

怎样理解美国经济数据的背离？

报告摘要

● 怎样理解美国经济数据的背离？

12月6日，美国公布11月非农就业数据，新增26.6万人，前值为15.6万人，预期值为18.3万人，大幅超出了市场预期。分行业看，医疗保健业、专业和技术服务业分别新增4.5万人和3.1万人；制造业新增就业5.4万人，其中汽车业新增就业4.1万人，主要受到汽车工人罢工结束的影响；采矿业和批发业的就业人数则出现减少。

但是12月4日公布的11月ADP就业却明显不及预期，新增6.7万人，前值为12.1万人，预期值为13.5万人。分行业看，制造业新增就业减少1.8万个，自然资源、采矿、建筑、贸易运输等行业均出现了下降。那么怎样理解非农与ADP之间如此明显的背离？

观察历史上非农与ADP之间的关系，可以发现几个结论：（1）非农就业与ADP就业在大方向上是一致的，二者回归后的R²接近80%；（2）对二者求离散系数后发现，二者的波动率也非常相似；（3）但是就单个月份而言，从2001年4月份至今，非农与ADP就业仅有60%的概率变动方向相同，还有接近40%的概率变动方向是相反的，二者发生背离的可能性并不低。

另外，近期美国还有Markit PMI与ISM PMI数据同样发生了背离。Markit PMI已经连续3个月出现了明显上升，而ISM PMI仍在继续下降。Markit PMI与ISM PMI之间的关系与非农和ADP之间的关系非常相似：二者也是大方向上一致，回归后的R²接近70%；但是单个月份往往会发生背离，从2007年5月份至今，背离的概率为46.67%。

基于以上，我们尝试将“非农就业-ADP就业”与“Markit PMI-ISM PMI”这两个指标进行对比（由于非农数据的波动过大，因此采用了移动平均），发现这两个指标之间存在一定的正相关关系。因此，我们猜测，非农的调查对象与Markit PMI的调查对象可能更相近一些，ADP的调查对象与ISM PMI的调查对象可能更相近一些。

ISM与Markit的算法完全一致，只是调查对象不同，ISM主要通过对企业采购主管相对主观的意见调查，而Markit则是基于被调查对象的实际业务操作，同时样本量更大，与经济的官方结构更为接近，还采用了季节调整。因此我们认为，Markit相对ISM可能更符合现实的制造业景气程度，也就是说，非农就业和Markit PMI这一组数据的可信度可能要更高一些。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

目录

一、主题评论：怎样理解美国经济数据的背离？	3
二、海外重点事件追踪	4
1、美股出现一定程度的回调	4
2、特朗普弹劾案出现新进展	4
3、韩国 11 月出口继续大幅下挫	5
4、日本政府考虑 920 亿美元的新刺激方案	5
三、大类资产走势回顾	5
1、汇率：美元指数下降至 97.69	5
2、商品：原油价格明显上涨	6
3、股债：大部分国家股市收跌	6
四、海外央行观点追踪	7
1、美联储主要官员表态追踪	7
2、欧央行主要官员表态追踪	7
3、其他央行主要官员表态追踪	7
五、海外市场机构观点追踪	7

图表目录

图表 1：非农就业与 ADP 就业正相关很明显	3
图表 2：非农与 ADP 有近 40% 的概率方向相反	3
图表 3：Markit 与 ISM 的 PMI 近期出现了背离	3
图表 4：Markit 与 ISM 的 PMI 在大方向上一致	3
图表 5：“Markit PMI-ISM PMI”与“非农就业-ADP 就业（6 个月移动平均）”存在正相关	4
图表 6：“Markit PMI-ISM PMI”与“非农就业-ADP 就业（12 个月移动平均）”存在正相关	4
图表 7：上周美元指数微降至 98.28	6
图表 8：上周英镑出现大幅上涨	6
图表 9：上周原油价格明显上涨	6
图表 10：上周黄金价格小幅上涨	6
图表 11：上周全球股市明显上涨	7
图表 12：上周美德、美日利差均下跌	7

