

鄉民總經觀察



2019/10/10
第 8 期

信心崩 vs 需求穩

信心崩 vs 需求穩

by 啱仔

非農就業與 ISM NMI 分析

by 小明同學

封面人物：

Philip Lowe

澳洲央行總裁(Governor of the Reserve Bank of Australia)

內容

信心崩 vs 需求穩 by 喵仔	2
就業：十分穩健的成長減速	3
弱勢就業	11
消費耐久未創新高，仍有樂觀理由	14
信心不足，先進國終端需求未消失	16
國際情況還是不好。	18
附錄 A：總經數據推估高點、RRindex	21
非農就業與 ISM NMI 分析 by 小明同學	23
9 月非農就業分析	23
9 月份 ISM 非製造業指數分析	27

信心崩 vs 需求穩 by 喵仔

摘要

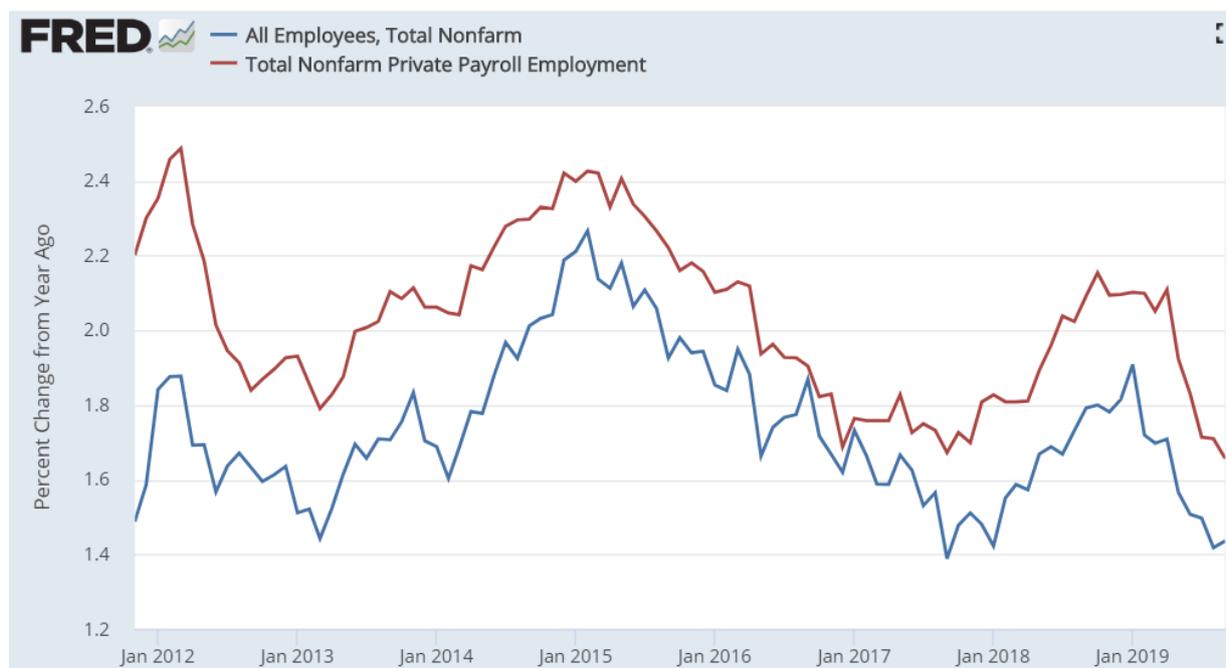
本週各項數據，幾乎都是糟糕兩字可以帶過，也確實令人擔憂，是否衰退即將到來，甚或已身處衰退之中？

