

美国市场可能仍是政策主导

——非农数据点评和高频数据观察（20200810）

宏观数据预测

2020年08月10日

报告摘要：

● 非农超预期难改政策主导市场。

非农超预期改善，难以掩盖放缓趋势。薪酬保护计划和中小企业贷款便利对7月的数据改善仍有推动作用。不过，7月中下旬高频数据失业金人数有所反弹，经济活动指数回升停滞，表明美国复苏仍有很长道路要走。非农数据公布后，金融市场表现与基本面不符，主要是受美国两党谈判存在较大分歧的新闻影响。从铜金比值与10年期国债利率走势来看，美国市场仍明显受货币政策和财政政策干扰。

● 非农政府雇员折现两党在大选前的小算盘。

根据美国劳工局解释，7月政府雇员超季节性上升，主要受两大因素影响：（1）公共教育系统的雇员在疫情影响下出现超季节性上升；（2）统计局吸收大量临时工。民主党坚持为州政府提供支持，避免公共系统出现大量裁员；共和党与白宫难以妥协，可能与财政压力较大的州多数被民主党控制有关。另一个巨大分歧为失业金如何调整。特朗普深知失业率对其连任的重要性，坚持失业金必须与工资挂钩，避免出现失业金高于工资的情形再次出现。随着大选进入冲刺阶段，两党逐渐将财政政策政治化，凸显两党分裂局面。

● 国内经济：房销和土地市场有所背离；工业生产有所上升；重要原材料价格有所修复。

8月以来，商品房销售增速小幅上升，一线构成主要拉动；土地成交增速和住宅用地溢价率均有所下降。工业生产高频数据方面：高炉开工率有所上升；螺纹钢表观消费量继续上升，螺纹钢可能进入去库阶段。重要原材料价格有所修复，本周水泥、铁矿石和螺纹钢等建筑系价格明显回暖，美元进入震荡调整，原油价格涨幅扩大，铜价基本与上周末持平。

风险提示：疫情发展超预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

一、非农超预期难改政策主导市场

非农超预期难掩趋势进一步放缓。美国7月非农就业人数增加176.3万人，好于市场预期的160万人。当月失业率为10.2%，也好于市场预期的10.5%。除了失业率下降放缓以外，劳动参与率首次出现下滑，表明劳动人口可能会因为失业持续过长而选择退出就业市场，或是企业因对未来较悲观而彻底与前雇员切割（表1）。市场反应与基本面改善有所背离：风险资产并未拉升，美元走强导致黄金被抛售，代表基本面的铜价也是最终大幅收跌（图1）。在数据公布的同时，新闻爆出两党谈判存在较大分歧。特朗普准备使用总行政令推动自己的失业金方案，民主党控制的国会众议院拥有终止权，双方矛盾可能进一步激化。美国金融市场仍未摆脱政策主导。

