

总量研究

非农大幅低于预期，9月宣布 Taper 已无可能

——光大宏观周报 20210904

要点

本周聚焦：

美国 8 月非农数据显示，劳动力市场复苏乏力，德尔塔病毒持续扰动服务性行业就业，经济复苏前景面临挑战。疫情持续扰动就业市场复苏，休闲与酒店业就业趋弱，运输与仓储业、私人教育、制造业为此次新增就业最大拉动项。

劳动力供需错配情况仍然严峻，对通胀形成上行压力。8 月新增就业大幅低于预期，而劳动力需求持续走强，劳动力供给不足是现阶段核心矛盾。鲍威尔在 8 月杰克逊霍尔经济研讨会上强调“暂时性”通胀观点，若 9 月就业数据持续低于预期，通胀或有进一步上行压力。

经济复苏前景面临挑战，9 月宣布 Taper 已无可能。新增非农大幅低于预期将迫使美联储重新评估经济展望。劳动力市场快速修复，是支撑美国经济复苏的最大动能，但 8 月非农数据显示，就业市场仍受疫情影响，劳动力供需错配问题或持续较长一段时间。

多位美联储理事曾提出，若 8 月就业数据持续显示强劲增长，FOMC 就应在 9 月就宣布 Taper。现在看来，就业市场并没有延续高增长态势，对经济增长的支撑趋弱，FOMC 已经失去 9 月宣布 Taper 的砝码。

虽然 9 月宣布 Taper 窗口已关闭，美联储今年内宣布 Taper 仍为大概率事件。

我们预计 FOMC 将在 9 月议息会议上，上调通胀预期，并讨论经济前景是否符合 Taper 条件。维持美联储在今年 11 月议息会议上正式宣布 Taper 的判断，启动时间点将在今年 12 月。

疫情观察：

美国新增确诊人数持续上行。本周（8 月 28 日至 9 月 3 日）全球日均新增确诊 53.4 万例，日均新增确诊较上周有所下降。美国 7 日平均新增确诊 16.6 万例，日均新增确诊人数继续抬升；英国 7 日平均新增确诊约为 3.4 万例，新增确诊人数与上周持平；本周法国日均新增确诊 1.4 万例。

全球主要国家疫苗接种持续推进。截至 8 月 31 日，美国每百人新冠疫苗接种量为 110.1 剂，英国每百人新冠疫苗接种量为 133.4 剂，中国每百人新冠疫苗接种量为 143.2 剂，印度每百人新冠疫苗接种量为 46.3 剂。

全球央行：

欧洲央行高管发表鹰派言论，欧洲版 Taper 呼声骤起。欧洲央行管委会成员、奥地利央行行长霍尔兹曼表示，欧洲央行应当开始辩论如何逐步撤出抗疫刺激措施，专注于可持续实现 2%通胀目标的工具。

海外政策：

阿富汗战争结束，拜登称反恐战争继续；美国制定 75 亿美元基础设施计划以推广电动汽车的充电服务；日本首相菅义伟或将于月底辞职。

国内观察：

上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比上涨。中游：高炉开工率上升，水泥价格环比上升，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降。下游：商品房成交面积同比由正转负，猪价、菜价、水果价格环比下跌。流动性：货币市场利率下行，债券市场利率下行。

国内政策：

证监会就北京证券交易所有关基础制度安排向社会公开征求意见。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

相关研报

下游制造继续承压，宏观政策亟待发力 (20210827)

为什么共同富裕是中国式现代化的重要特征？ (20210826)

财政发力亟需提速 (20210822)

降息宜早不宜迟 (20210820)

Taper 进入倒计时，预期年末正式开始 (20210819)

为什么上半年制造业投资没有反弹？ (20210818)

经济压力超预期，基建亟待反弹 (20210816)

基建反弹在即，资产如何布局——光大总量之光会议纪要 (20210815)