一、主题评论：怎样理解美国经济数据的背离？

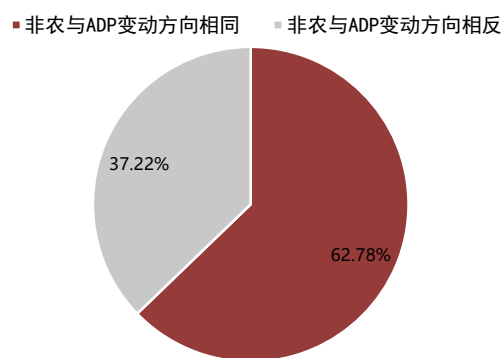
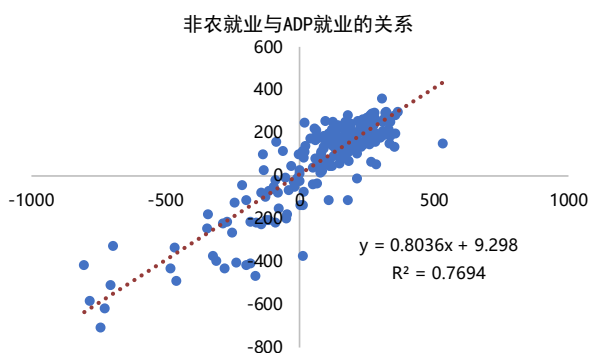
12月6日，美国公布11月非农就业数据，新增26.6万人，前值为15.6万人，预期值为18.3万人，大幅超出了市场预期。分行业看，医疗保健业、专业和技术服务业分别新增4.5万人和3.1万人；制造业新增就业5.4万人，其中汽车业新增就业4.1万人，主要受到汽车工人罢工结束的影响；采矿业和批发业的就业人数则出现减少。

但是12月4日公布的11月ADP就业却明显不及预期，新增6.7万人，前值为12.1万人，预期值为13.5万人。分行业看，制造业新增就业减少1.8万个，自然资源、采矿、建筑、贸易运输等行业均出现了下降。那么怎样理解非农与ADP之间如此明显的背离？

观察历史上非农与ADP之间的关系，可以发现几个结论：（1）非农就业与ADP就业在大方向上是一致的，二者回归后的R²接近80%（图表1）；（2）对二者求离散系数后发现，二者的波动率也非常相似；（3）但是就单个月份而言，从2001年4月份至今，非农与ADP就业仅有60%的概率变动方向相同，还有接近40%的概率变动方向是相反的，二者发生背离的可能性并不低（图表2）。

图表 1：非农就业与 ADP 就业正相关很明显

图表 2：非农与 ADP 有近 40% 的概率方向相反



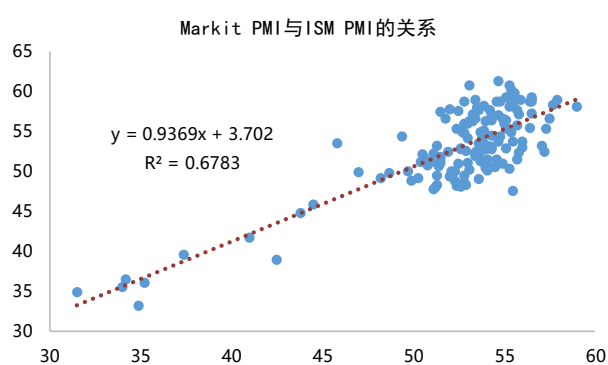
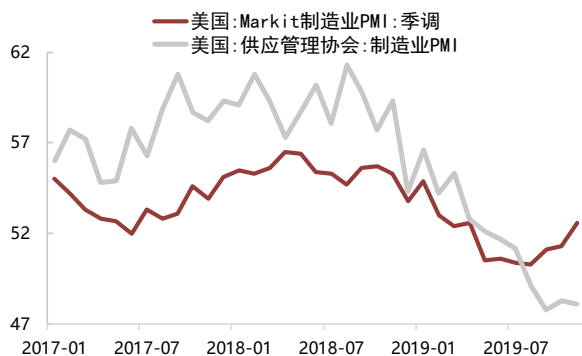
来源：Wind，莫尼塔研究

来源：Wind，莫尼塔研究

另外，近期美国还有Markit PMI与ISM PMI数据同样发生了背离（图表3）。Markit PMI已经连续3个月出现了明显上升，而ISM PMI仍在继续下降。Markit PMI与ISM PMI之间的关系与非农和ADP之间的关系非常相似：二者也是大方向上一致，回归后的R²接近70%（图表4）；但是单个月份往往会发生背离，从2007年5月份至今，背离的概率为46.67%。

图表 3：Markit 与 ISM 的 PMI 近期出现了背离

图表 4：Markit 与 ISM 的 PMI 在大方向上一致

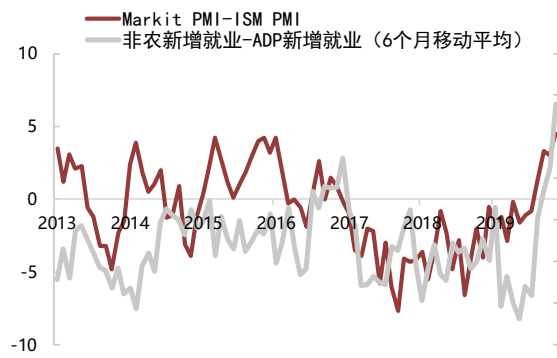


来源：Wind，莫尼塔研究

来源：Wind，莫尼塔研究

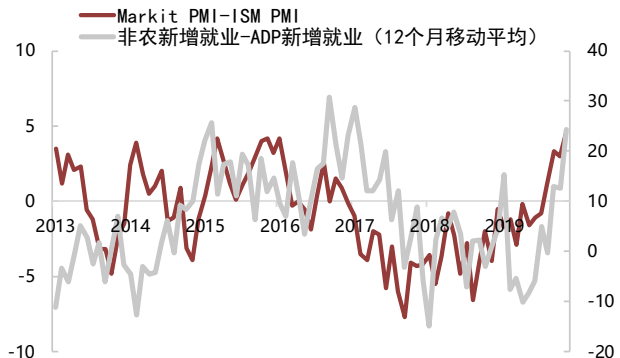
基于以上，我们尝试将“非农就业-ADP就业”与“Markit PMI-ISM PMI”这两个指标进行对比（由于非农数据的波动过大，因此采用了移动平均），发现这两个指标之间存在一定的正相关关系（图表5、图表6）。因此，我们猜测，非农的调查对象与Markit PMI的调查对象可能更相近一些，ADP的调查对象与ISM PMI的调查对象可能更相近一些。

图表 5：“Markit PMI-ISM PMI”与“非农就业-ADP 就业（6 个月移动平均）”存在正相关



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：“Markit PMI-ISM PMI”与“非农就业-ADP 就业（12 个月移动平均）”存在正相关



来源：Wind，莫尼塔研究

ISM与Markit的算法完全一致，只是调查对象不同，ISM主要通过对企业采购主管相对主观的意见调查，而Markit则是基于被调查对象的实际业务操作，同时样本量更大，与经济的官方结构更为接近。因此我们认为，Markit相对ISM可能更符合现实的制造业景气程度，也就是说，非农就业和Markit PMI这一组数据的可信度可能要更高一些。

二、海外重点事件追踪

1、美股出现一定程度的回调

上周美股出现了一定程度的下跌，原因包括：（1）美国总统特朗普2号表示，巴西和阿根廷两国货币大幅贬值，这对美国农民不利，美国将立即恢复对从巴西和阿根廷进口的钢铝产品加征关税，钢铁和铝的关税分别为25%和10%；（2）美国贸易代表办公室2号表示，法国的数字服务税（DST）歧视美国公司，与现行的国际税收政策原则不一致，因此提议对某些法国产品征收最高为100%的额外关税，可能征收关税的产品清单包括63个项，贸易总额约为24亿美元，并考虑就数字税对意大利、土耳其和奥地利进行调查；（3）中国2号宣布即日起暂停审批美军舰机赴港休整的申请，同时对“美国国家民主基金会”、“美国国际事务民主协会”、“美国国际共和研究所”、“人权观察”、“自由之家”等在香港修例风波中表现恶劣的非政府组织实施制裁；（4）2号晚间公布的11月ISM PMI明显不及预期，公布值为48.1，前值为48.3，预期值为49.2。近期由于年末资金面紧张，以及前期股市的上涨带来的获利抛盘压力，股市预计会出现一些回调，但从长期角度看，对2020年的美股还是比较看好的态度。

2、特朗普弹劾案出现新进展

当地时间12月3日，美国众议院情报委员会表决通过了弹劾总统特朗普的调查报告，报告详细描述已经进行数周的弹劾调查取证工作，弹劾条款包括两项：一是特朗普存在重大不当行为，利用职权请求外国干预美国选举以帮助他竞选连任，把个人政治利益置于国家利益之上，试图破坏美国总统选举过程的完整性，并危及美国的国家安全；二是特朗普及其政府针对弹劾调查“发起前所未有的阻挠运动”，阻止众议院相关委员会获得书面证据和证词，十几名证人听从特朗普指令拒

绝作证。从历史上看，此前尼克松有三项弹劾条款，包括阻挠司法工作、滥用总统权力和蔑视国会传调录音带的命令；克林顿有四项弹劾条款，包括对克林顿在莱温斯基案中的两项伪证指控、以及妨碍司法和滥用职权指控。特朗普此次的弹劾条款数量是最少的。

接下来弹劾案将交由众议院司法委员会审议，众议院司法委员会已定于12月4日举行首场弹劾听证会，并后续将会决定是否提议弹劾特朗普、以什么“罪名”弹劾，一旦司法委员会通过，众议院将在12月25日圣诞节前召开全体会议表决。由于弹劾需要参议院2/3以上表决通过，因此即便众议院通过，参议院通过的可能性也很小，因此弹劾案的影响会更多地体现在明年的总统大选中。但是就目前的民调看，弹劾调查启动至今，特朗普的总体民意支持率变化甚微，弹劾最终究竟是对特朗普选情造成的伤害更多，还是对民主党选情的杀伤力更大，目前尚难预料。

3、韩国 11 月出口继续大幅下挫

韩国12月1日发布的数据显示，2019年11月，韩国出口额为441亿美元，同比减少14.3%，连续第12个月下降，且降幅远超预期；11月进口额为407.3亿美元，同比减少13%。其中，韩国对日出口减少10.9%，进口减少18.5%。韩国产业通商资源部表示，出口数据表现疲软主要是因为国内外经济环境依然充满不确定性，加上大型海洋设备平台交付计划被取消、工作日减少等因素的综合影响。分行业看，半导体和石油化学行业等韩国的主力出口产品依然表现疲软，11月韩国半导体出口额同比减少30.8%，石油化学(-19.0%)、石油产品(-11.9%)和造船(-62.1%)等的出口额也大幅减少。