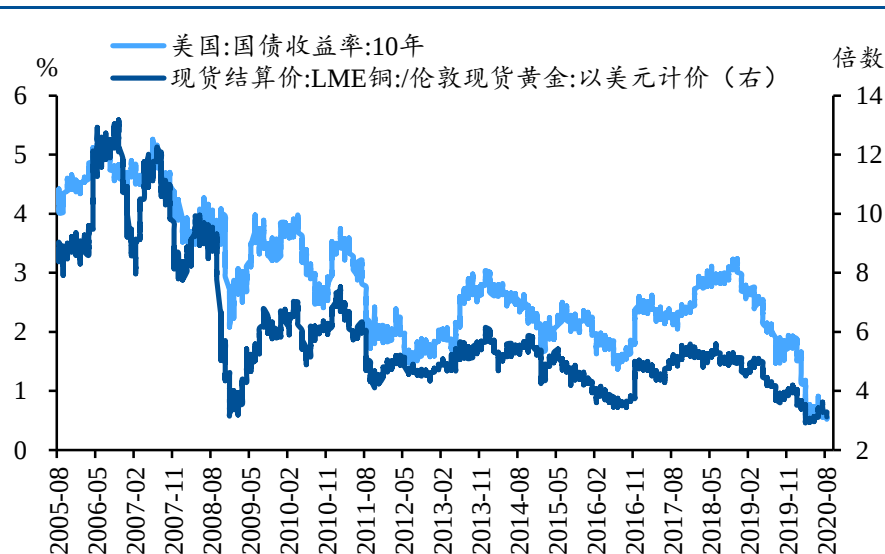
表1：非农数据改善显著放缓，劳动参与率下降

	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07
总人口（万人）	25953.6	25982.9	25993.5	26024.2	26005.2	26037.5
劳动力人口（万人）	16454.6	16291.3	15648.1	15822.7	15993.2	15987.0
劳动参与率（%）	63.4	62.7	60.2	60.8	61.5	61.4
就业人数（万人）	15878.7	15574.5	13347.8	13718.3	14218.0	14356.3
就业率（%，/劳动力人口）	96.5	95.6	85.3	86.7	88.9	89.8
就业率（%，/总人口）	61.1	60.0	51.3	52.8	54.6	55.1
非全日制，经济原因（万人）	431.8	576.5	1088.7	1063.3	906.2	844.3
非全日制，非经济原因（万人）	2217.5	2060.1	1235.5	1439.4	1713.7	1779.2
失业人数（万人）	575.9	716.8	2300.3	2104.4	1775.2	1630.7
暂时性失业（万人）	80.1	184.8	1806.3	1534.3	1056.5	922.5
永久性失业（万人）	127.9	145.6	200.0	229.5	288.3	287.7
失业率（%）	3.5	4.4	14.7	13.3	11.1	10.2
调整失业率（%）	-	5.4	19.7	16.3	12.1	11.2
具有工作意愿人口（万人）	496.2	550.9	991.6	896.2	819.5	773.2
新增非农就业人数（万人）	25.1	-137.3	-2078.7	272.5	479.1	176.3

