

证券研究报告 / 宏观数据

形势新变化引起美国 9 月降息预期再度提升——海外宏观周度观察（2019 年第 33 周）

报告摘要：

美国 7 月 CPI 环比增长录得 0.3%，与预期值 0.3% 一致，高于前值 0.1%，同比增长 1.8%，高于前值 1.6% 并好于预期；美国 7 月核心 CPI 环比增长为 0.3%，高于预期值 0.2%，与前值 0.3% 持平，同比增长 2.2%，前值 2.1%。由于能源和居住相关价格走高，美国 7 月 CPI 增速依旧强劲，高于预期，我们认为 CPI 数据对今年 9 月美联储利率决议影响不大。核心 PCE 是美联储制定决议的重要通胀指标，目标值为 2%，在我们此前海外周报中就详细分析过核心 CPI 和核心 PCE 的不同以及趋势的背离，核心 CPI 往往高于核心 PCE，而在中美贸易战开始后，二者背离趋势较为明显。因此核心 CPI 的超预期并不能等同于核心 PCE 能达到目标水平。除此之外，9 月美联储利率决议受中美贸易战情况影响更大，通胀水平短期内并不是影响美联储决策的核心。

8 月 14 日美国 2 年期与 10 年期国债收益率出现倒挂，引发了市场对美国经济进一步下行的悲观预期。这使得市场对 9 月降息幅度预期进一步升温。根据 CME Group 的“美联储观察”，市场对 9 月预期降息 25bp 的概率为 78.8%，降息 50bp 的概率为 21.2%。高盛和瑞银均称美联储预计将会于 9 月降息 50bp。欧洲央行本周一番言论进一步释放降息信号，而日本央行减少国债购买规模以拉动长期国债收益率回到目标水平。

8 月 13 日晚，在中美贸易磋商通话不久后，美国贸易代表办公室（USTR）宣布部分 3000 亿美元清单商品推迟加征 10% 的关税。这些产品包括手机、笔记本电脑、电子游戏机、电脑显示器、玩具、婴幼儿产品和食物、鞋靴与服饰等，时间由 9 月 1 日推迟至今年 12 月 15 日。此次推迟加收关税商品约为 1500 亿美元，占清单的一半。基本都是和消费者密切相关的日常消费品。此次延迟加税，一定程度上反映了特朗普面临多方阻力所做的妥协与让步。

本周受美国国债 2 年期和 10 年期国债利率倒挂引发市场对经济衰退的担忧的影响，全球股指普跌。工业品价格涨跌互现，其中镍涨幅最大，上涨 3.35%。受全球避险情绪上升影响，黄金价格继续上升，收涨 1.03%。农产品普跌。



相关报告

《美债倒挂的风险信号有待继续确认》
(20190817)

《无恃其不来，恃吾有以待也——海外宏观周度观察（2019 年第 31 周）》(20190805)

《日韩贸易摩擦暂时为双边摩擦——海外宏观周度观察（2019 年第 28 周）》(20190714)

《全球经济走弱，货币宽松，美元指数下行——2019 年海外宏观中期展望》(20190625)

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 下周海外重点数据及事件预警	3
2. 美国核心 CPI 回升，日本经济数据仍弱.....	3
2.1. 美国 7 月 CPI 增速强劲	3
2.2. 欧洲经济景气指数创八年半以来新低.....	4
3. 美欧央行降息预期升温.....	4
3.1. 美债短长期利率倒挂，大幅降息预期进一步升温.....	5
3.2. 欧洲央行降息可能上升，日本央行今年首次缩减国债购买规模.....	5
4. 美国推迟部分产品关税加征	5
5. 全球市场表现.....	6
5.1. 全球股指普跌.....	6
5.2. 美债 2 年期和 10 年期收益率出现短暂性倒挂.....	6
5.3. 工业品涨跌互现，农产品普跌.....	8
图 1: 美国 CPI 增长依旧强劲	4
图 2: 美国核心 CPI 与 PCE 背离趋势扩大.....	4
图 3: 欧元区第二季度 GDP 符合预期，低于前值.....	4
图 4: 欧元区景气指数大幅下降	4
图 5: 9 月大幅降息预期升温.....	5
图 6: 全年降息概率继续保持 100% 不变	5
图 7: 全球股指普跌.....	6
图 8: 美国国债收益率大幅下行	7
图 9: 日本国债收益率下降	7
图 10: 欧元区国债收益率下行.....	8
图 11: 工业品价格涨跌互现.....	8
图 12: 农产品普跌.....	8
表 1: 重点数据及事件	3

1. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 重点数据及事件

日期	国家	数据/事件
2019/08/19	日本	7月贸易差额
2019/08/19	欧元区	7月CPI终值
2019/08/20	德国	7月PPI
2019/08/21	美国	7月成屋销售环比折年率
2019/08/22	日本、欧元区	服务业PMI
2019/08/22	欧元区	制造业PMI
2019/08/22	美国	8月17日当周初次申请失业金人数
2019/08/22	美国	8月美联储FOMC公布8月政策会议纪要
2019/08/23	日本	7月CPI
2019/08/23	美国	7月新房销售(千套)

数据来源: 东北证券整理

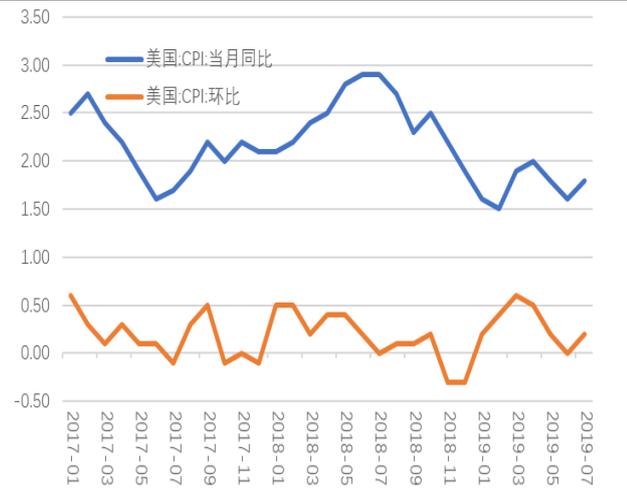
2. 美国核心CPI回升, 日本经济数据仍弱

2.1. 美国7月CPI增速强劲

美国7月CPI环比增长录得0.3%,与预期值0.3%一致,高于前值0.1%,同比增长1.8%,高于前值1.6%并好于预期;美国7月核心CPI环比增长为0.3%,高于预期值0.2%,与前值0.3%持平,同比增长2.2%,前值2.1%。由于能源和居住相关价格走高,美国7月CPI增速依旧强劲,高于预期。那么,这会影晌9月美联储降息的步伐吗?

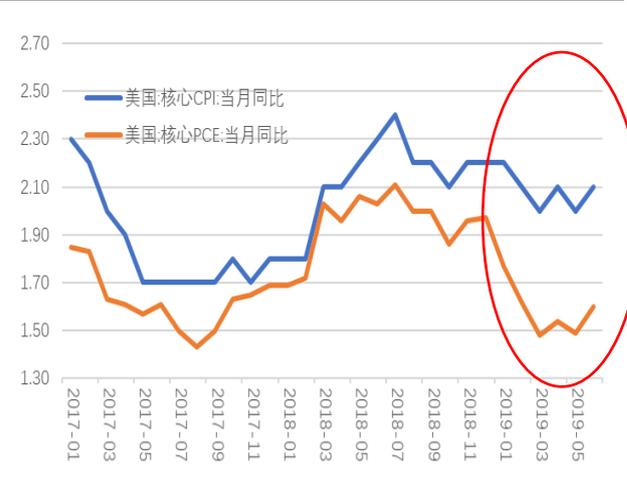
我们认为CPI数据对9月美联储利率决议影响不大。核心PCE是美联储制定决议的重要通胀指标,目标值为2%,在我们此前海外周报中就详细分析过核心CPI和核心PCE的不同以及趋势的背离,核心CPI往往高于核心PCE,而在中美贸易战开始后,二者背离趋势较为明显。因此核心CPI的超预期并不能等同于核心PCE能达到目标水平。除此之外,9月美联储利率决议受中美贸易战情况影响更大,市场情绪对美联储决策的影响会大于数据的影响。

图 1: 美国 CPI 增长依旧强劲



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 美国核心 CPI 与 PCE 背离趋势扩大

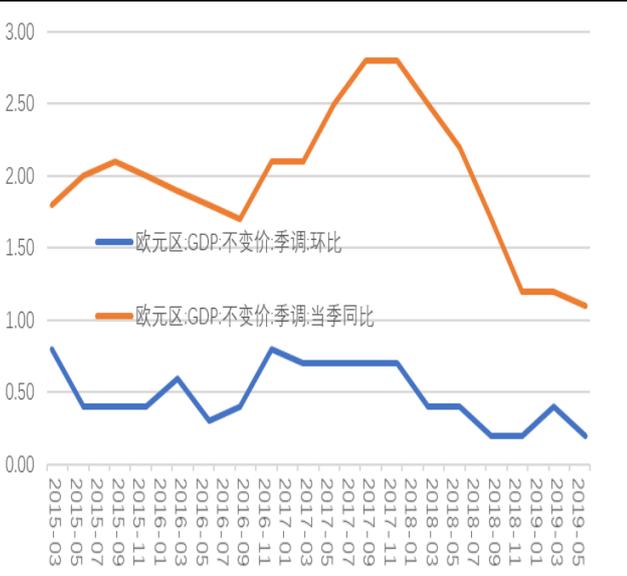


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 欧洲经济景气指数创八年半以来新低

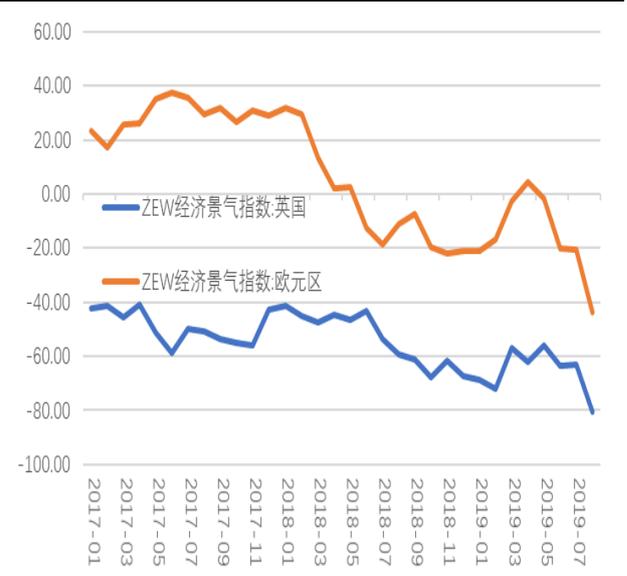
欧元区第二季度实际 GDP (第二次估值) 同比增长 1.1%，符合预期，略低于前值 1.2%。GDP 环比增长 0.2%，预期 0.2%，前值 0.4%。经济增长虽然符合市场预期，但放缓趋势明显。而 8 月欧元区 ZEW 经济景气指数下跌至 -43.6，远低于预期 -21.7，和前值 -20.3，创欧元区八年半以来新低，反映了市场对欧洲经济情景的悲观情绪在扩大。欧元区景气指数与英国景气指数相关度接近 0.7，英国 8 月景气指数为 -80.6，大幅下降，这主要是受无协议脱欧风险对英国经济的影响。英国新首相约翰逊的上台加大了硬脱欧的几率，也加重了市场对经济前景的悲观预期。

