

海外宏观双周报

美联储即将开启“预防式降息”

■ 核心观点

第一，在美联储货币政策已发生改变的背景下，7月底进行“预防式降息”将是可预期的大概率事件，我们判断7月底的降息空间或为25个基点。

第二，从近25年前四次降息周期开启前的经济基本面与金融市场表现来看，当前的经济基本面与金融市场表现与历次降息前尚有较大差异，美联储一直保持的独立性可能面临近三十年来最大的挑战。

第三，若美联储如期在7月底开启降息周期，我们对此次降息给美国乃至全球经济的中长期提振作用并不抱有过高预期。

第四，非美国债及黄金仍具较好投资机会；美元指数先跌后涨，震荡中枢为96-97；三季度大宗整体表现将优于四季度。

本周市场重点

■ “预防式降息”或于月底开启，下半年美元指数将先跌后涨

当前，全球经济仍在趋势下行，美国经济也从2018年的一枝独秀转变为2019年初以来的温和回落。将过去25年共四次降息时点开启前的经济背景和市场表现与当前时点进行比较，可以发现当前利率走势与通胀环境与历次降息周期开启前的情况基本一致，这也是支撑美联储时隔12年再度开启降息周期的两大因素；但是，以实际GDP增速、制造业PMI衡量的经济背景与以非农数据为主的劳动力市场在当前的表现与历次降息周期开启前的情况并不一致，这成为了部分质疑者对美联储重启降息的依据。综合来看，从近25年前四次降息周期开启前的经济基本面与金融市场表现来看，当前的经济基本面与金融市场表现与历次降息前尚有较大差异。

近期，美联储官员表达了“预防式降息”的观点，联储主席鲍威尔也强调了将采取行动维持经济扩张。这让市场在零售数据与通胀数据仍具韧性的背景下对7月底美联储开启降息的概率判断为100%的水平。我们认为这主要来自于两方面因素：第一，市场对美联储降息的情绪过于乐观，进而高估了美联储降息的阈值与空间，使得若美联储降息不及预期，可能导致市场发生剧烈波动，使得美联储完全依据经济基本面进行货币政策判断的难度上升；第二，自20世纪80年代末至今美联储一直保持的独立性可能面临近三十年来最大的挑战，这从特朗普及其幕僚屡屡对美联储及其主席鲍威尔进行声讨甚至辞职恐吓已有所体现。综合来看，在美联储货币政策已发生改变的背景下，7月底开启降息周期将是可预期的大概率事件，我们判断7月底的降息空间或为25个基点。

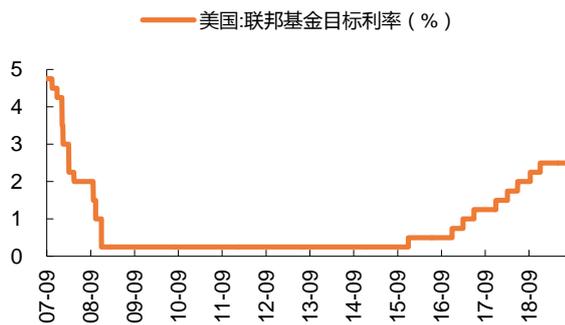
2019年7月底，美联储可能时隔12年再次开启降息周期，这对于全球经济前景以及资本市场将会产生重大影响。

从资本市场不同品种的定价机制看，无论是拥有避险属性的利率债、黄金，还是作为风险资产的股票、房地产与工业大宗商品，其价格走势均会受益于利率端的下行。两者的差别主要在于经济基本面带来的影响，利率债、黄金等避险资产价格往往在经济增速走低的背景下有较好表现，而股票、地产与工业大宗则需要较好的经济基本面作为支撑。

当前的经济基本面无疑更有利于利率债与黄金等避险品种，且我们对此次降息对经济的中长期提振作用并不抱有过度预期。理由如下：第一，此轮全球经济下行与 2008 年明显不同，2008 年金融危机来势突然，属于经济良好运行中的突然崩盘；而此轮经济下行更多是在长时间货币政策宽松后，生产率未有显著提升，全球经济内生增长乏力所导致的。货币政策宽松对于短期突然的经济下行有较强的支撑效果，而对于经济持续缓慢下行的提振作用并不明显。第二，此轮货币政策转向宽松是紧接着上轮长达 7-8 年的高强度量化宽松周期之后的，考虑到货币政策的有效性递减规律，此轮全球货币政策转宽恐难以在中长期阻挡全球经济的下行趋势。第三，当前全球债务规模庞大，尽管宽松货币政策可以缓解还债压力，但债务规模继续攀升的空间已经不大，且会给经济带来更大的潜在风险，所以此轮货币政策转宽不仅难以给经济带来中长期的较强支撑，还会导致债务规模进一步积累从而增加经济的潜在风险。

