

证券研究报告 / 宏观数据

如何全面理解美国 11 月就业数据——海外宏观周度观察（2019 年第 49 周）

报告摘要：

美国 11 月非农就业数据远超预期。新增非农就业人口 26.6 万人，失业率录得 3.5%，追平 1969 年以来的最低水平。美国 11 月就业数据十分亮眼，且新增非农回升的重要驱动力为制造业，反映出美联储三次降息对经济确有短期的提振作用，美国经济韧性仍存，出现衰退的可能性不大。但我们认为美国制造业整体仍处于下行趋势，11 月制造业就业虽好，但存在三点隐忧。一是制造业就业转好，很大一部分是由于通用汽车工人罢工后回到工作岗位造成的短期冲击；二是近两个月制造业失业率的降低主要是由非耐用品行业拉动，耐用品行业的失业率并未降低，反而在近两个月有所升高，不支持美国制造业强改善；三是 ISM 制造业 PMI 再度下滑，美国库存周期下行。所以美国经济短期虽存在韧性，但明年仍为下行趋势。

欧元区制造业数据继续边际改善。欧元区 11 月制造业 PMI 录得 46.9，稍好于预期的 46.6，但消费数据仍弱。英国 11 月制造业与服务业 PMI 双双落入收缩区间。

在年内三次降息后，市场预计美联储 12 月货币政策将按兵不动，并关注美联储是否会释放调整通胀目标的信号。为应对持续的低通胀，美联储正考虑将通胀目标从严格设为 2%，变通为在一段时间内平均水平在 2%，若达不到通胀目标则调高短期通胀预期以弥补通胀短缺带来的损失。如果进行如此转变对当前的市场预期将是鸽派的。

中美贸易谈判博弈激烈。周二特朗普表示贸易谈判的结束时间没有“最终期限”，或许等到 2020 年 11 月选举之后更好。我们认为特朗普“大选之后再签协议”的威胁并不可靠。此前特朗普始终宣称与中国达成了农产品购买的“历史性协议”，如果此时再度破裂，对特朗普农业州的票仓将有重大打击。但特朗普目前的确不急于达成协议。民主党大选候选人将在明年一季度揭晓，美国农民的也将在一季度计划播种，届时将为特朗普集中发力的时期，也将为中美第一阶段协议的重要观察点。

本周全球主要股市指数涨跌不一，欧美股市大多下跌。主要债券收益率涨跌不一，美债收益率曲线回归正常。工业品涨跌互现，布油上涨 4.76%，黄金下跌 0.40%。农业品大多上涨。



相关报告

《全球货币宽松步伐放缓——海外宏观周度观察（2019 年第 45 周）》（20191111）

《美联储降息预期兑现，英国再次延期脱欧——海外宏观周度观察（2019 年第 44 周）》（20191103）

《美联储释放暂停降息信号——海外宏观周度观察（2019 年第 46 周）》（20191118）

证券分析师：沈新凤

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

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 下周海外重点数据及事件预警	4
2. 美国非农就业远超预期，欧元区制造业 PMI 继续回升	4
2.1. 美国 11 月非农就业并未指向制造业强改善	4
2.2. 欧元区制造业边际改善，消费超预期下滑	6
2.3. 英国制造业与服务业双双收缩	7
3. 预计美联储 12 月按兵不动，关注通胀目标调整	8
4. 中美第一阶段谈判博弈激烈	9
5. 全球市场表现	10
5.1. 全球股市涨跌不一	10
5.2. 主要债券收益率涨跌不一	11
5.3. 工业品涨跌不一，农产品大多上涨	12
图 1: 美国非农就业大超预期	4
图 2: 制造业就业明显改善	4
图 3: 美国耐用品行业失业率并未明显改善	5
图 4: 美国制造业、非制造业 PMI 均不及预期	6
图 5: 美国正处于主动去库存阶段	6
图 6: 美国 11 月时薪同比上行	6
图 7: 美国 12 月消费者信心继续上行	6
图 8: 欧元区制造业 PMI 好于预期	7
图 9: 德国制造业 PMI 好于预期	7
图 10: 欧元区 PPI 与前值持平	7
图 11: 欧元区零售销售环比下行	7
图 12: 英国制造业服务业 PMI 双双下滑	8
图 13: Fedwatch 预计 12 月大概率按兵不动	8
图 14: 美股周二暴跌，周三反弹	10
图 15: 金价周二跳涨，周三回落	10
图 16: 全球股指涨跌互现	11
图 17: 美债收益率曲线回归正常	11
图 18: 美国国债收益率涨跌不一	11
图 19: 欧元区公债收益率涨跌不一	12
图 20: 日本国债收益率上行	12
图 21: 工业品涨跌不一	12
图 22: 农产品大多上涨	12

表 1: 重点数据及事件	4
--------------------	---

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
2019/12/09	欧元区	12 月 Sentix 投资者信心指数
2019/12/09	日本	第三季度实际 GDP 年化季率修正值
2019/12/09	德国	10 月末季调贸易帐(亿欧元)
2019/12/10	英国	10 月制造业产出月率
2019/12/10	欧元区、德国	12 月 ZEW 经济景气指数
2019/12/11	美国	11 月季调后 CPI 月率
2019/12/12	美国	美联储 FOMC 公布利率决议及政策声明
2019/12/12	欧元区	欧洲央行公布利率决议
2019/12/12	欧元区	10 月工业产出月率
2019/12/12	美国	11 月 PPI 月率
2019/12/13	美国	11 月进口物价指数月率
2019/12/13	美国	11 月零售销售月率
2019/12/13	美国	10 月商业库存月率

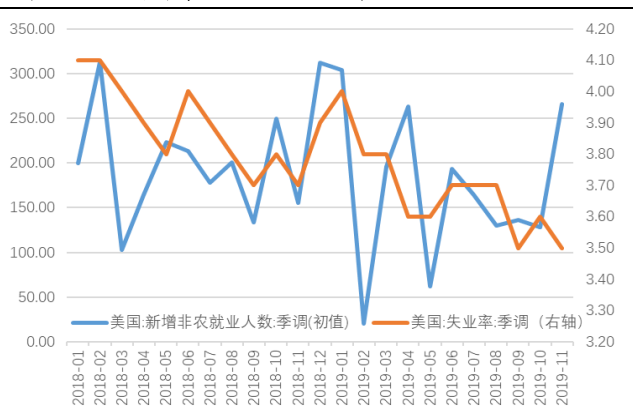
数据来源: 东北证券整理

2. 美国非农就业远超预期, 欧元区制造业 PMI 继续回升

2.1. 美国 11 月非农就业并未指向制造业强改善

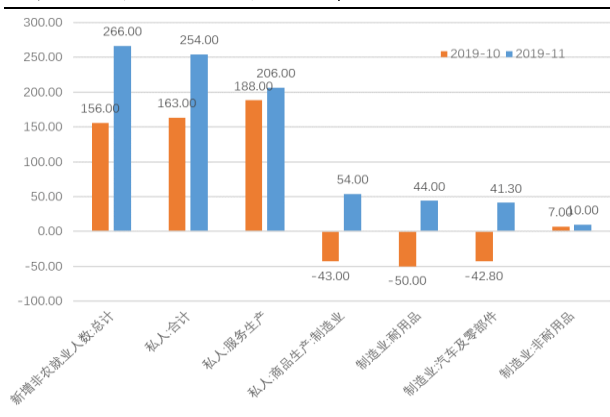
美国 11 月非农就业数据远超预期。新增非农就业人口 26.6 万人, 超出市场预期的 18 万人, 前值 15.6 万人。11 月失业率录得 3.5%, 同样好于预期 3.6%, 追平 1969 年以来的最低水平。细分数据表明, 私人服务生产新增就业人口 20.6 万, 贡献了 77% 的新增就业。制造业新增就业人口从上月的 -4.3 万上涨为 5.4 万, 其中耐用品制造业上涨 4.4 万, 非耐用品制造业就业亦出现小幅回升, 新增就业人数 1 万人, 前值 0.7 万。

图 1: 美国非农就业大超预期



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 制造业就业明显改善



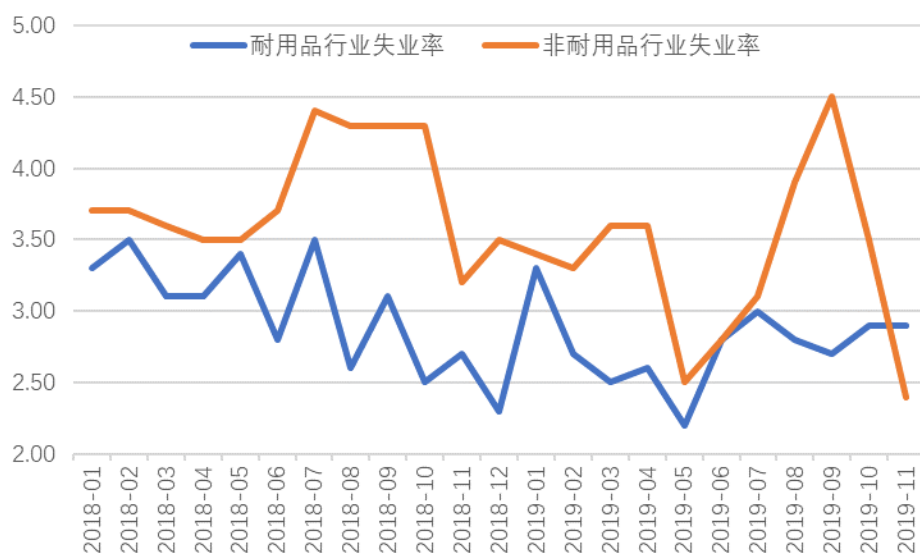
数据来源: 东北证券, Wind

美国 11 月就业数据十分亮眼，且新增非农回升的重要驱动力为制造业，反映出美联储三次降息对经济确有短期的提振作用，美国经济韧性仍存，出现衰退的可能性不大。但制造业就业的回升是否表明美国制造业再度企稳复苏？我们认为美国制造业整体仍处于下行趋势，11 月制造业就业虽好，但存在以下隐忧：

第一，制造业就业转好，很大一部分是由于通用汽车工人罢工后回到工作岗位造成的短期冲击。耐用品制造业中汽车及零部件制造业新增就业 4.13 万，将其剔除后耐用品制造业新增就业仅 0.27 万。

第二，我们具体分析制造业内部的就业情况，近两个月制造业失业率的降低主要是由非耐用品行业拉动，耐用品行业的失业率并未降低，反而在近两个月有所升高，明显高于上半年水平。非耐用品行业走向反映出居民消费能力仍然坚挺，消费是经济的滞后性指标，指向去年和今年前三季度美国经济运行良好。而耐用品行业更能指示制造业的未来趋势，其整体弱势的表现不支撑美国制造业强改善。

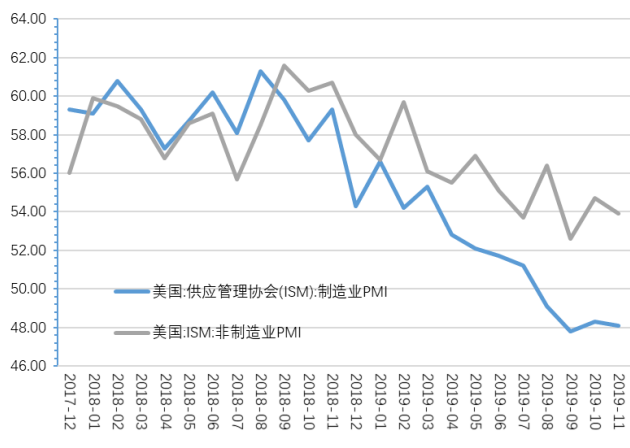
图 3：美国耐用品行业失业率并未明显改善



数据来源：东北证券，Wind

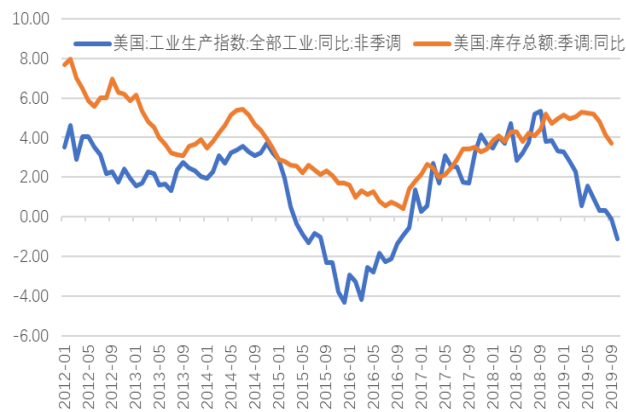
第三，我们结合 11 月美国 ISM 制造业 PMI 来看。11 月 ISM 制造业 PMI 录得 48.1，预期 49.2，前值 48.3，较预期出现大幅下滑，连续四个月低于临界值。分项数据显示，11 月除供应商交付外其他均处于收缩区间，其中 11 月美国制造业新订单指数环比下降 1.9 至 47.2；自有库存环比下滑 3.4 至 45.5；就业指数下降 1.1 至 46.6；新出口订单指数下降 2.5 至 47.9。美国 11 月 ISM 非制造业 PMI 也出现小幅下行，录得 53.9，预期 54.5，前值 54.7。分项来看，非制造业就业指数录得 55.5，好于前值 53.7，非制造业就业仍然强劲；新订单指数为 57.1，好于前值 55.6，而商业活动从上月的 57 下滑至 51.6，构成主要拖累。11 月制造业 PMI 再度下滑，表明美国制造业复苏并不强劲，而工业生产和库存的双双下行指向美国库存周期正处于主动去库存阶段。

图 4: 美国制造业、非制造业 PMI 均不及预期



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 美国正处于主动去库存阶段

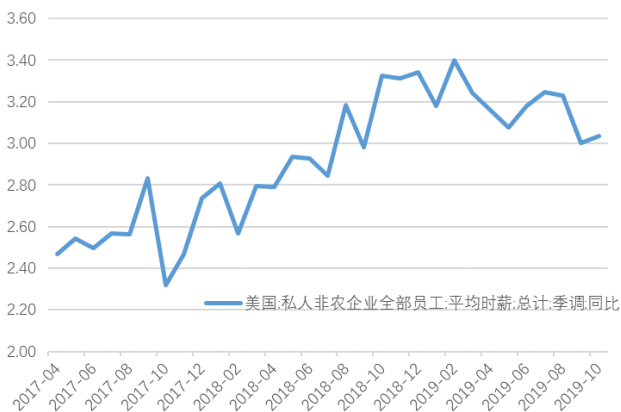


数据来源: 东北证券, Wind

以上几点因素表明, 虽然 11 月美国就业数据超出预期, 但并非指向制造业强改善, 美国经济短期存在韧性, 但明年仍为下行趋势。

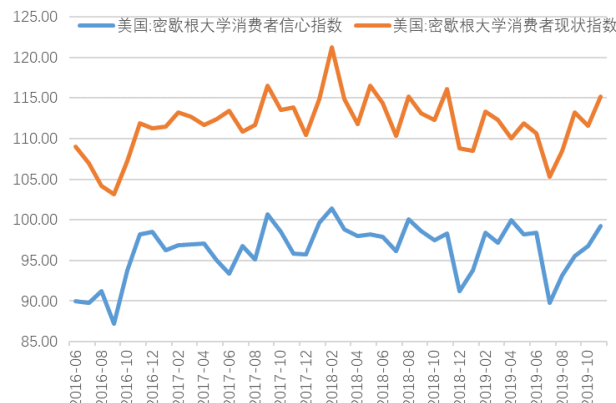
美国 12 月消费者信心指数继续回升。12 月密歇根大学消费者信心指数初值好于预期, 录得 99.2, 预期 97, 前值 96.8。强劲的就就业数据支持薪资增长, 同时近期中美谈判的进展也提振了消费者信心。

图 6: 美国 11 月时薪同比上行



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 美国 12 月消费者信心继续上行



数据来源: 东北证券, Wind

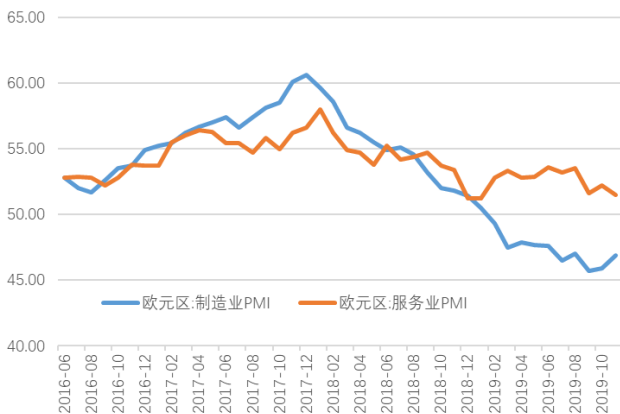
2.2. 欧元区制造业边际改善, 消费超预期下滑

欧元区制造业数据持续边际改善, 但仍低于荣枯线。欧元区 11 月制造业 PMI 录得 46.9, 稍好于预期的 46.6, 前值 45.9。德国 11 月制造业 PMI 录得 44.1, 稍好于预期的 43.8, 前值 43.8。10 月 PPI 月率也好于预期, 与前值持平, 录得 0.1%, 预期 0.0%。但德国 10 月工业产出则意外下跌为 -1.7%, 预期 0.1%, 前值 -0.6%, 显示德国经济的主要支柱产业持续疲软。

欧元区消费数据超预期下滑, 欧元区 10 月零售销售月率录得 -0.6%, 预期 -0.3%, 前

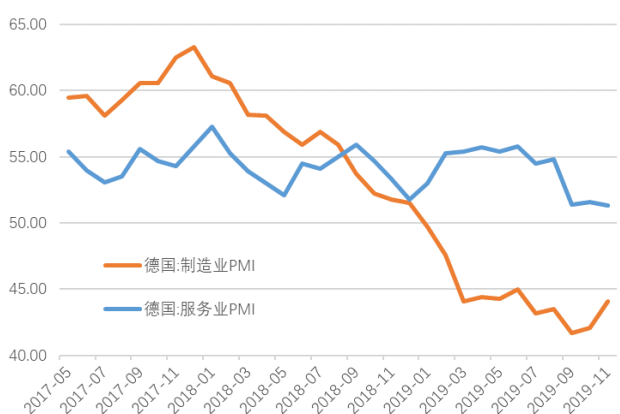
值-0.2%，连续两个月下行。欧元区经济正处于触底回升的初期，传导至消费仍有滞。

图 8: 欧元区制造业 PMI 好于预期



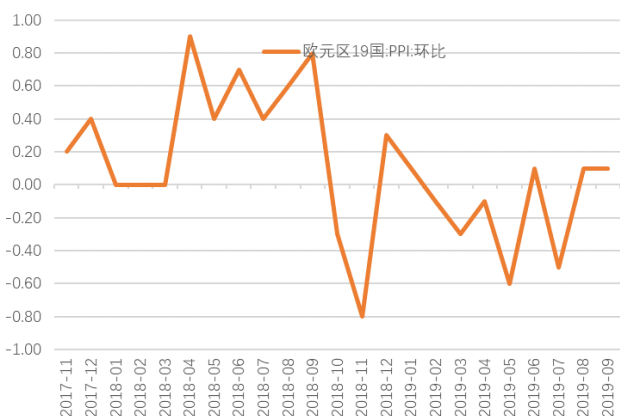
数据来源：东北证券，Wind

图 9: 德国制造业 PMI 好于预期



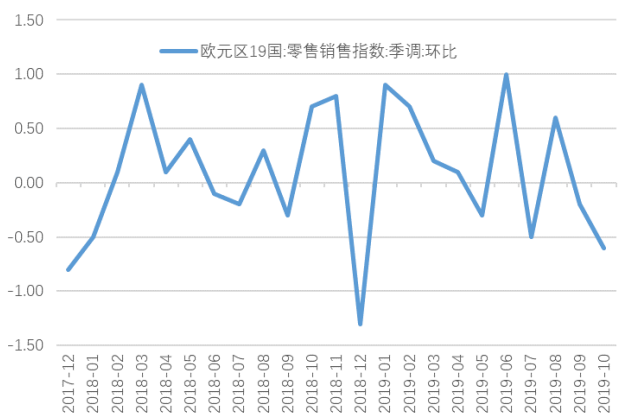
数据来源：东北证券，Wind

图 10: 欧元区 PPI 与前值持平



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 欧元区零售销售环比下行

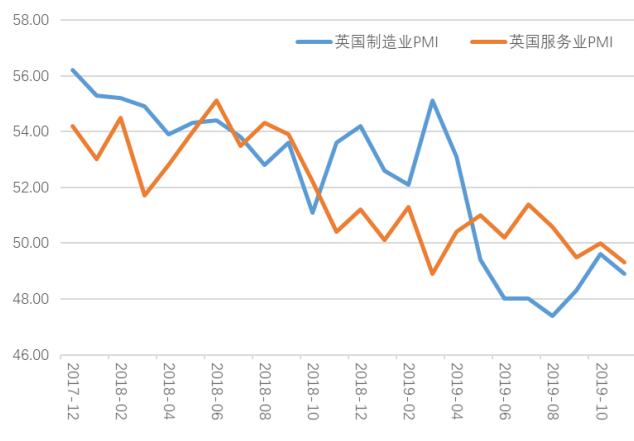


数据来源：东北证券，Wind

2.3. 英国制造业与服务业双双收缩

受“脱欧”延迟及即将举行大选的不确定影响，英国 11 月制造业与服务业 PMI 双双落入收缩区间。英国 11 月制造业 PMI 终值上修至 48.9，低于 10 月份的 49.6，为连续第 7 个月处于 50.0 的荣枯线下方。制造业 PMI 的分项数据显示，11 月的制造业产出、新订单、就业、企业库存和采购数量都出现下滑。其中，新订单为连续第 7 个月下滑；就业为连续第 8 个月下滑，其降幅为 2012 年 9 月以来最快。服务业 PMI 终值上修至 49.3，低于 10 月份的 50，重新跌落至 50 荣枯线之下。但目前来看英国无协议脱欧的概率不大，明年英国财政支出也将扩张，将为经济带来弱复苏动力。

图 12: 英国制造业服务业 PMI 双双下滑



数据来源: 东北证券, Wind

3. 预计美联储 12 月按兵不动, 关注通胀目标调整

在年内三次降息后, 美联储主席鲍威尔暗示 12 月或维持不变。鲍威尔在 11 月指出, 只要经济继续增长且通胀趋势降至 2%, 当前的政策“很可能会保持适当”。同时, 市场对美联储 12 月货币政策也持“按兵不动”的预期。FedWatch 显示, 对美联储 12 月将维持基准利率在 1.5% 至 1.75% 不变的预期达到 94.8%, 而对美联储将加息 25 个基点的预期达到 5.2%。

图 13: Fedwatch 预计 12 月大概率按兵不动



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_8546