图 3: 欧元区第二季度 GDP 符合预期，低于前值



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 欧元区景气指数大幅下降



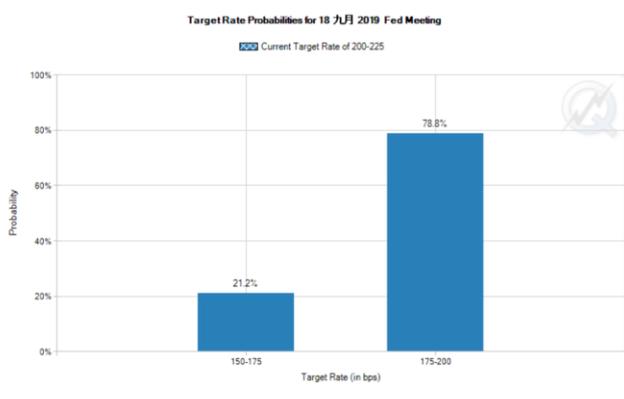
数据来源: 东北证券, Wind

3. 美欧央行降息预期升温

3.1. 美债短长期利率倒挂，大幅降息预期进一步升温

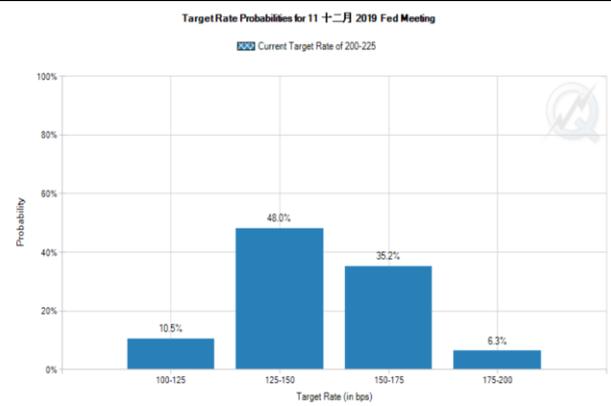
8月14日美国2年期与10年期国债收益率出现倒挂，根据历史经验来看，倒挂通常为经济危机的前兆，故而此次倒挂引发了市场对美国经济衰退的悲观预期。这使得市场对9月降息幅度预期进一步升温。7月会议上，鲍威尔虽然释放鹰派论调，但后续中美经贸摩擦形势发生突变，资本市场也出现了巨大震动，导致9月降息预期骤升。根据CME Group的“美联储观察”，市场对9月预期降息25bp的概率为78.8%，降息50bp的概率为21.2%。高盛和瑞银均称美联储预计将会于9月降息50bp。

图 5: 9月大幅降息预期升温



数据来源：东北证券，CME Group

图 6: 全年降息概率继续保持 100% 不变



数据来源：东北证券，CME Group

3.2. 欧洲央行降息可能上升，日本央行今年首次缩减国债购买规模

欧洲央行管委会委员兼芬兰央行行长雷恩于8月15日表示，由于全球经济增长放缓，欧洲央行将在9月会议上宣布实施一系列刺激政策，包括“大规模”债券购买计划以及降息等。雷恩表示，这些措施的实施力度将会远远超出投资者预期，政策刺激超标好于不达标。此番言论表明欧央行采取降息可能性进一步上升。

在全球货币政策趋于宽松的情况下，日本央行却逆势缩减国债购买规模，将剩余期限在10-25年的国债购买规模削减200亿日元(1.888 亿美元)至1600亿日元，为2018年12月以来的首次。这并非说明日本央行已放弃宽松货币政策，而是由于在避险情绪的驱动下，市场对日本国债需求大幅升温，以至于10年期国债收益率跌至三年低点，日本央行此举是为了使国债收益率重回目标水平。

4. 美国推迟部分产品关税加征

8月13日晚，在中美贸易磋商通话不久后，美国贸易代表办公室（USTR）宣布部分3000亿美元清单商品推迟加征10%的关税。这些产品包括手机、笔记本电脑、电子游戏机、电脑显示器、玩具、婴幼儿产品和食物、鞋靴与服饰等，时间由9月1日推迟至今年12月15日。此消息一出，美股三大股指应声上涨，苹果和耐克等相关企业股票纷纷飘红。

此次推迟加收关税商品约为 1500 亿美元，约占清单的一半左右。基本都是和消费者密切相关的日常消费品。据 USTR 发给贸易团体的邮件显示，推迟加收的产品美国 2018 年有超过 75% 是要从中国进口，替代性很低，而对于 9 月 1 日关税生效的这部分产品，美国 2018 年从中国进口的比例低于 75%。

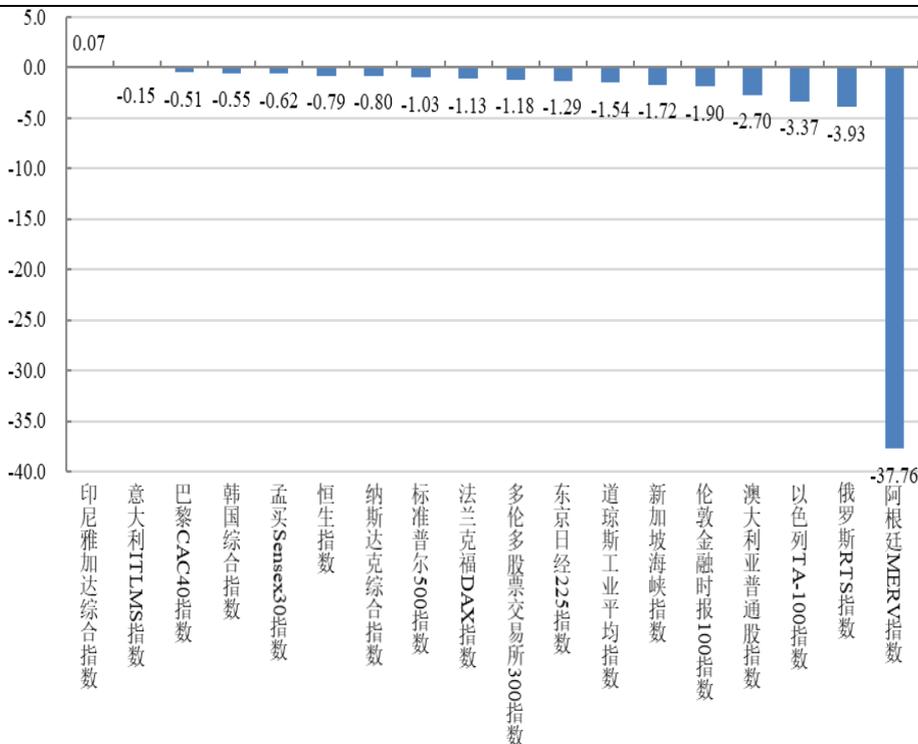
美国对中国加税计划再次推延，也印证了特朗普面临的巨大压力。3000 亿清单里多数为消费品，对美国居民生活成本将有明显提升。特朗普急于达成协议以稳定票仓，故而不断实施极限施压。但是随着美债倒挂、美国经济衰退风险进一步增加，加之制度的不同，中国在对抗中比美国更有耐心。短期内仍存在关税落地、中美冲突升级的风险，但中期来看特朗普或许会为了稳定支持率而稍作妥协。

5. 全球市场表现

5.1. 全球股指普跌

本周受美国国债 2 年期和 10 年期国债利率倒挂引发市场对经济衰退的担忧的影响，全球股指普跌。其中美国三大股指纳斯达克，标准普尔 500 和道琼斯工业平均指数分别收跌 0.8%，1.03% 和 1.54%。阿根廷 MERV 指数大跌 37.76%，这主要是受标普下调阿根廷主权评级和经济增速预期影响。

图 7: 全球股指普跌



数据来源：东北证券，Wind

5.2. 美债 2 年期和 10 年期收益率出现短暂性倒挂

8月14日，美国2年期和10年期国债收益率出现短暂性倒挂，但很快消失并且二者利差在扩大。在全球经济下行以及降息预期不断升温的影响下，3月期债收益率下降13bp至1.87%；10年期国债下降19bp至1.55%。

短长债收益率倒挂反映出市场对于远期经济的悲观预期。本次美国2年期与10年期国债收益率差值大幅收窄开始于美联储7月利率会议，鲍威尔新闻发布会上表现更偏鹰派，造成2年期美债收益率跳升；而市场对长期经济仍持悲观态度，故而长期债券收益率并未有明显抬升。而近日二者倒挂的背后原因我们认为主要有两点：一是中美经贸摩擦升级加重市场对经济前景的悲观预期。二是全球经济下行趋势更加明显，尤其是欧洲经济数据大幅走弱。

此次倒挂是否会如以往一样伴随经济衰退？我们认为这主要取决于倒挂持续的时间长度。历史上亦有出现短暂倒挂的时期，而后未必发生衰退。而此次倒挂持续时间未必很长。我们分析了前几次倒挂发生的背景环境，发现当时美国均处于加息周期，且在倒挂发生后加息进程仍在持续。而当前美国已经进入降息周期，比以往反应更加及时。如若美联储再度转鸽并继续降息，会对短债收益率有明显压制，减缓倒挂以及经济衰退的风险，或延缓危机发生的时间。从最新的数据来看，10年期美债收益率重新回到2年期的上方，至少目前并未形成长期倒挂的趋势。

欧日债券收益率亦下降。日本1年期国债利率小幅下行3.7bp，10年期国债利率下行4.7bp。欧元区3个月公债收益率下行3.2bp，10年期公债收益率下行3.7bp。

图 8: 美国国债收益率大幅下行



图 9: 日本国债收益率下降



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_10640



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn