贷，敦促各国政府进一步采取强有力的措施，财政措施应该是有针对性的、临时性的。拉加德对经济的悲观表态导致欧元兑美元短线下跌约20点至时段内低点1.1244。

4. 暴乱对美国影响有限

5月25日美国明尼苏达州明尼阿波利斯市黑人乔治·弗洛伊德被白人警察膝盖锁喉暴力执法死亡后，27日多地开始爆发抗议种族歧视的示威活动，短短一周内，抗议活动不仅迅速从明尼阿波利斯扩散至美国各州200多个城市，暴力也持续升级，很快演变成了席卷全美的骚乱。

二战以来，美国几乎每年都会发生地方性的种族骚乱，目前来看，本次骚乱是1960年代美国民权运动高潮以来蔓延范围最广的抗议和骚乱。

表 2: 美国历史上的重大骚乱

起因	持续时间	蔓延范围	后果
1968 年 2 月 8 日南卡罗莱纳州高速公路巡警枪杀黑人示威者；4 月 9 日，马丁·路德·金在演讲时遇刺身亡，触发了全国范围黑人暴乱和纵火。	1968/2/8- 1968/8/28	全美 110 个城市	31 人死亡，无数商店楼房被砸烂焚毁
1992 年 4 月 29 日，4 名洛杉矶警察轮番棒打黑人罗德尼·金致死，而洛杉矶地方法院宣布警察无罪释放，全国上下黑人上街示威抗议并产生暴力冲突。	1992/4/29- 1992/5/2	20 多个州	50 多人死亡，2000 多人受伤，10000 多人被捕，财产损失达 8-10 亿美元
2014 年 8 月 9 日，弗格森镇非裔青年迈克尔·布朗在没有携带武器的情况下遭遇白人警察达伦·威尔逊枪击身亡。这一惨剧随即引发了当地大规模抗议活动。11 月 24 日，在陪审团做出不起诉枪杀布朗的白人警官威尔逊的决定后，抗议示威再起并迅速扩散。	2014/8/8- 2014/11/29	全美 170 多个城市	
黑人乔治·弗洛伊德被白人警察膝盖锁喉暴力执法死亡，引发全美骚乱。	2020/5/25- 至今	全美 200 多个城市	超 7 人死亡，5600 人被抓，超过 20 州 40 城实行宵禁

数据来源：东北证券整理

4.1. 多数人不支持特朗普的应对态度

特朗普总统对此次游行和暴乱的态度较为强硬。特朗普 6 月 1 日在白宫玫瑰园发表讲话称，他将立即采取总统行动“制止暴力，恢复美国的安全与保障”，并动员联邦资源制止暴乱和抢劫行为。之后在白宫发表讲话称，强烈建议各州动员国民警卫队制乱，否则将援引《叛乱法》动用军队介入。

路透社和益普索集团当地时间 2 日公布的一项民意调查显示，美国多数人不赞成特朗普的强硬应对方式。64% 的受访美国人“对抗议示威者表示支持”，与此同时，27% 的人表示反对，9% 的人不确定。超过 55% 的受访美国人表示不赞成特朗普应对抗议活动的处理方式，其中 40% 的人表示“强烈”反对，只有 1/3 的人对其应对方式表示赞同。

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_4699