财政收入提速，支出减速——2021 年 6 月财政数据点评 (20210721)

降准箭在弦上 —— 7 月 7 日国常会降准信号点评 (2021-07-08)

如何看待下半年利率走势？——20210704 光大宏观周报 (2021-07-04)

价格见顶回落，消费复苏加快——2021 年 6 月 PMI 数据点评 (2021-06-30)

出口分化：低技术拖累，高技术强劲——2021 年 5 月贸易数据点评 (2021-06-07)

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报 (2021-06-06)

目 录

一、 非农大幅低于预期，9月宣布 Taper 已无可能	4
1.1 休闲与酒店就业趋弱，疫情持续扰动就业市场恢复	4
1.2 新增非农不及预期，劳动力供需错配为主要矛盾	5
1.3 经济复苏前景面临挑战，9月宣布 Taper 已无可能	6
1.4 市场避险情绪小幅升温	7
二、 海外观察	7
2.1 海外疫情：全球疫情持续扩散，疫苗接种稳步推进	7
2.2 金融与流动性数据：美国债收益率小幅上行，英、法、德国债收益率小幅波动	7
2.3 全球市场：全球股市多数上涨，大宗商品表现不一	9
2.4 央行观察：欧洲央行高管发表鹰派言论，欧洲版 Taper 呼声骤起	10
2.5 海外政策：阿富汗战争结束，拜登称反恐战争继续；美国制定 75 亿美元基础设施计划以推广电动汽车的充电服务；日本首相菅义伟或将于月底辞职	10
三、 国内观察	12
3.5 国内政策：证监会就北京证券交易所有关基础制度安排向社会公开征求意见	16
四、 下周财经日历	17

图目录

图 1: 8月非农就业人数仍比2020年2月时水平低530万	5
图 2: 低基数效应减退, 8月美国时薪同比增速搞到4.3%	6
图 3: 美国当日新增确诊和死亡病例维持上行态势	6
图 4: 美国日新增确诊人数持续上行(7天移动平均)	7
图 5: 疫苗接种比例持续上升	7
图 6: 美国10年期国债收益率小幅上行	8
图 7: 英、法、德、日10年期国债收益率小幅上行	8
图 8: 美国10年期和2年期国债期限利差小幅上行	8
图 9: 美国投资级企业债利差持平	8
图 10: 美联储资产规模小幅上行(十亿美元)	9
图 11: 美、日、欧央行资产规模上升	9
图 12: 全球股市多数上涨	9
图 13: 大宗商品价格表现不一	9
图 14: 原油价格环比上涨	12
图 15: 动力煤、焦煤价格环比上涨, 环比增幅缩窄	12
图 16: 铜价环比下跌, 库存同比上涨	13
图 17: 铝价环比上涨, 库存同比下降	13
图 18: 高炉开工率环比上升	13
图 19: 水泥价格指数环比上升	13
图 20: 螺纹钢价格环比上涨, 库存同比下降	14
图 21: 钢坯库存同比上涨	14
图 22: 商品房成交面积同比由正转负	14
图 23: 土地供应面积同比跌幅缩窄	14
图 24: 猪价、菜价、水果价格环比下跌	15
图 25: 乘用车日均零售销量同比由正转负	15
图 26: 货币市场利率下行	15
图 27: 债券市场利率趋势分化	15

表目录

表 1: 美国经济热力图	11
表 2: 欧元区经济热力图	11
表 3: 英国经济热力图	11
表 4: 日本经济热力图	12
表 5: 下周全球经济数据热点	17

一、非农大幅低于预期，9月宣布 Taper 已无可能

事件：

美国 8 月新增非农就业人口 23.5 万人，前值 94.3 万人，市场预期 75 万人。失业率 5.2%，前值 5.4%，市场预期 5.2%。

劳动参与率 61.7%，与 7 月持平，市场预期 61.8%。就业人口率 58.5%，前值 58.4%。时薪环比增速 0.6%，同比增速 4.3%，同比预期 3.9%。

6 月和 7 月新增非农数据分别上修 2.4 万人和 11 万人至 96.2 万人和 105.3 万人。

自 2020 年 4 月以来，非农就业人数增加 1700 万，但仍比疫情前（2020 年 2 月）水平低 530 万人。

核心观点：

- 美国劳动力市场复苏初显乏力。德尔塔病毒持续扰动服务性行业就业，经济复苏前景面临挑战。
- 劳动力供需错配情况仍然严峻，对通胀形成上行压力。若 9 月就业数据持续低于预期则将证伪鲍威尔的“暂时性”通胀观点。
- 新增非农表现不及美联储预期，9 月宣布 Taper 窗口已经关闭。
- 我们预计 FOMC 将在 9 月议息会议中上调通胀预期并讨论经济前景是否符合 Taper 条件。我们依然维持美联储在今年 11 月议息会议上正式宣布 Taper 的判断，其启动时间点将在今年 12 月。

市场：8 月非农数据公布当日（9 月 3 日）10 年期美债收益率收盘上行 4BP；美元指数持平，避险资产黄金价格上涨 1.02%；标普 500 指数持平，纳指上涨 0.2%，道琼斯指数下跌 0.2%。

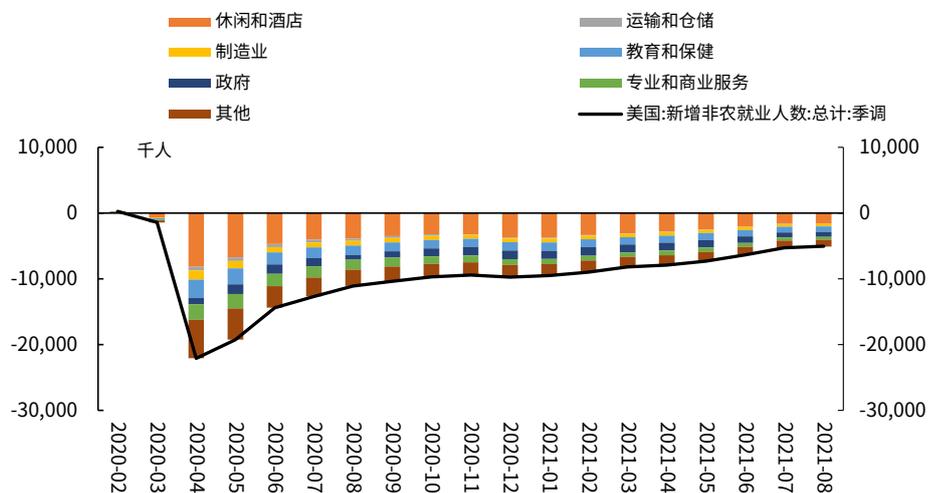
1.1 休闲与酒店就业趋弱，疫情持续扰动就业市场恢复

第一，德尔塔病毒持续扰动服务性行业就业修复。作为过去 6 个月新增非农的主要驱动力，8 月休闲与酒店业新增就业为零。现阶段，美国每日新增病例和死亡病例均显示上行态势，死亡/治愈比例达到 2 月以来新高。病毒感染风险降低人们返回服务性行业意愿。另外，疫情期间，因无法外出消费叠加加强财政政策对居民收入的补贴，美国居民的可支配收入虽有回落迹象，但依然高于疫情前水平，由此进一步降低居民重返劳动力市场的意愿。

第二，运输与仓储 8 月新增就业 5.3 万人，制造业新增 3.7 万人。8 月 ISM 制造业指数 59.9（预期 58.5）显示，制造业产品需求持续强劲，使得制造业企业用工需求大幅上行，职位空缺维持高位。美国供应链持续修复带动运输、仓储和制造业就业迅速修复。

