

美联储将采取适当行动，维持美国经济扩张

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第78期 (2019.08.19-2019.08.23)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 美联储将采取适当行动，维持美国经济扩张

美联储主席 Powell 在 Jackson Hole 全球央行年会上发表主题为“货币政策的挑战”的演讲。Powell 首先表示，美国经济复苏已达到创纪录的第十一年，在经济复苏期间，失业率稳步下降，通胀保持相对稳定，没有大起大落。之后，Powell 阐述三个时代的经济情况以及货币政策面对的关键问题。1) 1950年-1982年：货币政策孕育宏观经济的不稳定性和高通胀。当时对于如何促进宏观经济稳定的知识经验是有限的，由于“走走停停”的政策，经济曾多次相继出现繁荣和衰退。美联储总结发现，将通胀预期维持在较低水平至关重要。2) 1983年-2009年：大稳健时代。美联储更好地做到了稳定通胀、就业增长，这段时期经历了美国历史上三次最长扩展中的两次，而在经济面临风险时，美联储下调联邦基金利率以度过危机。同时也发现，金融过剩和全球性事件成为经济稳定的主要威胁。3) 2010年至今：正在兴起的新常态。美联储发现需要根据新的数据来判断自然失业率和中性利率所处的位置，据此添加风险管理的要素，以此来指导货币政策走向。

低自然失业率对货币政策制定的影响不是很大，而中性利率降低则会产生重大的影响。美联储现在面临的问题就是，如何在低利率环境下，最好地支持充分就业和价格稳定。美联储正监测广泛的数据和信息，来评估当前经济的状况。鉴于近期事态发展影响以及经济结构方面的不确定性，美联储将风险管理纳入到决策流程当中。由于存在明显的风险，美联储货币政策有时适当地倾斜是合适的。

Powell 强调，美联储在处理典型的宏观经济发展方面具有丰富的经验，但将贸易政策的不确定性纳入这一框架是新的挑战，并没有先例指导美联储在当前的经济形势下做出政策回应。美联储在应对不断出现的新挑战的过程中，货币政策也在不断演变，而美联储货币政策基调始终是“将采取适当政策维持经济扩张，以达到充分就业和通胀率 2% 左右的目标”，美联储将致力于在这个充满挑战的时代中坚定履行使命。

Powell 还分析了美国经济目前面临的挑战，不确定性主要集中在贸易摩擦、低通胀以及美国制造业疲软等问题上。在全球经济放缓、贸易政策前景不确定的背景下，美联储现在面临着前所未有的挑战，美联储也在不断地摸索前进的方向，边走边看。Powell 在发言中并没有就 9 月是否会降息给出明确的信号，并且使用了与之前相仿的措辞。

美联储对美国状况的评估仍是：虽然商业投资和制造业出现疲软，但稳定的就业增长和工资上涨仍在推动强劲消费，并支持整体经济温和增长。在发言后，市场对于美联储未来降息的概率也没有大幅波动。结合此前公布的 7 月 FOMC 内容来看，美联储内部的分歧仍存，票委对如何调整货币政策还没有达成共识。加上美国总统特朗普近期一直给美联储施压，发推文表示希望美联储降息 100 个基点来刺激经济。面对总统的“炮轰”，美联储政策的独立性不断遭到挑战，也令美联储面临的情况更加复杂。美联储 7 月的降息只是“周期中的调整”，还是真的启动降息周期，取决于美国的经济表现。

● 美国 8 月 Markit 制造业 PMI 跌破荣枯线

美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值仅录得 49.9%，为 2009 年 9 月以来首次跌破荣枯线，服务业 PMI 初值录得 50.9%，综合 PMI 初值录得 50.9%。制造业新出口销售下滑速度创 2009 年 8 月以来最快，表明制造业企业持续受到全球经济动能放缓的影响。

● 美国制造业偏弱，美元指数回落

美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值超预期跌破荣枯线，令市场对美国制造业放缓担忧的情绪升温，令美元指数承压下行收至 97.652。人民币对美元贬值情况有所缓解。截至 8 月 23 日，美元兑人民币即期汇率收至 7.0825；美元兑人民币汇率中间价收至 7.0572。

● 商品指数涨跌不一

美联储对是否持续降息仍存争议，叠加近期避险情绪降温，对金价有所打压。终端需求偏弱，高炉开工率有所回升，利多螺纹钢价格。全球制造业疲弱迹象显现，美债收益率曲线倒挂，令铜价承压。钢厂及焦企焦炭库存均回落，利多焦炭价格。电厂日耗回升，电厂及港口煤炭库存回落，利多煤炭价格。目前原油供需两弱，美国 EIA 原油库存超预期减少，利多油价。中美贸易不确定性仍存，美豆产量前景黯淡，利多豆价。

● 风险提示：美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：为什么投资者购买负利率债券？

2019-08-18

国际经济及大宗商品：美联储降息能刺激投资吗

2019-08-11

国际经济及大宗商品：美国新增就业小幅回落，但薪资增速超预期回升

2019-08-04

国际经济及大宗商品：美国 GDP 增速下滑，但仍超市场预期

2019-07-28

国际经济及大宗商品：长期低利率环境下的货币政策新框架

2019-07-21

国际经济及大宗商品：美联储考虑设置 SRF，解决降息技术问题

2019-07-14

国际经济及大宗商品：美国非农数据良好，市场预期降息幅度下降

2019-07-07

国际经济及大宗商品：下半年美国经济展望

2019-06-30

国际经济及大宗商品：美联储降息的一个技术性问题

2019-06-23

国际经济及大宗商品：辩证地看美国消费增速低迷

2019-06-16

国际经济及大宗商品：美国非农数据不佳，市场降息预期进一步加强

2019-06-09

国际经济及大宗商品：美债收益率倒挂，市场降息预期增加

2019-06-02

国际经济及大宗商品：政府汇率管理工具箱里有什么？

2019-05-26

目 录

1、 美联储将采取适当行动，维持美国经济扩张.....	4
2、 国外经济形势一周综述.....	5
3、 汇率走势一周综述.....	7
4、 商品价格走势一周综述.....	8
4.1、 商品指数涨跌不一.....	8
4.2、 黄金价格走低.....	9
4.3、 金属价格涨跌不一.....	9
4.4、 能源化工产品价格涨跌互现.....	11
4.5、 农产品价格多数上涨.....	13

图表目录

图 1: 美联储 9 月降息概率.....	5
图 2: 美国 Markit 制造业 PMI (%).....	6
图 3: 美国新屋销售 (千套).....	6
图 4: 美国成屋销售 (万套).....	6
图 5: 欧元区消费者信心指数.....	6
图 6: 欧元区 CPI 同比增速 (%).....	7
图 7: 欧元区制造业 PMI (%).....	7
图 8: 南华商品指数周度涨跌幅.....	8
图 9: 上周黄金价格走势.....	9
图 10: 美元指数走势.....	9
图 11: 高炉开工率 (%).....	10
图 12: 当周螺纹钢库存 (万吨).....	10
图 13: 全国主要钢材品种库存 (万吨).....	10
图 14: 铁矿石港口库存 (万吨).....	10
图 15: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨).....	10
图 16: 上期所阴极铜库存(吨).....	10
图 17: 焦化企业开工率 (%).....	11
图 18: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨).....	11
图 19: 港口焦炭库存 (万吨).....	12
图 20: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	12
图 21: 下游发电集团煤炭库存 (万吨).....	12
图 22: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨).....	12
图 23: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	12
图 24: 港口煤炭库存 (万吨).....	12
图 25: 国际原油期货价格走势 (美元/桶).....	13
图 26: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶).....	13
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.08.19-2019.08.23).....	7
表 2: 商品指数总览 (2019.08.19-2019.08.23).....	8
表 3: 黄金价格走低 (2019.08.19-2019.08.23).....	9
表 4: 金属价格涨跌不一 (2019.08.19-2019.08.23).....	9

表 5: 能源化工产品价格涨跌互现 (2019.08.19-2019.08.23)	11
表 6: 农产品价格多数上涨 (2019.08.19-2019.08.23)	13

1、美联储将采取适当行动，维持美国经济扩张

北京时间8月23日晚间，美联储主席 Powell 在 Jackson Hole 全球央行年会上发表主题为“货币政策的挑战”（Challenges for Monetary Policy）的演讲。Powell 首先阐述了美国经济在金融危机后持续复苏的成果，之后回顾了三个时期下美联储货币政策的调整，最后提出目前美联储货币政策面临的关键和长期问题。

在演讲的开始，Powell 肯定了金融危机以来美国经济的持续复苏。美国经济复苏已达到创纪录的第十一年，在此期间，失业率稳步下降，且从2018年开始就维持在历史地位水平，可以说当前的就业市场状况是印象中最好的。此外，在经济复苏期间，通胀保持相对稳定，没有大起大落。2018年大部分时间里，通胀率都接近美联储2%的对称目标，但2019年的通胀率略低于2%。

对于美联储货币政策在不同时期的调整，Powell 阐述了三个时代的经济情况，以及货币政策面对的关键问题。第一个时期是1950年-1982年：货币政策孕育了宏观经济的不稳定性和通胀高企。当时对于如何促进宏观经济稳定的知识经验是有限的，由于“走走停停”（stop and go）的政策，经济曾多次相继出现繁荣和衰退。而后美联储总结发现，将通胀预期维持在较低水平至关重要。第二个时期是1983年-2009年：大稳健（great moderation）时代。美联储更好地做到了稳定通胀、就业增长，这段时期经历了美国历史上三次最长扩展中的两次，而在经济面临风险时，美联储下调联邦基金利率以度过危机。这时人们也逐渐发现，金融过剩（financial excesses）和全球性事件成为经济稳定的主要威胁，而不是经济过热和通胀上升。第三个时期是2010年至今：正在兴起的新常态。美联储逐渐发现，需要根据不断更新的数据尽可能地判断自然失业率和中性利率所处的位置，据此添加风险管理的要素，以此来指导货币政策走向。

低自然失业率对货币政策制定的影响不是很大，而中性利率降低则会产生重大的影响。美联储现在面临的问题就是，如何在低利率环境下，最好地支持充分就业和价格稳定。美联储正监测广泛的数据和信息，来评估当前经济的状况，并且将精力集中在可能影响未来经济前景或构成实质风险的事情上。鉴于近期事态发展影响以及经济结构方面的不确定性，美联储将风险管理纳入到决策流程当中。由于存在明显的风险，美联储货币政策有时适当地倾斜是合适的。

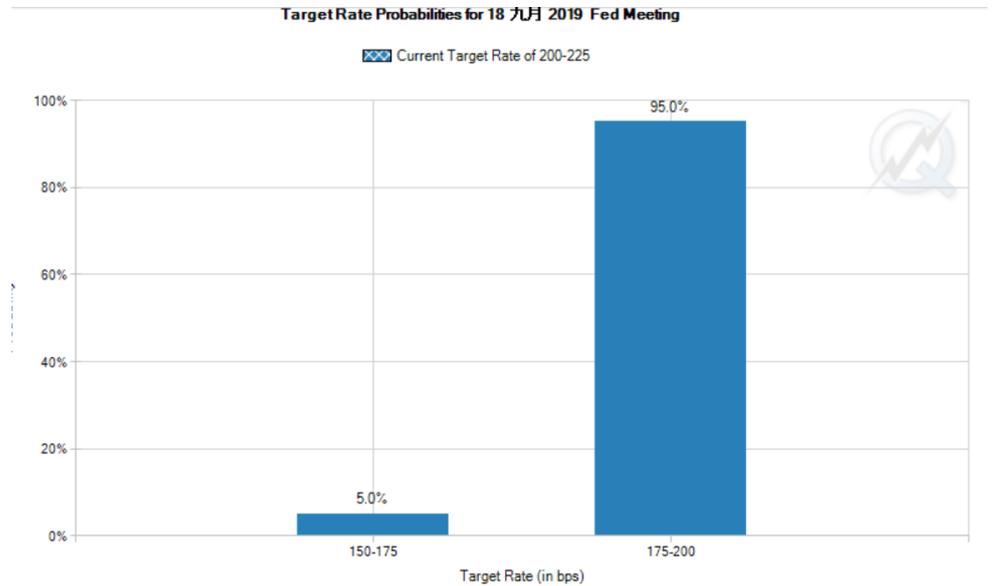
Powell 强调，美联储在处理典型的宏观经济发展方面具有丰富的经验，但将贸易政策的不确定性纳入这一框架是新的挑战。因为制定贸易政策是国会和政府的职责，并没有先例指导美联储在当前的经济形势下做出政策回应。美联储在应对不断出现的新挑战的过程中，货币政策也在不断演变，而美联储货币政策基调始终是“将采取适当政策维持经济扩张，以达到充分就业和通胀率2%左右的目标”，美联储将致力于在这个充满挑战的时代中坚定履行使命。

Powell 还分析了美国经济目前面临的挑战，不确定性主要集中在贸易摩擦、低通胀以及美国制造业疲软等问题上。在全球经济放缓、贸易政策前景不确定的背景下，美联储现在面临着前所未有的挑战，美联储也在不断地摸索前进的方向，边走边看。Powell 在发言中并没有就9月是否会降息给出明确的信号，并且使用了与之前相仿的措辞，表示美联储将“采取适当行动，维持经济扩张”。

美联储近期对于美国经济状况的评估几乎没有什么变化：虽然商业投资和制造业出现疲软，但稳定的就业增长和工资上涨仍在推动强劲消费，并支持整体经济温和增长。在发言后，市场对于美联储未来降息的概率也没有大幅波动。结合此前公布的7月FOMC内容来看，美联储内部的分歧仍存，票委对如何调整货币政策还

没有达成共识。加上美国总统特朗普近期一直给美联储施压，发推文表示希望美联储降息 100 个基点来刺激经济，来应对贸易摩擦带来的挑战。面对总统的“炮轰”，美联储政策的独立性不断遭到挑战，也令美联储面临的情况更加复杂。美联储 7 月的降息只是“周期中的调整”，还是真的启动降息周期，取决于美国的经济表现。

图1： 美联储 9 月降息概率



资料来源：CME FedWatchTool，新时代证券研究所

2、 国外经济形势一周综述

北京时间 8 月 22 日凌晨，美联储公布 7 月 FOMC 会议纪要。纪要显示，绝大多数(most)与会者认为 7 月降息仅是“对货币政策的调整”(recalibration of the stance of policy)，或者说是一次“周期中的调整”(mid-cycle adjustment)，与美联储主席 Powell 在 7 月 FOMC 会议后新闻发布会的表态相一致，也意味着美联储未来政策方向更具不确定性。而在美联储公布会议纪要后，市场对美联储今年降息概率的预期变化不大。

会议纪要总结了美联储此次降息的三个理由。首先，虽然整体经济前景依然乐观，但近几个季度经济活动出现放缓迹象，尤其是商业固定资产投资和制造业放缓，而这一定程度上与海外经济明显放缓有关；其次，从风险管理的角度来看，放松货币政策是一个审慎的步骤，美联储对贸易摩擦和全球经济下行风险等不确定性的但又仍存；最后，对通胀前景的担忧。

会议纪要还表现出美联储内部的较大分歧。首先，美联储官员在货币政策上存在分歧，有数位(a couple of)与会者认为应下调 50 个基点来应对通胀走弱；也有几位(several)与会者希望利率不变，他们认为，在消费者信心、就业市场强劲和失业率较低的支撑下，实体经济继续处于良好状态。其次，美联储官员对通胀的观点也存在分歧，一些(some)与会者担忧全球经济增长持续疲软和持续紧张的贸易局势有可能减缓美国的经济活动，从而进一步导致通胀持续低于目标；但很多(many)与会者则表示，近期通胀数据的回升，恰恰印证了上半年通胀走弱是暂时性的。

美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值仅录得 49.9%，为 2009 年 9 月以来首次跌破

荣枯线，不及预期 50.5%和前值 50.4%；Markit 服务业 PMI 初值录得 50.9%，不及预期 52.9%和前值 53.0%；Markit 综合 PMI 初值录得 50.9%，不及前值 52.6%。其中，制造业新出口销售下滑速度创 2009 年 8 月以来最快，表明制造业企业持续受到全球经济动能放缓的影响。

欧元区制造业 PMI 超预期回升，但仍在收缩区间。欧元区 8 月制造业 PMI 回升至 47%，高于预期 46.4%和前值 46.5%，但仍位于荣枯线以下。欧元区 8 月服务业 PMI 初值回升至 53.4%，欧元区服务业继续稳定增长，德国、法国和欧元区其他国家服务业仍持续扩张。创下两个月新高水准。

图2： 美国 Markit 制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国新屋销售 (千套)



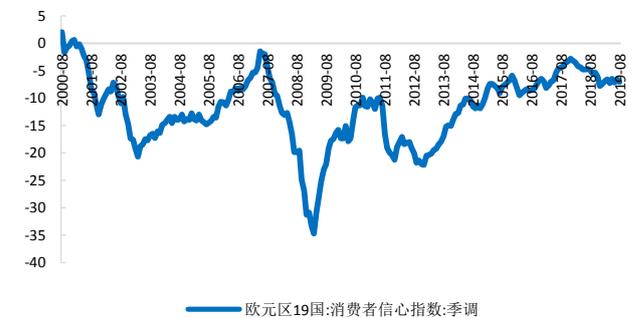
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 美国成屋销售 (万套)



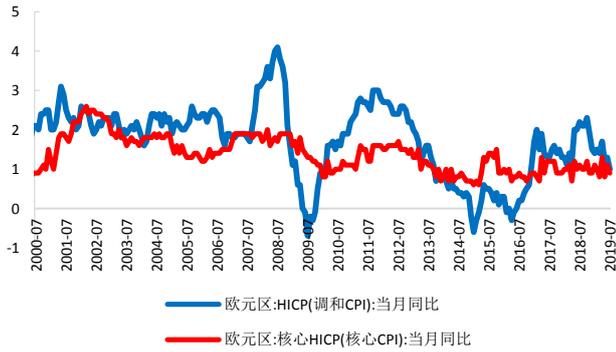
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 欧元区消费者信心指数



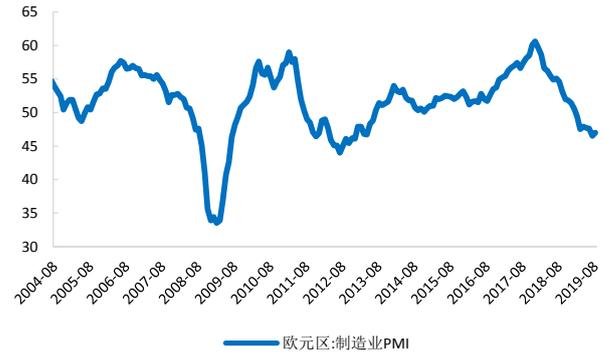
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6: 欧元区 CPI 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 欧元区制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、汇率走势一周综述

表1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.08.19-2019.08.23)

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	7.0312	7.0572	7.0365	7.0572	0.3698	↑
美元兑离岸人民币	7.0438	7.1379	7.0435	7.1355	1.3019	↓
美元兑日元	106.36	106.73	105.25	105.41	-0.8932	↑
欧元兑美元	1.1091	1.1153	1.1051	1.1143	0.4688	↓
英镑兑美元	1.2145	1.2295	1.2065	1.2289	1.1857	↑
美元指数	98.2049	98.461	97.5906	97.652	-0.5630	↑
CFETS 人民币汇率指数	91.84			92.03	0.2069	↓
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	91.74			91.82	0.0872	↓
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	95.29			95.56	0.2833	↓

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 人民币汇率指数时间区间为8月9日-8月16日。

美元指数上周下行0.56%收至97.652。美国8月Markit制造业PMI初值超预期跌破荣枯线,令市场对美国制造业放缓担忧的情绪升温,令美元指数承压下行。上周欧元兑美元上行0.4688%,收报1.1143;英镑兑美元上行1.1857%,收报1.2289。

人民币对美元贬值情况有所缓解。截至8月23日,美元兑人民币即期汇率收至7.0825,一周上行379BP;美元兑人民币中间价收至7.0572,较前一周上行260BP;美元兑离岸人民币汇率收至7.1355,较前一周上行917BP;12个月期美元兑人民币NDF收至7.1566,较前一周上行563BP。

4、商品价格走势一周综述

4.1、商品指数涨跌不一

表2：商品指数总览（2019.08.19-2019.08.23）

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
南华商品指数	1453.58	1461.24	1437.39	1452.81	-0.05	↓
南华工业品指数	2231.20	2248.67	2198.02	2222.88	-0.37	↓
南华农产品指数	763.40	775.95	760.79	775.86	1.63	↑
南华金属指数	3286.12	3302.90	3210.79	3267.48	-0.57	↓
南华能化指数	1294.24	1311.52	1290.20	1295.79	0.12	↑
南华贵金属指数	622.95	622.95	615.40	619.99	-0.48	↓
CRB 现货指数:综合	397.62			394.51	-0.84	↓

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上周，南华商品价格指数涨跌不一。南华商品指数下行 0.05% 至 1452.81，分项中，南华贵金属指数下行 0.48%；南华工业品指数下行 0.37%；南华金属指数下行 0.57%；南华农产品指数上行 1.63%；南华能化指数上行 0.12%。此外，CRB 现货综合指数上周下行 0.84% 至 394.51。

南华贵金属指数下行 0.48% 至 619.99。从近期公布的美国经济数据以及美联储官员的表态来看，对是否持续降息仍存争议，叠加近期避险情绪有所降温也对金价有所打压。

金属价格多数下跌，南华金属指数下行 0.57% 至 3267.48。终端需求偏弱，高炉开工率有所回升，利多螺纹钢价格。美国制造业 PMI 跌破荣枯线，欧元区制造业 PMI 低位反弹但仍在收缩区间，全球制造业疲弱迹象显现，美债收益率曲线倒挂，令铜价承压。

能化类商品价格涨跌不一，南华能化指数上行 0.12% 至 1295.79。钢厂及焦炭库存均回落，利多焦炭价格。电厂日耗回升，电厂及港口煤炭库存回落，利多煤炭价格。全球经济动能放缓和贸易摩擦不确定性令原油需求承压，而 OPEC 限产依旧抑制原油供给，原油供需两弱，美国 EIA 原油库存超预期减少，利多油价。

上周农产品期货价格多数走高，南华农产品指数上行 1.63% 至 775.86。中美贸易不确定性仍存，美豆产量前景黯淡，利多豆价。

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_10530

