宏观研究

# 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型上升；（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；共和党和白宫难以妥协，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。特朗普准备使用总统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。**

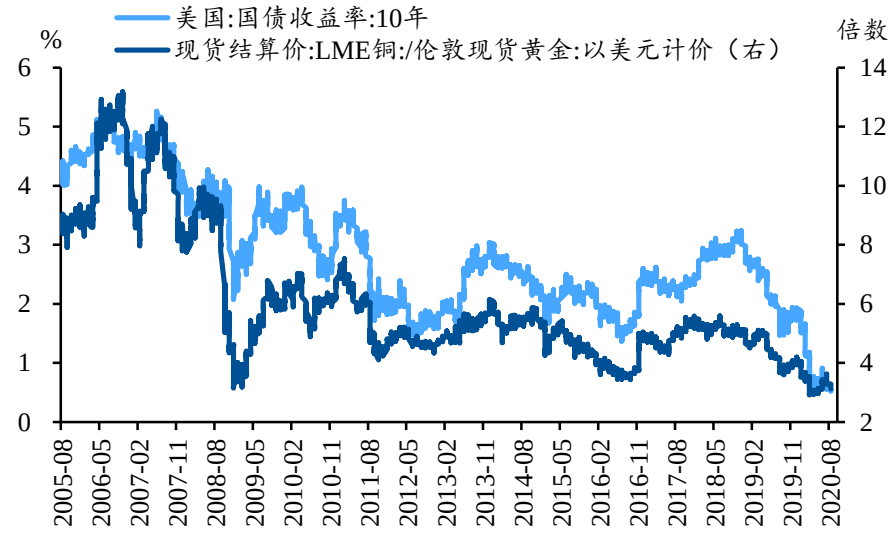
**表 1：非农数据改善显著放缓，劳动参与率下降**

| | 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

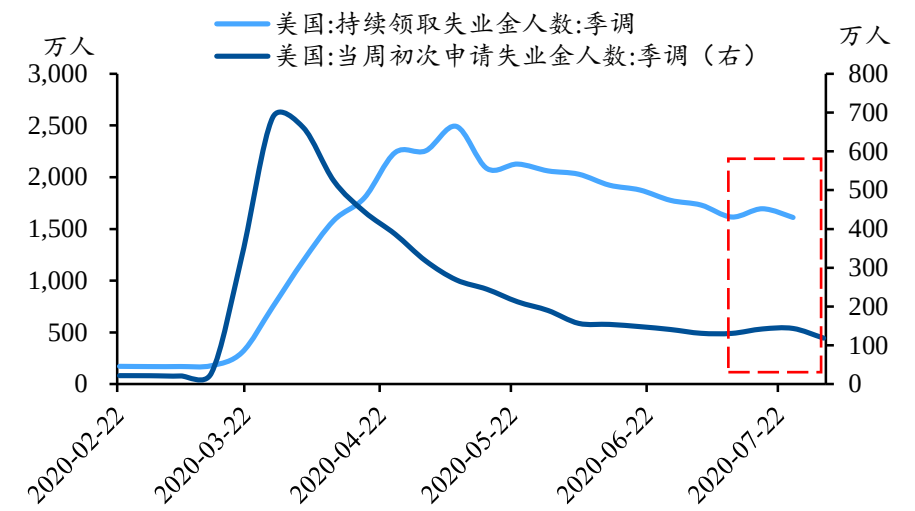
**图 1：铜金比值紧跟名义利率下降，美联储仍是主导市场的绝对力量之一**




资料来源： Wind，民生证券研究院

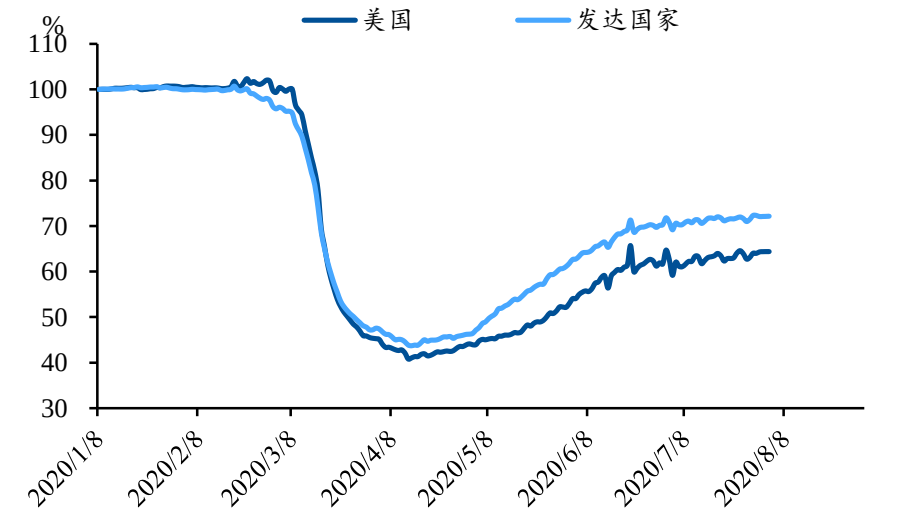
**多项指标指向美国经济复苏最快阶段可能已经过去。**美国 7 月非农的主要贡献来自于服务业新增就业人数较高（+142 万人），但是增幅较上月显著收窄。收窄的迹象同样出现在各色人群和各个年龄段。更加高频的失业金数据显示下降趋势在 7 月中下旬出现中断，可能会体现在 8 月的非农数据上（图 2）。彭博日常经济活动指标显示，截至 8 月 3 日，美国经济活动仅为 1 月初的 64.4%（图 3）。6 月中下旬开始的放缓趋势加大美国经济前景的不确定性：惠誉将美国下调至“负面”；高盛下调美国 GDP 预测值至-4.6%；亚特兰大联储 GDPNow 上调三季度 GDP 年化环比 0.7 个百分点至 20.3%。

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

