

**李超** 执业证书编号：S0570516060002  
 研究员 010-56793933  
 lichao@htsc.com

**刘天夭** 执业证书编号：S0570518050003  
 研究员 010-56793946  
 liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：特朗普是短期最大不确定性》  
2019.06
- 2 《宏观：英国首相梅“被辞职”，硬脱欧会远吗？》2019.05
- 3 《宏观：若关税加码，美国会“类滞胀”吗？》  
2019.05

## 联储降息是否真的迫在眉睫？

### ——图说一周海外经济（20190603-20190609）

#### 为什么市场预期的降息次数在上周短短几天内增加至2次，甚至3次？

6月8日联邦基金利率期货显示市场几乎笃定7月开始降息，7月降息一次的概率为64.3%。今年年底前降息三次的概率为37.3%，高于降息两次29.9%的概率。为何降息预期快速上升？我们认为主要原因有以下两点：1) 全球贸易争端的铺开，引发市场对于经济衰退的担忧。5月31日特朗普宣布，计划自6月10日起对墨西哥所有进口商品征收5%关税，并威胁称，税率从7月起逐月上调，10月税率升至25%。美墨争端激化超出市场预期。虽然6月8日美墨达成协议，但是全球贸易争端的不确定性难以缓解。2) 5月就业数据疲弱更加坚定了市场认为联储降息以抵御经济疲软的看法。

#### 但我们认为，联储降息并不是真正的迫在眉睫，9月前降息概率较小

从联邦基金利率期货显示今年年底前的降息概率已接近100%可以看出，市场认为降息是确定的，但是不确定的是什么时候降以及降的幅度。我们认为，美联储降息操作并不是真正的迫在眉睫，9月前降息的概率较小。其一、美联储需要更多时间来评估贸易争端的影响，贸易冲突仍存在阶段性降温的可能。其二、美联储可能需要看到经济大幅下滑的数据确认。第二季度的数据可能是缓慢回落，但韧性仍存。美联储对于降息的抉择是市场情绪与经济数据之间的取舍。金融市场正在极大地考验美联储的政策定力，是预先采取行动还是有待数据的进一步确认。6月20日美联储议息会议是重要的观察窗口。

#### 原因一：贸易争端演进的可选项不是只有冲突升级，还可能是“适当降温”

6月8日特朗普在推特上表示美墨已达成协议，加征关税计划“无限期暂停”。而中美贸易争端这一边，6月28日的日本G20峰会仍是重要的时间节点，两国元首可能给贸易摩擦局势适当降温。5月23日，商务部发言人高峰指出，中方期待，与G20各方一道，继续加强，凝聚共识，共同维护多边主义和自由贸易，反对单边主义和保护主义。6月G20峰会以后，中美关系有多种可能的走势，除了简单的缓和以及恶化两个选项以外，还可能出现“边谈边打”和“只谈不打”、“只打不谈”等复合选项。我们认为，如果切换到“只谈不打”，市场风险偏好可能仍有一定的提振。

#### 原因二：美国经济二季度或缓慢回落，下半年下滑幅度可能才明显加快

我们在18年11月的《冬尽春归，否极泰来》年度策略报告中提出，美国经济大概率在18年四季度至19年一季度见顶。我们认为，二季度GDP大概率缓慢回落，不会失速，而下半年经济下滑速度会加快。近期新屋销售有了较为明显的改善，住房建筑商协会NAHB指数作为先行指标出现了回升，地产仍然存在韧性。地产可能企稳带动后周期消费，密歇根消费者信心指数同样出现回升，消费下滑速度或减缓。另外，由于贸易争端发酵，美国提前备货的情况或仍存在，二季度库存对于经济仍有支撑，下半年随着美国从被动补库存切换到主动去库存，库存对于经济的支撑将明显减弱。

