

欧央行或重启负利率

一、欧央行或重启负利率

- **德拉吉为欧元区降息打开大门，欧元区或在今年重启负利率。**欧央行官员表示，欧洲央行可能恢复量化宽松，但仍把降息作为第一个刺激举措。
 - 1) **欧元区年度通货膨胀率降至5月份的最低水平。**5月欧元区年通货膨胀率为1.2%，不及预期的1.3%和前值的1.7%，通货膨胀回落的最主要因素是服务业，其次是能源。
 - 2) **全球经济减速拖累欧元区出口。**欧元区对英国和土耳其的出口在4月大幅收缩。欧元区企业的信心进一步减弱，Zew经济景气指标的急剧下降暗示了全球经济未来发展的不确定性增加，以及第二季度初德国经济的数据大幅恶化也加剧了信心下滑。
 - 3) **欧元区就业数据也开始走弱。**虽然欧元区失业率仍维持在低位，但6月制造业PMI分项数据中的就业人数进一步收缩。该数据自2014年8月以来首次出现下降，2019年5月制造业就业人数分项数据为49，进入收缩区间。
 - 4) **除了英国脱欧进程的不确定，意大利债务问题的潜在威胁依然存在。**一旦意大利真的发行该与欧元平行的迷你国库券(mini-BOT)，这将违反欧元区的条约，瓦解意大利的欧元区成员身份。
- **美联储转向降息，将使得欧元贬值对出口的调节作用减弱。**随着美国数据的走弱，美元指数转向下行，这被动推升了欧元，从而使得欧元贬值对冲出口下滑的“汇率调节器”作用下降。
- **欧元区再度开启负利率，将进一步推升债务泡沫，从而加大长期债务风险。**随着长时间负利率的实施，银行盈利能力下降、货币市场功能受损、负收益债务的流动性减少、央行应对未来衰退的有限工具、过度借贷和过度杠杆加重。

二、美国联储制造业均出现大幅回落、新屋开工超预期

- **美国6月纽联储和费城联储制造业指数大幅下跌：**美联储就业和新订单指数均下降，费城联储制造业分项均下滑。
- **美国5月新屋开工数超预期但低于前值：**东北地区和中西部地区新屋开工大幅下滑。

三、本周重点关注美国新屋销售、耐用品订单和物价指数

- **财经事件：**美联储主席鲍威尔(Jerome Powell)发表讲话。
- **财经数据：**德国6月IFO商业景气指数、美国5月季调后新屋销售年化总数(万户)、美国5月耐用品订单月率初值(%)、美国5月PCE物价指数年率(%)和美国5月个人支出月率(%)。

风险提示：

- 美联储货币收紧时间过长，导致经济向下压力的累积。
- 美国经济数据显著低于预期，美联储加息周期被迫中断。
- 新兴市场动荡拖累欧元区经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

