

证券研究报告 / 宏观数据

## 近期市场对美联储的利率预期是如何变化的？——海外宏观周度观察（2019 年第 20 周）

### 报告摘要：

美国消费者信心指数创下 15 年新高，主要原因是美国一季度 GDP 及近期就业数据均表现较好，这鼓舞了消费者对未来的信心。但几个月来 PMI 指数连续下降，加之贸易摩擦加剧，预计美国消费者信心也难以维持高位。美国 4 月零售销售数据再度不及预期。目前美国对外的贸易摩擦升级，随着关税问题的发酵，可能会进一步压制消费的增长。欧元区一季度 GDP 增长符合预期，显示出企稳迹象，但全球经济走弱趋势未变，贸易保护主义加剧必将对全球供应链产生较大负面影响。未来欧洲经济增长的动力仍然不足。

我们通过 CME Group 的“美联储观察”反映出的市场对美联储的利率政策预期，来回顾近期市场对美联储利率政策的预期变化。近期的数据显示，市场对美国全年已无加息预期。结果显示美国经济增长的数据对利率的影响力小于通胀率和失业率的影响力；中美贸易摩擦对市场预期的影响巨大。在此背景下，美联储难以重启加息进程。

中美双边摩擦再度升级。现在来看，双方的摊牌尚未结束，短期内仍存在冲突继续加剧的风险。中期来看，长时间的关税战对双方经济损伤都较大。中美两国目前不存在大规模对抗的必要性，故而和谈是必然结果。长期来看，美国与中国的冲突主要是意识形态的对抗，在这一点上双方都不可能让步，所以中美对抗必将是长期的、持久的。我们认为中期的关税战结束后，美国将在其它方面继续向中国施压，包括汇率战、技术封锁、地缘政治施压等。

在中美谈判起波澜后，人民币大幅贬值。我们认为人民币贬值只是短期内市场的情绪反应以及对冲关税的手段。未来人民币汇率不会出现趋势性贬值，美元兑人民币汇率不会破“7”。人民币汇率具备稳定的基础和必要性，同时央行也有足够的手段调节汇率稳定。

在上周中美贸易摩擦升级导致全球股市普跌之后，本周部分股指回升，美股仍旧下跌。市场避险情绪较重，本周主要债券收益率大多下行。本周铁矿石和原油价格大涨，农产品大多上涨。



### 相关报告

《人民币汇率不破“7”仍是底线》(20190513)

中美谈判进入“黎明前的黑暗”时刻——海外宏观周度观察(2019 年第 19 周)(20190512)

《美国零售销售强劲，欧美贸易争端升级——海外宏观周度观察(2019 年第 16 周)》(20190421)

### 证券分析师：沈新风

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. 美国消费者信心回升，欧元区 GDP 平稳增长.....	3
2.1. 美国消费者信心创新高，零售销售不及预期.....	3
2.2. 欧元区一季度 GDP 符合预期.....	4
3. 市场对美联储的利率预期是如何变化的 .....	5
4. 中美谈判：短期风险较大，中期预计达成协议，长期对抗格局未变 .	6
5. 人民币汇率不会破“7”.....	6
6. 全球市场表现.....	8
6.1. 部分股指回升，贸易战影响犹在.....	8
6.2. 主要债券收益率下行.....	8
6.3. 原油铁矿石大涨，农产品涨价明显.....	9

图 1: 美国消费者信心指数创新高 .....	3
图 2: PMI 通常为消费者信心指数的前瞻性指标 .....	3
图 3: 美国零售销售再度不及预期.....	4
图 4: 欧元区一季度 GDP 符合预期.....	4
图 5: 6月降息概率为 10% .....	5
图 6: 全年降息概率为 73.4% .....	5
图 7: 人民币再现贬值趋势 .....	7
图 8: 部分股指回升.....	8
图 9: 美债收益率下行 .....	9
图 10: 日债收益率下行.....	9
图 11: 欧债收益率短升长降.....	9
图 12: 原油铁矿石大涨.....	10
图 13: 小麦玉米涨幅居前 .....	10
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
2019/05/20	日本	一季度 GDP
2019/05/20	日本	3 月工业产出
2019/05/21	欧元区	OECD 公布经济展望
2019/05/22	英国	4 月 CPI、PPI
2019/05/23	欧洲	欧洲议会选举
2019/05/23	美国	美联储 4 月 30 日至 5 月 1 日政策会议纪要
2019/05/23	欧元区、法国、德国、美国	5 月 PMI 初值
2019/05/23	美国	欧洲央行公布 4 月货币政策会议纪要
2019/05/24	日本	4 月 CPI
2019/05/24	美国	4 月耐用品订单