第三，私人教育新增就业 4 万人，政府教育就业减少 2.1 万人。8 月是传统返校季的开始，学生陆续返回学校，增加私立教育对教师的需求。但大流行病影响了传统公立学校对教师的雇佣时间，故政府教育就业人数波动较大。

图 1：8 月非农就业人数仍比 2020 年 2 月时水平低 530 万



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止至 2020 年 8 月。

1.2 新增非农不及预期，劳动力供需错配为主要矛盾

一方面，劳动力供给上升缓慢。劳动参与率代表了已就业或正在积极寻找工作的适龄成年人比例，这一比例在大流行病爆发之后急剧下滑，截至 8 月份为 61.7%，远低于疫情前（2020 年 2 月）的 63.1%。

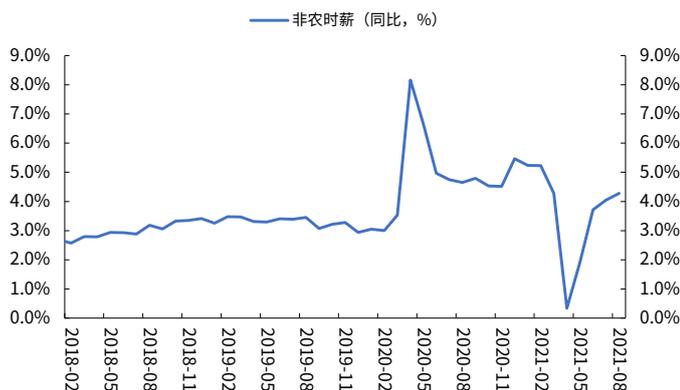
另一方面，劳动力供需矛盾凸显，需求走强，供给不足。一则，2021 年 6 月的职位空缺率飙升至 6%，远高于疫情前 4.4%；8 月 ISM 制造业数据显示，制造业企业对劳动力需求异常旺盛，但面临了劳动力供给不足问题。

二则，因对疫情和健康的顾虑，很多劳动者选择提前退休，永久降低了劳动供给。

三则，非农就业数据显示，8 月雇员平均时薪增加 17 美分至 30.73 美元/小时，连续 5 个月上涨，显示劳动力供不应求而推升雇佣成本。在劳动力供给恢复缓慢且需求持续旺盛的情况下，预计工资将在下半年加快提升，对通胀形成上行压力。

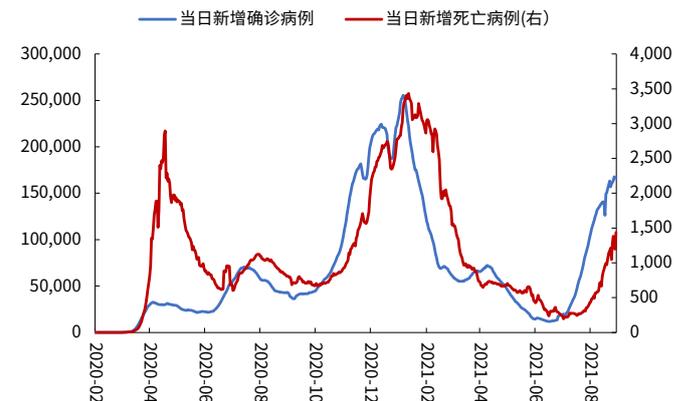
鲍威尔在 8 月杰克逊霍尔经济研讨会上强调“暂时性”通胀观点，若就业数据持续低于预期，则将证伪“暂时性”通胀观点。鲍威尔表示，疫情以来，持续的高通胀主要由个别项目物价飙升导致，为“暂时性”通胀；在供应链紧缩问题得到解决后，通胀会随之下行。然而，劳动力复苏疲弱并不是简单的供应链问题，在疫情持续肆虐、死亡率进一步攀升的背景下，制造和服务性行业成本抬升或将持续较长一段时间，“暂时性”通胀或将变成中长期通胀。

图 2：低基数效应减退，8 月美国时薪同比增速搞到 4.3%



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止至 2021 年 8 月。

图 3：美国当日新增确诊和死亡病例维持上行态势



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止至 2021 年 9 月 2 日。

1.3 经济复苏前景面临挑战，9 月宣布 Taper 已无可能

第一，新增非农大幅低于预期将迫使美联储重新评估经济展望。劳动力市场快速修复是支撑美国经济复苏的最大动能，但 8 月非农数据显示，就业市场复苏面临挑战，劳动力供需错配问题或持续较长一段时间，美国经济复苏前景面临挑战。

第二，多位美联储理事曾提出，若 8 月就业数据持续显示强劲的增长，那么 FOMC 应该在 9 月就宣布 Taper 并在 6 个月之内完成资产购买缩减全过程。现在看来，就业市场并没有延续高增长态势，对经济增长的支撑趋弱，FOMC 已经失去 9 月宣布 Taper 的砝码。

第三，虽然 9 月宣布 Taper 窗口已关闭，美联储今年内宣布 Taper 仍为大概率事件。通胀水平已经达到美联储“实质性进展”，8 月新增非农虽大幅低于预期，但仍在扩张区间。我们认为，美联储将持续关注 9 月非农数据来进一步决定是否延期启动 Taper。现阶段，市场已经交易年内开启 Taper 的预期，5 年/5 年利率掉期已接近美联储长期终端利率 2.5%。

Taper 与美债收益率关联性趋弱，美债收益率将主要由经济基本面和期限溢价决定。如我们在 2021 年 9 月 2 日发布的《美债交易逻辑已悄然变化——美联储观察系列二》中提到在这一轮有关 Taper 的讨论中，美联储与市场保持了透明和清晰的沟通，较好的引导市场对政策走向的预期。Taper 预期已经 priced in，美债收益率与 Taper 之间的关系趋弱。向前看，经济基本面和期限溢价将主导美债收益率走势。

综上，我们预计 FOMC 将在 9 月议息会议上上调通胀预期并讨论经济前景是否符合 Taper 条件。我们依然维持美联储在今年 11 月议息会议上正式宣布 Taper 的判断，其启动时间点将在今年 12 月。

1.4 市场避险情绪小幅升温

8 月非农数据表明，美国就业市场复苏面临挑战，经济复苏步伐放缓，市场信心回调。8 月非农数据公布当日（9 月 3 日），美国 10 年期国债收益率上行 4 个 bp，美元指数持平，避险资产黄金价格上涨 1.02%，美国道琼斯指数下跌 0.2%，纳斯达克指数上涨 0.2%，标普 500 下跌 0.03%。

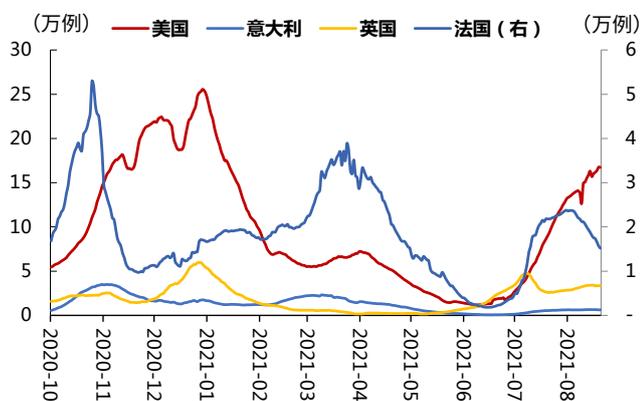
二、海外观察

2.1 海外疫情：全球疫情持续扩散，疫苗接种稳步推进

美国新增确诊人数持续上行。本周（8 月 28 日至 9 月 3 日）全球日均新增确诊 53.4 万例，日均新增确诊较上周有所下降。其中，美国 7 日平均新增确诊 16.6 万例，日均新增确诊人数继续抬升；英国 7 日平均新增确诊约为 3.4 万例，新增确诊人数与上周持平；本周法国日均新增确诊 1.4 万例，日均新增确诊人数下行。

全球主要国家疫苗接种持续推进。截至 8 月 31 日，美国每百人新冠疫苗接种量为 110.1 剂，英国每百人新冠疫苗接种量为 133.4 剂，中国每百人新冠疫苗接种量为 143.2 剂，印度每百人新冠疫苗接种量为 46.3 剂。

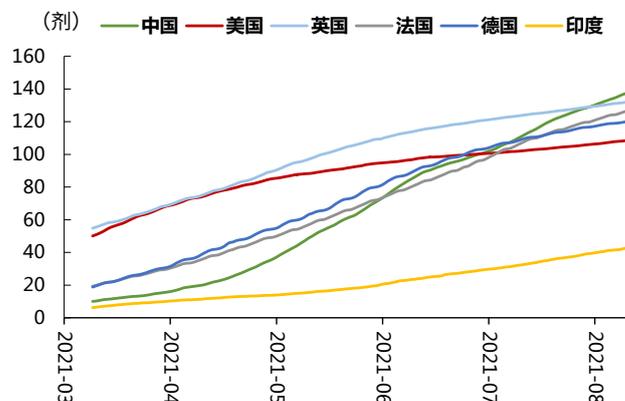
图 4：美国日新增确诊人数持续上行（7 天移动平均）



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为 7 日移动平均新增确诊，数据截至 2021 年 9 月 3 日

图 5：疫苗接种比例持续上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为每百人新冠疫苗接种量，数据截至 2021 年 8 月 31 日

2.2 金融与流动性数据：美国债收益率小幅上行，英、法、德国债收益率小幅波动

美国 10 年期国债收益率小幅上行，主要受实际收益率上行影响。本周最后一个工作日，美国 10 年期国债收益率 1.33%，较上周小幅上行 2BP，其中通胀预期较上周下行 5BP，实际收益率较上周上行 7BP。英国 10 年期国债上行 2BP 至 0.69%（截至 9 月 1 日），法国 10 年期国债收益率上行 5BP 至 -0.02%，德国 10 年期国债上行 5BP 至 -0.4%（截至 9 月 2 日）。

图 6：美国 10 年期国债收益率小幅上行



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 9 月 3 日）

图 7：英、法、德、日 10 年期国债收益率小幅上行



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 9 月 3 日）

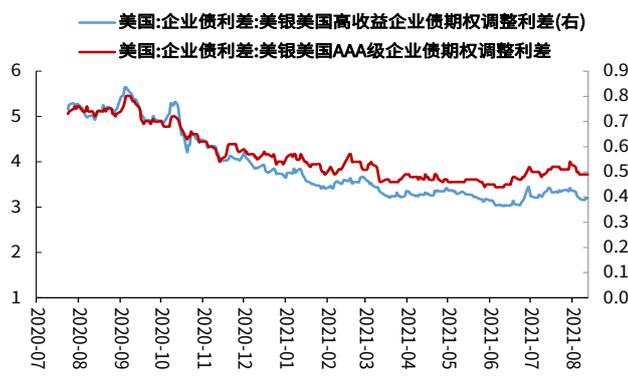
美国 10 年期和 2 年期国债利率期限利差小幅上行。本周美国 10 年期和 2 年期国债期限利差为 1.12%，较上周上行 3BP。美国 AAA 级企业期权调整利差与上周持平，为 0.49%，美国高收益债期权调整利差较上周上行 2BP 至 3.19%。

图 8：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差小幅上行



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 9 月 3 日）

图 9：美国投资级企业债利差持平



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 9 月 3 日）

美 联 邦 开 行 资 产 担 保 右 上 升 美 联 储 资 产 担 保 (0 日 1 口) 较 8 月 25 日

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_26003