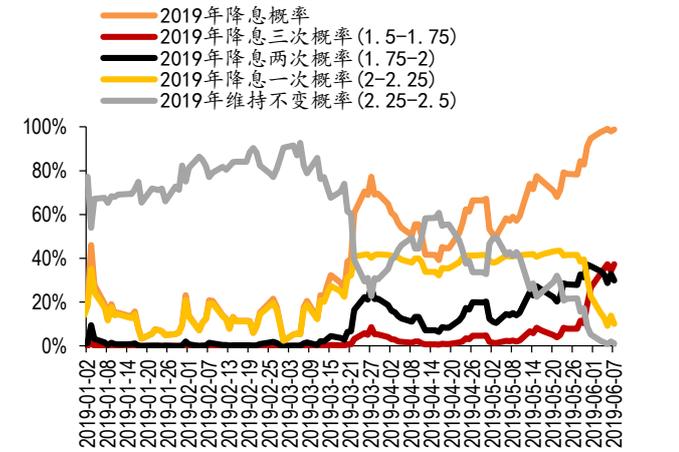
#### 在不确定中寻找确定，看好黄金的中长期配置价值

黄金投资的三大要素是作为贵金属的避险属性、与实际利率和美元指数的负相关性。我们认为，不确定性抬升决定了黄金的短期逻辑，美元周期中长期走弱决定了长期逻辑。近期全球贸易争端是不确定性的主要来源。上周更是出现市场对于联储降息预期强化，美元走弱与利率下行共同推升黄金上涨。短期来看，黄金强势有望延续，但要注意G20峰会贸易谈判进展，如果两国元首会晤后风险因素化解，黄金回落概率较高，若风险因素仍在发酵则金价仍有支撑。中长期来看，我们预计美国经济基本面趋弱，联储货币政策转向宽松，美元未来逐步进入弱势周期是支撑黄金的重要逻辑。

风险提示：美联储货币政策宽松不及市场预期，贸易摩擦事态升级或反复冲击市场风险偏好。

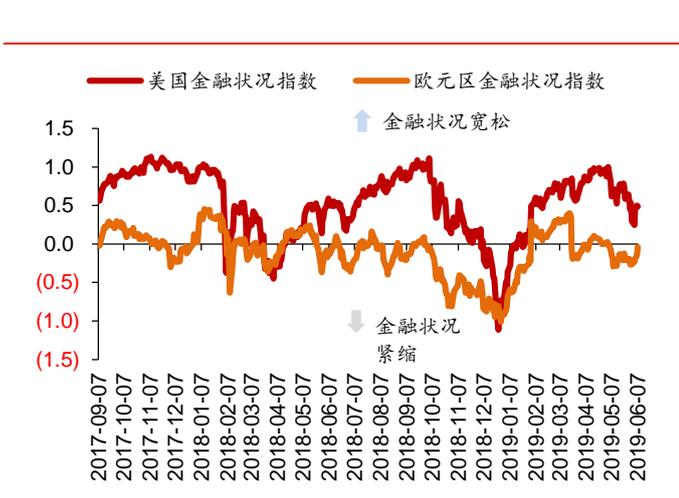
## 高频经济观察

**图表1：联邦基金利率期货的隐含概率显示19年降息概率从5月31日的94.8%上升至6月7日的98.8%**



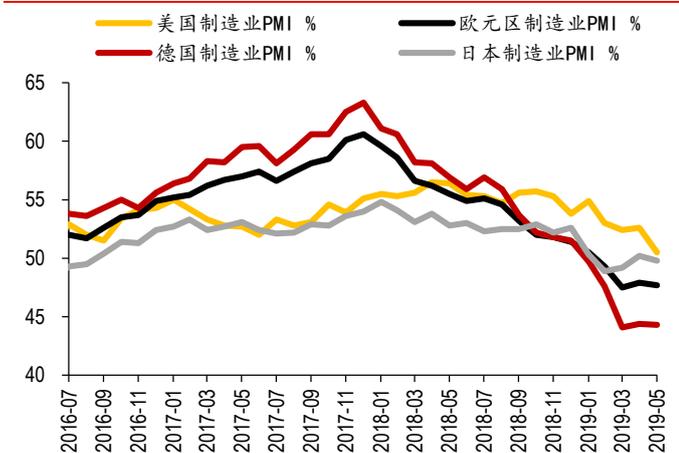
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表3：上周，美欧金融状况指数趋于宽松**



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表5：5月美国制造业PMI终值50.5，不及初值和预期值50.6，为2009年9月以来新低**



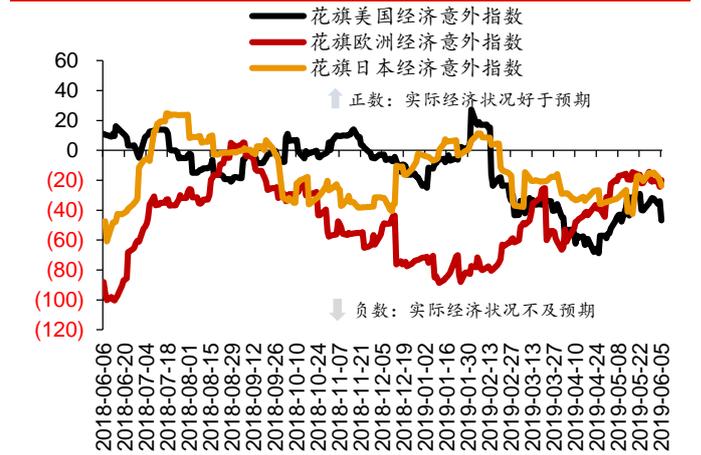
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表2：美债收益率曲线继续维持倒挂，3个月与10年期国债利差上周收于19BP**



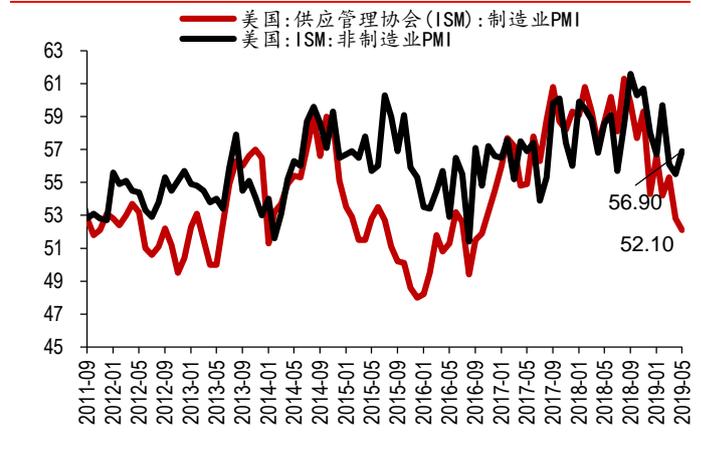
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表4：上周，美国实际经济状况与预期相差较大，受5月就业数据疲软影响，6月5日美国经济意外指数跌至-46.8**



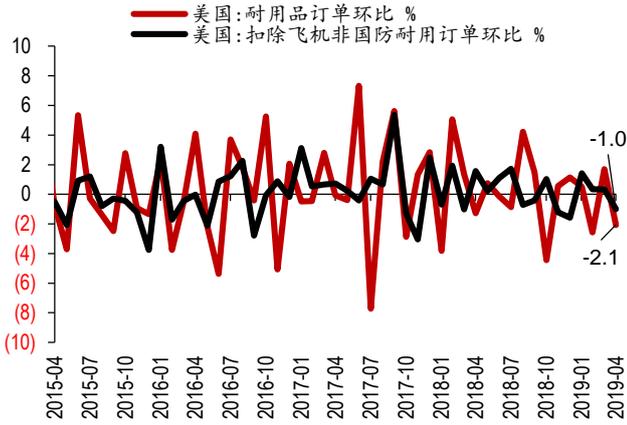
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表6：5月美国ISM制造业PMI 52.1，低于预期值53，为16年10月以来新低；非制造业PMI 56.9，高于预期值55.4，创2月以来新高**



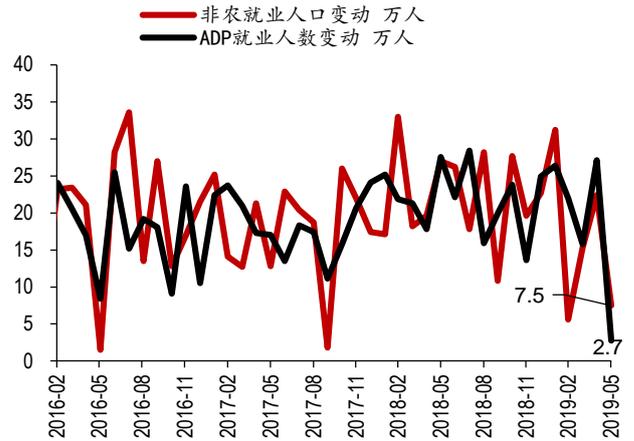
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表7: 美国4月扣除飞机非国防资本耐用品订单环比终值-1%，前值-0.9%；耐用品订单环比终值-2.1%，与前值持平**



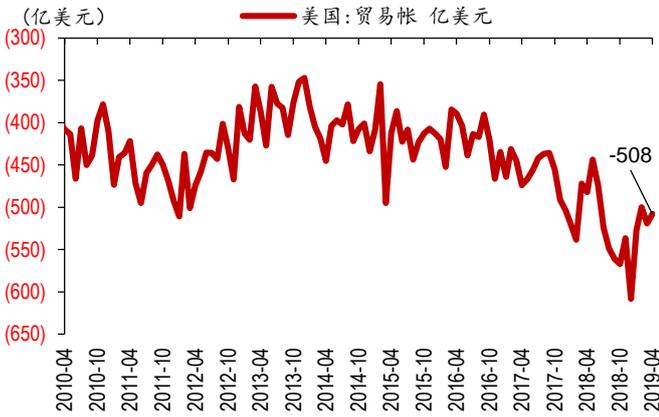
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表8: 美国5月就业数据大幅不及预期, ADP就业人数增加2.7万人, 预期值为18.5万; 非农就业人口仅增7.5万人, 预期值为18万人**



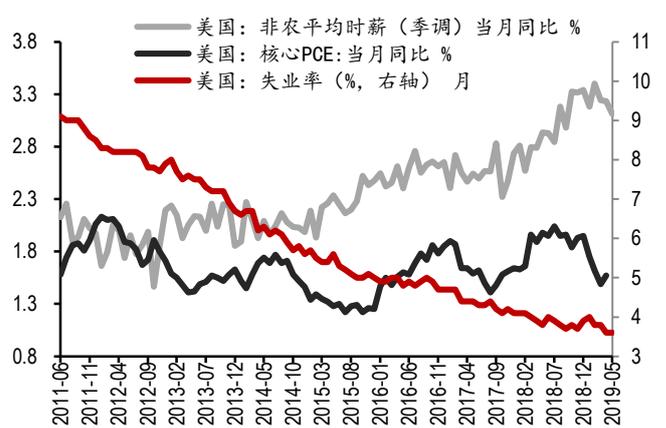
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表9: 美国4月贸易帐逆差508亿美元, 大于预期值507亿美元, 前值为500亿美元**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表10: 美国5月失业率3.6%，预期值和前值皆为3.6%，维持降低趋势；非农时薪增速同比稳定在3%以上**



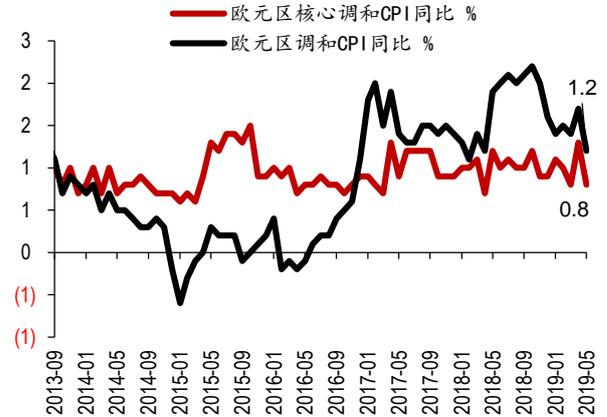
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表11: 美国4月批发库存环比终值0.8%，高于预期值0.7%，表明被动补库存阶段尚未结束，库存对经济仍有一定支撑**



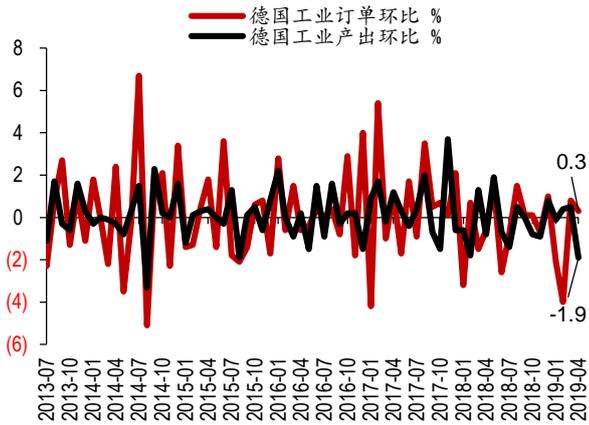
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表12: 欧元区5月调和CPI同比1.2%，不及预期值1.3%；核心调和CPI同比0.8%，不及预期值0.9%**



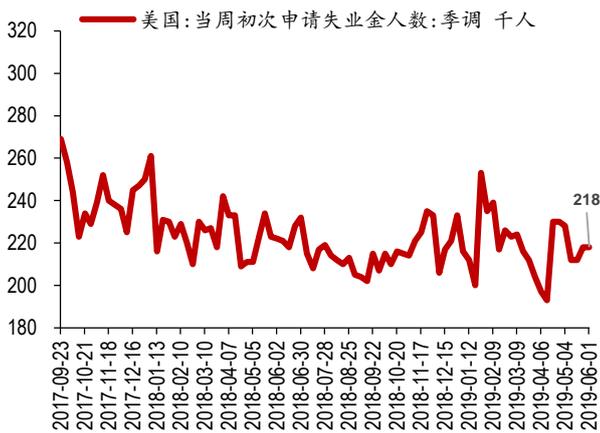
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表13: 德国4月工业产出环比-1.9%，预期值为-0.5%；4月季调后工厂订单环比0.3%，预期值为0%**



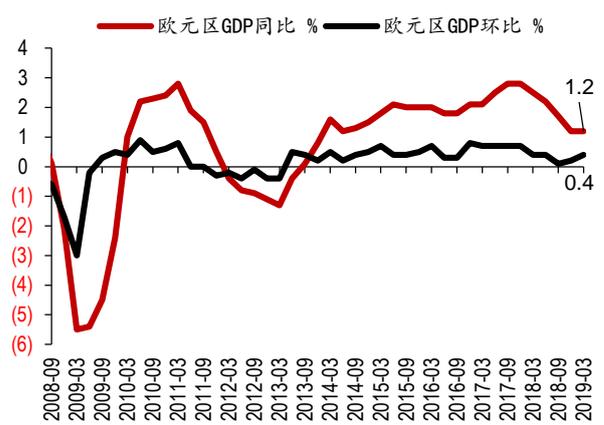
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表15: 6月1日美国当周初次申请失业金人数21.8万人，高于预期值和前值的21.5万人**



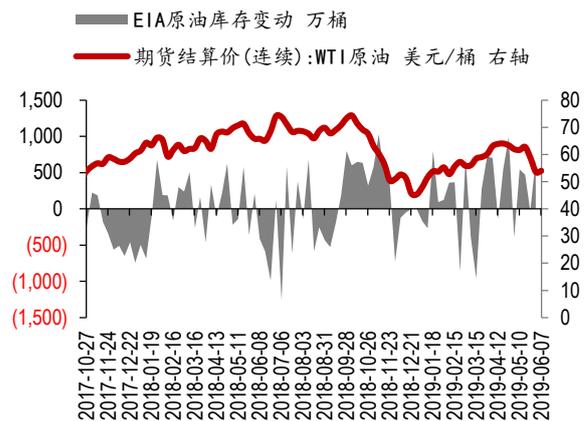
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表14: 欧元区一季度GDP同比终值1.2%，与前值和预期持平；环比终值1.2%，与前值和预期持平**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

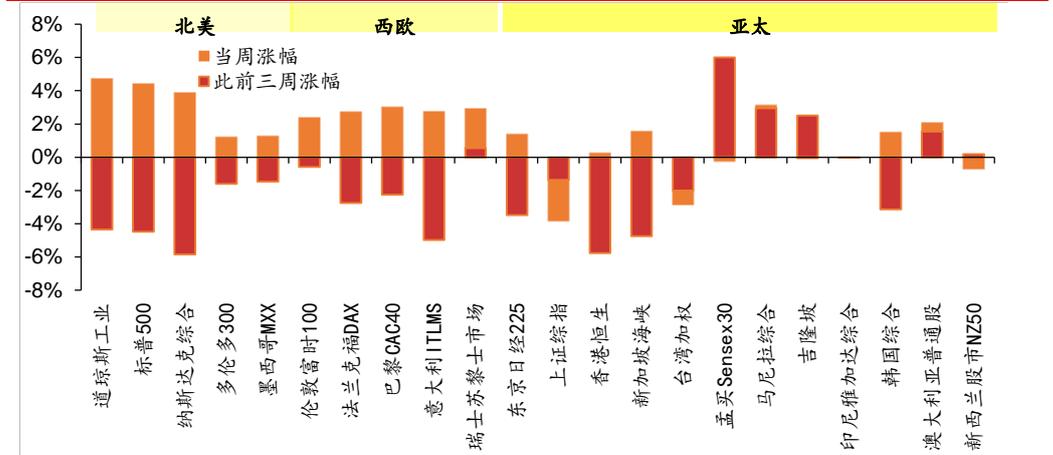
**图表16: 5月31日美国当周EIA原油库存增加677.1万桶，显著高于预期值-200万桶；供给意外增加叠加需求疲软推动油价下跌，WTI原油期货结算价6月5日单日下跌3.37%至51.68美元/桶**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

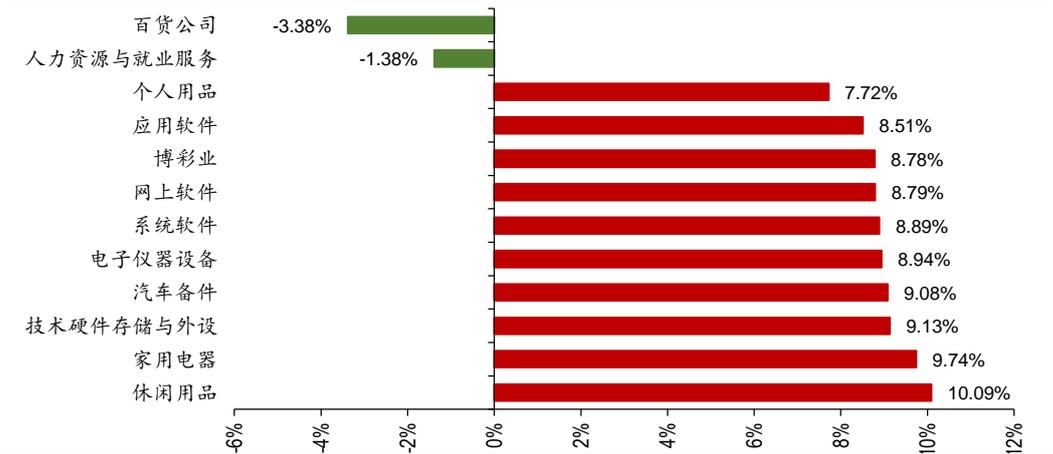
## 大类资产表现

图17: 上周, 美股先跌后涨。受全球贸易摩擦加剧、美国制造业 PMI 数据不及预期等因素影响, 美股周初有所下滑, 而后鲍威尔讲话释放降息可能, 就业数据疲软坚定市场对于美联储降息的看法, 叠加美墨表示达成协议贸易摩擦缓和的共同影响下, 美股三大指数连续上涨。纳指周涨 3.88%, 标普 500 周涨 4.41%, 道指周涨 4.71%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图18: 上周, 标普 500 分行业板块中, 休闲用品、家用电器、技术硬件存储与外设板块涨幅位列前三; 而百货公司、人力资源与就业服务领跌, 受美联储降息预期强化影响, 各板块跌幅较小



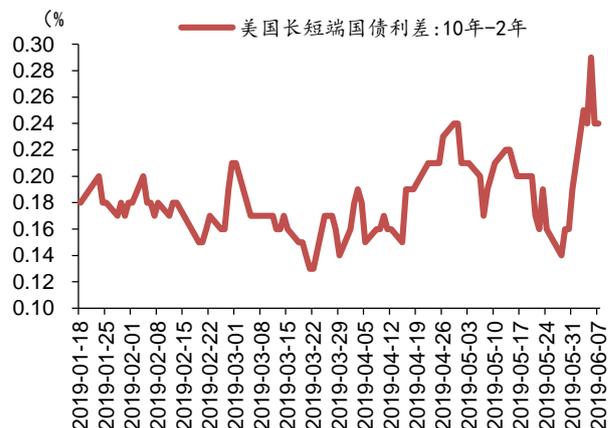
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图19: 美联储美债近期远期收益率利差上周有所收窄, 收于 -0.5674%, 凸显市场对美联储货币政策持“宽松”预期



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图20: 美国 10 年期和 2 年期国债利差上周进一步扩张, 收于 24BP



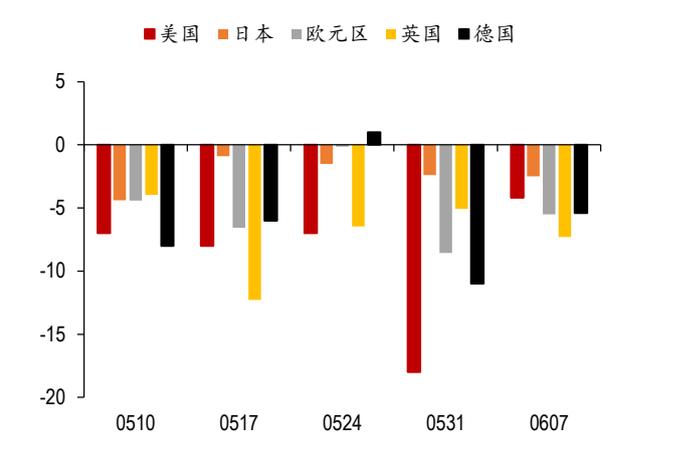
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表21: 上周, 美国 10 年期国债收益率先涨后跌, 收于 2.08%, 周跌 4.4BP (单位: 基点)**



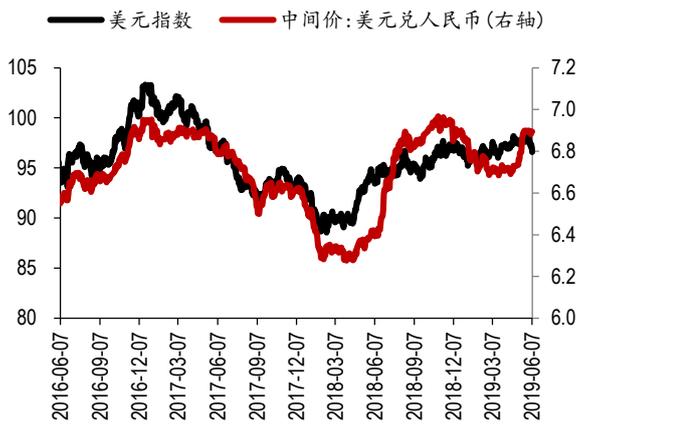
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表22: 上周发达国家 10 年期国债收益率均不同程度下行(单位: 基点)**



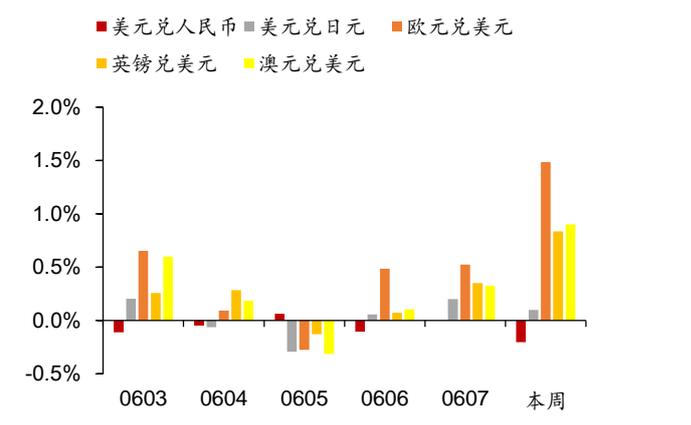
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表23: 美联储立场鸽派, 美元趋弱, 人民币兑美元汇率稳定在 6.9 附近**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表24: 上周, 受美联储降息预期加强影响, 美元指数下行, 周跌 1.21%, 收于 96.6, 跌破 97 关口; 欧元兑美元周涨 1.5%, 收于 1.13**



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表25: 受降息预期强化影响, 上周美元走弱, 利率走低共同推动伦敦现货黄金周涨 3.5%, 收于 1340.65 美元/盎司**



**图表26: 美股波动不是推动黄金走强的主因, 上周市场对于美联储降息的预期强化推动美股上涨, VIX 指数高位回落, 收于 16.3;**



**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\\_12163](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12163)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn