

分析师： 李冒余 021- 68751691 limy@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080252

联系人： 吴邦栋、沈楠 021-68751256 wubd@cjsc.com.cn

## 美国 8 月就业市场点评： 非农就业数据降幅继续收窄

### 报告要点

#### ■ 2010 年 8 月份美国就业市场数据

美国劳工部周五公布，8 月份非农就业人数减少了 54,000 人，远好于此前经济学家预计的 110,000 人。8 月份失业率与预期一致升至 9.6%，持续申请失业救济比例已经连续第 4 个月维持在 3.5%的水平上。

人力资源服务公司 ADP 周三公布的全美就业报告显示，8 月份美国私人部门就业人数减少 10,000 人。7 月修正后为增加 37,000 万人，初值为增加 42,000 万人；周四公布的 ISM 指数显示，8 月 ISM 制造业就业指数为 60.4，ISM 非制造业就业指数为 48.2，低于 7 月份的 50.9；截至 8 月 27 日当周首次申请失业救济人数下降 4,000 人，至 472,000 人；首次申请失业救济人数的四周平均值为 485,500 人，较此前一周 488,000 人减少 2,500 人。

#### ■ 就业情况的提升是目前良性复苏的关键一环

财政政策在刚刚推出时，还能够起到比较明显的作用，但是随着时间的推移，财政政策在边际上的作用会逐渐减弱。在提高“真实收入”上，财政政策仅是一时良方，却难以根治“三无”复苏的顽疾。我们利用 06 年以来的工业产值数据和就业率数据测算得相关系数为-0.902。就业水平的提升，一方面能够作为生产要素提高产出，另一方面就业能够获得较为稳定持续的收入，为市场创造需求。在这种就业促进消费，消费促进生产，生产促进就业的良性循环中，经济才能够稳定持续地走向真正的复苏。

#### ■ 失业率微升不意味着美国经济发生了重大的变化

我们认为，失业率在高位盘整不会改变目前弱势复苏的格局而滑向二次探底的深渊。前段时间形成的失业大军，增加了劳动市场的摩擦是导致失业率短期内无法下降的主要原因。本月裁员人数为 34,768 人，创了 2000 年 6 月以来的新低。这预示着失业率可能已经触及顶点，难再上升。

#### ■ 短期因素主导非农就业人数下降

8 月份私人领域就业人数增加 67,000 人，而政府部门总就业人数下降了 121,000 人，其中包括了前期被雇佣的 114,000 名人口普查人员。去除短期因素的影响，劳动力市场实在改善，而非恶化。因此，不能因为非农就业人数继续下降而得到就业市场趋势性下滑的结论。

#### ■ 就业市场数据再为美元强势积攒基本面优势

好于预期的就业数据与前期公布的 PMI 数据将为美元的走强积攒基本面的优势，即使短期内美元没有止跌回升，美元的走强也应该不会太远了。工业产值连续四月上升在未来既有可能引导就业的上升。加之好于欧洲的 PMI 数据，美元走强已经整装待发。

#### 本周公布了美国 8 月劳动力市场的多项数据:

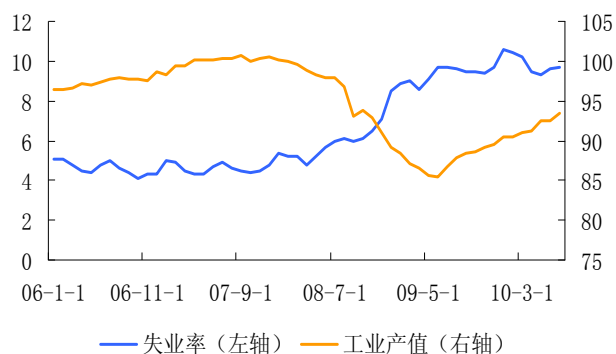
- 1、美国劳工部周五公布, 8 月份非农就业人数减少了 54,000 人, 远好于此前经济学家预计的 110,000 人。8 月份失业率与预期一致升至 9.6%, 持续申请失业救济比例已经连续第 4 个月维持在 3.5% 的水平上。如图 3、8;
- 2、人力资源服务公司 ADP 周三公布的全美就业报告显示, 8 月份美国私人部门就业人数减少 10,000 人, 此前经济学家预计增加 17,000 人。7 月修正后为增加 37,000 万人, 初值为增加 42,000 万人;
- 3、周四公布的 ISM 指数显示, 8 月 ISM 制造业就业指数为 60.4, 高于 7 月份的 58.6, 重拾升势, 而 ISM 非制造业就业指数为 48.2, 低于 7 月份的 50.9。见图 5;
- 4、周四, 美国劳工部发布的每周报告显示, 截至 8 月 27 日当周首次申请失业救济人数下降 4,000 人, 至 472,000 人; 首次申请失业救济人数的四周平均值为 485,500 人, 较此前一周 488,000 人减少 2,500 人, 见图 2。

8 月份非农就业人数继续减少, 而失业率上升 0.1%。对此我们认为, 就业情况目前是经济可持续、良性复苏的重要环节, 就业市场的数据是最值得关注的。而非农就业人数下滑, 很大程度上是受了人口普查接近尾声的影响, 而且非农就业人数的降幅本就已经收窄, 8 月又出现了远低于市场预期的表现。而对于失业率的上升, 不应过分担心, 前段时间失业人员的累积必然导致目前统计上的失业率难以反映更高的潜在失业率抢矿, 而公司裁员的锐减预示着失业率在短期内可能并不会出现冲出新高的态势。就业数据与 PMI 数据仪器逐渐积攒基本面优势, 即使在短期内不能止跌反升, 美元走强也应该不会太远。

1、我们认为就业市场的数据对整体经济的把握是非常重要的。我们在过去的报告中反复强调“真实收入”对于消费的作用, 只有在“真实收入”保证在一定的水平上时, 才能够支撑消费从而为经济复苏积蓄能量。在应对危机的时候, 美国政府一直采取退税、延长失业救济等财政政策来对抗“真实收入”的下滑, 从而不至于使美国经济滑入无法挽救的深渊。然而, 财政政策仅是一时良方, 却难以根治“温和”复苏的顽疾。一方面, 财政政策在刚刚推出时, 还能够起到比较明显的作用, 但是随着时间的推移, 财政政策在边际上的作用会逐渐减弱。另一方面, 财政资源是有限的, 美国财政赤字已经非常庞大, 再加之奥巴马宣布将削减赤字率, 下一步政府是否能够再推出强有力的政策是值得怀疑的。显然, 依靠财政政策来支撑“真实收入”是不可持续的。我们认为, 支撑“真实收入”的真正可持续的来源是就业的改善。

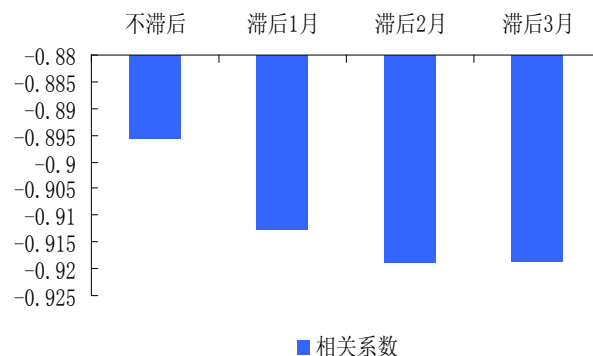
我们经过测算, 发现就业情况和工业产值存在着明显的负相关性。我们利用 06 年以来的工业产值数据和就业数据测算得相关系数为-0.902。就业水平的提升, 一方面能够作为生产要素提高产出, 另一方面就业能够获得较为稳定持续的收入, 为市场创造需求。在这种就业促进消费, 消费促进生产, 生产促进就业的良性循环中, 经济才能够稳定持续地走向真正的复苏。这也正是大萧条时期罗斯福“以工代赈”政策的高明之处。所以, 我们在把握整体经济的时候需要尤为注意就业市场的数据, 只有当就业有所改善的时候, 才能够说明经济已经走上了良性复苏的轨道。