资料来源：美国劳工局，Wind，民生证券研究院

注：调整失业率=失业率+分类误差

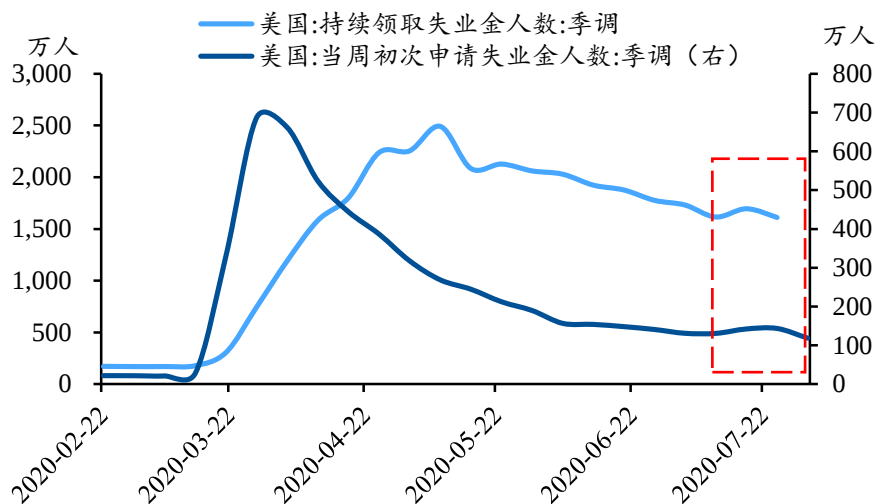
图1：铜金比值紧跟名义利率下降，美联储仍是主导市场的绝对力量之一



资料来源：Wind，民生证券研究院

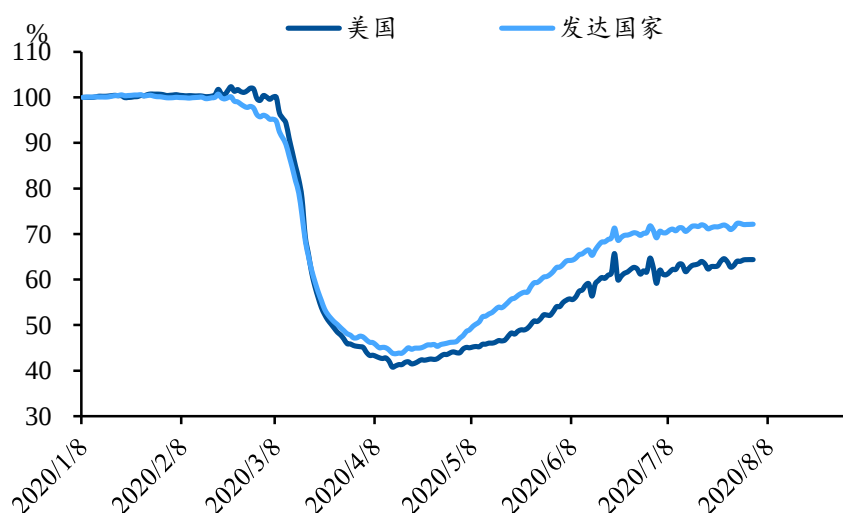
多项指标指向美国经济复苏最快阶段可能已经过去。美国 7 月非农的主要贡献来自于服务业新增就业人数较高 (+142 万人)，但是增幅较上月显著收窄。收窄的迹象同样出现在各色人群和各个年龄段。更加高频的失业金数据显示下降趋势在 7 月中下旬出现中断，可能会体现在 8 月的非农数据上（图 2）。彭博日常经济活动指标显示，截至 8 月 3 日，美国经济活动仅为 1 月初的 64.4%（图 3）。6 月中下旬开始的放缓趋势加大美国经济前景的不确定性：惠誉将美国下调至“负面”；高盛下调美国 GDP 预测值至 -4.6%；亚特兰大联储 GDPNow 上调三季度 GDP 年化环比 0.7 个百分点至 20.3%。

图 2：7 月中下旬，失业金数据的下滑趋势被中断



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：彭博数据显示，美国经济活动复苏有所停滞，仍大幅低于 1 月水平

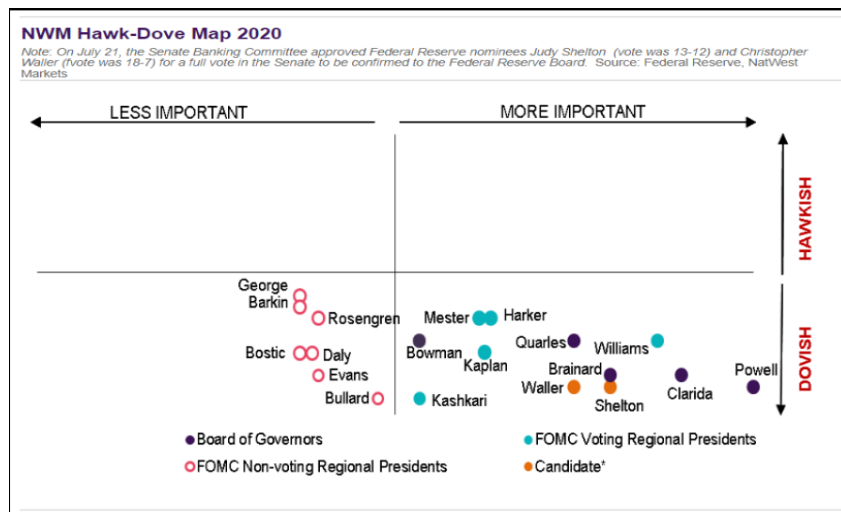


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

非农引发后续政策猜想。自从 5 月非农大超预期后，美联储让外界感觉其并非数据依赖，反复强调失业率处于历史高位和中期通缩压力较大，几乎忽视一切超预期经济数据（6 月 CPI 同比大幅回升），尽显鸽派姿态（图 4）。美 10 年期和 30 年期国债仍在历史低位徘徊。

徊，必然是受收益率曲线的预期影响。大部分市场参与者相信美联储能将实际利率压得更低。此外，美联储的“悲观”是民主党提出 3 万亿美元财政计划的论据之一。不过，白宫和共和党对失业率却有不一样的看法：大量的纾困资金阻碍美国人重返就业市场。尽管大选期间难有重大财政突破，两党仍需妥协为近 2000 万失业大军提供资助。**值得注意的是，没有薪酬保护计划和财政贷款便利（含有招聘要求），失业人数难以快速下降。**因而，美联储支持将中小企业纳入贷款便利，进一步推动失业率下降。

图 4：以鲍威尔为代表的美联储被鸽派声音完全占据



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

二、两党在大选前各有小算盘

政府雇员大增，但仍存隐患。7月美国政府雇员超季节性增加30.1万人，但仍低于2月水平近1.1百万人。政府雇员大增主要受两个因素影响：(1)今年公共教育系统的雇员下降早于往年，因而在接近秋季开学时大量雇员回流(+24.5万人)；(2)5年一次的统计调查吸收了大量临时员工(+2.7万人)。民主党坚持要为州政府提供支持，强调濒临破产的州政府可能不得不在教育、医疗和安保的支出上大幅缩减，未来或有数百万联邦雇员失业。相对的，共和党与白宫认为部分州政府需要对财政管理不善负责，参议院甚至支持州政府可以破产重建。**地方政府财政进一步揭示了美国两党的极端对立：多数财政赤字严重的地方（加州和纽约州存在巨亏的风险）均是受民主党控制，依赖财政支出。**为了安抚保守选民和打击民主党，特朗普不大情愿在州政府资助上让步。这也是两党分歧的两大核心之一（表2）。

表2：两党的分歧也是大选口号的分歧，财政计划进一步被政治化

	CARES (民主党)	HEROES (民主党)	HEALS (共和党)
经济刺激总额	2.2万亿美元	3万亿美元	一万亿美元
政府一次性现金支票	收入低于7.5万美元的个人最多获得1200美元，收入低于12.5万美元的已婚夫妇最多可获得2400美元。数额随收入增加而减少。	延续CARES ACT	延续CARES ACT
政府一次性现金支票（向家属）	16岁及以下的家属每位可获得500美元	每位家属均可获得1200美元	每位家属均可获得500美元，无年龄限制
失业救济金	在州福利基础上，每人每周额外600美元	延续CARES ACT	每人每周200美元为起点，最高500美元，约等于之前收入的70%。
失业救济金有效期	已于2020年7月31日失效	大部分员工的失业救济金于2021年1月失效，小部分于同年3月失效。	2020年12月31日
薪资保护计划	为小型企业分配了总计6,590亿美元的免还款，贷款额的75%必须用于薪资。还款1300亿美元，但将于8月8日到期。	扩大资格，取消原本75%的要求，并将申请期限延长到12月31日。	再注资1,900亿美元，扩大资格并允许企业申请第二笔贷款，取消了75%的薪资要求，并扩大了批准用于薪资的资金用途。
员工税收抵免	最高10,000美元的工资中有50%可享受税收抵免。	将税收抵免提高至工资总额15,000美元的80%。	将税收抵免提高至工资总额30,000美元的65%。
返岗奖金	未涉及	未涉及	对于找到新工作或被重新雇用的失业工人，每周可能会有高达450美元的复工奖金。
租客驱逐保护	禁止在7月25日之前收取滞纳金，并禁止在8月24日之前驱逐由联邦抵押贷款计划支持或获得联邦资金的物业。	扩展至几乎涵盖美国的所有租赁物业，将驱逐暂停时间再延长12个月，为租客计划拨款2000亿美元，为租赁援助再分配1000亿美元。	未涉及
学校重启	未涉及	12年级及以下：580亿美元 高等教育：420亿美元	向12年级及以下开道的面对面课程提供700亿美元，为高等教育提供290亿美元，为印度教育提供10亿美元，由州政府自行决定提供50亿美元。
新冠病毒疾病的责任保护	未涉及	未涉及	5年责任盾，可防止学校、企业、医院因冠状病毒相关问题被起诉。
新冠病毒检测	未涉及	未涉及	160亿美元
州和地方冠状病毒救助基金	1500亿美元，将于2020年12月30日到期	共8750亿美元 5000亿提供各州，3750亿给地方政府	未涉及

资料来源：美国国会官方网站，纽约时报，彭博新闻，民生证券研究院

失业率环比变化对特朗普很重要。国会两党在失业金上的另一大分歧是如何支付失业金。民主党的方法较为直接，继续付钱给失业家庭，并抨击共和党的提案缺乏技术支持。共和党提议将失业金与工资挂钩，失业金约可以替代70%的工资（表2）。此方案可以避免失业金高于工资，激励美国人民重新就业。**历史上，没有总统可以在失业率处于两位数时获得连任。**非农数据公布后，特朗普发推强调失业率超预期下降，预计经济将迎来迅速恢复。白宫首席经济顾问库德罗在接受彭博新闻采访时表示，失业率将在年底前降至个位数（特朗普摆脱魔咒）和学校必须让学生回教室上学。其中，校园重新开放对失业率继续下降颇为关键。不少家长因子女在家而无法重返岗位。**但是，特朗普无法承认是因疫情防控不利导致学校无法开放，甚至表示“儿童对新冠病毒具有免疫力”。**如果没有绝对安全措施和疫苗上市，即便学校松口允许面对面教学，家长也难以放心将子女送回教室。

三、国内经济

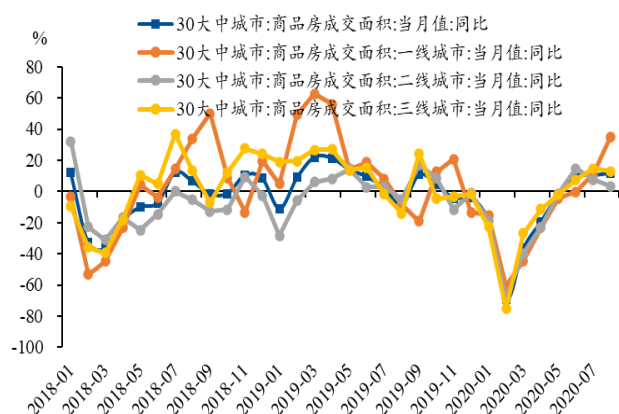
表 3：重点数据追踪（8 月 9 日更新）

指标	8 月以来	7 月	6 月	5 月	12 月
下游					
商品房销售(同比：%)	11.5	10.4	9.4	-4.1	-3.7
土地成交(同比：%)	18.9	38.8	49.3	-1.7	18.0
住宅用地成交溢价率(%)	17.9	20.1	21.0	18.1	8.6
汽车销售(同比：%)	-	6.0	-8.0	1.8	-3.1
中游					
发电耗煤(同比：%)	-	-5.9	1.1	7.1	5.8
高炉开工率(%)	70.8	70.1	70.4	68.3	66.0
水泥价格涨幅(%)	-0.3	-5.6	-1.3	0.9	4.3
螺纹钢价格涨幅(%)	1.5	-0.5	2.2	3.3	-1.5
上游					
原油价格涨幅(%)	3.6	8.2	37.6	56.2	6.4
铁矿石价格涨幅(%)	8.1	5.3	12.8	13.4	6.2
铜价涨幅(%)	1.8	10.7	9.7	3.7	3.5
价格					
蔬菜价格涨幅(%)	0.0	3.3	13.5	-9.3	16.6
猪肉价格涨幅 (%)	0.3	6.5	17.4	-11.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院

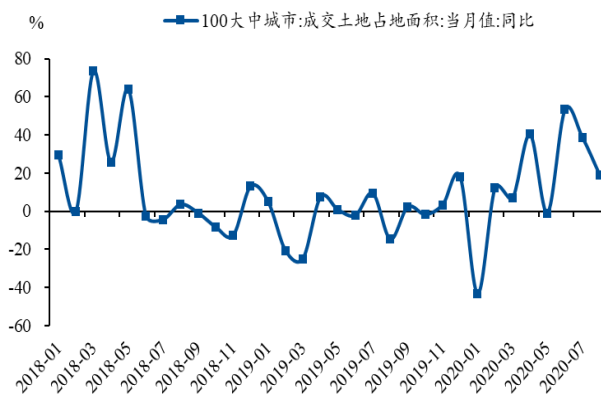
下游：8 月以来，土地市场与房销略有背离，汽车消费逐步改善。8 月以来，30 城商品房成交面积同比 11.5%，较 7 月（10.4%）小幅回升（图 5）。其中一线（34.9%）较 7 月（11.1%）大幅上升，构成主要拉动；二线（3.5%）和三线（13.0%）较 7 月（分别为 7.6%和 14.6%）有所回落。8 月以来，100 城成交土地占地面积同 18.9%，同比涨幅较 7 月（38.8%）显著收窄：各线城市均有所回落，二线城市出现负增长（图 6）；100 城住宅用地成交溢价率平均值为 17.9%，较 7 月（20.1%）略有回落，仍高于去年同期水平。据乘联会，由于部分厂家本周休高温假，数据汇总较慢，增幅很难做准确判断，目前预估 7 月 1-31 日的主要厂商零售同比增长 6%，环比下降 6%。7 月初的消费环境相对变化较大，本月是高考季以及雨水偏多，车市走势不强。随着北京疫情的缓解，消费信心稳定，车市外部环境持续向好，汽车消费信心逐渐改善。因去年同期市场基数较低，今年的 7 月零售走势较强，因此 7 月零售恢复同比增长。

图 5：商品房销售增速小幅上升，一线为主要推动力



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：土地成交同比显著回落，溢价率高于去年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

中游：8月工业生产开局不俗，高炉开工率加速回升，螺纹钢库出现下降迹象。8月以来，高炉开工率仍在70-71%区间震荡运行，本周（70.9%）较上周（70.3%）进一步回升，高于去年同期水平（图4）。8月螺纹钢表观消费继续上升。螺纹钢库存（含上海全部仓库）小幅下降，为6月中旬以来第一次下降。截至8月7日库存量为859万吨，较上周下降1.4万吨。8月以来，螺纹钢均价较7月上涨1.5%；水泥均价跌幅大幅收窄，环比下跌0.5%。雨季结束后，基建和房地产新开工活动预计迎来一波赶工潮。

图 7：高炉开工率有所回升

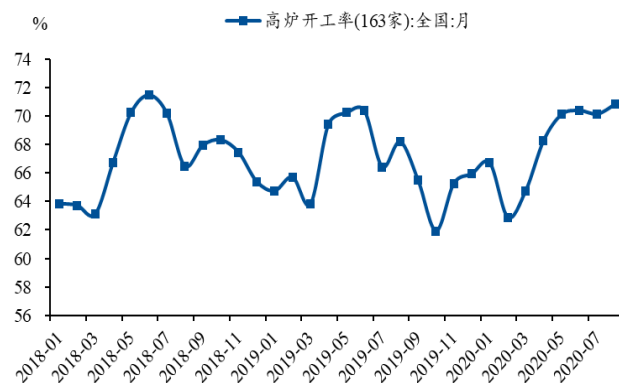
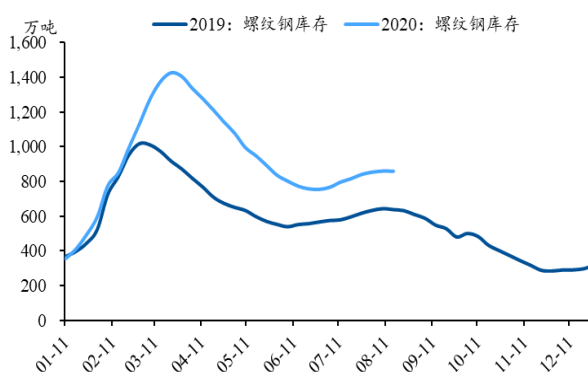


图 8：螺纹钢可能进入去库存



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_3370