美國的命脈是消費，在房市仍樂觀的前提下，快速跌落衰退的可能性甚低。

放大至全球來看，開發中國家的製造業勞工領微薄薪資縫 NIKE、組 iPhone，也是給先進國消費，而目前非美先進國終端需求尚未消失，景氣快速崩跌的可能性甚低。

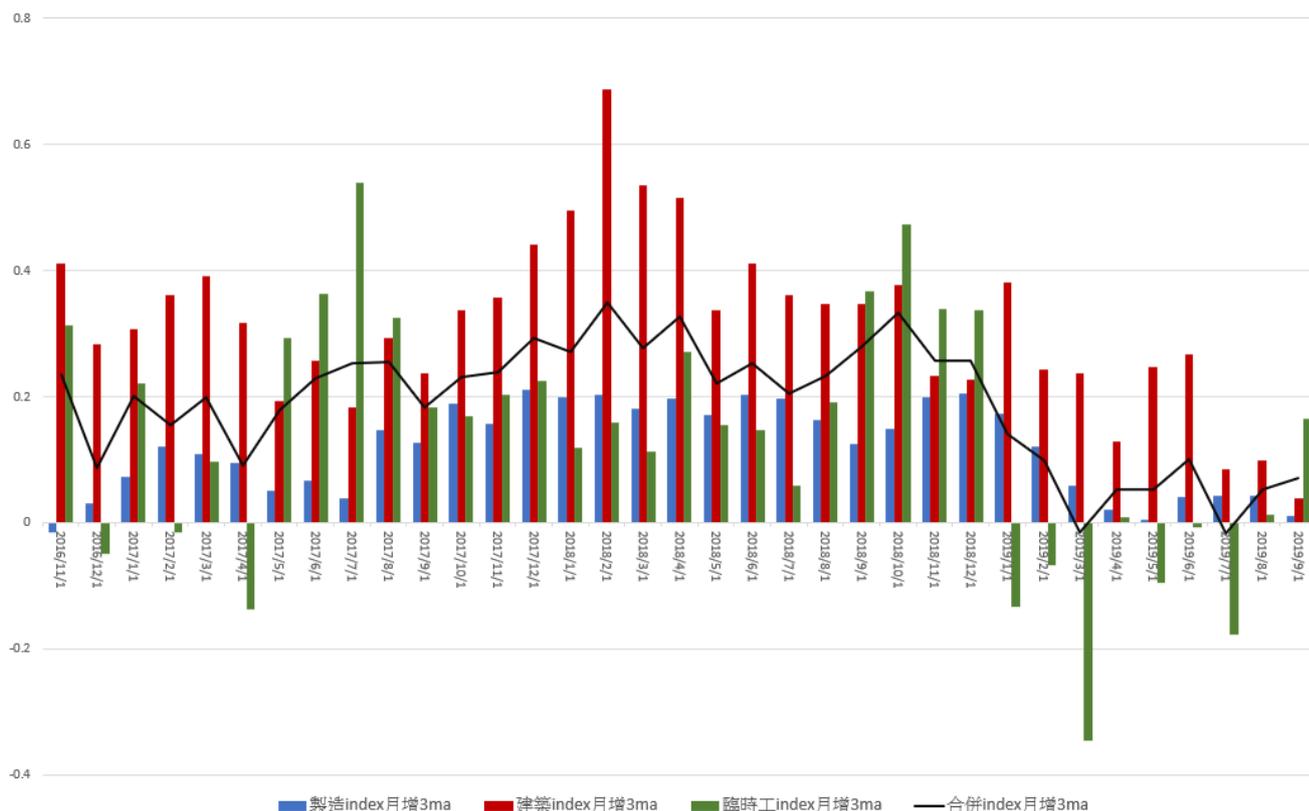
需求撐著，央行寬鬆，信心回穩，衝 2020 最後一波，這仍是最有可能的路徑。

就業：十分穩健的成長減速



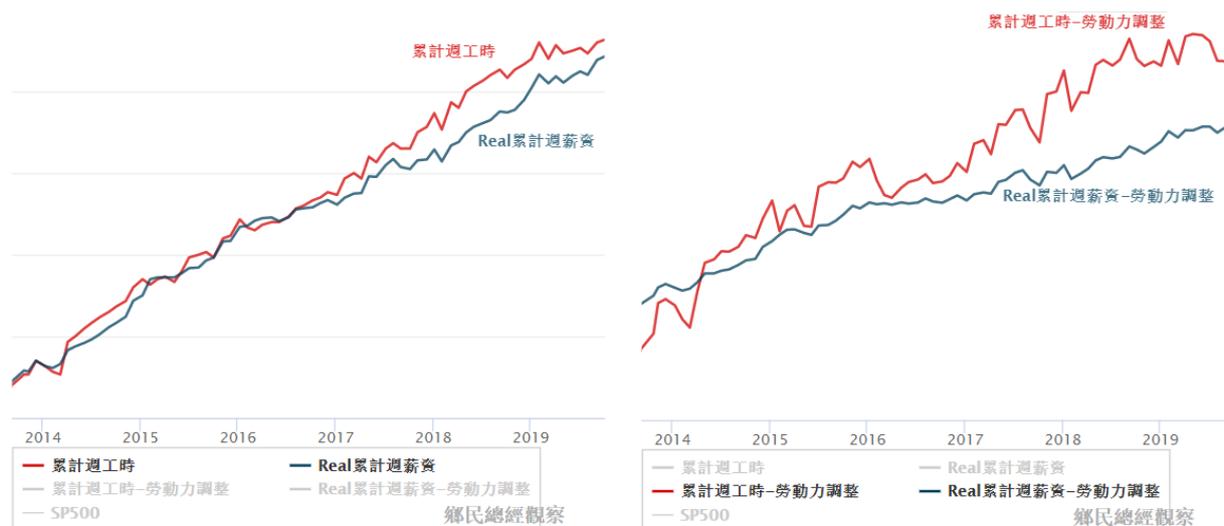
非農(藍) & ADP 小非農(紅)年增率

無論是非農或 ADP 小非農，**就業成長均減速**中，這是就業循環仍在進行中的大格局，除非薪資能爆發性成長，再擠出更多勞動力來，不然就業減速難以反轉。



製造、建築、臨時工 index 化月增減 3 月平均值，2016-8 月為 index 校正值

在過往的就業循環中，**製造、建築、臨時工**，是邁入衰退的最前端。本月三者仍維持正數，然而，從 3 月起便較去年明顯的弱，且臨時工 2019 至今累計是負數的，就業循環接近尾聲的情況十分明顯。



累計週工時 & 累計週薪資

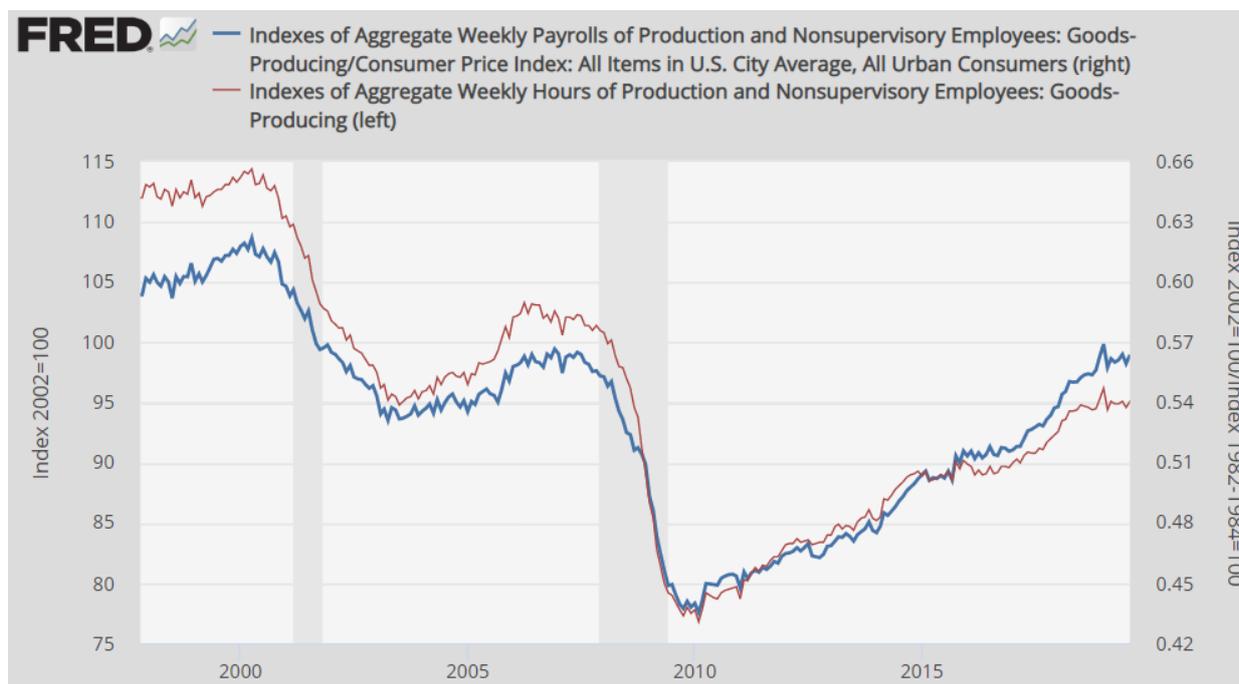
衡量整體就業情勢，累計週工時及累計週薪資，是我認為最為重要的兩項數據。

週總工時，攸關整體生產力， $\text{工時增幅} + \text{生產效率增幅} = \text{整體生產力增幅}$ ，只要工時能持續上升，就表示整體生產力一定是增加的（生產效率一直在提高，衰退情況少見），只要整體產能增加，整體經濟就會持續成長。

週總薪資，與消費能力有緊密關連，由於絕大部分薪水階級的所能得到的資本利得不多，勞務所得是消費力的主要來源，此數據持續創高，亦表示消費能量仍持續推動美國整體向上。

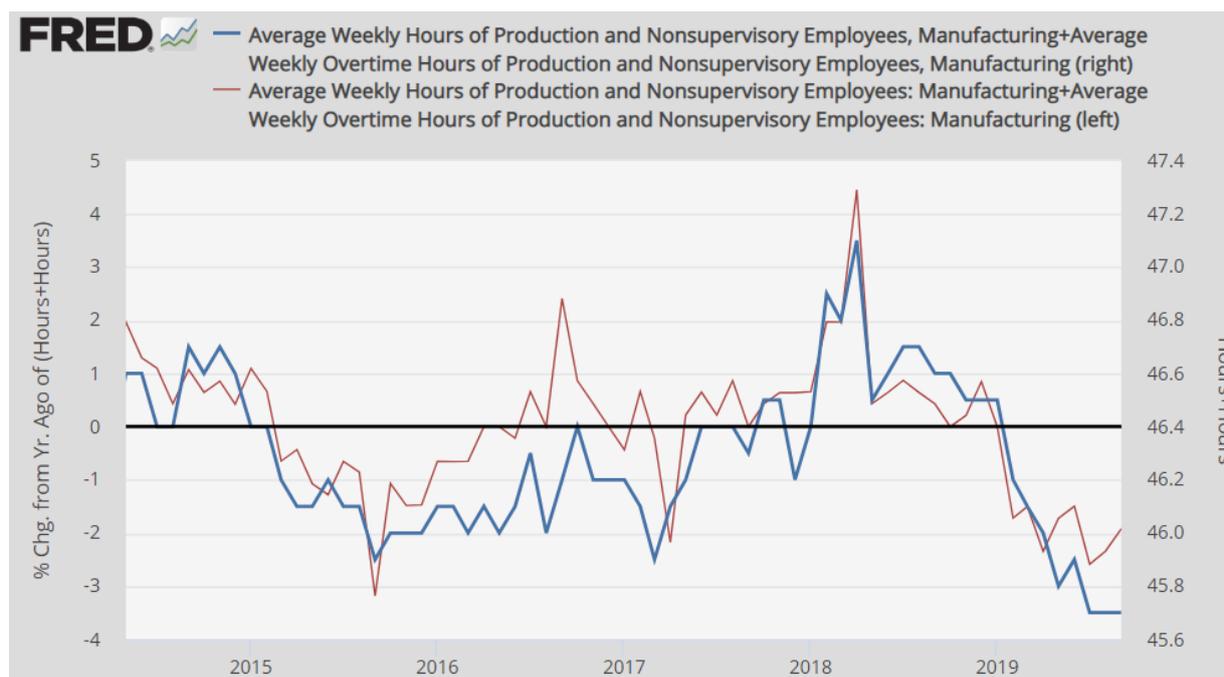
無論是累計週工時或是週薪資，本月均創新高，這代表美國整體產出持續增加，且增加消費是以薪資當後盾而非貸款。然而，若將工時與薪資再經勞動力調整後，得到更為領先的人均數據，累計週工時則持續走平，且已有超過 1 年時間，而累計週薪資則再創新高。