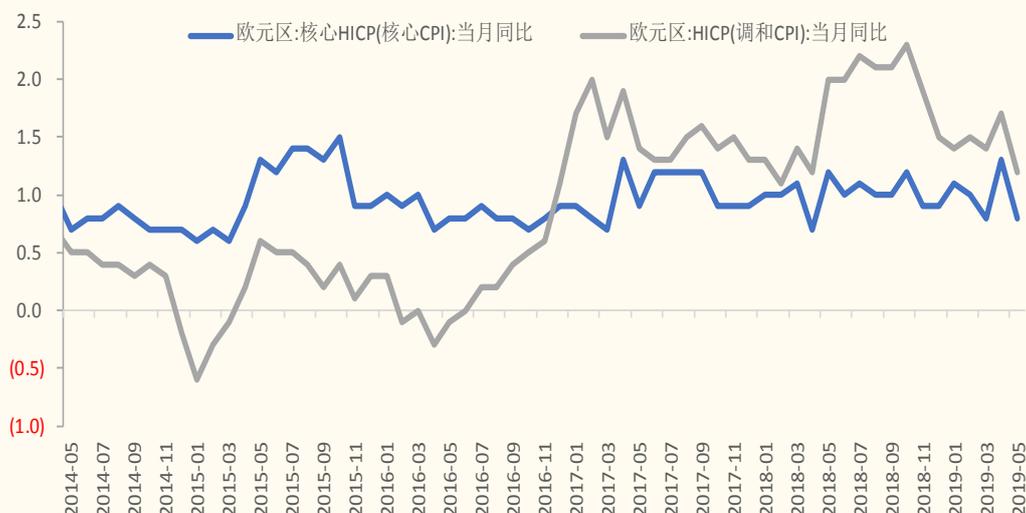
一、欧央行或重启负利率

德拉吉为欧元区降息打开大门，欧元区或在今年重启负利率。在 2011 年主权债务危机之后，欧洲央行宣布了一系列措施，将提高通胀率、确保物价稳定确定为其核心目标。这些措施包括降息、购买公司和政府债券、以及向银行提供更便宜的贷款。2018 年下半年，欧洲央行决定在欧元区经济复苏之际取消部分刺激措施。然而，现在有越来越多的迹象表明，取消对经济的所有支持还为时过早，欧洲央行可能还需要进一步的干预措施。6 月 18 日，欧洲央行行长德拉吉在葡萄牙辛德拉举行的欧洲央行年度论坛会议上表示，如果通胀不能达到目标，欧洲央行可能再次降息或进行更多资产购买。德拉吉在会议上也表示，欧洲央行可能恢复量化宽松。他暗示，欧洲央行管理委员会可能愿意容忍通胀高于欧洲央行的目标，以弥补近期长期低于目标价格的涨幅，而实现这一目标可能需要进一步降息或重启资产购买计划。同时，欧央行政策制定者预计，如果他们需要再次采取行动提振通胀，他们将把降息作为第一个刺激举措。官员们表示，将借贷成本进一步降至零以下是最有可能采取的初步措施。

欧央行进一步货币宽松的原因：通胀不及预期、出口预计不断恶化、就业开始走弱、英国脱欧的不确定和意大利债务隐忧。

1) **欧元区年度通货膨胀率降至 5 月份的最低水平。** 欧盟统计局证实，5 月欧元区年通货膨胀率为 1.2%，不及预期的 1.3% 和前值的 1.7%，而 2018 年 5 月为 2.0%。通货膨胀在 16 个国家得到缓解，5 个国家保持稳定，6 个国家上升。5 月核心调和 CPI 同比初值为 0.8%，不及预期的 0.9% 和前值 1.3%。通货膨胀回落的最主要因素是服务业，其次是能源、食品、酒精和烟草，然后是非能源工业产品。从主要组成部分来看，能源价格同比上涨 3.8%，低于前值的 5.3%；食品、烟草和酒类为 1.6%，低于前值的 1.5%；服务为 1.1%，低于前值的 1.9%；非能源工业产品为 0.3%，低于前值的 0.2%。

