

2019年7月6日

宏观经济



非农有韧性，降息怎么看？

——兼评 2019 年 6 月非农数据

宏观简报

G20 谈判结果好于预期，6 月非农展现一定韧性。一方面，劳动力市场表现稳健，预示着美国私人消费仍有支撑。但另一方面，全球经济下行压力仍在，美国以外的经济体正经历 2012 年以来比较艰难的时期。在此背景下，美联储仍大概率在 7 月降息，但降息的幅度更有可能是 25 bps，而不是资本市场期望的 50 bps。非农数据公布后，市场对美联储降息预期的重新定价，但这样的调整持续性还有待观察。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

美国 6 月新增非农就业 22.4 万，较前值回升且大幅高于预期。失业率小幅上升至 3.7%，小时工资同比增长 3.1%。分行业看，制造业略有回暖，但批发和零售业依旧低迷。结合 5、6 两月的数据，月均新增就业 15 万，较一季度的均值仍然是下降的。

G20 谈判结果好于预期，6 月非农又展现一定韧性，怎么看？

一方面，**劳动力市场表现稳健，私人消费仍有支撑**。美国是一个消费驱动的经济体，GDP 中 70% 为消费。我们在年初报告《2019，美国经济靠什么？》中指出，今年美国经济是否有韧性就看消费，只要劳动力市场表现稳健，消费就不会太差，这也是我们年初对美国经济不悲观的主要原因。

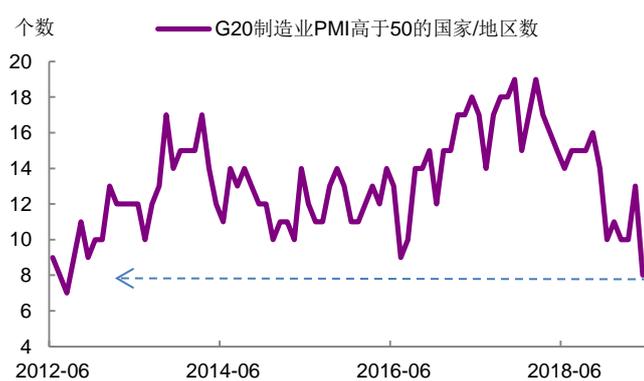
不过，5 月特朗普“掀桌”后就业出现放缓迹象，与贸易相关的部门（制造业、批发、零售）尤为明显，小时工资增速也较年初高点回落。我们之前曾担心更剧烈的贸易摩擦给美国经济带来额外下行压力，但随着 G20 后关税并未升级，这一担心略有减弱。

但另一方面，**全球经济下行压力仍在，美联储仍大概率在 7 月降息，但降息的幅度更有可能是 25 bps，而不是资本市场期望的 50 bps。**

在 G20 经济体中，6 月制造业 PMI 仍在 50 枯荣线以上的只剩下 8 个，这一数字是 2012 年欧债危机以来最低（图 1）。而统计范围更广的 JPM 全球制造业 PMI 已连续两个月低于枯荣线（图 2）。与此同时，大宗商品价格趋于疲弱，全球生产萎缩带来工业通缩的风险上升。可以说，对美国以外的国家而言，他们正在经历比较艰难的时刻。

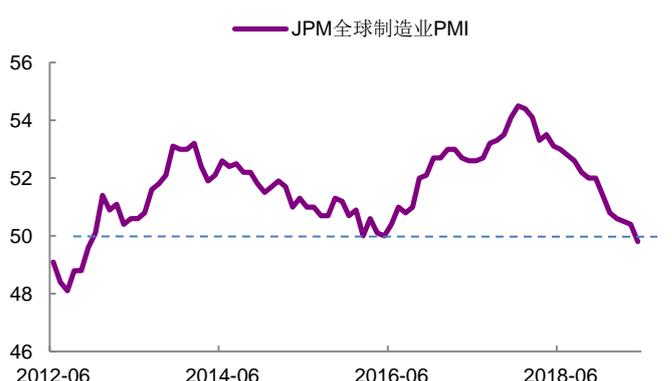
非农数据公布后美元、美债收益率跳升，黄金跳水，美股开盘后下跌。显然，这是市场对美联储降息预期的重新定价，但这样的调整持续性还有待观察，毕竟全球经济基本面仍然承压，可能反作用于美国。

图 1：G20 经济体制造业景气度下降



资料来源：Wind

图 2：JPM 全球制造业 PMI 连续两个月低于 50



资料来源：Wind

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_11628