图 1： 就业情况与工业产值反向变动



资料来源：Bloomberg， 长江证券研究部

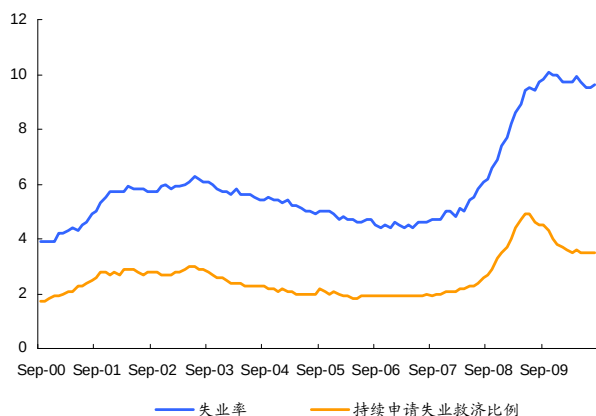
图 2： 工业产值滞后项与就业情况相关系数更大



资料来源：Bloomberg， 长江证券研究部

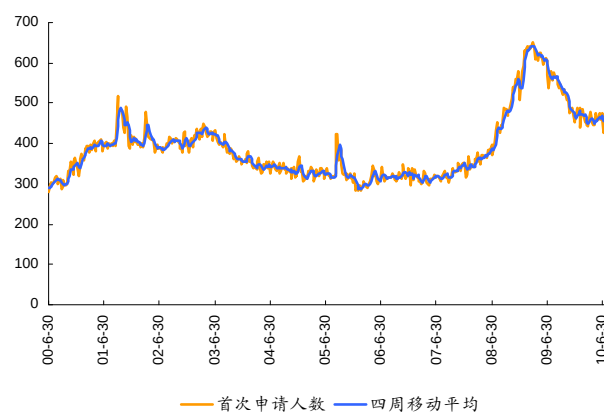
2、目前市场似乎过于关注失业率微升至 9.6% 这一事实。我们认为，失业率在高位盘整不会改变目前弱势复苏的格局而滑向二次探底的深渊。首先，我们依然认为前段时间形成的失业大军，增加了劳动市场的摩擦，而大量长期处于失业状态的劳动力退出劳动力市场的现状，也使得统计上得到的失业率要远远低于社会实际隐含的失业率情况，弱势的就业复苏趋势使得失业率将长期处在高位态势。如图 4 所示，最近四个月持续申请失业救济比率一直保持在 3.5% 的水平。其次，本月裁员人数为 34,768 人，创了 2000 年 6 月以来的新低，因此从短期来看，在经济彻底摆脱衰退阴影、退出劳动力市场的就业大军重新拾回找工作信心之前，失业率再次出现大幅冲高的可能性并不高。所以，失业率的微升应该不是投资者需要担忧的问题。

图 3： 总失业率及持续申请失业救济金失业率



资料来源：Bloomberg， 长江证券研究部

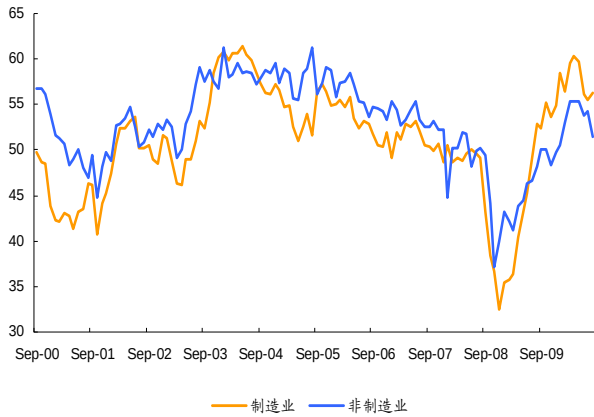
图 4： 首次申请失业救济人数及四周移动平均



资料来源：Bloomberg， 长江证券研究部

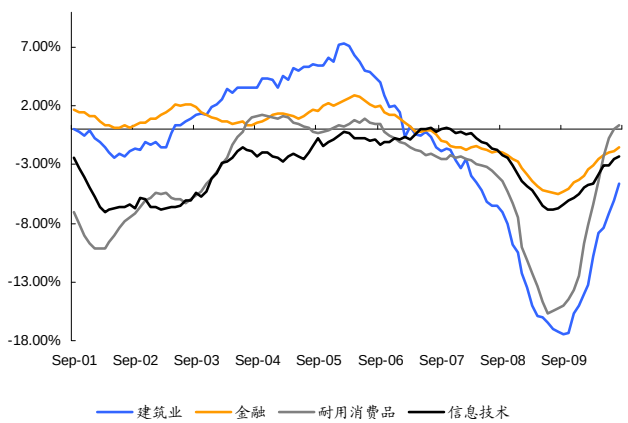
3、本周虽然非农就业人数依旧减少，但是非农增减数据上的超预期反而更加坚定了我们判断的，前段时间非农就业人数下滑只是一个扰动。未来非农就业人数可能甚至仍有部分的回升空间。一方面非农就业人数的降幅已经大幅收窄，远小于 6 月的 175,000 人，而且 8 月份数据实际值也远远好于预计的 110,000 人。人口普查因素对于就业数据的影响是我们最近几个月一直在跟踪的重要短期因素。我们认为，人口普查雇佣临时工人数下降对于就业数据的不利影响已经提前来临。8 月份私人领域就业人数增加 67,000 人，而政府部门总就业人数下降了 121,000 人，其中包括了前期被雇佣的 114,000 名人口普查人员。这也从事实上证明，非农就业人数的下降是由人口普查这个短期因素所主导的。

图 5：制造业与非制造业 PMI 就业指数



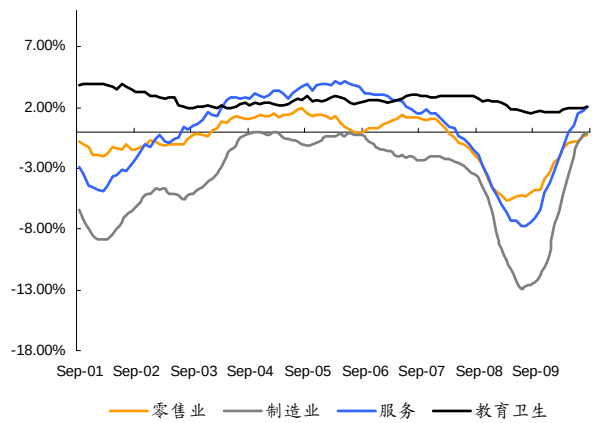
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 6：非农就业结构同比增长（一）



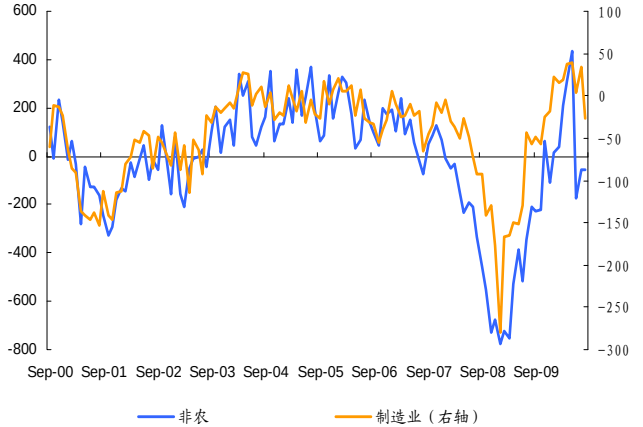
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 7：非农就业结构同比增长（二）



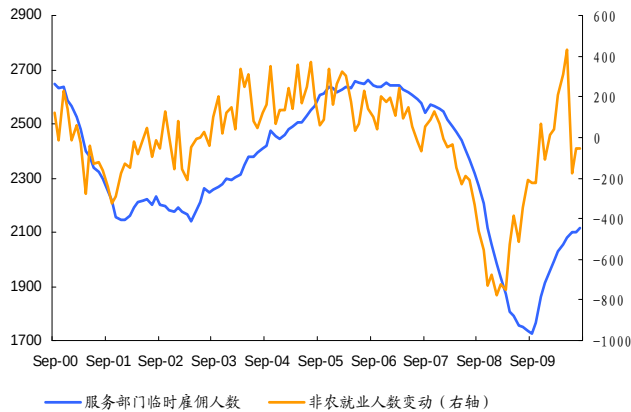
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 8：非农与制造业就业人数变动



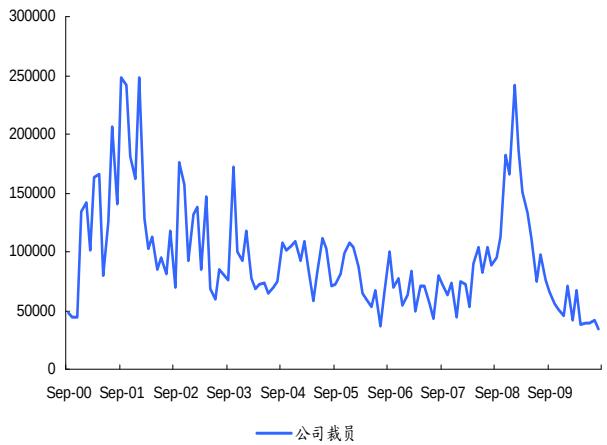
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 9：非农就业人数与临时雇佣服务部门就业人数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

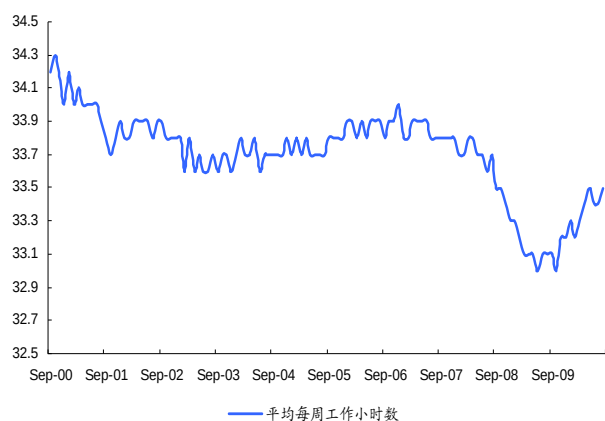
图 10：公司裁员人数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

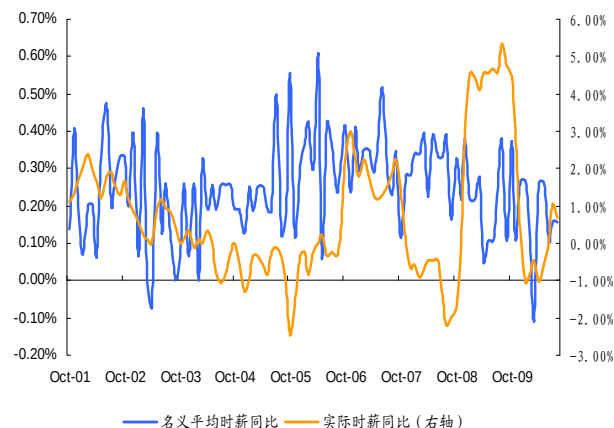
4、好于预期的就业数据与前期公布的 PMI 数据将为美元的走强积攒基本面的优势，即使短期内美元没有止跌回升，美元的走强也应该不会太远了。我们前面已经说到，人口普查的短期影响和失业率微升的事实都不会引起就业市场恶化的趋势。相反，我们认为失业率再度上升的可能性已经不大。就业率作为经济良性复苏的重要一环，其未来改善的趋势显然能够给美元的基本面带来有力的支撑。此外，我们发现工业产值是失业率的领先指标（如图 13 所示），工业产值连续四月上升在未来必然会引导就业的上升。我们认为，在 PMI 和就业数据的推动下，美元的走强应不会太远。

图 11：平均每周工作小时数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 12：名义与实际平均时薪同比变动



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

### 分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及海外市场。

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工        | 电话              | E-mail                             |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管       | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理   | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

### 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                             |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。