图表 1：欧元区核心 CPI 和 CPI 均走弱



来源：Wind，国金证券研究所

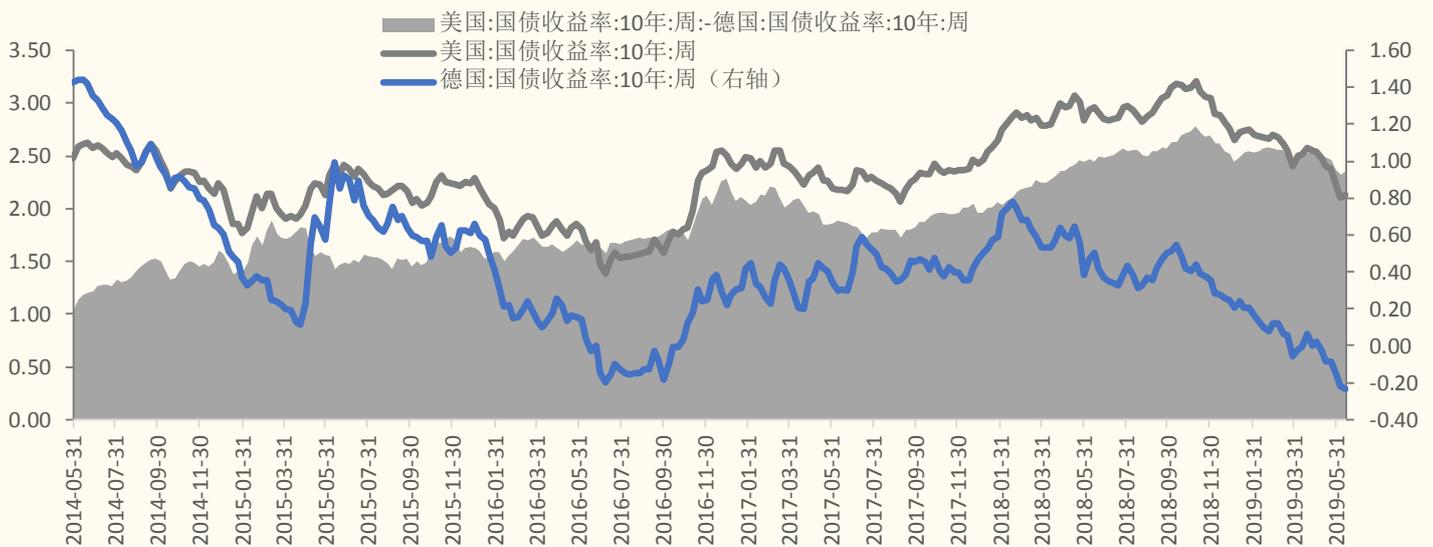
2) **全球经济减速拖累欧元区出口。**数据显示，欧元区 4 月出口初值为 1929 亿欧元，环比数据由正转负至-2.4%，远低于前值 1.2%；进口 1772 亿欧元，环比数据由正转负至-0.8%，远低于前值 2.5%；顺差为 157 亿欧元，环比降幅从前值的-9.7%扩大至-17.7%。虽然由于与美国的贸易摩擦，一些中国进口商正在转向欧元区的替代供应商，但英国从欧元区进口的数量较去年同期下降 5.5%；另外欧元区对土耳其的出口继续大幅收缩。欧元区经济信心进一步减弱，数据显示 ZEW 6 月经济信心指标跌至负 21.1，较 5 月下跌 19 点，ZEW 经济景气指标的急剧下降暗示了全球经济未来发展的不确定性增加，以及第二季度初德国经济的数据大幅恶化也加剧了信心下滑。德国工业报告 4 月的生产，出口和零售销售数据差于预期，这表明未来几个月欧元区经济仍然脆弱。欧元区最大的两个成员国似乎正在分化，法国经济在更强劲的服务业支撑下开始有望复苏，而德国本季度可能会陷入停滞，德国央行大幅下调今年和明年的增长预测，以应对经济放缓的迹象。央行经济学家预计今年德国 GDP 仅增长 0.6%，低于去年 12 月预测的 1.6%。

3) **欧元区就业数据也开始走弱。**随着出口销售降温，就业率上升和工资小幅回升一直是支撑欧元区经济增长的关键因素；但有迹象表明，欧元区就业数据正在转弱。5 月制造业就业人数自 2014 年 8 月以来首次出现下降，2019 年 5 月制造业 PMI 就业人数分项数值为 49，进入收缩区间，低于前值 50.7。6 月 21 日晚 Markit 公布数据显示，欧元区 5 月制造 PMI 终值为 47.8，略高于前值 47.7，低于预期的 48。其中，就业人数连续第四个月减少。

4) **除了英国脱欧进程的不确定，意大利债务问题的潜在威胁依然存在。**6 月 5 日，因为债务规模严重超标（2018 年债务占 GDP 比达到 132.2%，是欧盟 60% 上限的两倍多），欧盟委员会认定意大利财政赤字超标，要对意大利启动惩罚程序，并处以 30 亿英镑的罚款。与此同时，意大利执政联盟正在讨论发行低面额、无息国库券（即所谓的迷你国库券 mini-BOT），通过发行这种迷你票据来结清拖欠的国家付款，并作为欧元平行货币与欧元一起流通。这种票据可用于纳税，面额相当于欧元，有到期日，与传统纸币非常相似。意大利议会已经在国内的立法程序中投票通过了这一动议，北方联盟党表示这些债券可以帮助企业收到逾期债款，从而增加流动性提振经济。考虑到意大利是欧盟中第三大经济体，一旦意大利真的发行该与欧元平行的迷你国库券，这将对欧元区经济造成重大干扰，因为法定货币只能依法发行，而迷你国库券的发行将违反欧元区的条约，并会瓦解意大利的欧元区成员身份。

美联储转向降息，将使得欧元贬值对出口的调节作用减弱。随着美国经济数据的不断走弱，美联储也转向降息。这一方面压低了美国 10 年期国债收益率，令美欧利差有所收窄。从利率平价的角度出发，这将推升欧元升值、美元贬值（美元指数走弱）。当然，欧央行也将不得不转向“加码宽松”，无论是重启负利率还是购买资产，都将压低欧债长端收益率，这又会拉大美欧利差。整体上看，美联储的货币政策宽松空间大于欧央行，欧美 10 年期国债收益率均会向下，但美债收益率下行空间更大，从而压缩美欧利差，推动欧元升值，导致欧元贬值对出口的调节作用下降。不过，近期市场对美联储降息定价可能过于乐观（联邦利率期货蕴含的年底降息概率达到了三次），如果美联储不会这么多次降息，可能美债收益率会有修正。

图表 2：美联储转向降息，将使得欧元作为“出口调节器”的作用减弱



来源：Wind，国金证券研究所

欧元区再度开启负利率，将进一步推升债务泡沫，从而加大长期债务风险。长期以来，欧央行完全依赖货币政策的来刺激经济，这意味着过度支出催生债务永久化。然而，过度的货币依赖，使得结构性失衡持续存在。虽然短期问题没有显现（主要因为债务便宜且没有通货膨胀），但长期风险在累计，同时对经济的活力下降。随着长时间负利率的实施，银行盈利能力下降、货币市场功能受损、负收益债务的流动性减少、央行应对未来衰退的有限工具、过度借贷和过度杠杆加重。

二、美国联储制造业指数出现大幅回落、新屋开工超预期但低于前值

1. 美国 6 月纽联储和费城联储制造业指数大幅下跌

美国纽约联储 6 月 17 日晚间公布数据显示，美国 6 月纽联储制造业指数为-8.6，远低于预期 10 和前值的 17.8，是自 2001 年来最大的跌幅。**就业和新订单指数均下降。**数据显示，分类项下美国 6 月纽约联储制造业新订单指数为-12，前值 9.7；美国 6 月纽约联储制造业就业指数为-3.5，低于前值 17.8；美国 6 月纽约联储制造业物价获得指数跌至 6.8，低于前值 12.4。当月出货量为 9.7，低于前值 16.3，这是有记录以来的最大月度跌幅。此外，未完成订单从前值的 2.1 下降至-15.8，交货时间和库存也均略有下降。在价格方面，投入成本通胀几乎没有变化，而销售价格通胀放缓。物价支付指数为 27.8，略高于前值 26.2；物价获得指数为 6.8，低于前值为 12.4。库存指数-5.3，低于前值-4.1。

据费城联储 6 月 20 日公布的数据显示，美国 6 月费城联储制造业指数为 0.3，远低于预期 10.4 和前值 16.6，这是自 2 月指数为 0 后的最低读数。**分类数据均在 6 月份下降，但仍保持在正值区域。**6 月新订单指数为 8.3，低于前值的 11。装船指数为 16.6，低于前值的 27.6。6 月的就业指数为 15.4，低于前值的 18.2。6 月的物价支付指数为 12.9，低于前值 23.1；物价获得指数为 0.6，远低于前值的 17.5，为自 2016 年 10 月以来的最低点。

2. 美国 5 月新屋开工数超预期但低于前值

5 月 18 日晚间公布数据显示，美国 5 月新屋开工 126.9 万户，低于前值 128.1 万户，超过预期 124 万户；房屋开工率环比下降 0.9%；单户住宅建筑环比下跌 6.4% 至 82 万套。东北地区 and 中西部地区新屋开工大幅下滑。东北地区下滑 45.5% 至 7.3 万，而中西部区下降 8.0% 至 16 万，西部下降 2.4% 至 33.2 万，而南部则增加 11.2% 至 70.4 万。营建许可方面，美国 5 月营建许可为 129.4 万户，前值 129 万户，略低于预期值 129.3 万户，相比 4 月的数量环比增长 0.3%，高于市场预期增长和前值的 0.2%。

图表 3：海外宏观数据跟踪和简评

| 美国 | 18-05 | 18-06 | 18-07 | 18-08 | 18-09 | 18-10 | 18-11 | 18-12 | 19-01 | 19-02 | 19-03 | 19-04 | 19-05 | 19-06 | 最新数据简评 | |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------------|----------|
| 增长 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| GDP (环比折年率, %) | | 4.2 | | | 3.5 | | | 2.2 | | | 3.2 | | | | 高于预期和前值，但消费和固定资产投资均显著 | |
| 消费 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 个人总收入 (环比折年率, %) | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.5 | 0.2 | (0.1) | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.5 | | | 高于预期和前值 | |
| 个人消费支出 (环比折年率, %) | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.2 | 0.6 | 0.4 | (0.6) | 0.1 | 0.1 | 0.9 | 0.3 | | | 分项来看，商品支出为主要提振。 | |
| 零售销售额 (环比折年率, %) | 1.2 | 0.2 | 0.6 | (0.1) | (0.1) | 0.8 | 0.2 | (1.2) | 0.2 | (0.2) | 1.6 | 0.3 | 0.5 | | 无店铺零售业为主要提振 | |
| 投资 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 耐用品订单 (环比, %) | -1.1 | 0.9 | -1.2 | 4.7 | 0.0 | -4.4 | 0.8 | 1.2 | 0.4 | (1.6) | 2.7 | (2.1) | | | 主要是飞机和汽车订单减少所致 | |
| 建造支出 (环比, %) | 0.7 | -0.7 | 0.2 | -0.4 | -0.1 | -0.1 | 0.8 | (0.6) | 1.3 | 1.0 | (0.9) | (0.1) | | | 建造投资回升，但仍未负值 | |
| 对外贸易 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 出口 (同比, %) | 10.8 | 8.8 | 7.5 | 6.5 | 6.6 | 6.3 | 3.8 | 0.1 | 3.0 | 2.4 | 1.3 | (0.1) | | | 海外需求回落 | |
| 进口 (同比, %) | 7.4 | 7.7 | 8.7 | 9.3 | 9.5 | 8.5 | 3.2 | 3.1 | 1.6 | -0.5 | 2.6 | 0.2 | | | 内需拉动回落 | |
| 贸易差额 (十亿美元) | -42.8 | -46.2 | -50.4 | -53.7 | -54.6 | -55.5 | -49.3 | -59.8 | -51.1 | -49.4 | -50.0 | (50.8) | | | 贸易逆差扩大 | |
| 通胀 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CPI (同比, %) | 2.8 | 2.9 | 2.9 | 2.7 | 2.3 | 2.5 | 2.2 | 1.9 | 1.6 | 1.5 | 1.9 | 2.0 | 1.8 | | 食品和能源价格拖累CPI | |
| 核心CPI (同比, %) | 2.2 | 2.3 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 2.1 | 2.0 | | 剔除能源和食品因素后，低于前值 | |
| 核心PCE (同比, %) | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | | | 持平前值和预期 | |
| 密歇根次年通胀预期 (同比, %) | 2.8 | 3.0 | 2.9 | 3.0 | 2.7 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 2.4 | 2.5 | 2.9 | 2.6 | 低于前值 | |
| 劳动力市场 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 非农就业新增人数 (千人) | 223 | 213 | 157 | 201 | 134.0 | 250.0 | 155.0 | 312.0 | 304.0 | 20.0 | 196.0 | 263.0 | 75.0 | | 私营部门和政府部门对总数据的拖累最大 | |
| 失业率 (%) | 3.8 | 4.0 | 3.9 | 3.9 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.9 | 4.0 | 3.8 | 3.8 | 3.6 | 3.6 | | 保持历史低点 | |
| 平均时薪 (环比, %) | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.1 | 0.4 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | | 持平与前值 | |
| 职位空缺数 (千人) | 6659 | 6822 | 7077 | 7293 | 7009 | 7079 | 6888 | 7335 | 7581 | 7087 | 7488 | 7449 | | | 多行业就业回落 | |
| 房地产市场 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 标普/CS房价指数 (同比, %) | 6.5 | 6.4 | 5.9 | 5.5 | 5.2 | 5.0 | 4.7 | 4.6 | 4.3 | 3.0 | 2.7 | | | | 房价持续回落 | |
| 成屋销售 (折年数, 万套) | 541 | 538 | 534 | 533 | 515 | 522 | 532 | 499 | 494 | 551 | 521 | 519 | | | 东北部和南部地区销售为主要拖累。 | |
| 新屋开工 (环比, %) | 4.2 | -11.4 | 0.6 | 8.1 | -5.5 | 1.5 | 3.2 | -11.2 | 18.6 | -8.7 | -0.3 | 5.7 | | | 美国东北部和中西部的的新屋开工量提振 | |
| 营建许可 (环比, %) | -4.6 | -0.7 | 0.9 | -4.1 | 1.7 | -0.4 | 5.0 | 0.3 | 1.4 | -2.0 | -1.7 | 0.6 | | | 营建许可上行 | |
| 其他 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ISM制造业PMI指数 | 58.7 | 60.2 | 58.1 | 61.3 | 59.8 | 57.7 | 59.3 | 54.1 | 56.6 | 54.2 | 55.3 | 52.8 | 52.1 | | 制造业指数回落 | |
| ISM非制造业PMI指数 | 58.6 | 59.1 | 55.7 | 58.5 | 61.6 | 60.3 | 60.7 | 57.6 | 56.7 | 59.7 | 56.1 | 55.5 | 56.9 | | 服务业小幅回落 | |
| 工业产能利用率 (%) | 77.5 | 77.8 | 78.0 | 78.5 | 78.5 | 78.4 | 78.5 | 78.7 | 78.3 | 78.2 | 78.8 | 77.9 | 78.1 | | 产能利用率小幅回升 | |
| 密歇根大学消费者信心指数 | 98.0 | 98.2 | 97.9 | 96.2 | 100.1 | 98.6 | 97.5 | 98.3 | 91.2 | 93.8 | 98.4 | 97.2 | 100.0 | 97.9 | 主要由于对关税以及就业放缓的担忧 | |
| 美联储总资产 (万亿美元) | 4.404 | 4.367 | 4.337 | 4.266 | 4.240 | 4.187 | 4.145 | 4.123 | 4.106 | 4.016 | 4.016 | 3.976 | | | 缩表在9月结束 | |
| 美国联邦基金基准利率 | 1.5-1.75 | 1.75-2.0 | 1.75-2.0 | 1.75-2.0 | 2.0-2.25 | 2.0-2.25 | 2.0-2.25 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 6月维持利率不变 |
| 美元实际有效汇率指数 | 98.10 | 99.60 | 99.94 | 101.00 | 101.21 | 101.94 | 103.05 | 103.22 | 106.00 | 105.90 | 106.31 | 106.40 | 107.40 | | 美元实际有效汇率上行 | |
| 其他发达经济体 | 18-05 | 18-06 | 18-07 | 18-08 | 18-09 | 18-10 | 18-11 | 18-12 | 19-01 | 19-02 | 19-03 | 19-04 | 19-05 | 19-06 | 简评 | |
| 欧元区 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| GDP (环比折年率, %) | | 1.5 | | | 0.6 | | | 0.8 | | | 1.6 | | | | 欧元区经济疲软 | |
| CPI (同比, %) | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.0 | 2.1 | 2.2 | 2.0 | 1.6 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.7 | 1.2 | | 通胀小幅回升 | |
| 核心CPI (同比, %) | 1.1 | 0.9 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 1.2 | 0.8 | | 核心CPI继续回落 | |
| 出口 (季调环比, %) | 0.2 | 1.7 | -0.9 | 2.1 | -1.6 | 2.1 | (1.0) | (0.1) | 0.8 | (1.4) | 0.9 | (2.5) | | | 外部需求大幅回落 | |
| 进口 (季调环比, %) | 0.9 | 2.0 | 1.5 | -0.4 | 0.2 | 2.6 | (1.9) | 0.0 | 0.3 | (2.7) | 2.5 | (0.9) | | | 内部需求大幅回落 | |
| 贸易差额 (十亿欧元) | 16.6 | 16.5 | 12.3 | 16.8 | 13.4 | 12.5 | 15.1 | 15.6 | 17.0 | 19.5 | 17.9 | 15.3 | | | 贸易差额回落 | |
| Markit制造业PMI指数 | 55.5 | 54.9 | 55.1 | 54.6 | 53.2 | 52.0 | 51.8 | 51.4 | 50.5 | 49.2 | 47.5 | 47.8 | 47.7 | 47.8 | 较前值小幅回升但仍低于预期 | |
| Markit服务业PMI指数 | 53.8 | 55.2 | 54.2 | 54.4 | 54.7 | 53.7 | 53.4 | 51.4 | 51.2 | 52.8 | 53.3 | 52.5 | 52.5 | 53.4 | 稳步上行 | |
| 德国经济景气指数 | 112.7 | 111.9 | 112.8 | 112.7 | 112.5 | 111.2 | 111.8 | 109.9 | 108.5 | 108.4 | 106.6 | 105.1 | 105.5 | | 德国经济景气小幅回升 | |
| 工业生产指数 (环比, %) | 1.4 | -0.7 | -0.8 | 1.1 | -0.3 | 0.1 | -1.7 | -0.9 | 1.4 | -0.2 | -0.3 | -0.5 | | | 工业生产指数进一步回落 | |
| 欧央行总资产 (万亿欧元) | 4.56 | 4.57 | 4.59 | 4.61 | 4.62 | 4.62 | 4.66 | 4.67 | 4.69 | 4.69 | 4.70 | 4.70 | 4.70 | 4.70 | 逐步退出QE | |
| 欧央行主要再融资利率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.0 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | 维持利率不变 | |

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_11819