綜合兩者來看，仍就是**就業循環趨向頂峰**的情勢，何時越過山丘仍未知，但一步步趨近是非常確定的。



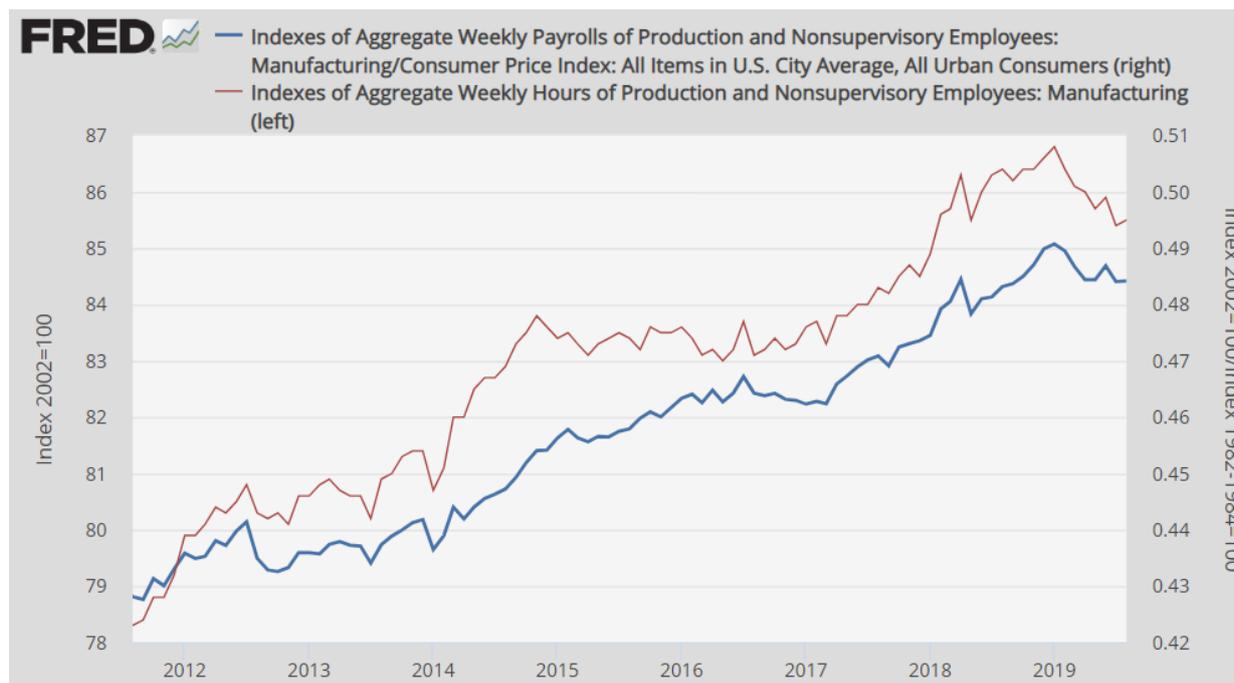
生產部門累計週薪資(藍) & 累計週工時(紅)

整體生產部門，仍未明顯轉弱，無論是累計週工時或週工薪，都仍能稱在走平，當然，這是從總體來看生產部門，生產部門中陷入衰退的製造業，數字就沒這麼好看了。



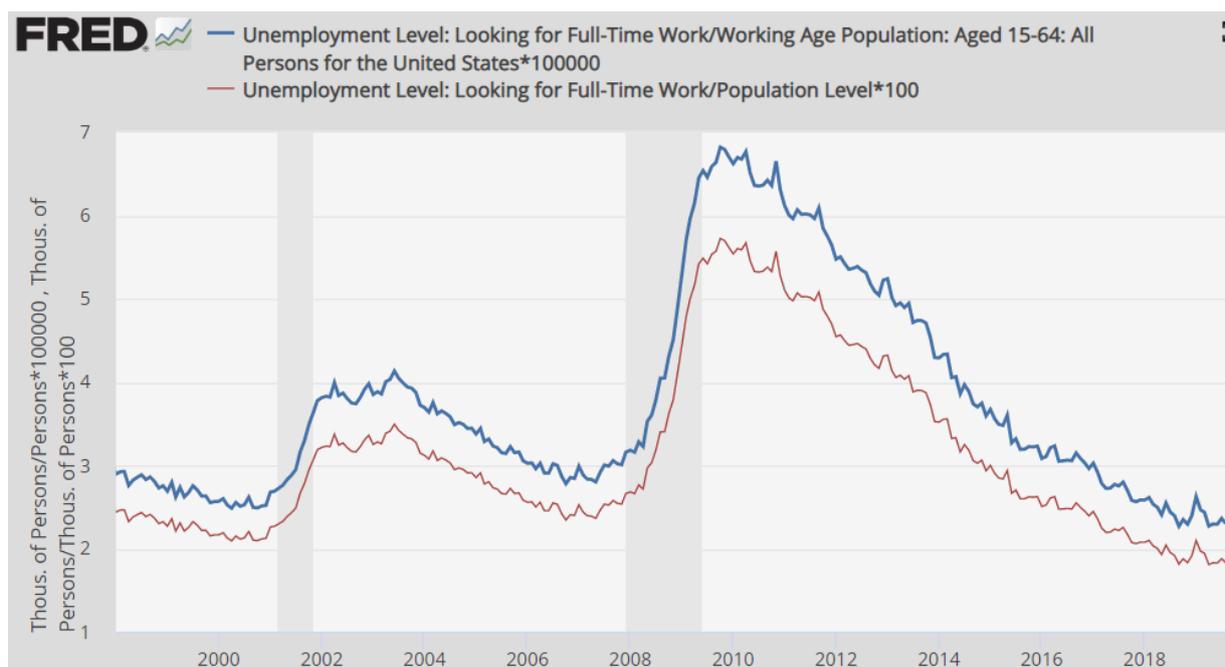
製造業非主管每週人均工時(含加班)

製造業人均週工時，已維持 **45.7 達 3 個月**，此數據不再走低，表示製造業或許有落底的可能性，可惜的是可能性不高就是了。

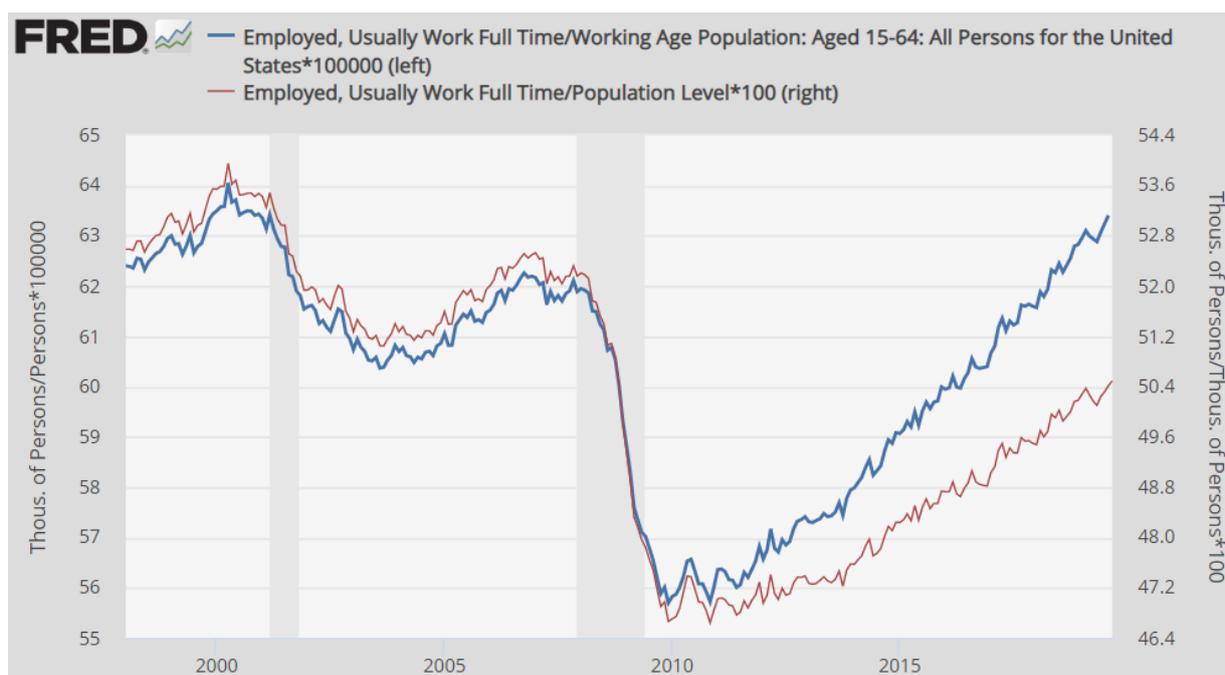


製造業累計週薪資(藍) & 累計週工時(紅)

為何製造業落底可能性不高？因為**累計週工時未明顯落底**，雖然累計週工薪走平未降，但工時重要性比工薪要來的大，工時代表產出，仍往下走表示製造業產出持續降低的可能性較大。



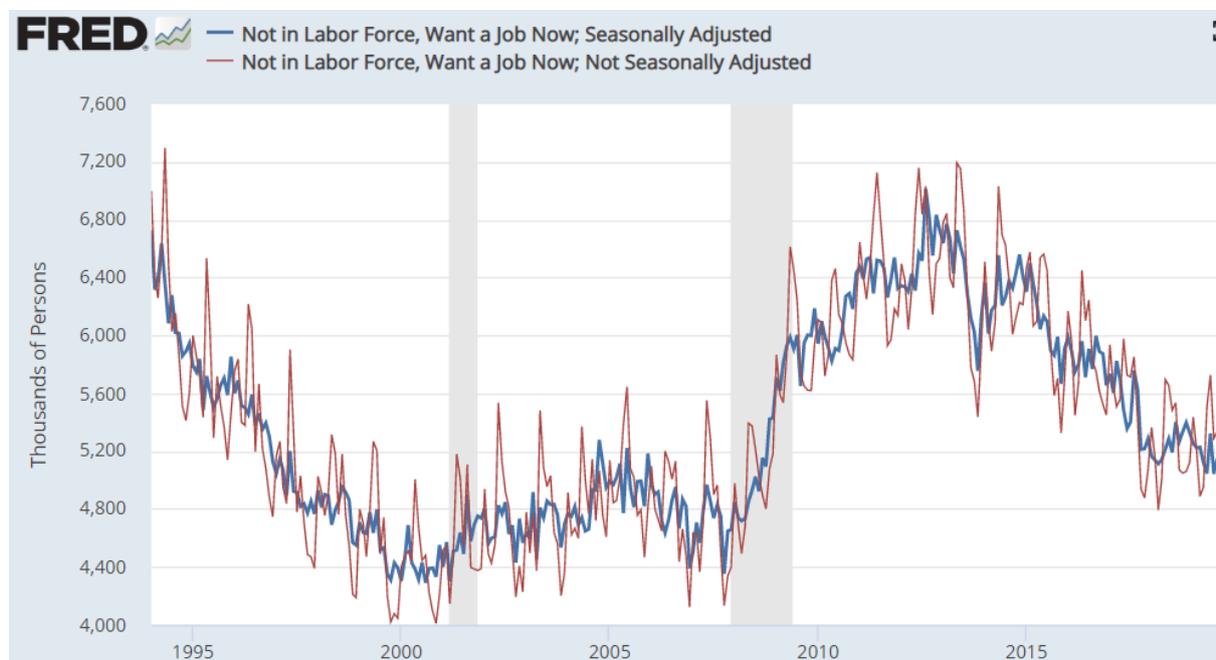
全職失業率



全職就業率

本月 U3 失業率 3.5%，創 50 年新低應該已經不用再提，比起包山包海的 U3 失業率，全職就業及失業的影響更重

大，能穩定全職誰想兼職呢，**全職就業率、失業率本月均創下本循環最佳數據**，整體就業仍相當健康。

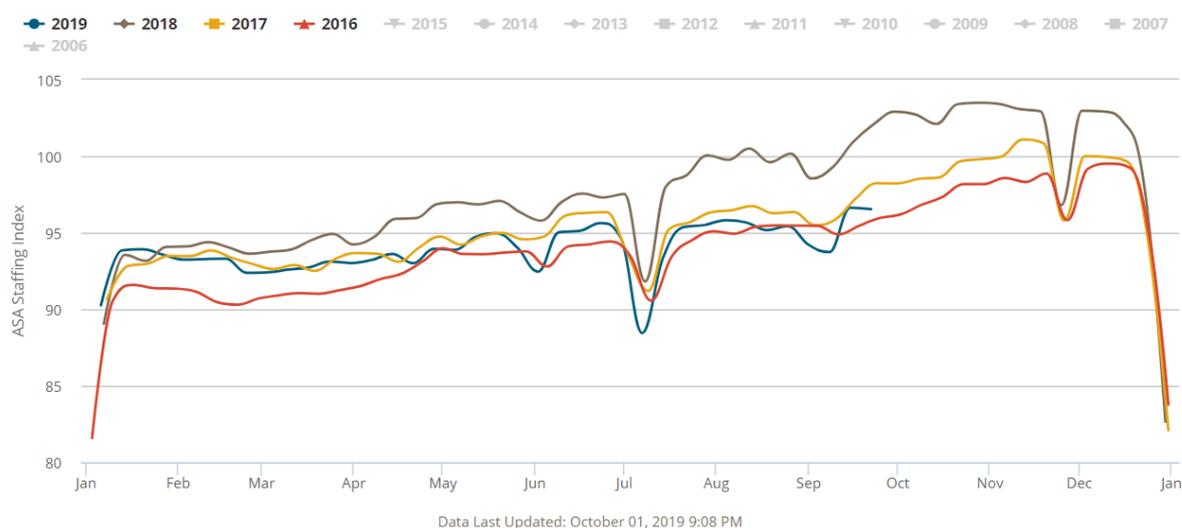


非勞動力想要工作

場邊選手本月再創新低，非勞動力想就業的人數離 2007 循環低點**僅剩下 528K**，除卻人口自然增長外的**剩餘人力已越來越少**。

弱勢就業

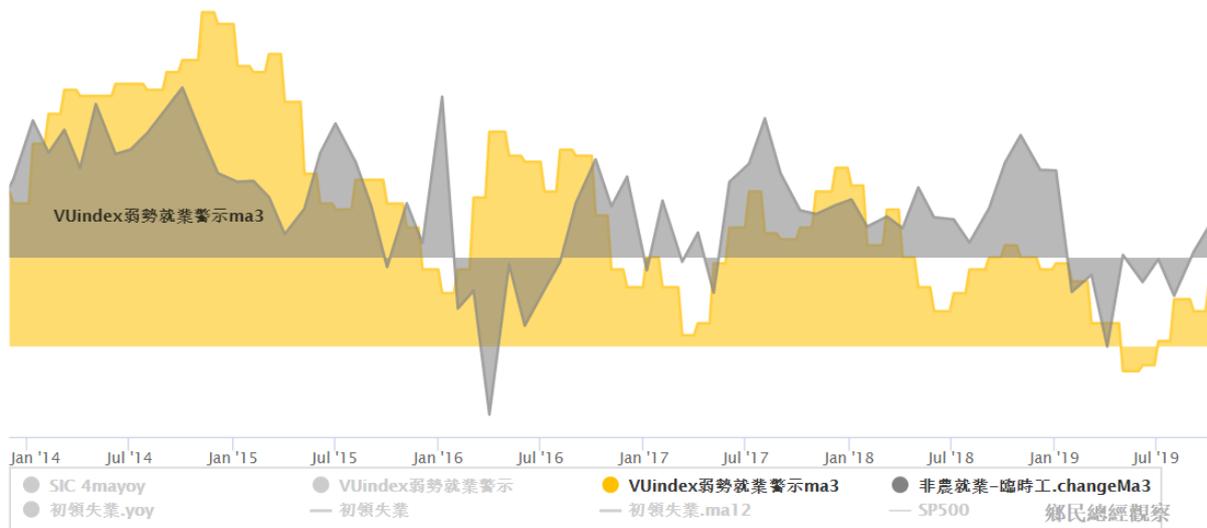
有追蹤社團的人都應該知道，每週我都會貼出 ASA 臨時/契約工數據，當景氣不佳時，弱勢族群會是最先被捨棄的族群，弱勢也因此更能指出整體情況。



ASA 臨時/契約工

SIC州失業指數 & 初領失業 & 弱勢就業

Reset zoom



非農臨時工 & VUindex 弱勢就業警示

通常越往年底旺季會雇用越多短期就業，今年明顯少了許多，ASA 仍低於 2017 水位，且非農的臨時工數據也一樣不佳，全年累計臨時工為負數，最近數據稍微走穩，這應該是接近年底旺季的因素。

VUindex 弱勢失業警示，是計算美國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，這表示本次循環已接近尾聲。所幸目前回到正值，半年之內暫時無虞。

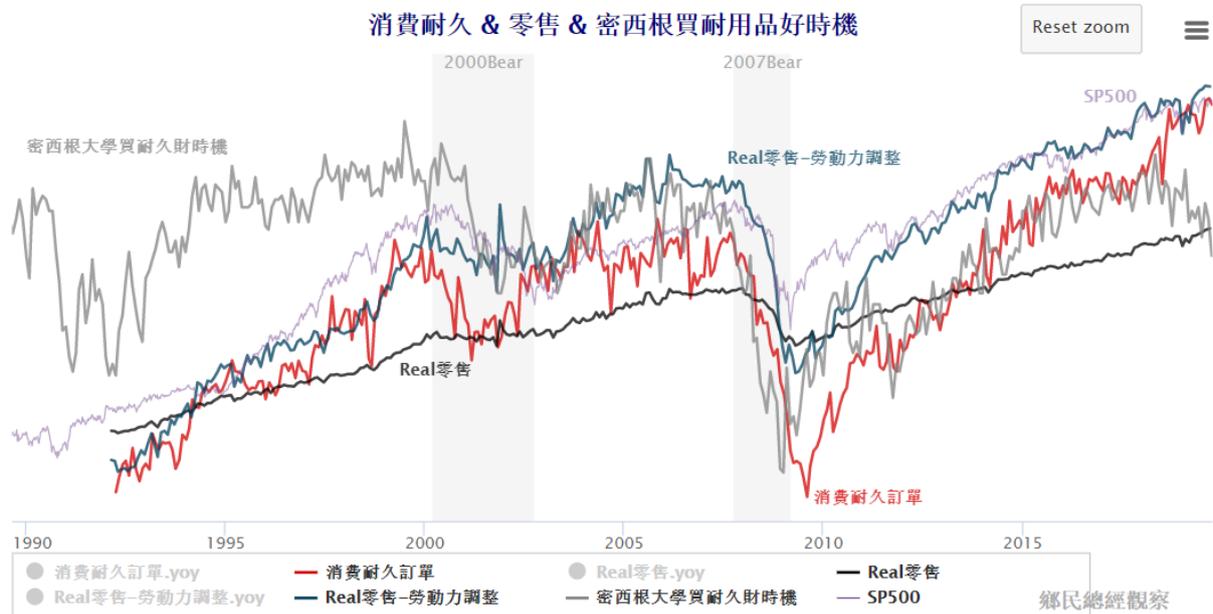
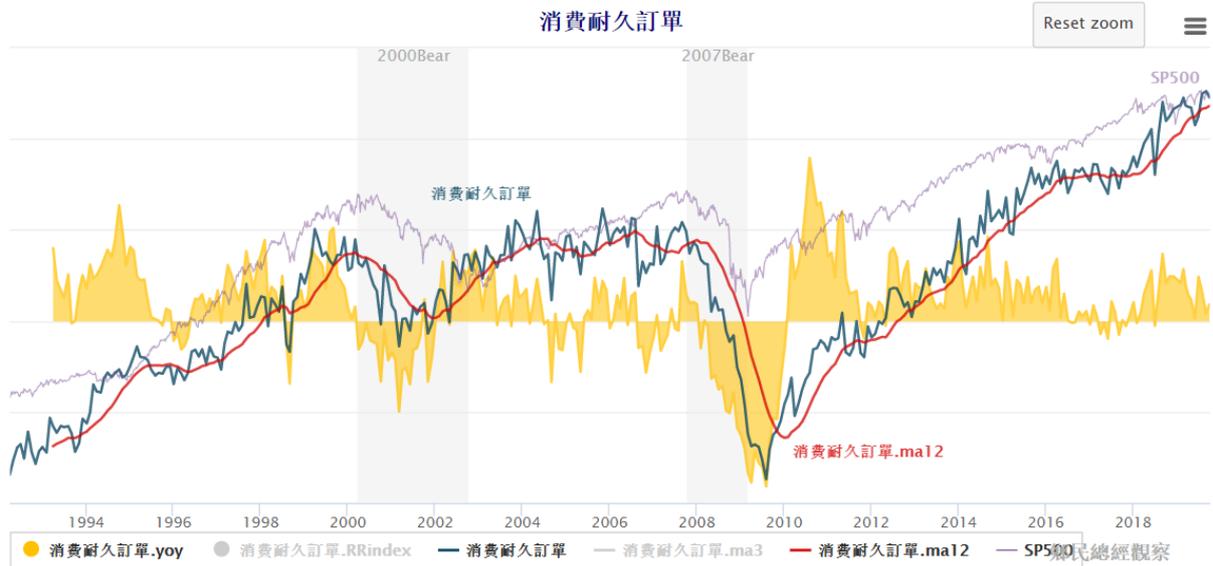


失業超過 27 週人數

失業 27 週以上人數，是代表長期失業族群的數據，而長期失業可視為在勞動市場中的弱勢族群，這是整體就業衰退前的領先破口，此數據在 7 月創低點，目前仍處低檔。

總體來看，本月報告仍是苦樂參半。就業破口不大，尤其是本月就業弱勢數據均表現良好，所以這份報告還算不錯。苦處，則是就業循環的大格局並未看到改變契機，製造業人均工時很勉強算一點星火，但可惜其他數據不支持。

消費耐久未創新高，仍有樂觀理由



消費耐久新訂單，與較為嚴苛的人均零售消費，本月兩者均未創新高，若再參照密西根大學的買耐用品好時機，此數據持續創低，綜合看起來確實會讓人擔心一兩下。

然而，我並不認為消費要開始衰竭了，未來 6 個月應能再創高，一來，這僅僅是一個月未能創高，二來，房市正在起風。

在本月 ISM NMI 非製造業報告中，營造商是這麼說的：

“We are very busy right now [and] expect to be so for the next 12 months. We are still very shorthanded with qualified labor.” (Construction)

「超忙，接下來 12 個月也會這麼忙，非常缺工」

營造業不全然是房市，在全部建築費用中，房市僅佔 4 成，從近幾月房市許可相關數據可知，房市確實已經穩定，NMI 報告中營造商所述能旺 12 個月，這句話聽聽就好，但相當明確的是，房市沒垮之前，消費力開始衰竭的可能性不高。

信心不足，先進國終端需求未消失

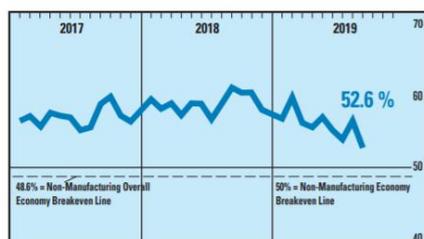


PMI®

Manufacturing contracted in September, as the PMI® registered 47.8 percent, a decrease of 1.3 percentage points from the August reading of 49.1 percent. This is the lowest reading since June 2009, the last month of the Great Recession, when the index registered 46.3 percent. The PMI® contracted for the second straight month. The contraction continues six straight months of softening in manufacturing. Only one of the PMI® subindexes (Supplier Deliveries) registered at a level associated with expansion.

MANUFACTURING AT A GLANCE

Index	Sep Index	Aug Index	% Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (months)
PMI®	47.8	49.1	-1.3	Contracting	Faster	2
New Orders	47.3	47.2	+0.1	Contracting	Slower	2
Production	47.3	49.5	-2.2	Contracting	Faster	2
Employment	46.3	47.4	-1.1	Contracting	Faster	2
Supplier Deliveries	51.1	51.4	-0.3	Slowing	Slower	43
Inventories	46.9	49.9	-3.0	Contracting	Faster	4
Customers' Inventories	45.5	44.9	+0.6	Too Low	Slower	36
Prices	49.7	46.0	+3.7	Decreasing	Slower	4
Backlog of Orders	45.1	46.3	-1.2	Contracting	Faster	5
New Export Orders	41.0	43.3	-2.3	Contracting	Faster	3
Imports	48.1	46.0	+2.1	Contracting	Slower	3
OVERALL ECONOMY				Growing	Slower	125
Manufacturing Sector				Contracting	Faster	2



NMI®

In September, the NMI® registered 52.6 percent, 3.8 percentage points lower than the 56.4 percent in August. This is the lowest reading since August 2016, when the NMI® registered 51.8 percent. The non-manufacturing sector grew for the 116th consecutive month. A reading above 50 percent indicates the non-manufacturing sector economy is generally expanding; below 50 percent indicates the non-manufacturing sector is generally contracting.