4、日本政府考虑 920 亿美元的新刺激方案

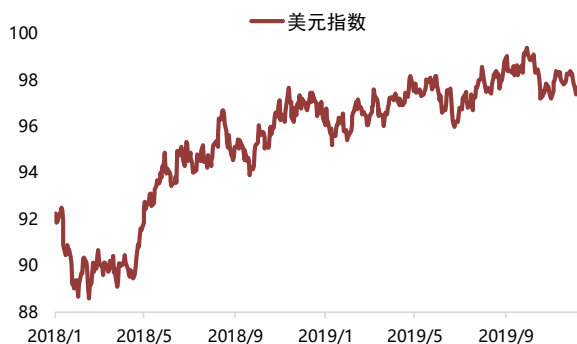
根据日本媒体报道，日本政府正考虑制定一项财政支出超过920亿美元的大规模经济刺激方案，日本首相安倍晋三将与执政联盟磋商后，在下周周初敲定刺激方案。日本央行的QQE和负利率对日本银行业造成比较大的伤害，政策通过银行业去传导到实体经济这条渠道并不通顺，对经济产生的提振作用并不大，同时进一步降息和QE的空间已经非常的小，再加上10月份上调消费税对经济产生的负面作用，在这种情况下，未来日本在财政政策上的发力是可以期待的，预计该刺激方案通过的可能性并不低。

三、大类资产走势回顾

1、汇率：美元指数下降至 97.69

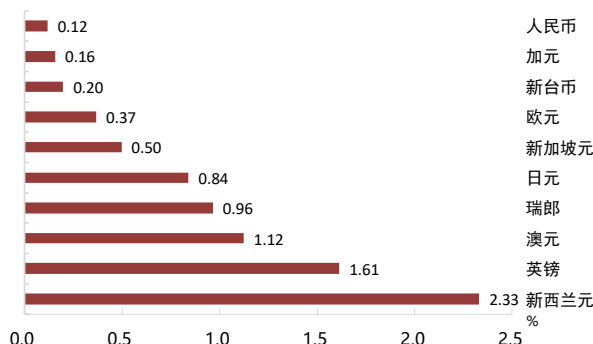
上周美元指数从98.28下降至97.69（图表7），受此影响，几乎所有主要货币兑美元均出现一定升值。其中，英镑大涨1.61%、欧元上涨0.37%，主要受到英国大选利好消息的影响，英国主流民调机构Kantar于12月3日发布的最新民调显示，执政的保守党领先幅度再度扩大，支持率达到44%，较反对党工党的领先优势回升到了12个百分点。最新民调反映出鲍里斯越来越接近赢下双12大选、并带领英国顺利脱欧，不断下降的政治不确定性促使英镑持续上涨。其他货币中，人民币升值0.12%、日元升值0.84%、澳元升值1.12%（图表8）。

图表 7：上周美元指数微降至 98.28



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：上周英镑出现大幅上涨

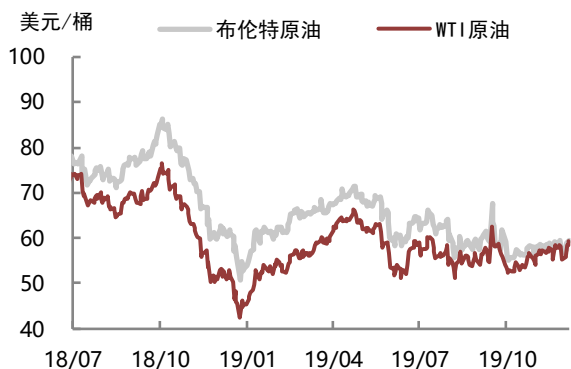


来源：Wind，莫尼塔研究

2、商品：原油价格明显上涨

上周布伦特原油价格上涨4.51%，至59.5美元/桶，WTI原油价格上涨7.30%，至59.2美元/桶（图表9），主要原因在于周五的奥地利维也纳会议上，欧佩克和俄罗斯同意从明年一月开始，每天额外再减产50万桶，把减产量从每日120万桶扩大至每日170万桶，并持续到明年3月。另外，伊拉克总理辞职事件也对油价有推升作用。上周黄金价格上涨0.34%，铜价上涨3.64%（图表10）。

图表 9：上周原油价格明显上涨



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 10：上周黄金价格小幅上涨



来源：Wind，莫尼塔研究

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_8520