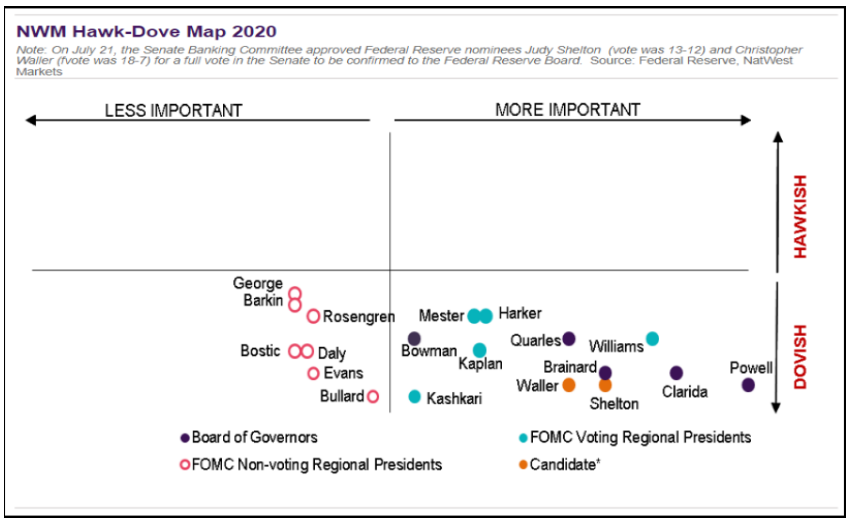



资料来源： Bloomberg，民生证券研究院

**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，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，共和党和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（部分失效） | 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6,590亿美元的免还贷款，贷款额的75%必须用于薪资。还余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，并扩大了批准用于偿贷的资金用途。 |
| 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%。 | 将税收抵免额提高至工资总额30,000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，为住房计划拨款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<br>高等教育：420亿美元 | 向12年级及以下开通的面对面课程提供700亿美元，为高等教育提供290亿美元，为印度教育局提供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<br>5000亿提供给各州，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

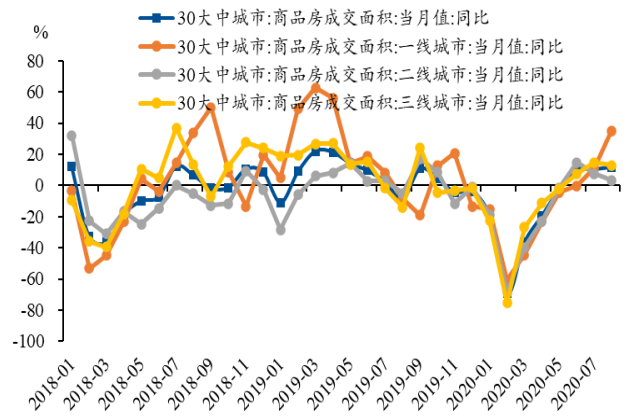
表 3：重点数据追踪（8 月 9 日更新）

| 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

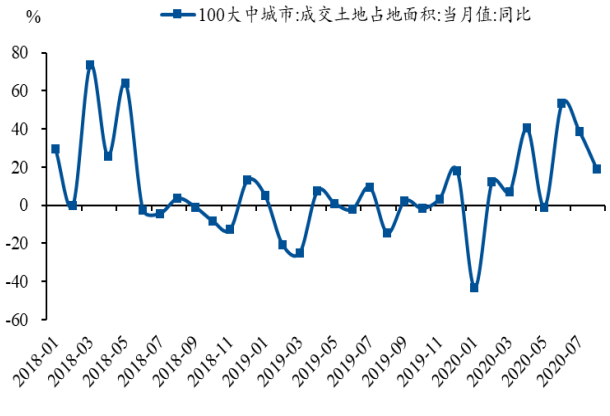
**下游：8 月以来，土地市场与房销略有背离，汽车消费逐步改善。**8 月以来，30 城商品房成交面积同比 11.5%，较 7 月（10.4%）小幅回升（图 5）。其中一线（34.9%）较 7 月（11.1%）大幅上升，构成主要拉动；二线（3.5%）和三线（13.0%）较 7 月（分别为 7.6%和 14.6%）有所回落。8 月以来，100 城成交土地占地面积同 18.9%，同比涨幅较 7 月（38.8%）显著收窄：各线城市均有所回落，二线城市出现负增长（图 6）；100 城住宅用地成交溢价率平均值为 17.9%，较 7 月（20.1%）略有回落，仍高于去年同期水平。据乘联会，由于部分厂家本周休高温假，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

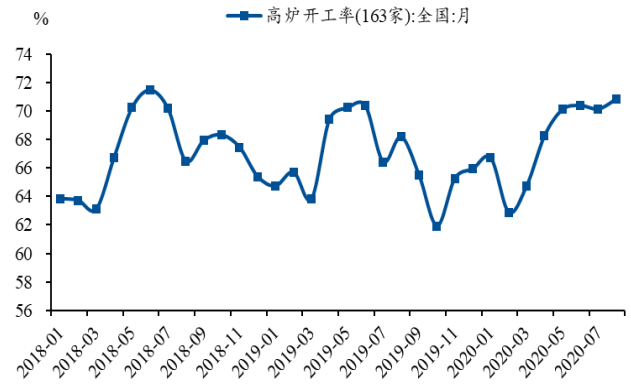
图 6：土地成交同比显著回落，溢价率高于去年同期




资料来源：Wind，民生证券研究院

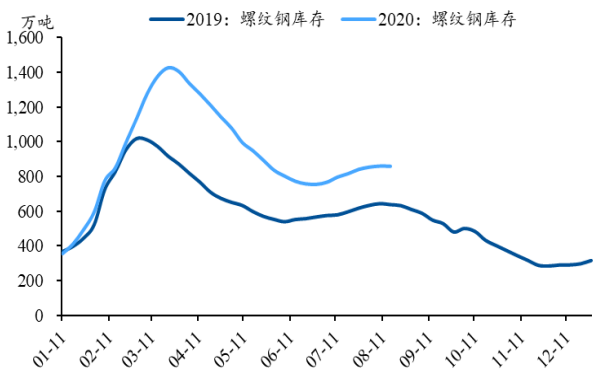
**中游：8 月工业生产开局不俗，高炉开工率加速回升，螺纹钢库出现下降迹象。**8 月以来，高炉开工率仍在 70-71%区间震荡运行，本周（70.9%）较上周（70.3%）进一步回升，高于去年同期水平（图 4）。8 月螺纹钢表观消费继续上升。螺纹钢库存（含上海全部仓库）小幅下降，为 6 月中旬以来第一次下降。截至 8 月 7 日库存量为 859 万吨，较上周下降 1.4 万吨。8 月以来，螺纹钢均价较 7 月上涨 1.5%；水泥均价跌幅大幅收窄，环比下跌 0.5%。雨季结束后，基建和房地产新开工活动预计迎来一波赶工潮。

图 7：高炉开工率有所回升




资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：螺纹钢可能进入去库存




资料来源：Wind，民生证券研究院

**上游：本周美元进入震荡调整，大宗商品价格涨幅不均，铁矿石价格和 BDI 指数加速回暖。**本周布油现货价格较上周末上涨 5.3%；中国铁矿石价格指数较上周末上涨 6.1%，连续两周上涨；LME 铜现货价格基本与上周末持平，周五基本上跌去所有涨幅。8 月以来，BDI 指数连续上升，本周共上涨 11.2%，涨幅有所扩大。

**价格：蔬菜和猪肉价格涨幅显著收窄，价格基本与上周末持平。**8 月以来，蔬菜价格走势震荡，本周均价基本与上周末持平。猪肉价格在连续上涨后处于高位调整，本周与上周末价格也基本持平。根据农业部数据显示，农产品价格指数结束连续两个月上涨，本月小幅下跌 0.2 个百分点（图 9）。

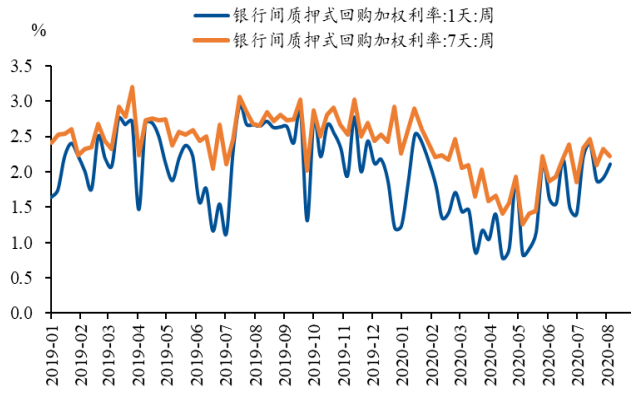
**货币：本周央行净回笼，资金面稳定，国债收益率曲线略微上行。**本周央行重启逆回购操作，投放量（100 亿元）小于到期量（2800 亿元）。本周公开市场净回笼 2700 亿元（包括逆回购净回笼 7700 亿元，无 MLF 到期和投放）。银行间市场资金面稳定，货币市场利率互有涨跌，本周银行间回购加权利率 1 天期较上周上升 19 个 BP 至 2.11%，7 天期则下降 10 个 BP 至 2.22%(图 10)。本周 1 年期国债收益率较上周下降 2 个 BP 至 2.22%，10 年期国债收益率上升 3 个 BP 至 2.99%。人民币汇率加速升值，本周中间价较上周末升值 440 点至 6.9408，，即期汇率较上周末升值 196 点至 6.9598。

**图 9：农产品价格结束两个月上涨**




资料来源：Wind，民生证券研究院

**图 10：货币市场利率互有涨跌**




资料来源：Wind，民生证券研究院

## 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。

# 插图目录

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 ..... 2
图 2：7 月中下旬，失业金数据的下滑趋势被中断 ..... 3
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 ..... 3
图 4：以鲍威尔为代表的美联储被鸽派声音完全占据 ..... 4
图 5：商品房销售增速小幅上升，一线为主要推动力 ..... 7
图 6：土地成交同比显著回落，溢价率高于去年同期 ..... 7
图 7：高炉开工率有所回升 ..... 7
图 8：螺纹钢可能进入去库存 ..... 7
图 9：农产品价格结束两个月上涨 ..... 8
图 10：货币市场利率互有涨跌 ..... 8

# 表格目录

表 1：非农数据改善显著放缓，劳动参与率下降 ..... 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 ..... 5
表 3：重点数据追踪（8 月 9 日更新） ..... 6

## 分析师与研究助理简介

**解运亮**，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

**付万丛**，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。