NON-MANUFACTURING AT A GLANCE

Index	Sep Index	Aug Index	% Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (months)
NMI®	52.6	56.4	-3.8	Growing	Slower	116
Business Activity	55.2	61.5	-6.3	Growing	Slower	122
New Orders	53.7	60.3	-6.6	Growing	Slower	122
Employment	50.4	53.1	-2.7	Growing	Slower	67
Supplier Deliveries	51.0	50.5	+0.5	Slowing	Faster	4
Inventories	53.0	55.0	-2.0	Growing	Slower	2
Prices	60.0	58.2	+1.8	Increasing	Faster	28
Backlog of Orders	54.0	49.0	+5.0	Growing	From Contracting	1
New Export Orders	52.0	50.5	+1.5	Growing	Faster	32
Imports	49.0	50.5	-1.5	Contracting	From Growing	1
Inventory Sentiment	58.0	56.0	+2.0	Too High	Faster	267
OVERALL ECONOMY				Growing	Slower	122
Non-Manufacturing Sector				Growing	Slower	116

*Number of months moving in current direction. Non-Manufacturing ISM® Report On Business® data is seasonally adjusted for the Business Activity, New Orders, Prices and Employment Indexes.

無論是製造業 PMI 或非製造業 NMI，兩者本月都只能用糟糕來形容。信心瓦解。

IHS Markit Eurozone Manufacturing PMI



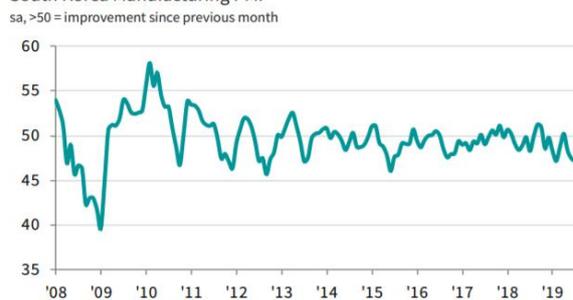
GERMANY MANUFACTURING PMI®



Jibun Bank Japan Manufacturing PMI



South Korea Manufacturing PMI



歐、德、日、韓製造業 PMI

國際情況還是不好。

歐：新訂單 2012-10 月以來最糟，國內外需求都差。

The fall in the headline PMI was driven mainly by the sharpest contraction in new orders since October 2012. Weakening demand was apparent both at home and abroad, with latest data showing exports falling at a rate only slightly weaker than July's near eight-year record. The severity of the job losses across manufacturing we are now seeing could start to weigh more heavily on consumer confidence, which up to this point has been relatively resilient.

德：新訂單 10 年最糟，就業衰退開始影響消費信心

The downward trend in new orders – which fell the most in more than ten years – is a particular worry, and continues drive cutbacks in factory output, employment and prices. The severity of the job losses across manufacturing we are now seeing could start to weigh more heavily on consumer confidence, which up to this point has been relatively resilient.

日：國內外需求都差，中、美、歐外銷訂單下降。

Panellists indicated that underlying demand conditions had weakened, reflecting fewer sales from both domestic and foreign markets. Latest survey data showed a tenth successive monthly drop in new export business. Order book volumes from China, the US and Europe, key markets for Japanese manufacturers, reportedly declined in September.

韓：歐、日、中業績衰退

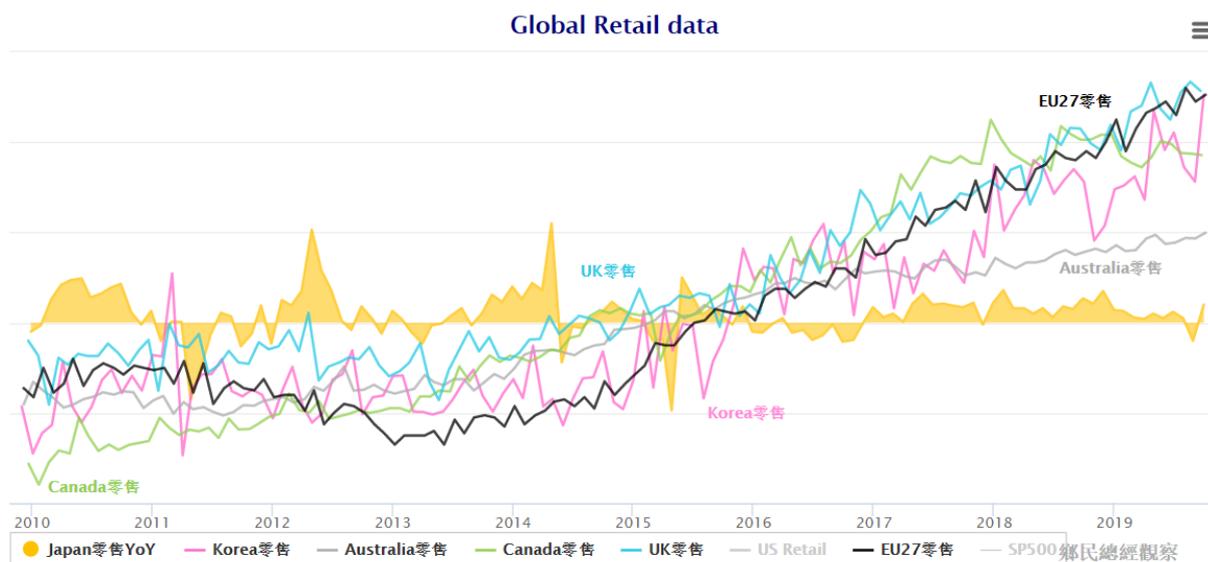
Panellists attributed weak demand to tough conditions within the domestic economy. Furthermore, there were mentions of falling sales to clients in Europe, Japan and China, but the entrance into new foreign markets helped offset this, according to anecdotal evidence.

美國總經各重要指標，無論是就業、消費、房市、製造，若從年增率的角度來看，成長力都在削弱，PMI、NMI 低是有理由的，成長只要減速，都會面對相同的問題：

是否減速會減到衰退？

現在這個階段，正如同上週報告的標題，「[以拖待變，強心針 stand by](#)」，面對高基期的 2018，2019 以低速成長但未衰退撐過，靠各國央行寬鬆輸血，將景氣延命至 2020，這是我覺得比較可能的路徑。

回看 PMI，雖然全球製造業已數月低於 50，若看非美先進國（歐、日、英、澳、加、韓），除加拿大零售走平 2 年多外，其餘各國仍在成長，總合年增率也並未快速衰退。



先進國零售數據(均 CPI 調整)



先進國零售成長率(均 CPI 調整) & 全球製造業 PMI

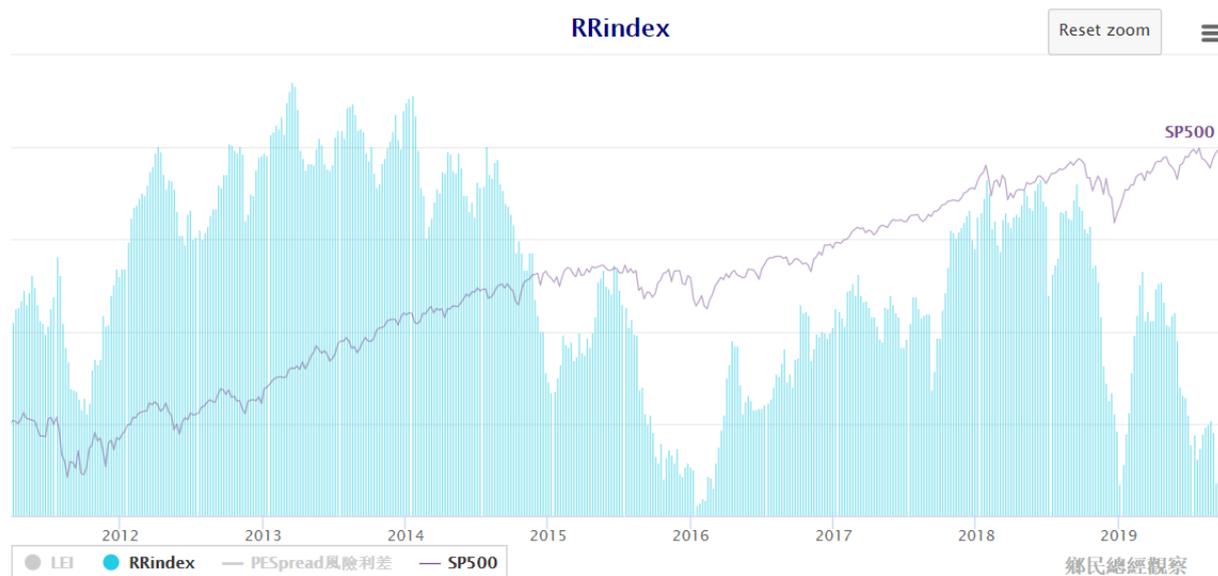
開發中國家生產，先進國消費，製造業最終都是為了滿足終端消費需求，只要先進國終端需求仍有力氣，衰退立即到來的可能性不高。

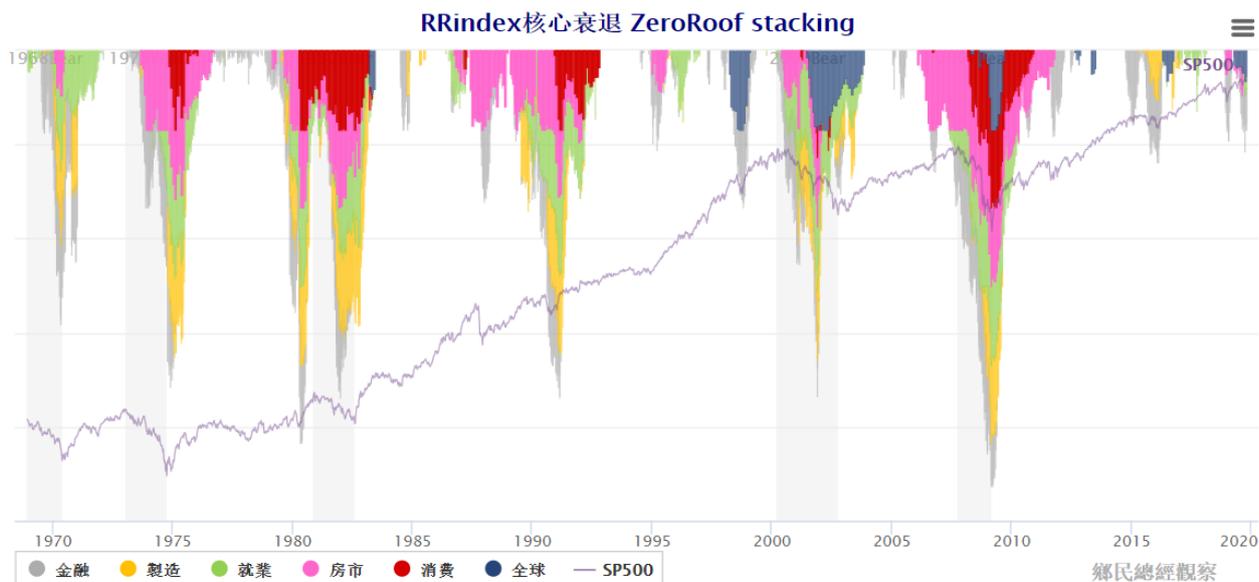
附錄 A：總經數據推估高點、RRindex

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	2020-04-16	2021-01-07	2018-12-06	2020-11-04	2020-04-08
中位數	2020-06-09	2021-01-29	2019-01-25	2021-01-01	2020-05-24
最小	2019-10-04	2020-02-21	2018-02-28	2019-11-23	2019-06-28

鄉民總經觀察 Last Updated: 2019-10-05





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。

非農就業與 ISM NMI 分析 by 小明同學

9 月非農就業分析

美國 9 月非農就業增加 13.6 萬人，低於市場預期，但上月數據上修

美國勞工局公布 9 月就業資料，本月非農就業新增就業人數為 13.6 萬人，低於市場預期的 14.5 萬人，**但前值從 13.0 萬人上修到 16.8 萬人。**

民間就業新增 11.4 萬人，低於市場預期的 13.0 萬人。失業率從 3.7% 大降至 3.5%，處在 50 年以來新低，而用來衡量臨時工人數的 U6 失業率從 7.2% 下降至 6.9%，顯示就業結構持續改善。

本月平均每週工時為 34.4 小時，符合市場預期，而每小時平均薪資月增率為 0.0%，低於市場預期的 0.2%，勞動參與率持平於 63.2%。

表 非農數據

	上月	上月修正	預期	本月
新增就業人數	130,000	168,000	145,000	136,000
失業率	3.7%		3.7%	3.5%
民間新增就業人數	96,000	122,000	130,000	114,000
製造業新增就業人數	3,000	2,000	3,000	-2,000
勞動參與率	63.2%		63.2%	63.2%
時薪月增率	0.4%		0.20%	0.0%
時薪年增率	3.2%		3.20%	2.9%
平均工時	34.4		34.4	34.4

資料來源：Bloomberg

就細項來看，9月份商品生產行業新增就業人數 0.5 萬人，礦業新增 0.0 萬人，營建業新增 0.7 萬人，與近日所公布的 ISM 指數報告相符。

營建業者苦於招不到合格工人，依舊有缺工問題，製造業新增-0.2 萬人，生產活動受到不確定性影響，導致廠商雇用人的意願下降，雖不代表衰退，但確實廠商的信心有受到影響。

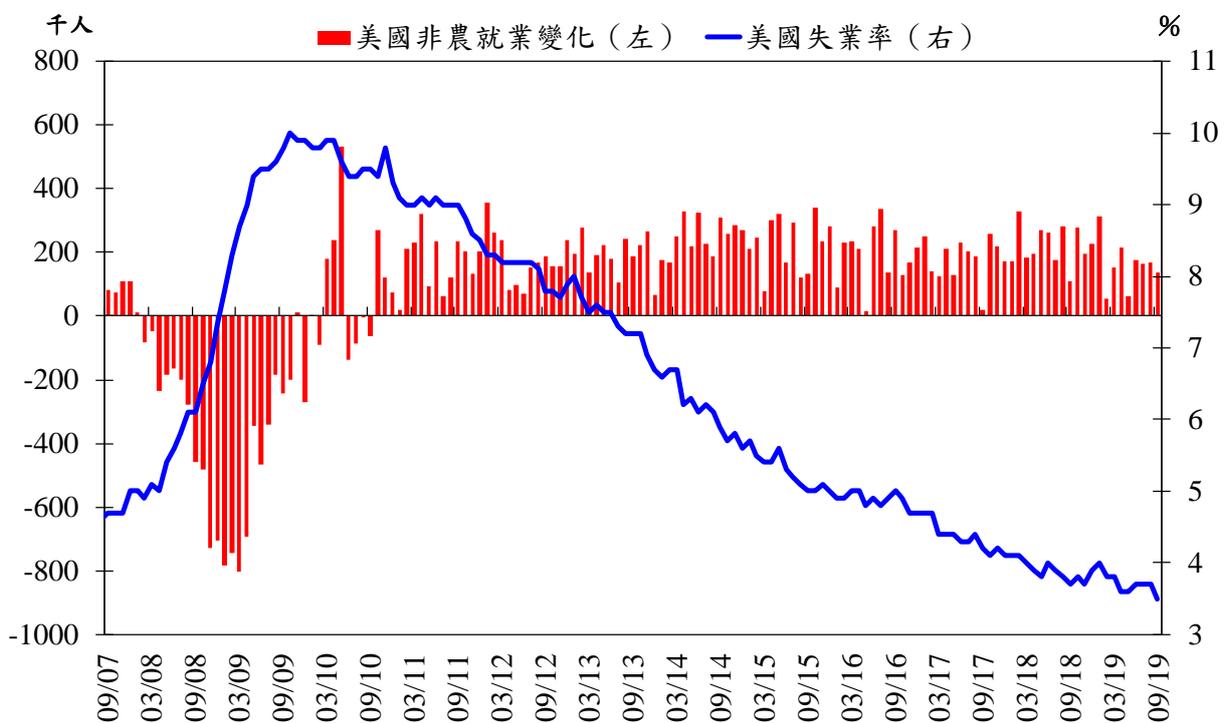
服務業新增就業人數 10.9 萬人，較上月的 12.1 萬人小幅下降，主要是受到金融保險、專業及商業服務、教育及保健服務這三個行業新增就業人數較上月減少，拖累整體數據。

而貿易運輸、資訊通訊業則較上月表現佳，與 ADP 就業報告一致；值得一提的是休閒及餐旅業的新增就業人數為 2.1 萬人，較上月 0.9 萬人明顯增加，顯示年底的消費旺季廠商仍然有所預期，才會願意雇用人力。