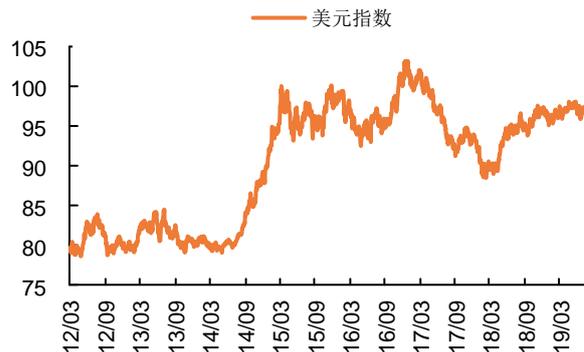
所以，在美国十年期国债收益率已接近 2.0% 水平的背景下，我们认为美国国债收益率的下行空间可能不会太大，非美国债将更有配置价值；另外，我们仍然看好以黄金为代表的贵金属投资机会，在美联储开启降息、全球经济增速下行以及地缘政治局势升温三大因素的共振刺激下，金价大概率将继续震荡上行。美元指数三季度将有所回落，但可能在四季度再度回升；下半年美元指数将先跌后涨，整体下行空间不大，震荡中枢预计为 96-97。在美元指数先跌后涨的大背景下，三季度大宗整体的表现也将优于四季度。

图表1 美联储即将重启降息周期



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表2 美元指数近期维持区间震荡



资料来源：WIND, 平安证券研究所

美国零售环比高于预期，通胀数据出现分化

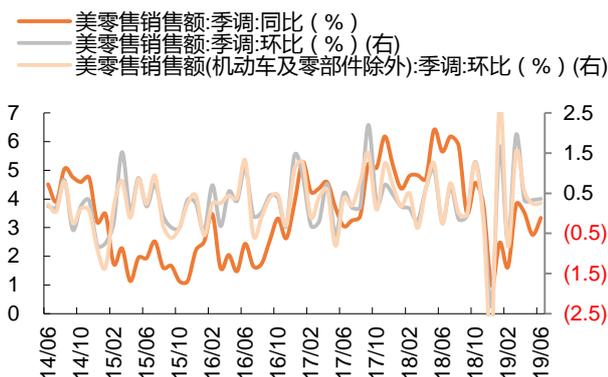
美国 6 月份零售销售环比数据高于预期。具体数据方面：美国 6 月零售销售月率为 0.4%，高于预期值 0.1%，与修正后前值持平。6 月美国零售销售数据季调后环比 0.4%，高于前值 0.3%；同比增长 3.3%，高于前值 2.8%。6 月零售销售环比数据好于预期显示出美国消费分项仍具韧性。另外，美国 6 月工业产出数据有所回落，显示出美国制造业投资分项面临弱势。

美国 6 月 CPI 月率为 0.1%，高于预期值 0.0%，但持平于前值；美国 6 月核心 CPI (不计食品和能源) 月率上升 0.3%，高于预期值 0.2% 及前值 0.1%；美国 6 月 CPI 年率上升 1.7%，低于前值 1.8%；美国 6 月核心 CPI 年率上升 2.1%，高于预期及前值 2.0%。美国 6 月 CPI 整体有所分化，其中 CPI 同比继续回落，且持续位于 2.0% 的目标位以下；但核心 CPI 同比有所上行，且位于 2.0% 的目标位以上。尽管通胀率整体高于市场预期，但由于 CPI 同比仍然处于下行趋势，难以扭转美联储“预防式降息”的方向，所以美联储 7 月底大概率将降息 25 个基点。此前市场预计的降息 50 个基点的可能性由于超预期的零售销售数据与通胀率而显著下行。

整体来看，美国经济趋弱主要受投资回落所致，但消费的较强韧性使得美国经济回落仍然温和。相比欧盟、日本等其他发达经济体，美国经济基本面仍具相对优势。美联储若如期在7月底重启降息周期，美元指数三季度将有所回落，但考虑到美国经济年内韧性仍存，美元指数可能在四季度再度回升。下半年美元指数将先跌后涨，整体下行空间不大，震荡中枢预计为96-97。

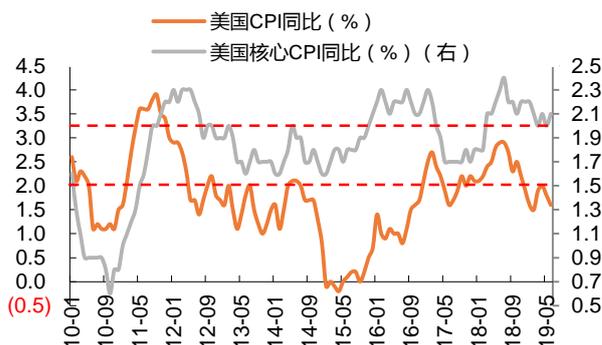
欧元区经济景气度下行趋势趋缓。具体来看，6月制造业景气度略微回落至47.6，距离年内最低值仅高0.1；6月服务业与综合PMI均继续回升。这主要是法德等欧元区核心国景气度回升拉动所致，边缘国景气度仍然较弱。欧元区6月通胀水平有所回升，但是通胀同比1.3%与核心通胀同比1.1%距离2.0%的中枢位置尚远，欧元区经济运行仍然偏弱。展望未来，欧元区可能将在三季度开启宽松，为持续弱势的欧洲经济提供动力。

