

鄉民總經觀察



2019/9/18
第 5 期

灰犀牛步步進逼

從美國零售、就業人口變化，看總體景氣
延續的可能性，以及股市進場的時機

封面人物：

Ben Bernanke

美國聯邦準備理事會前主席

內容

灰犀牛步步進逼 by 喵大.....	2
零售再創新高，持續推動總經成長.....	3
總經衰退不會缺席，檢視遠期就業衰退因素	6
人口又老又降，嬰兒潮不再	10
薪資成長推動勞動力，價格成長推動薪資	12
人力用盡之際，便是成長告終之際.....	15
就業弱勢已有破口，尚未到反轉點.....	16
長期投資，目前並非進場股市好時機.....	19
附錄 A：總經數據推估高點、RRindex	23

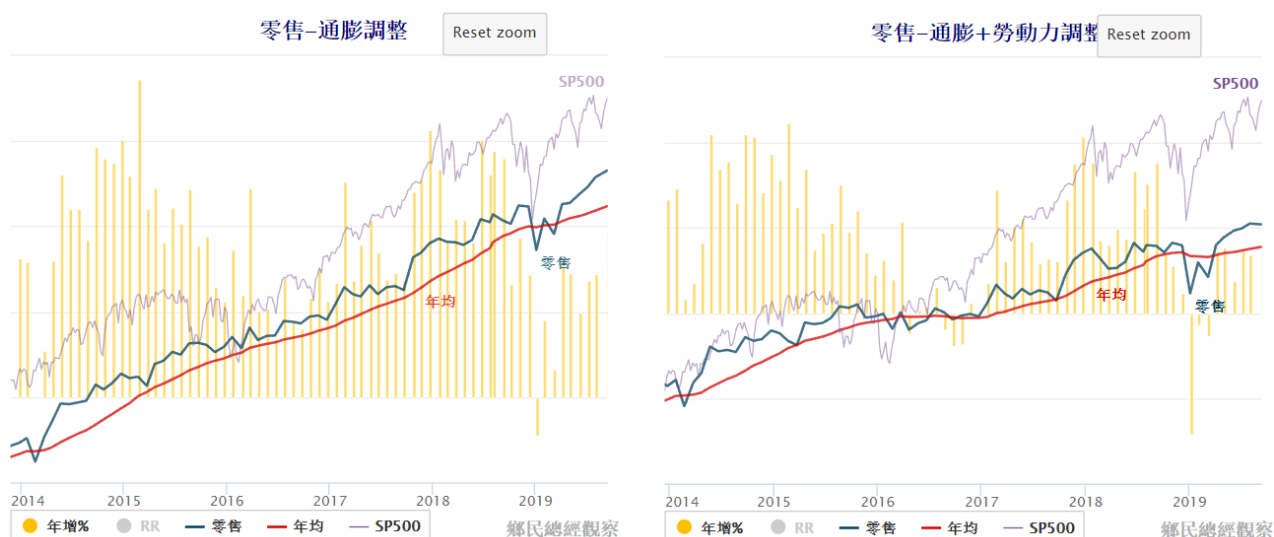
灰犀牛步步進逼 by 喵大

摘要

本週總經數據並無太多變化，重要數據僅有零售一項，整體格局仍未改變，房市弱轉穩，製造衰，消費成長，就業成長，金融穩定。有相當可能性(>50%)，會因歐美發動的寬鬆，使製造及房市重新回魂，而延續總經壽命，至**2020Q2**。

藉本週數據不多的機會，深入就業數據，來看看躲不過的灰犀牛，並談談為何放著不管的長期投資/存股，當下或許並非好的進場點。

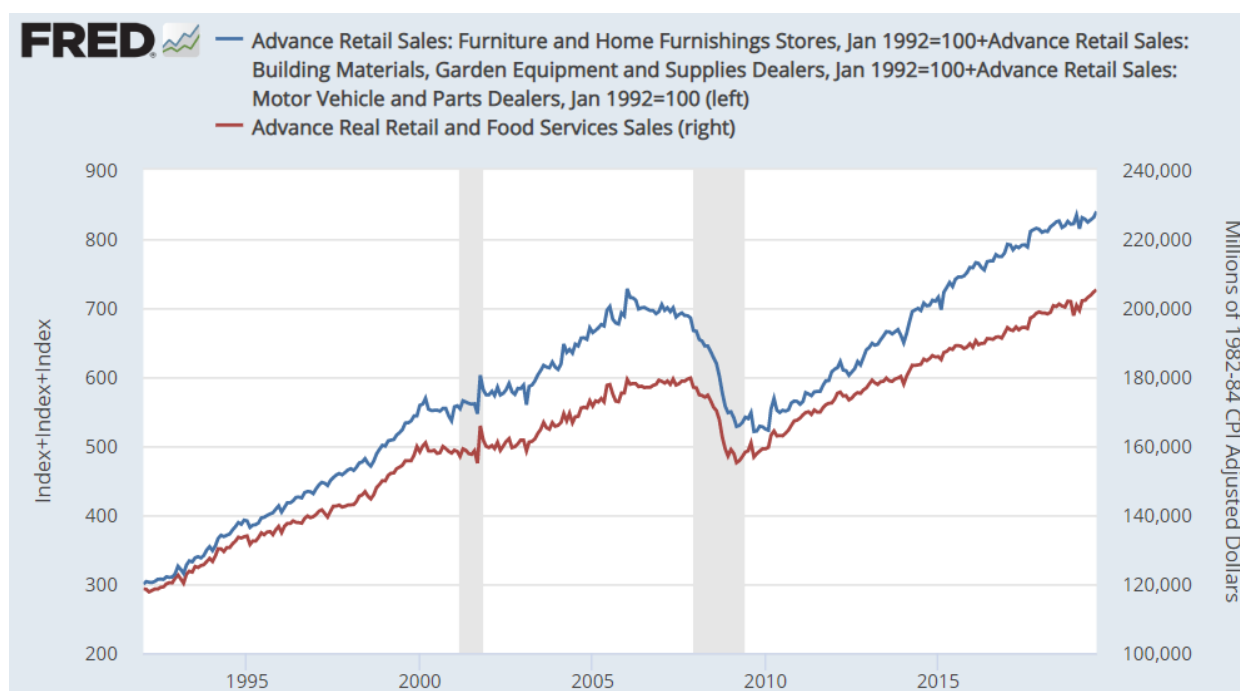
零售再創新高，持續推動總經成長



零售-通膨調整 & 零售-通膨+勞動力調整

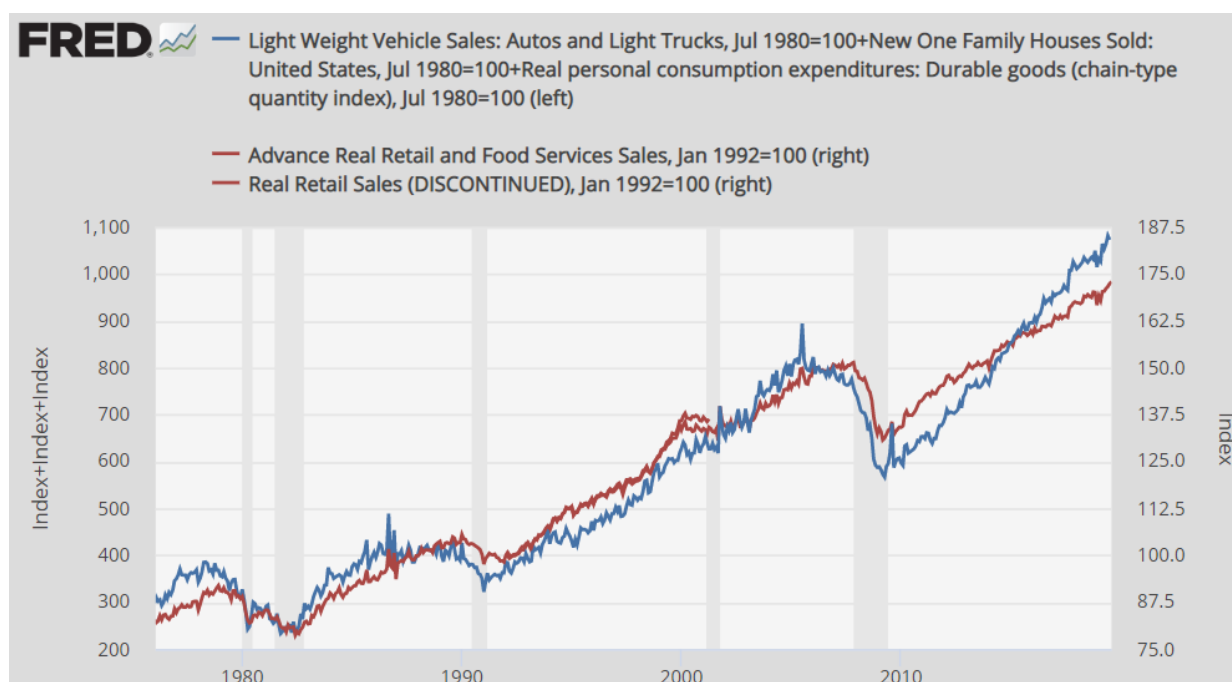
消費佔美國 GDP 近 7 成，是推動美國經濟成長的最主要動力，每月中公布的零售數據，是觀察消費動能的重要數據。

本週公布的零售數字表現相當理想，數據經通膨調整後，**8 月創歷史新高**。更嚴格一些，經通膨+勞動力調整後，則 7 為高點，8 月為次高，未來 6 個月總經陷入衰退的機率甚低。



零售：非日常必需品支出

若深入零售數據，從可控制消費來看(非日常必需品支出，可依經濟情況控制支出時點)，本月亦創新高，表示**零售數據實質狀況相當健康**，創高並非因食物、油價等價格波動而推升。



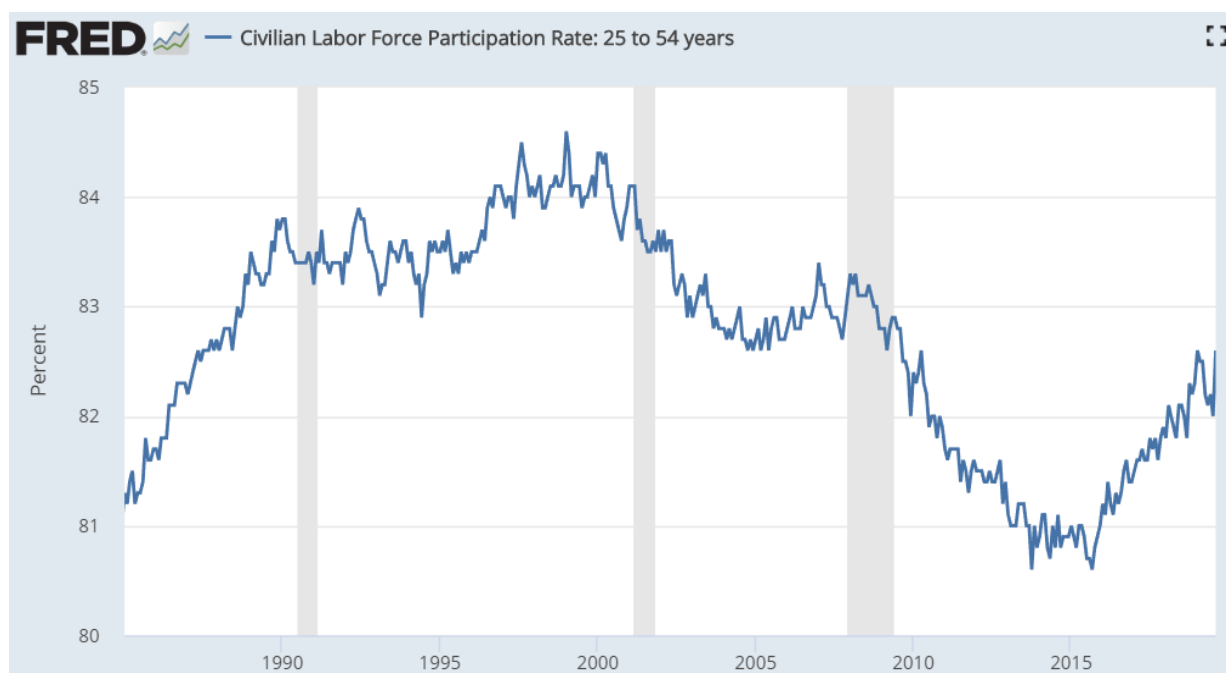
Big Ticket 大項支出

最後檢視更前端的 Big Ticket 大項支出，買車、買房、買耐用品，多數情況會是經濟寬裕時購置，沒錢時就會修理或延後購買，此數據 6 月為歷史高點，7 月為次高，零售未來 6 個月應無需擔憂。

總經衰退不會缺席，檢視遠期就業衰退因素

無論川總怎麼高談經濟狀況良好，無論全球央行再怎麼努力寬鬆，無論中共國家經濟紅旗怎麼揮舞，經濟循環是不可能永遠成長而無衰退的，衰退可能會遲到，但絕不會缺席。

橫亙在前方無法閃避的大山，正是一天天邁向衰退的就業循環，數據上看，能突破這高牆的可能性實在不高。



Prime-age 主力年齡層 25-54 歲勞動參與率

首先，Prime-age 主力年齡層 25-54 歲勞動參與率上升力緩，儘管目前距離 2007 仍有空間，但要**超過 2007 的可能性甚低**，Prime-age 勞動參與率的緩步降低有其背景因素。

Situations Reported among Nonparticipating Prime-Age Men

	Years	Disabled or ill (percent)	Family care (percent)	In school (percent)	Retired (percent)	Other (percent)
All nonparticipating prime-age men	1996	56.0	10.8	10.3	7.2	15.7
	2016	48.3	14.6	13.8	10.0	13.2

1996 與 2016 退出勞動力的原因

Kansas City FED 去年研究了為何 Prime-age 勞動參與率下降的原因：

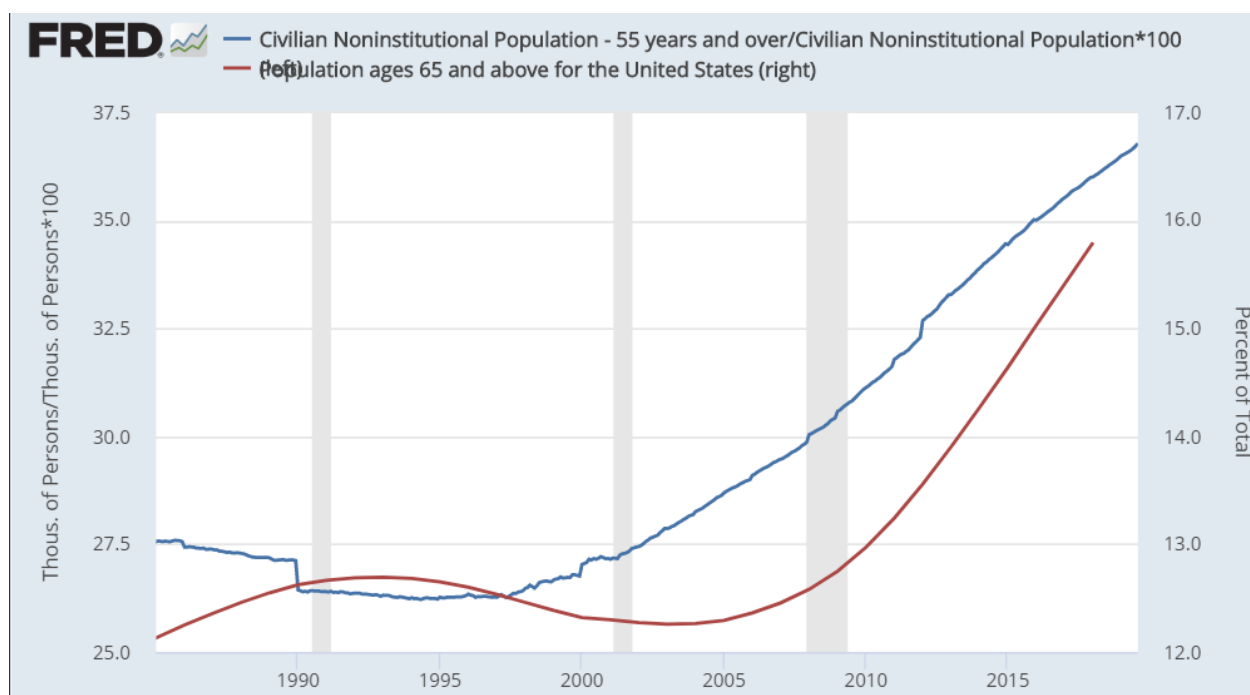
<https://www.kansascityfed.org/publications/researcher/articles/2018/1q18tuzemen-why-prime-age-men-vanishing>

I argue that a decline in the demand for middle-skill workers accounts for most of the decline in participation among prime-age men. In addition, I find that the decline in participation is unlikely to reverse if current conditions hold.

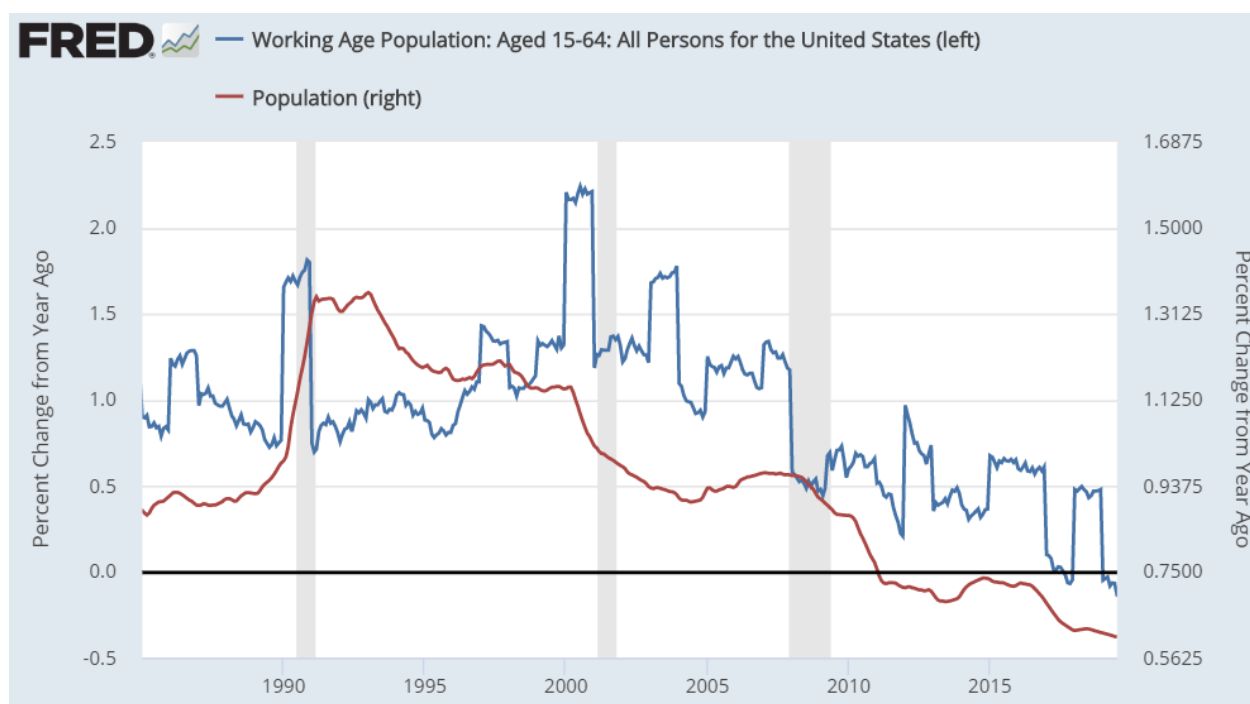
中等技能職缺減少，是 Prime-age 勞動參與率下降的主要因素，此外，若目前狀況持續，勞動參與率下降趨勢難以反轉。

- Why Are Prime-Age Men Vanishing from the Labor Force?

以美國的薪資水準，要重新創造中等技能職缺，短期之內可能性高嗎？若 USMCA 順利通過，就薪資來看，墨西哥更有能力搶走想進入美國市場的中國製造業。



55 歲及 65 歲以上人口佔比



15-64 歲工作年齡人口及總人口成長率

人口又老又降，嬰兒潮不再

誰說勞動參與率一定要成長？人口持續成長，後方自然會有源源不絕的新進勞動力補入，即便勞動參與率維持目前水位，也能促使整體經濟不斷向上。可是，大後方卻已空虛。

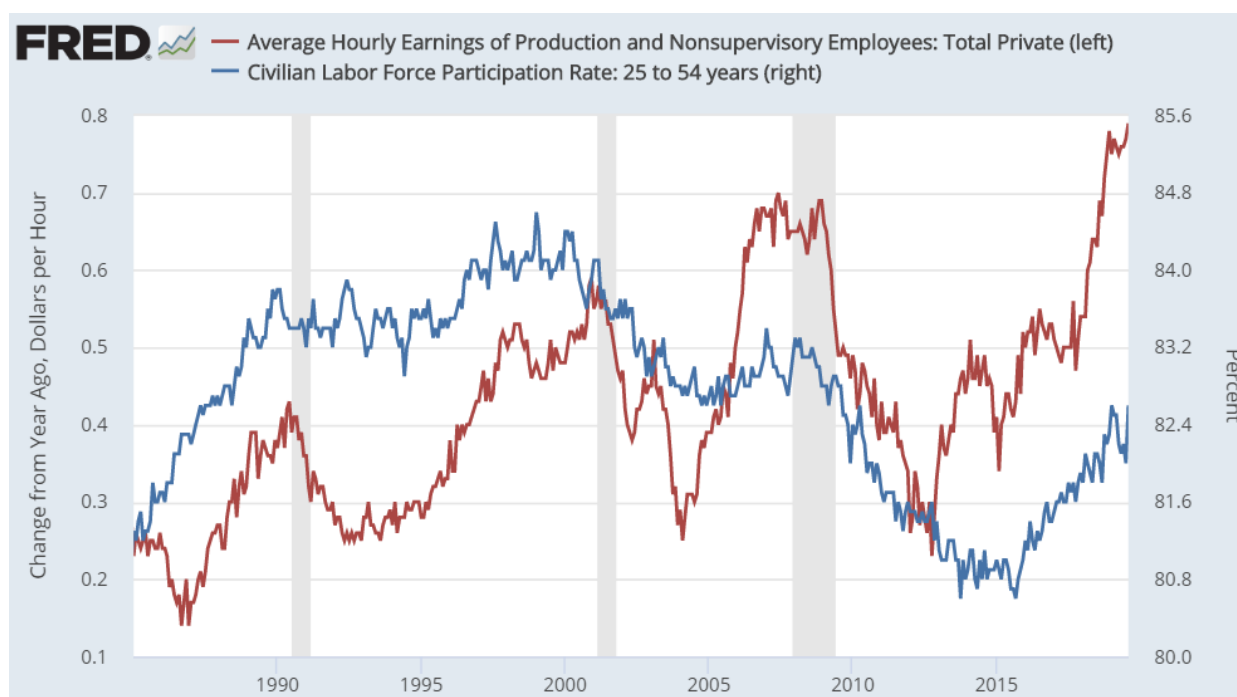
美國人口總體成長速度正在下降，目前僅+0.6%，若看15-64歲工作年齡人口，成長率則是負成長的-0.13%，且55歲以上人口佔36.8%，65歲以上佔15.8%，**美國未來勞動力空虛，且逐年老化中**，而照顧年邁親屬，也是降低勞動參與率的一個重要因素。



想找工作的非勞動力人口(藍) & 想找工作的非勞動力佔總勞動力比例(紅)

人口增加補充勞動力的可能性不高，潛在勞動人口的另一可能性，則是因薪資或職缺重現而重新進入職場的非勞動力人口，而這部分的人口數量還有多少？

若以前兩次低點來看，想進場的**板凳球員剩下 80 萬**，若考慮勞動人口比例，目前的佔比與歷史水準差異不大，要這些人進場的難度是高的。



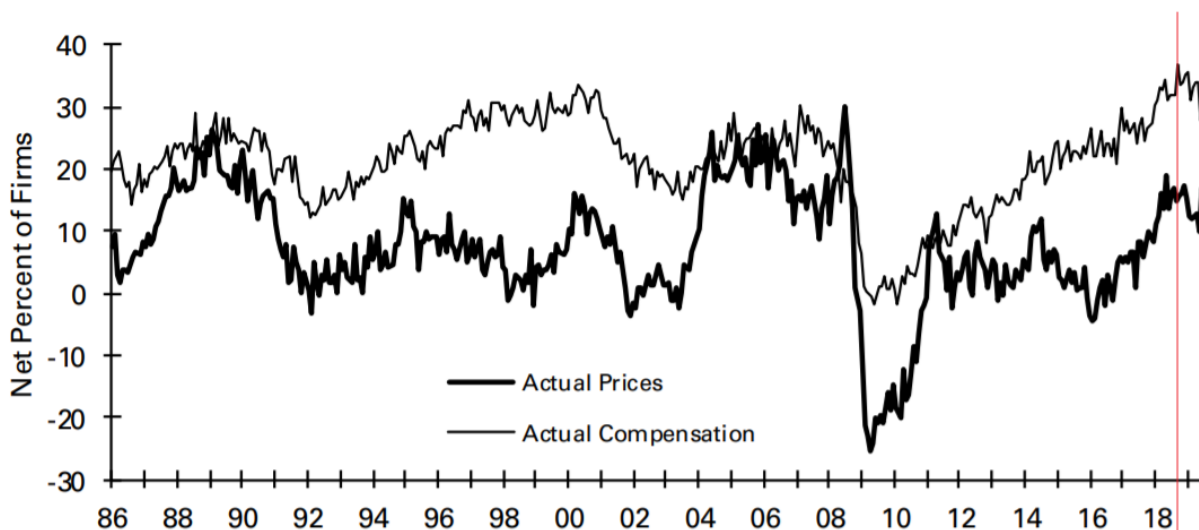
Prime-age 勞動參與率(藍) & 時薪年增數(紅)

薪資成長推動勞動力，價格成長推動薪資

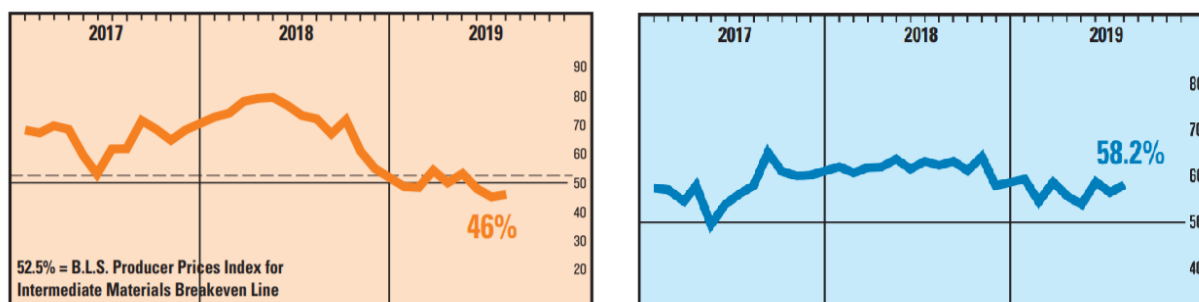
就過往的數據來看，時薪年增程度，與 Prime-age 勞動參與率上升有正相關，時薪更快速成長，會是推動勞動力不可或缺的主要因素。

PRICES AND LABOR COMPENSATION

Net Percent Price Increase and Net Percent Compensation
(Seasonally Adjusted)



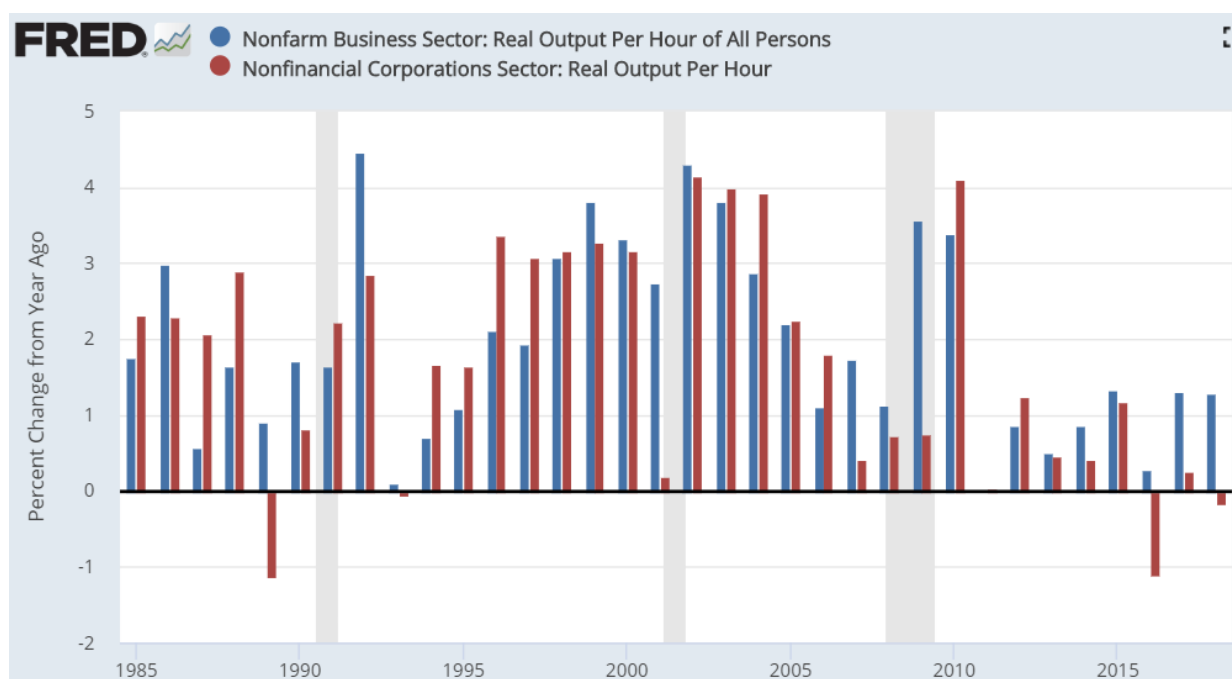
小企業實際增加售價 & 實際增加薪資



ISM 製造業價格(橘) & 非製造業價格(藍)

就小企業數據來看，2018-9 月是增加薪資的高點，而對小企業來說，薪資成長的前提是價格能提高。

對照 ISM 的價格數據，與小企業相當一致，製造業正在降價，服務業則仍能漲價，但程度卻已較去年低，**除非企業漲價能力能重新上升，薪資成長動能將受侷限。**



每小時產出年增率：整體私營企業(藍) & 非金融企業(紅)

總經成長公式中，不可或缺的一環是生產效能。若勞動力成長停滯，但生產力不斷提升，總經也能持續成長。即便勞動力萎縮，若生產力增加程度更高，總經仍舊能成長。

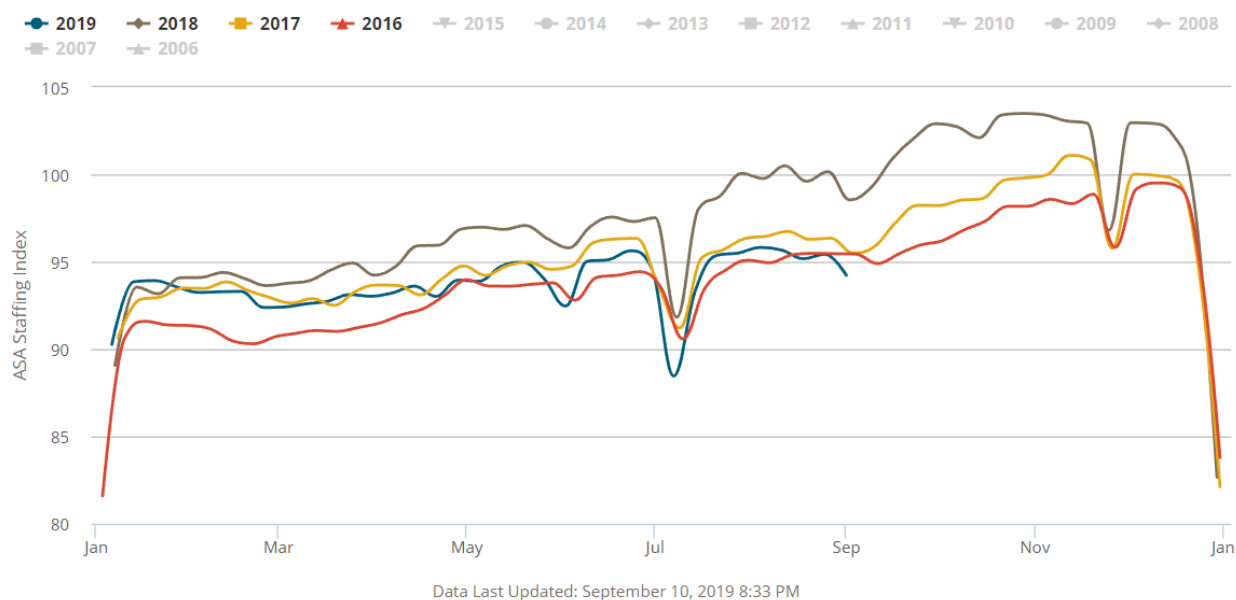
在生產力提升上，美國表現的實在不好，2000 前網路興起前後，曾大幅提昇生產力，好時光已然過去，如今整體成長溫和，**非金融業**則甚至面臨**成長力衰退**的窘境。

人力用盡之際，便是成長告終之際

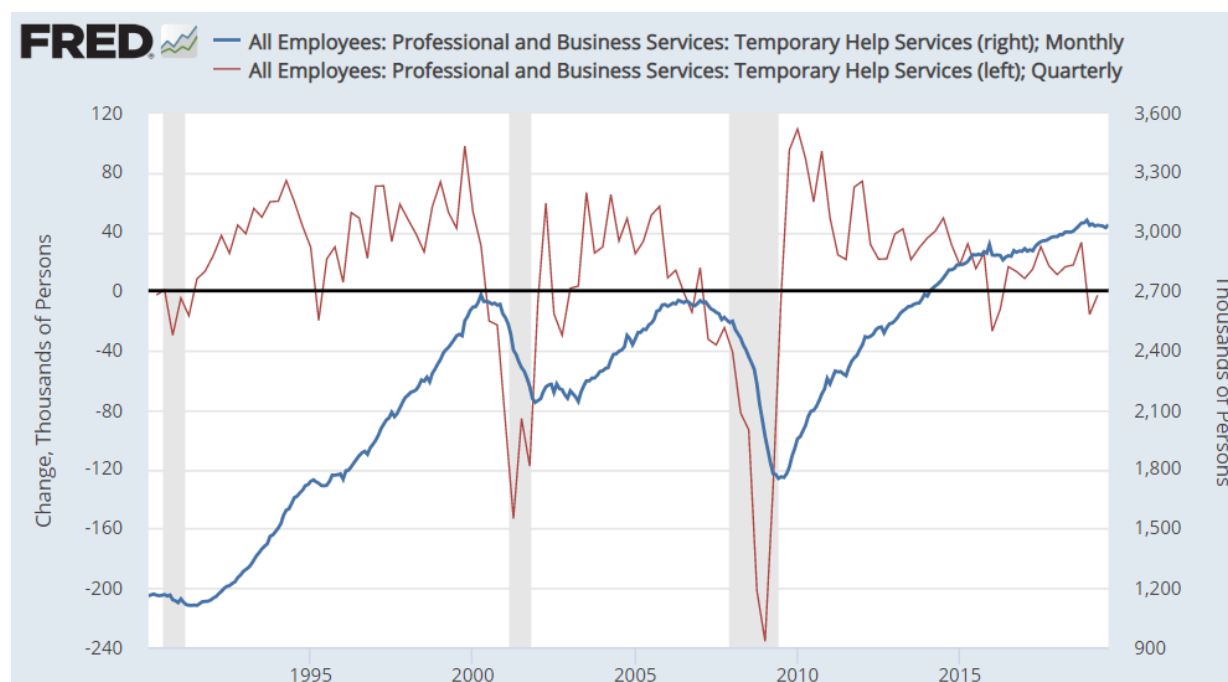
由以上數據總結，人力仍是成長的主要動力，日日逼近的衰退灰犀牛，便是人力告竭。儘管整體就業仍在成長，但絕無可能無限供應，減稅或 FED 寬鬆都無法印出人力，歐洲也已證明，接收難民並創造的並非大量勞動力，反而是大量吃福利的社會拖累，人力無法短期創造，人口衰老、成長降低更難以逆轉，人力用盡之際，便是成長告終之際。

請注意，就業循環進入衰退，並非立即或已經發生，以上論述僅為表達一件事，本次就業循環終點必然到來，也不大可能再成長個 3 年 5 年的，但何時就業反轉，時間仍無法確定。

就業弱勢已有破口，尚未到反轉點



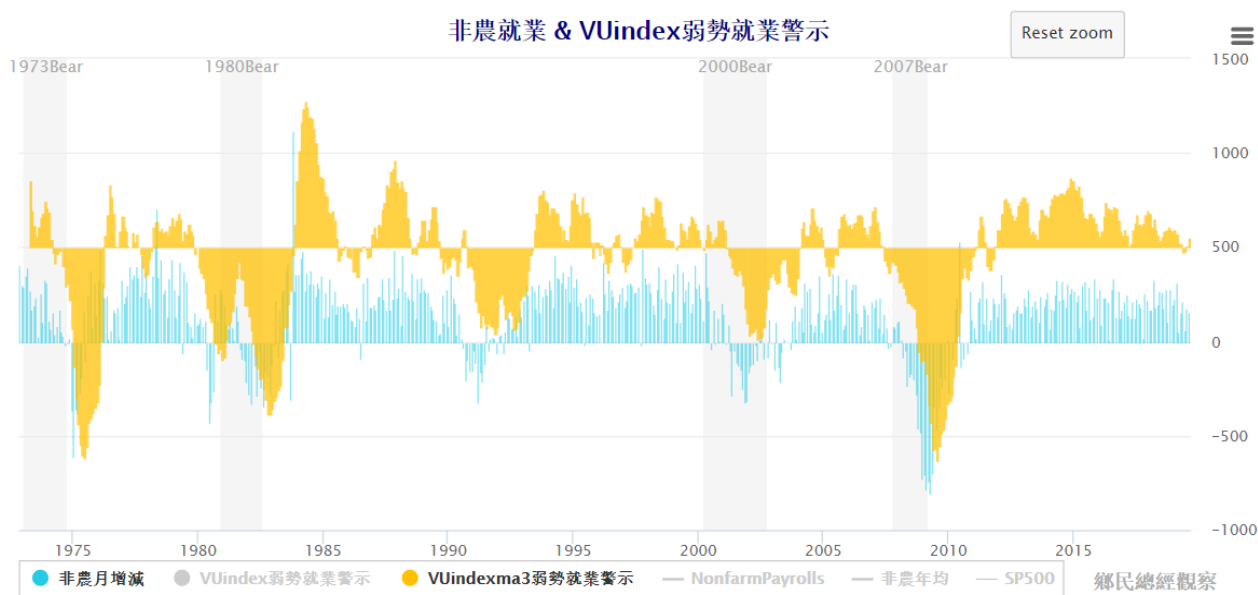
ASA 臨時/契約工就業



非農臨時工就業

觀察就業數據時，競爭力較差的族群，往往會領先整體就業，先出現衰退跡象。

企業面對景氣衰退，先倒楣的就是臨時工，之後才會砍正職。在每週的 ASA 臨時/契約工數據，及每月非農中的臨時工就業人數，這兩者是觀察就業反轉的重要數據。ASA 指數從 2019 年初低於 2018 水準，5 月後低於 2017 水準，近期更**低於 2016 水準**，而非農臨時工就業，2019 至今為**負成長**。

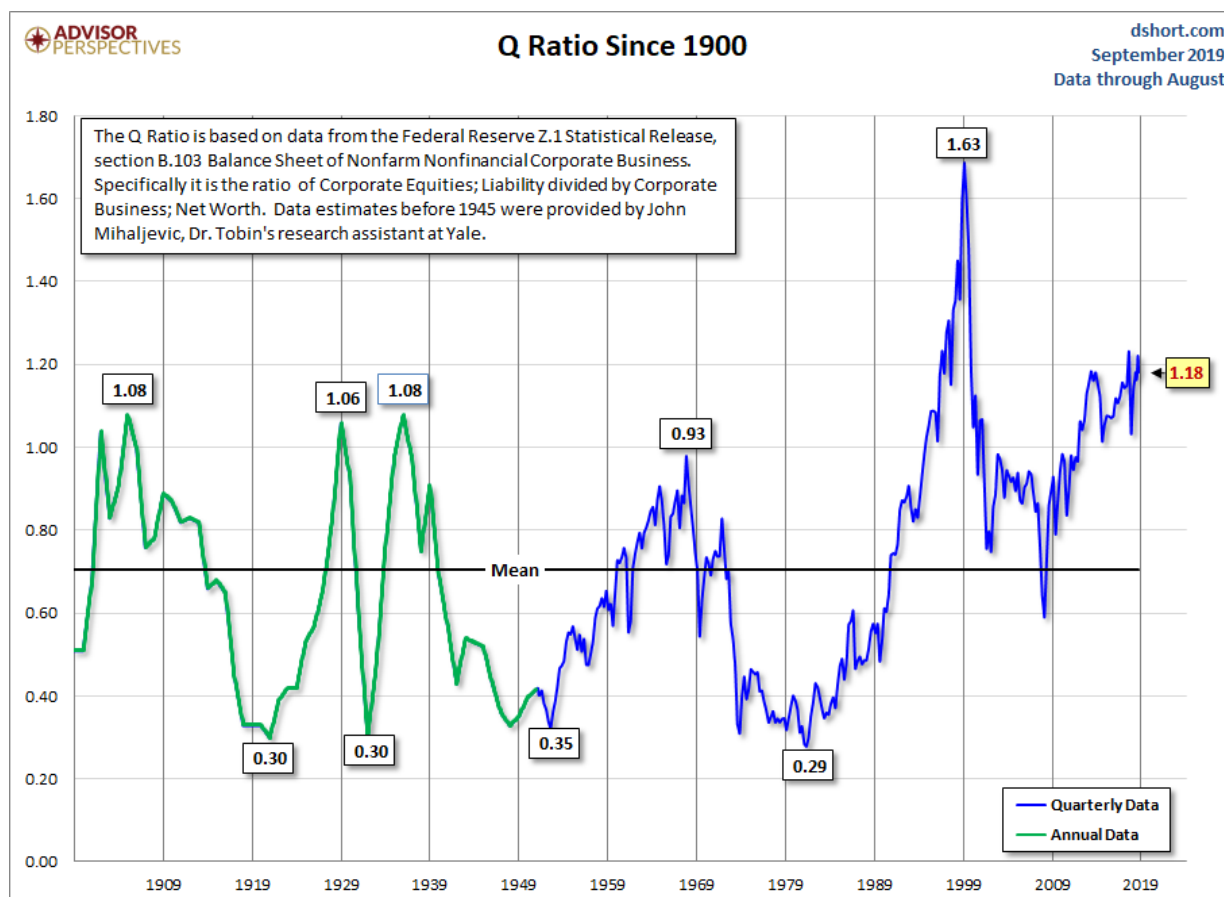


VUindex 弱勢就業警示

VUindex 弱勢失業警示，是計算就業較為弱勢的黑人及西班牙人，以此兩族裔的失業率計算而來，能領先非農提出就業反轉警示，如 2000-Feb、2007-May。VUindex 在今年 4、5 月為本次就業循環**首次負值**。

無論是 ASA 或非農的臨時工數據、VUindex 弱勢族群就業，再再表示本次就業成長，已在弱勢環節出現破口，不可不慎。何時反轉尚且未知，只能靠持續追蹤。

長期投資，目前並非進場股市好時機

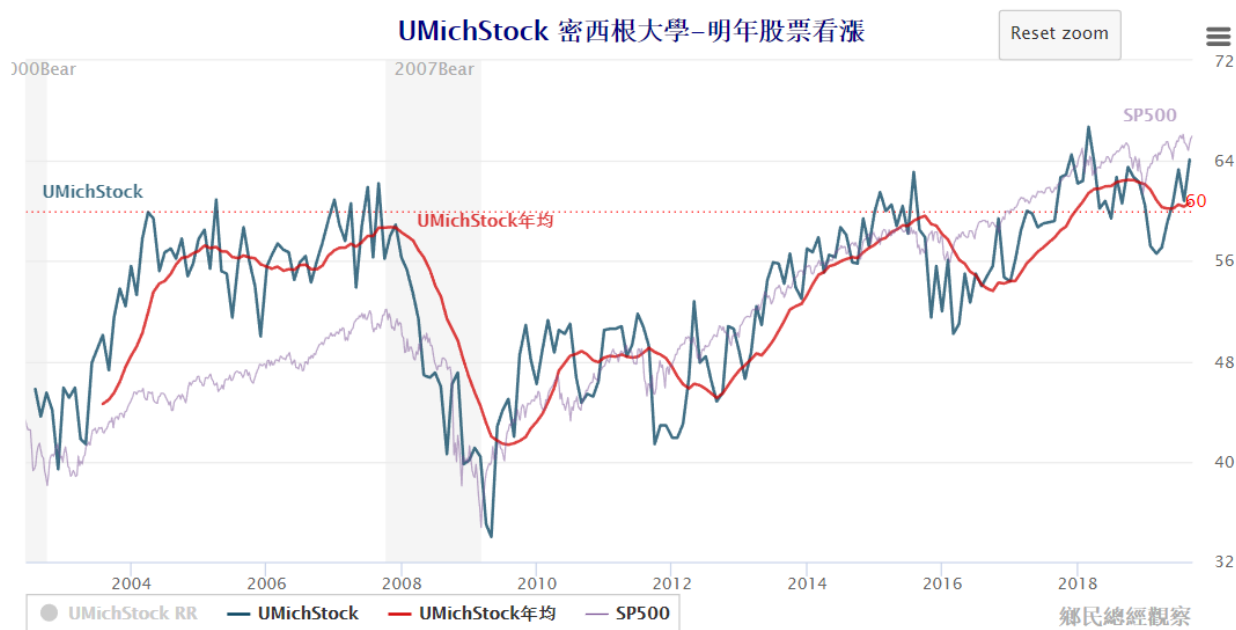


Tobin Q(市值對資產重置成本比)

tobin's Q vs 經濟衰退最大跌幅				美帝總經觀察
高點日期	低點日期	最大跌幅	tobin's Q	
1953-01-05	1953-09-14	-14.8%	1953-Q1	0.37
1956-08-03	1957-12-18	-20.7%	1956-Q3	0.51
1961-12-12	1962-06-25	-29.3%	1961-Q4	0.76
1968-10-21	1970-05-26	-37.3%	1968-Q3	0.87
1973-01-11	1974-10-04	-47.3%	1973-Q1	0.76
1980-02-13	1980-04-21	-17.7%	1980-Q1	0.32
1990-07-16	1990-10-11	-20.4%	1990-Q3	0.48
2000-03-24	2002-10-10	-50.5%	2000-Q1	1.59
2007-07-16	2009-03-06	-57.7%	2007-Q3	0.89
tobin's Q至今平均值				0.738
tobin's Q至今中位數				0.742
經濟衰退高點當月tobin's Q>0.7平均跌幅				-44.4%

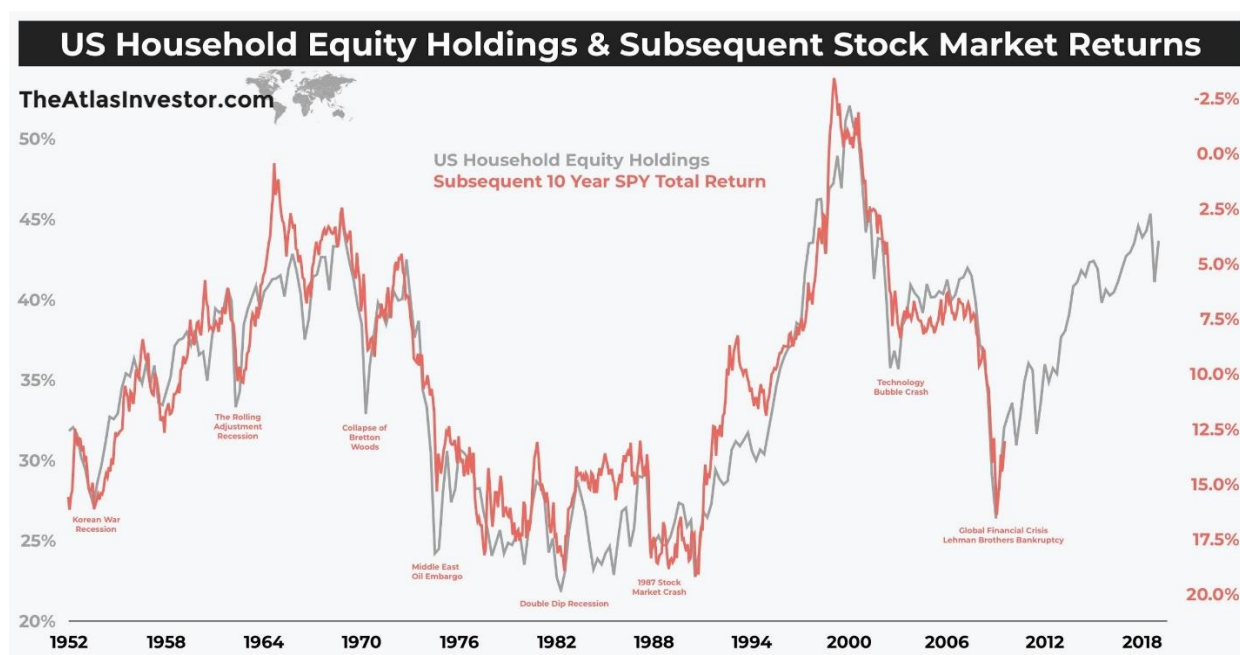
Tobin Q 與空頭跌幅

從 Tobin Q 來看，目前確實是相對高點，這背後固然有利率降低，因而推升市值的因素，日後是否還推高多少不得而知，但無論如何目前大盤價格絕不是低點。



密西根大學明年股票看漲

密西根大學的明年股票看漲相當有趣，過往高於 60 以上的次數不多，**過 60 便有修正可能**，這數據反應的除了對經濟情勢的看法外，我覺得隱藏的問題是：**誰看漲股市？**
手上有股票的人。股票看漲指數越高，表現的是越多人已持有股票，當越多人持有時，**接棒的人就越少**。



家庭擁有股票比例 & 10 年 SPY 總收益

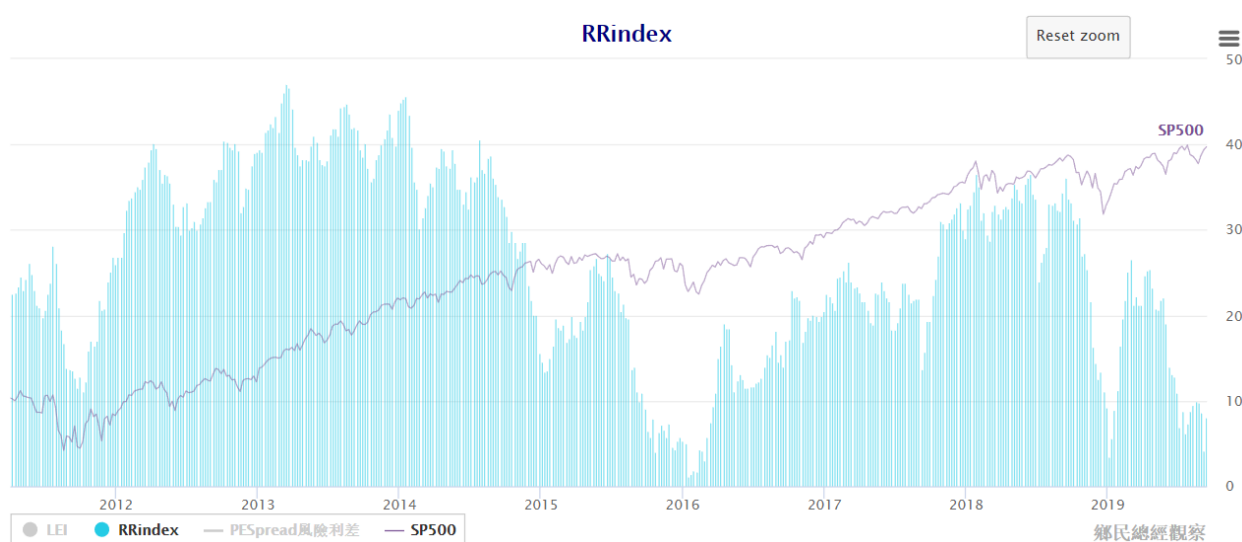
越多人湧進股市，價格越高，而後接棒的人也就越少。從 1952 年統計至今，明確指出家庭部門持有股市比重越高，SPY 未來 10 年的總收益就越低。儘管前方仍有高點的可能性也相當高，但若考慮長期持有，目前進場很可能長期投資報酬率是低落的。

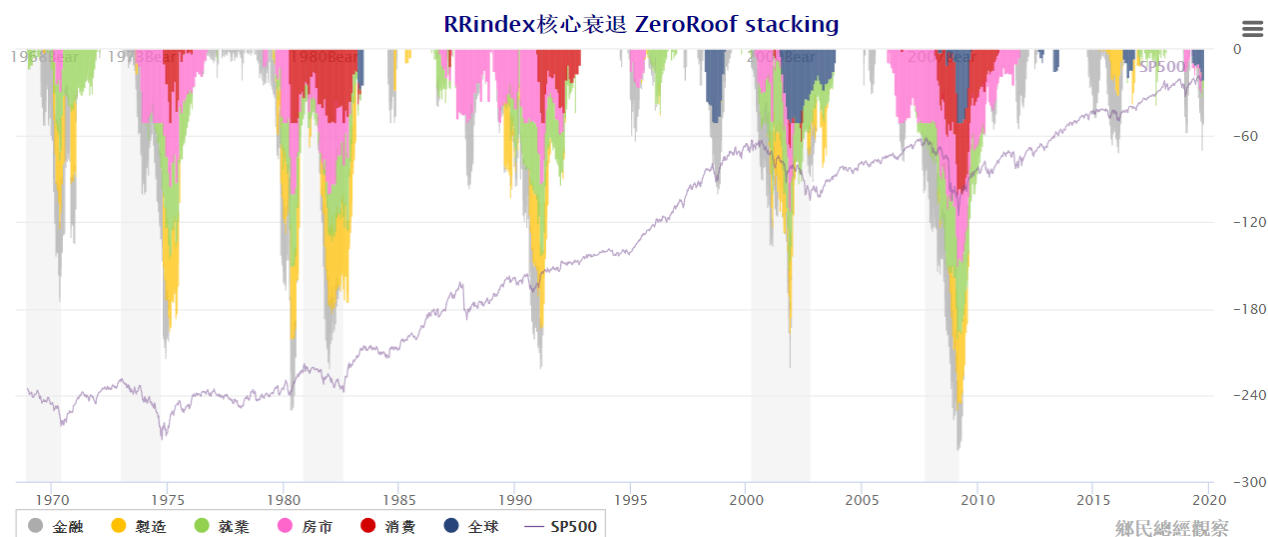
附錄 A：總經數據推估高點、RRindex

以總經數據關係來看，各指標歷史轉折與 S&P500 高點的關係，推估的高點日為：

依總經歷史數據轉折與股市高點關係，S&P500高點日期應為：					
	房市	消費	製造	就業	平均
平均	2019-08-02	2021-01-07	2018-12-06	2020-11-04	2020-02-04
中位數	2019-09-25	2021-01-29	2019-01-25	2021-01-01	2020-03-21
最小	2019-01-19	2020-02-21	2018-02-28	2019-11-23	2019-04-24

鄉民總經觀察 Last Updated: 2019-09-14





RRindex+8，總經環境對多頭有利。

RRindex 核心衰退：全球、金融、就業。

RRindex 為本人編繪之領先指標。成分為總經數據、非 Equity 價格之金融數據。

RRindex 各成分依 n 年高低點動量計分(金融 1 年、其餘 3 年)，分數範圍 -50~+50，以 0 為總經多空分界。

RRindex 核心衰退，為組成架構之數據核心分別之衰退信號。