整體來看，本次非農數據低於市場預期，但上月數據上修，薪資增速雖不如預期，然以年增率來看依舊高達 2.9%，故消費動能仍有支撐。

此外就業結構也有改善，勞動參與率高檔不墜，失業率與U7失業率都進一步下降，顯示美國就業市場仍然穩健，惟須注意的是就業狀況並非在各行業間均勻熱絡。

圖 非農新增就業與失業率



資料來源：Bloomberg

當前美國消費支出仍然保持相當不錯的表現，且廠商對於年底旺季有所期待，意味著支撐美國經濟的消費引擎尚未熄火，經濟急遽衰退的風險並不大。

9 月份 ISM 非製造業指數分析

9 月份 ISM 非製造業指數 52.6，低於市場預期，非製造業活動降溫

美國供應管理人協會公布資料顯示，9 月份 ISM 非製造業指數由 56.4 點下降至 52.6 點，低於市場預期的 55.0 點

雖仍維持在擴張，然速度已明顯減緩，數據降至 2016 年 8 月以來新低，與當時情況相同的地方是同樣因為受到商業活動、新接訂單及就業指標大幅滑落導致數據不佳，不同的地方是當時積壓訂單、出口新接出口訂單是處於萎縮的狀況，顯示美國經濟確實受到貿易戰衝擊內需，導致非製造業活動降溫。

表 ISM 非製造業指數

	Sep-19	Aug-19	月變動
非製造業指數	52.6	56.4	-3.8
商業活動	55.2	61.5	-6.3
新接訂單	53.7	60.3	-6.6
就業	50.4	53.1	-2.7
供應商出貨	51	50.5	0.5
存貨	53	55	-2
價格	60	58.2	1.8
積壓訂單	54	49	5
新接出口訂單	52	50.5	1.5
進口	49	50.5	-1.5
存貨觀感	58	56	2

資料來源：供應管理人協會

若以細項來觀察，**商業活動、新接訂單及就業指標**都較上月回落，但以回報狀況來看並沒有顯著的衰退，僅有一個行業在此三項細項皆回報較上月更差，該行業為教育服務業。

供應商出貨狀況則保持擴張，但各行業交貨速度並不均勻，甚至出現了更加分歧的狀況，顯示美國內需有部分產業降溫較快。

而在庫存方面雖仍保持增加，然而受訪者回報的狀況顯示當前廠商仍然在降低庫存以應對未來幾個月銷售較差的預期。新接出口訂單及進口則保持不溫不火的狀況，廠商仍然對於貿易戰所帶來的不確定性感到擔憂進而觀望。

從受調查廠商的意見來看，關稅、勞動力資源及經濟指標被廠商提及。

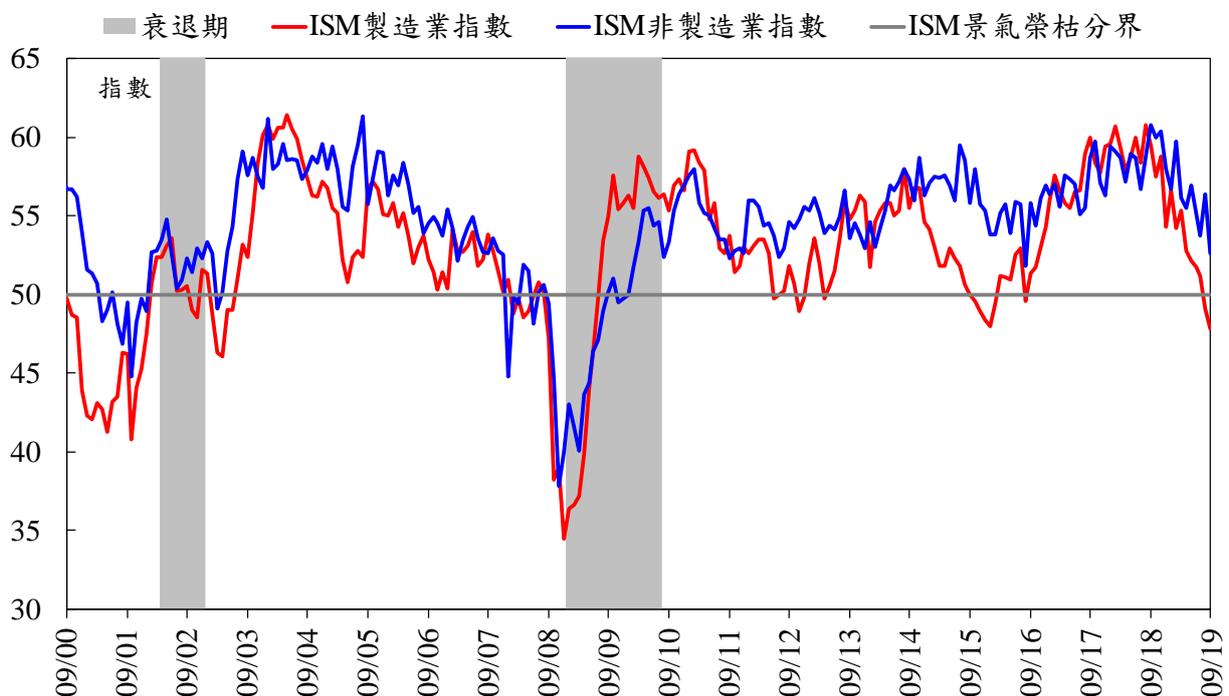
營建服務業提到當前的狀況相當忙碌，且忙碌的情形預計在未來一年都能保持，缺乏合格的勞動力。

融及保險業則提到，利率的變化、貿易及關稅問題還有經濟指標趨勢預期會在年底以前出現結果；其他服務業則提到貿易戰帶來的關稅是可以理解的，廠商正在積極尋求中

國以外的替代選擇，目前尚未將成本轉嫁給客戶，但不排除這樣做；零售貿易業則提到隨著時間進入第四季，業務持續增長，需要勞動力來填補職位空缺，傳統銷售旺季仍被期待。

整體來看，本月 ISM 非製造業指數較上個月明顯下滑，且不如市場預期，從細項來看，在廠商的營運明顯降溫，但並不是全面性的狀況，貿易戰仍然是廠商所關注的問題。

圖 ISM 指數

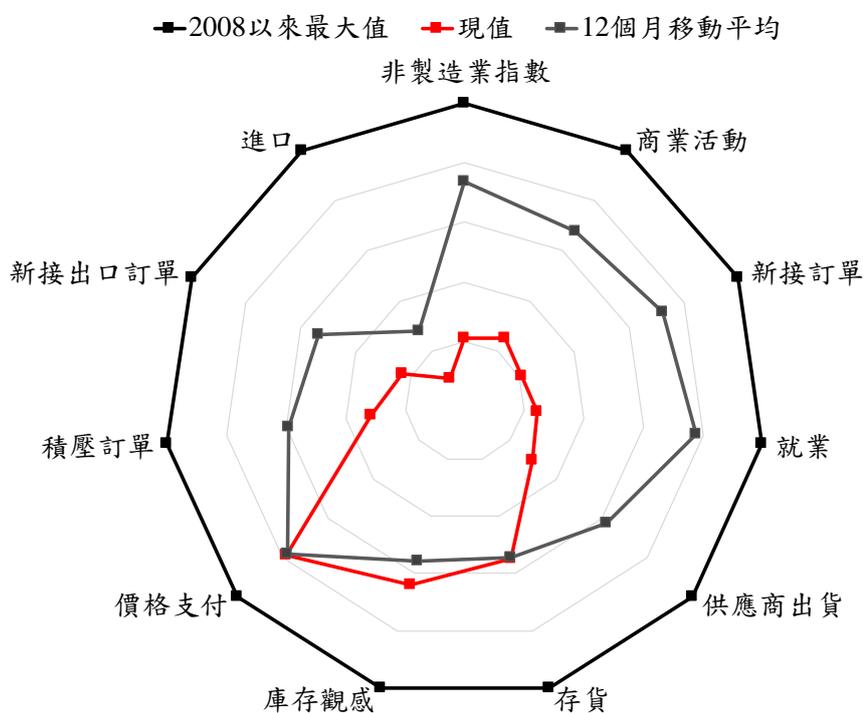


資料來源：供應管理人協會

要特別注意的是由於先前所公布的 **ISM 製造業指數** 及 **ADP 就業數據** 都顯示出當前美國勞動市場似乎有降溫的現象，10月5日所公布的非農數據將能作為勞動市場狀況的驗證，若就業狀況確實不佳導致失業率攀升，所帶來的經濟衝擊可以預期對美國經濟造成傷害。

目前美國進入第四季傳統消費旺季，是以國內需求仍然有所支撐，應不至於急轉直下，美國經濟尚有韌性存在。

圖 ISM 非製造業指數歷史相對表現



註：本圖為指標之歷史相對表現，並非水準值

資料來源：供應管理人協會

作者群

Wen Hung Wang (嗱大、嗱仔)

小明同學

meRscliche

銘仔

排版編輯

Rickz

meRscliche

特別感謝

莫莫