图表3 美国6月零售销售数据仍然坚挺



资料来源：WIND,平安证券研究所

图表4 美国6月通胀水平继续回落但核心通胀有所回升



资料来源：WIND,平安证券研究所

海外经济跟踪

■ 美伊矛盾继续升级，油价震荡盘整为主

7月18日，美国总统特朗普发推特宣称一艘美国军舰在霍尔木兹海峡“摧毁”一架伊朗无人机；但之后遭到伊朗外长扎里夫与副外长阿拉基奇的否认。

点评：自从美国退出《伊朗核协议》至今，美伊矛盾一直在持续升级。当前围绕无人机的争论表明美伊双方各执一词的同时，也凸显出美伊双方并没有更好的进行沟通的渠道。在该背景下，即使美伊双方均不愿挑起战争，但战争爆发的潜在风险一直存在。展望未来，在中东局势维持拉锯的情景下，油价未来将面临震荡盘整格局；若美伊之间意外爆发战争，届时油价则有可能经历剧烈震荡。

■ 拉加德正式向IMF递交辞呈，预备十月掌舵欧央行

7月16日，国际货币基金组织（IMF）官网发布总裁克里斯蒂娜·拉加德的辞职声明，并将在通过欧洲理事会决定后，于10月接任届时德拉吉留下的欧央行行长之位。

点评：作为IMF首位女总裁，拉加德有可能成为首位欧央行女性行长。若拉加德于10月顺利接任德拉吉，德拉吉任期内的宽松货币政策方向可能不会改变，甚至拉加德可能重启量化宽松。理由如下：①欧央行行长一人并不足以改变欧央行的货币政策方向，且日渐疲弱的欧洲经济与通胀水平均对宽松的货币政策有较强诉求；②拉加德此前曾多次表示过对欧元区刺激性政策的支持，包括量化宽松（QE）等非传统工具。所以可以预见，拉加德的提名并不会显著改变欧央行未来的货币政策走向。另外，鉴于拉加德对欧洲一体化的呼吁，若其上台，较德拉吉而言，拉加德有可能在决策货币政策的时候更多考虑欧元区边缘国家的利益。

海外市场跟踪

图表5 海外金融市场跟踪

	最新值 (2019.7.19)	分位数	本周均值 (2019.7.15-19)	周涨跌	月涨跌	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	27154.2	99.9%	27258.36	-0.65%	2.08%	16.40%
标普 500 指数	2976.6	99.8%	2994.90	-1.23%	1.18%	18.74%
纳斯达克指数	8146.5	99.8%	8203.99	-1.18%	1.75%	22.78%
富时 100 指数	7508.7	96.7%	7529.23	0.04%	1.12%	11.60%
CAC40 指数	5552.3	89.4%	5573.44	-0.37%	0.24%	17.37%
DAX 指数	12260.1	93.3%	12329.45	-0.51%	-1.12%	16.11%
恒生指数	28765.4	95.2%	28598.95	1.03%	0.78%	11.30%
美元指数	97.12	75.3%	97.07	0.31%	0.97%	1.09%
欧元兑美元	1.12	27.5%	1.12	-0.29%	-1.35%	-2.05%
英镑兑美元	1.25	2.1%	1.25	-0.40%	-1.58%	-2.04%
美元兑日元	107.73	43.8%	107.83	-0.25%	-0.11%	-1.80%
美元兑人民币 (离岸)	6.88	53.5%	6.88	0.06%	0.27%	0.11%
美国十年期国债利率	2.05%	13.5%	2.07%	-7.0bp	5.0bp	-64.0bp
英国十年期国债利率	0.84%	0.8%	0.87%	-10.3bp	-11.0bp	-49.3bp
法国十年期国债利率	-0.07%	0.1%	-0.03%	-13.8bp	-6.7bp	-78.1bp
德国十年期国债利率	-0.34%	0.1%	-0.31%	-12.2bp	-3.2bp	-54.2bp
意大利十年期国债利率	1.61%	5.9%	1.60%	-12.6bp	-48.3bp	-116.6bp
布伦特原油现货	61.30	50.5%	64.58	-8.81%	-7.67%	13.20%
WTI 原油现货	55.30	45.2%	57.32	-8.15%	-5.42%	21.78%
伦敦现货黄金	1439.70	89.4%	1417.95	2.28%	2.18%	12.33%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_11261