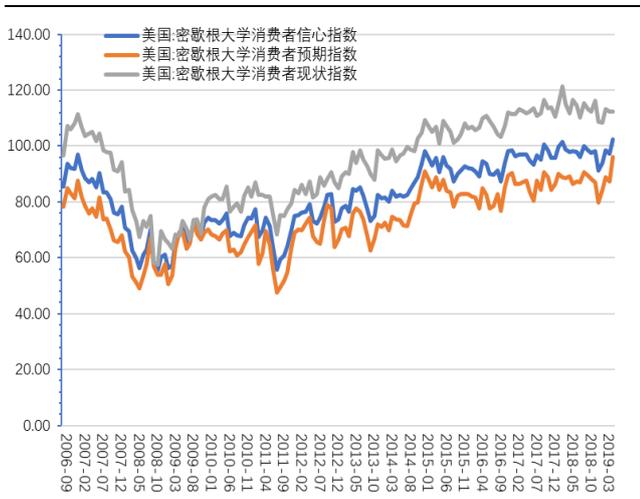
数据来源: 东北证券

## 2. 美国消费者信心回升, 欧元区 GDP 平稳增长

### 2.1. 美国消费者信心创新高, 零售销售不及预期

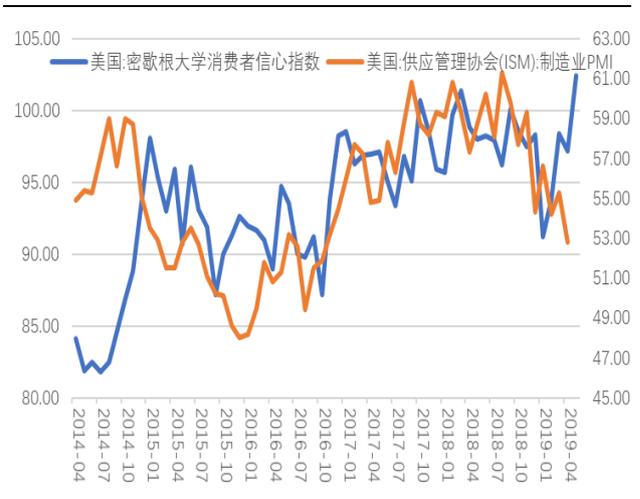
美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值录得 102.4, 预期与前值均为 97.2。消费者现况指数为 112.4, 消费者预期指数为 96, 亦均高于前值。消费者信心指数创下 15 年新高, 主要原因是美国一季度 GDP 及近期就业数据均表现较好, 这鼓舞了消费者对未来的信心。但结合消费者信心指数与企业端景气度 (PMI 数据) 来看, PMI 通常为消费者信心指数的前瞻性指标。近几个月来 PMI 指数连续下降, 加之贸易摩擦加剧, 预计美国消费者信心也难以维持高位。

图 1: 美国消费者信心指数创新高



数据来源: 东北证券, Wind

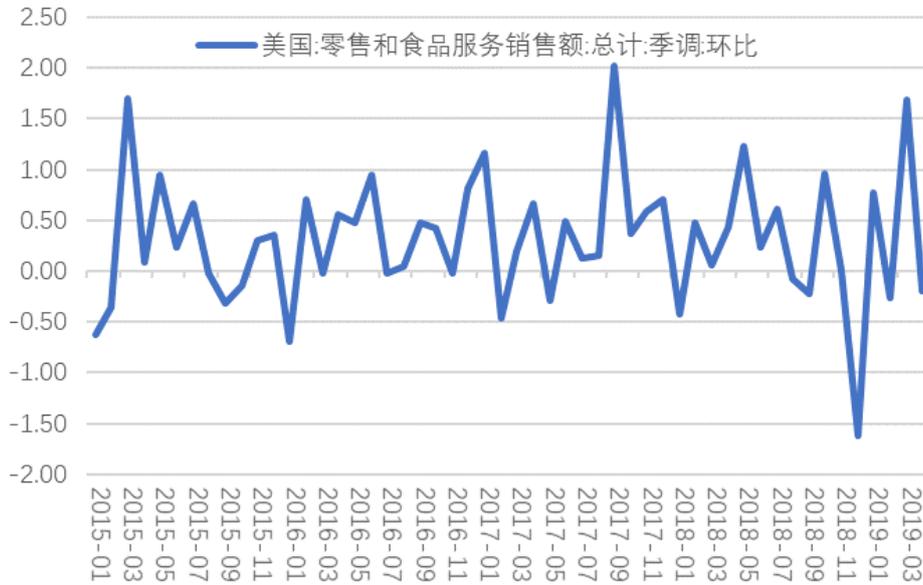
图 2: PMI 通常为消费者信心指数的前瞻性指标



数据来源: 东北证券, Wind

在 3 月经历较大反弹之后，美国 4 月零售销售数据再度不及预期。4 月份零售销售环比下降 0.2%，预期为增长 0.2%，前值上修至 1.7%。数据表明二季度开局，美国消费支出水平依然疲软。目前美国对外的贸易摩擦升级，随着关税问题的发酵，可能会进一步压制消费的增长。

图 3: 美国零售销售再度不及预期

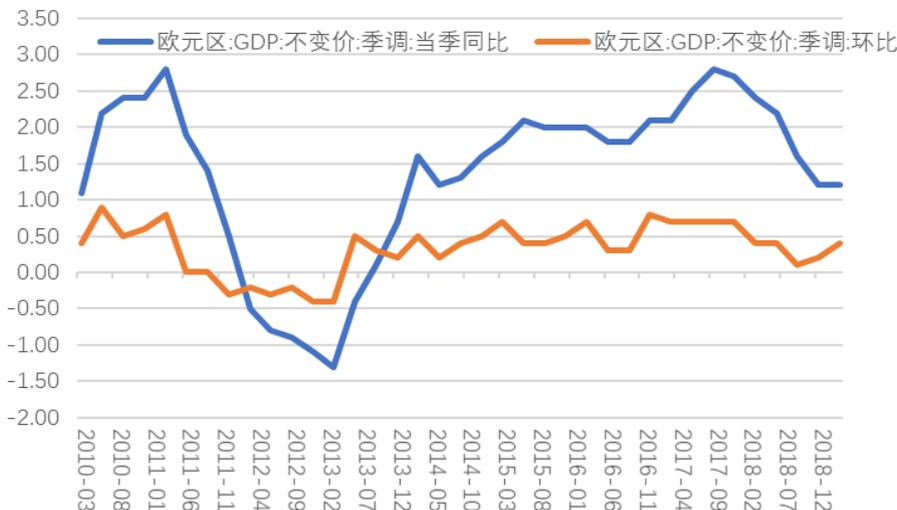


数据来源: 东北证券, Wind

## 2.2. 欧元区一季度 GDP 符合预期

欧盟统计局周三公布的数据显示，欧元区一季度 GDP 同比初值为 1.2%，季环比初值为 0.4%，均符合预期。其中，德国经济从上一季度的零增长反弹至一季度的 0.4%；为欧元区经济增长贡献较大，而意大利也从连续两个季度的技术性衰退中复苏，一季度经济增长 0.2%。

图 4: 欧元区一季度 GDP 符合预期



数据来源: 东北证券, Wind

欧元区一季度 GDP 增速停止下跌，显示出企稳迹象，但全球经济走弱趋势未变，贸易保护主义加剧必将对全球供应链产生较大负面影响。未来欧洲经济增长的动力仍然不足。

### 3. 市场对美联储的利率预期是如何变化的

我们通过 CME Group 的“美联储观察”反映出的市场对美联储的利率政策预期，来回顾近期市场对美联储利率政策的预期变化。近期的数据显示，市场对美国全年已无加息预期，故而我们主要观察降息预期的变化。

在 4.21~4.28 一周，市场对美联储全年降息概率的预期由 42.9% 上升至 63.8%。这周之中美国公布了一季度 GDP 数据，经济增长虽然大超预期，但同时公布的通胀数据 PCE 同比大幅下降，导致降息预期大幅上升，表明通胀数据对利率预期的影响更大。

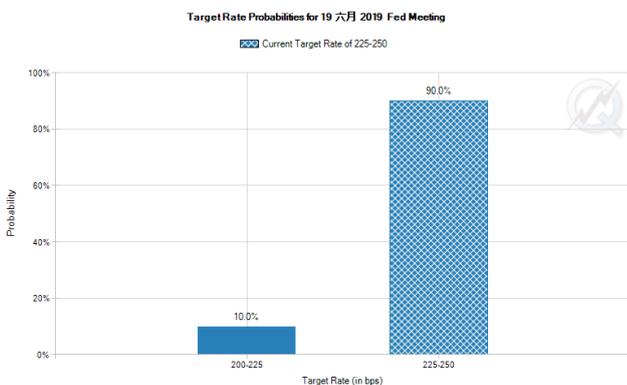
在 4.28~5.5 一周，市场对美联储全年降息概率的预期由 63.8% 下降至 47%。这周之中美国公布了 4 月份就业数据，新增就业大超预期，失业率创新低，导致降息概率降低。反映出就业数据亦对市场预期有较大影响。

在 5.5~5.12 一周，市场对美联储全年降息概率的预期由 47% 上升至 57.3%。这周之中美国与中国的贸易摩擦升级，引发市场对经济前景的担忧，降息概率随之提升。

5.12~5.19 一周，市场对美联储全年降息概率的预期由 57.3% 上升至 73.4%，市场上甚至出现了降息 3 次的预期。本周中美贸易摩擦继续升级，美国限制美企与中国华为的业务，同时出台了针对中国 3000 亿美元商品的关税加征计划，导致市场对经济前景的忧虑提升，降息概率继续上升。

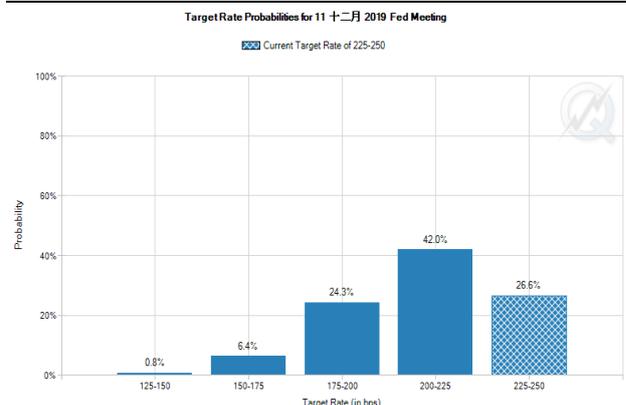
从上述回顾中可以看出，美国经济增长的数据对利率的影响力小于通胀率和失业率的影响力；中美贸易摩擦对市场预期的影响巨大。在此背景下，美联储难以重启加息进程。

图 5: 6 月降息概率为 10%



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 全年降息概率为 73.4%



数据来源：东北证券，Wind

#### 4. 中美谈判：短期风险较大，中期预计达成协议，长期对抗格局未变

本周一美国公布对华 3000 亿美元规模的进口产品加征 25% 关税的清单，并将于 6 月 17 日开始就此举行听证会。周三，美国总统特朗普签署行政命令，要求美国进入紧急状态，在此紧急状态下，美国企业不得使用对国家安全构成风险的企业所生产的电信设备。普遍分析认为这是在为禁止美企与华为的业务往来铺平道路。

中美双边摩擦再度升级。我们在上一期周报中提示到，由于目前是谈判的摊牌期，双方态度强硬，所以短期内存在较大的不确定性。现在来看，双方的摊牌尚未结束，短期内仍存在冲突继续加剧的风险。

中期来看，我们认为目前的摩擦升级，主要是为最终协议增加筹码，长时间的关税战对双方经济损伤都较大。中美两国制度不同。攻守形势不同，所以贸易战升级，美国方面面临的压力更大。而且中美两国目前不存在大规模对抗的必要性，故而和谈是必然结果。

长期来看，中美对抗仍将长期存在。可以看出，美国与中国的冲突，已经远超出“贸易战”的范畴，而主要是意识形态的对抗，在这一点上双方都不可能让步，所以中美对抗必将是长期的、持久的。我们认为中期的关税战结束后，美国将在其它方面继续向中国施压，包括汇率战、技术封锁、地缘政治施压等。

在中美贸易摩擦升级的背景下，中国货币政策将会保持较为宽松的环境；未来中国会加大开放力度，增加与其它国家的贸易联系；同时深化改革，进一步支持民营企业发展，激发市场活力；中国国内市场需求巨大，拉动内需是应对外部环境变化的最好手段，刺激消费的相关政策值得期待。

#### 5. 人民币汇率不会破“7”

在中美谈判起波澜后，人民币大幅贬值，主要有以下三个原因：第一，中美贸易摩擦升级，导致市场避险情绪升温。第二，中美谈判出现反复，中方维护汇率稳定的意愿降低。第三，人民币汇率贬值有利于缓解部分关税压力。这三个原因共同作用，导致人民币汇率短期内出现贬值趋势。

图 7: 人民币再现贬值趋势



数据来源: 东北证券, Wind

我们认为人民币贬值只是短期内市场的情绪反应以及对冲关税的手段。未来人民币汇率不会出现趋势性贬值, 美元兑人民币汇率不会破“7”。

首先, 从经济基本面来看, 我们认为中国经济将于年中企稳, 即使受到贸易摩擦的影响, 也不会出现超预期下滑。而且, 与以往大放水强刺激的方法不同, 本轮经济政策如减税降费、促进消费、扩大开放、深化改革等, 更能改善整体经济结构、提升企业信心, 有助于经济的长期健康发展。经济的稳定是汇率稳定的基础。

其次, 中国目前货币政策虽仍保持相对宽松, 但并非大水漫灌, 不会对汇率造成贬值压力。央行强调“把好货币供给总闸门”、不要“大水漫灌”, 这意味着货币政策将会松紧适度, 不会走大放水的老路。

再次, 人民币汇率大幅度贬值弊大于利。一方面, 人民币贬值过多, 会对进口型企业造成沉重打击, 不利于经济结构的优化; 另一方面, 人民币持续贬值会加重市场恐慌情绪, 一旦突破某一心理关口, 会造成资本大量外流等较严重的后果。所以, 人民币汇率应在合理区间内波动, 不应过大幅度贬值。

此外, 虽然此前贸易摩擦升级导致中方维持汇率稳定的意愿降低, 但目前中美磋商仍在进行, 最终达成和解是双方的真实意愿。在此背景下, 人民币汇率贬值破“7”很容易造成对抗继续升级, 不利于后续谈判的进行。

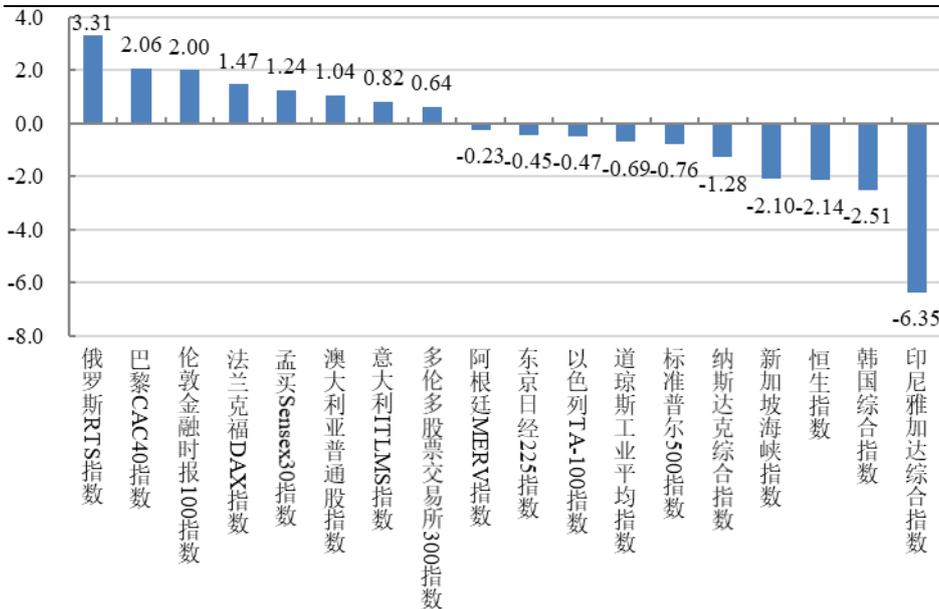
出于以上几点原因, 我们认为人民币汇率有稳定在合理区间内的基本面和必要性。而且, 中国央行具有足够的货币政策工具来维持汇率的稳定, 包括逆周期工具、资本管制等, 外储是压箱工具。目前中国外汇储备充足, 足以应对外部冲击。综上所述, 人民币汇率具备稳定的基础和必要性, 同时央行也有足够的手段调节汇率稳定。我们认为人民币不会延续持续贬值的趋势, 美元对人民币不会破“7”。

## 6. 全球市场表现

### 6.1. 部分股指回升，贸易战影响犹在

在上周中美贸易摩擦升级导致全球股市普跌之后，本周部分股指回升。俄罗斯股指上涨 3.31%；欧洲 GDP 增速企稳，欧洲股指大多上涨，法国、英国、德国股指分别上涨 2.06%、2.00% 和 1.47%。美股仍旧下跌，道指跌幅 0.69%，标普 500 指数下跌 0.76%，纳指下跌 1.28%。

图 8: 部分股指回升



数据来源：东北证券，Wind

### 6.2. 主要债券收益率下行

中美摩擦升级，市场避险情绪较重，本周主要债券收益率大多下行。美国 3 月期国债收益率下行 4bp，10 年期国债收益率下行 8bp。日本 1 年期国债收益率下行 0.5bp，

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\\_12456](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12456)

