

宏观点评

“五一”宏观 8 看点

事件：五一期间，美联储按兵不动，鲍威尔暗示短期不会降息；美国就业好，PMI 差，利率决策仍保持观望；4 月国内制造业 PMI 如期回落但仍高于荣枯线；货币总基调仍宽松；中美结束第十轮经贸磋商；美元微涨，原油下跌。

1、美联储如期按兵不动，降息预期降温；不过，英央行意外走鹰。5 月美联储和英央行均维持利率不变，并均对经济增长更有信心；不同的是，美联储主席暗示短期内加息或降息均没必要，英央行行长则认为当前加息次数不足。维持此前判断，倾向于认为，本轮美联储加息周期已告终结，何时降息取决于美国经济表现（目前市场降息概率由此前 67% 降至 50%）；英国则受制于脱欧、低通胀和经济增长乏力，短期内尚难再加息。

2、美国 4 月新增就业超预期，失业率再创新低。美国 4 月新增非农就业人数 26.3 万人，远高于预期和前值（均为 19 万），主因建筑业、批发业、教育医疗、政府等行业新增就业较多；失业率降至 3.6%，创 1969 年以来（3.5%）新低。整体看，美国就业仍强劲，薪资增速未见显著放缓，失业率将继续低位，从而支撑美联储利率决策保持观望。

3、全球地缘政治冲突加剧，警惕潜在的负面影响。近期，美国制裁伊朗、英国脱欧、委内瑞拉政变等地缘政治冲突事件频发，加剧了全球政经环境的不确定性，后续需警惕黑天鹅事件的爆发，尤其是对油价等资产价格的冲击。

4、美、欧、中 1 季度 GDP 均超预期，但 4 月 PMI 均再弱。倾向于认为，短期虽向好，但尚难扭转经济下行的总趋势，全球经济增长动能依旧欠缺。关注国内企业被动去库、进出口分项指数回升、出厂价-原材料价差值扩大、小型企业景气度回升等四大信号。

5、中美结束第十轮经贸磋商，美国财长称会谈“富有成效”。据彭博报道，未来核心在于监督机制以及是否要取消已征关税。我们判断，中美协议只是时间问题（不排除中美元首在 6.28-29 日在日本的 G20 峰会达成），有望部分取消已征关税，大概率中美互为监督或引入第三方（如世贸组织），短期关注下周第十一轮磋商（5 月 8 日）的结果。

6、国内高频观察：4 月需求未见显著回升，生产景气回落，食品价格续升，生产资料价格回落。需求端，4 月地产销售平稳，汽车销量增速降幅扩大；生产端，发电耗煤同比再转负，地产开工助推高炉开工率提升；价格端，4 月生猪价格均值环比上涨 7%，食品价格续涨、原油价格回落将推升 CPI 环比至 -0.1% 附近，同比约为 2.4%；生产资料价格回落使 PPI 环比在 0 附近运行，预计 4 月 PPI 同比微升至 0.6% 左右。

7、国内政策观察：货币宽松总基调未变，更需关注总量调节向结构调节的转变。央行一季度例会、国常会、政治局会议等释放的信号表明货币宽松总基调未变，预计 6 月之前仍有可能定向降准，经济未稳通胀不高情况下，预计二季度货币总体维持宽松，主要靠结构性工具发力，此外更需关注利率并轨和金融供给侧改革。此外，**关注银行风险分类新规的四大变化，凸显了逆周期调控思维，对银行影响总体有限，对中小银行冲击更大。**4 月 30 日银保监会风险分类新规拓展了风险分类的资产范围，细化五级分类监管要求和重组资产分类标准，并强调以债务人为中心的分类理念。

8、大类资产表现：五一期间（5 月 1 日-5 月 3 日），美元指数小幅上涨 0.04% 至 97.52，10Y 美债收益率上行 2.3bp 至 2.525%，全球股市表现不一，WTI、Brent 原油分别下跌 3.08%、2.68% 至 61.94、70.85 美元/桶，COMEX 铜下跌 2.64% 至 2.824 美元/磅。4 月整月来看，全球股市普涨、债市普跌，美元微涨，原油大涨，黄金下跌。

风险提示：中美贸易冲突超预期，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 王梅邴

邮箱：wangmeili@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

1、《4 月 PMI 再弱的四个信号》2019-04-30

2、《从 PPI 上行可能性看库存周期演化路径

——兼评 Q1 工业企业利润》2019-04-28

3、《美国一季度 GDP 超预期的表与里》

2019-04-27

4、《政策思路的变与不变——逐句解读 4.19

政治局会议》2019-04-20

5、《一季度经济喜大于忧，是时候上修了

么？》2019-04-17



内容目录

看点 1: 美联储如期按兵不动, 降息预期降温; 不过, 英央行意外走鹰	4
看点 2: 美国 4 月新增就业超预期, 失业率再创新低.....	6
看点 3: 全球地缘政治冲突加剧, 警惕潜在的负面影响.....	8
看点 4: 美、欧、中 1 季度 GDP 均超预期, 但 4 月 PMI 均再弱	8
看点 5: 中美结束第十轮经贸磋商, 美国财长称会谈“富有成效”	10
看点 6: 国内高频观察: 4 月需求未见显著回升, 生产景气回落, 食品价格续升, 生产资料价格回落.....	11
需求端: 地产销售平稳、汽车消费未见明显回暖.....	11
供给端: 生产景气度有所回落	12
价格端: 食品价格环比续升, 生产资料价格环比回落.....	13
看点 7: 国内政策观察: 货币宽松基调未变, 更需关注总量调节向结构调节的转变; 跟踪银行风险分类新规四大变化	13
货币宽松总基调未变, 更需关注总量调节向结构调节的转变.....	14
关注风险分类新规的四大变化, 对上市银行总体压力有限	16
看点 8: 大类资产表现: 美元上涨, 美债收益率上行, 全球股市表现不一, 原油黄金双双下跌	18
风险提示	20

图表目录

图表 1: 近 3 次 FOMC 会议声明对比.....	4
图表 2: 美联储决议公布前后美元指数走势分时图.....	5
图表 3: 美联储决议公布前后 10Y 美债收益率走势分时图.....	5
图表 4: 美联储决议公布前后标普 500 指数期货走势分时图.....	5
图表 5: 美联储决议公布前后市场预期降息概率的变化.....	5
图表 6: 英国央行对于 GDP 和 CPI 的预期	6
图表 7: 英国当前通胀水平低于货币政策目标	6
图表 8: 领先指标指向英国经济增长趋于放缓	6
图表 9: 美国新增非农就业人数和失业率走势	7
图表 10: 美国劳动参与率和时薪增速走势.....	7
图表 11: 美国各行业新增非农就业人数变化.....	7
图表 12: 为进行人口普查工作, 美国政府部门将雇佣大量人员	7
图表 13: 近期主要地缘政治冲突事件.....	8
图表 14: 美国 4 月 ISM 制造业和非制造业 PMI 双双低于预期和前值.....	10
图表 15: 美国 4 月 ISM 制造业 PMI 主要分项均有所下滑.....	10
图表 16: 欧元区 4 月制造业 PMI 小幅反弹, 服务业 PMI 有所回落	10
图表 17: 中国 4 月制造业 PMI、非制造业 PMI 均有所回落	10
图表 18: 中美历轮经贸磋商时间表	11
图表 19: 4 月 30 大中城市商品房成交面积增速保持平稳.....	11
图表 20: 一、三线城市商品房销售面积增速回落.....	11
图表 21: 4 月百城土地成交建筑面积增速继续维持在同期低位.....	12
图表 22: 百城成交土地溢价率持续回升	12
图表 23: 4 月乘用车当周日均销量同比均值为-25.5%	12
图表 24: 4 月六大集团发电耗煤量同比增速再次转负	13
图表 25: 4 月全国高炉开工率持续回升.....	13
图表 26: 4 月食用农产品价格指数均值环比增速继续扩大	13
图表 27: 4 月生产资料价格指数均值环比增速回落	13
图表 28: 近期关于货币政策的主要表态和操作	15

图表 29: 货币市场利率、债券市场利率、信贷利率下行存在时滞.....	16
图表 30: 流动性宽松并未带来社融的切实好转.....	16
图表 31: 大部分上市银行的关注+不良类贷款偏离度在 100%以下.....	17
图表 32: 多数上市银行不良贷款偏离度在 100%以下.....	17
图表 33: 多数上市银行损失贷款偏离度较高.....	17
图表 34: 五一期间主要货币汇率变化.....	19
图表 35: 五一期间主要国家 10Y 国债收益率变化.....	19
图表 36: 五一期间主要股指涨跌表现.....	19
图表 37: 五一期间主要大宗商品涨跌表现.....	19
图表 38: 4 月份主要货币汇率变化.....	19
图表 39: 4 月份主要国家 10Y 国债收益率变化.....	19
图表 40: 4 月份主要股指涨跌表现.....	19
图表 41: 4 月份主要大宗商品涨跌表现.....	19

看点 1: 美联储如期按兵不动, 降息预期降温; 不过, 英央行意外走鹰

事件: 5月2日, 美联储和英国央行公布5月利率决议。

美联储维持利率不变但技术性下调超额存款准备金利率, 对经济更有信心, 美联储主席鲍威尔暗示短期内再加息或降息均没必要。5月2日, 美联储公布FOMC会议决议, 维持联邦基金目标利率 2.25%-2.5% 不变, 维持缩表节奏不变, 符合市场预期。对比3月政策声明, 美联储对经济的表述由“开始放缓”上调为“稳固增长”, 对通胀的表述由“整体通胀下降, 核心通胀仍接近 2%”下调为“整体通胀和核心通胀已经下降, 且低于 2%”。此外, 美联储决定将超额存款准备金利率 (IOER) 下调 5bp 至 2.35%, 符合市场预期, 此举主要是为了加强利率走廊控制, 刺激银行拆出资金, 可视为小幅宽松。

随后的新闻发布会上, 美联储主席鲍威尔表示, 抑制核心通胀的因素是“暂时的”, 预计今年晚些时候经济增长将出现健康反弹, 不认为目前有必要朝任何一个方向改变利率, 调整 IOER 利率的原因是货币市场的技术性波动可能加大了控制基准利率的难度, 如有必要将再次这样做, 但不认为目前有必要。此外, 鲍威尔称尽管市场对非金融部门债务存在担忧, 但整体上金融稳定性是适度、平衡的, 且金融体系相当有弹性。

图表 1: 近 3 次 FOMC 会议声明对比

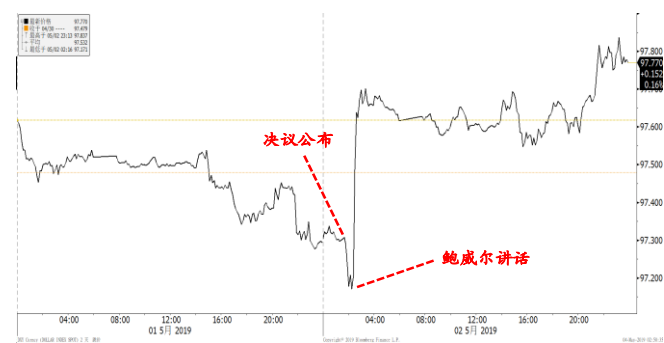
会议时间	2019/1/31	2019/3/21	2019/5/2
会议结果	不加息	不加息	不加息
联邦基金目标利率	2.25%-2.5%	2.25%-2.5%	2.25%-2.5%
每月缩表上限	500 亿美元	5月开始每月国债缩减上限由 300 亿下降为 150 亿, 9月结束缩表。10月开始 MBS 到期资金将用于购买国债。	5月开始每月国债缩减上限由 300 亿下降为 150 亿, 9月结束缩表。10月开始 MBS 到期资金将用于购买国债。
经济增长	稳固增长 (rose at a solid rate)	开始放缓 (has slowed)	稳固增长 (rose at a solid rate)
经济前景风险	删除“经济前景风险大致平衡”的表述	无	无
劳动力市场	劳动力市场继续增强 (continued to strengthen), 失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong) , 失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low)
薪资增长	强劲增长 (have been strong)	稳固增长 (have been solid)	稳固增长 (have been solid)
家庭支出	继续强劲增长 (continued to grow strongly)	增长放缓 (slower growth)	增长放缓 (slowed)
固定投资	有所放缓 (has moderated)	增长放缓 (slower growth)	增长放缓 (slowed)
通胀表现	仍接近 2% (remain near 2 percent)	整体通胀下降 (has declined) , 核心通胀仍接近 2% (remains near 2 percent)	整体通胀和核心通胀已经下降, 且低于 2% (has declined and are running below 2 percent)
表述变化	删除“进一步逐步加息”的表述, 新增“鉴于全球经济和金融形势的发展, 以及通胀压力的减弱, 在决定未来如何调整联邦基金目标利率时, 委员会将保持耐心”的表述	无	无

资料来源: FED, 国盛证券研究所

美联储利率决议偏鸽，但鲍威尔讲话偏鹰，整体可谓中性偏鸽。在5月2日凌晨2点美联储公布决议之后，短时间内美元指数和10Y美债收益率小幅跳水，标普500指数期货小幅走高；但在2点30分鲍威尔开始讲话之后，美元指数和10Y美债收益率快速拉升，标普500指数期货快速下跌。此外，由于鲍威尔表示通胀下降是“暂时的”以及“目前没有必要调整利率”，市场对于美联储降息的预期大幅降温，年内降息的概率已由67%下降至50%。

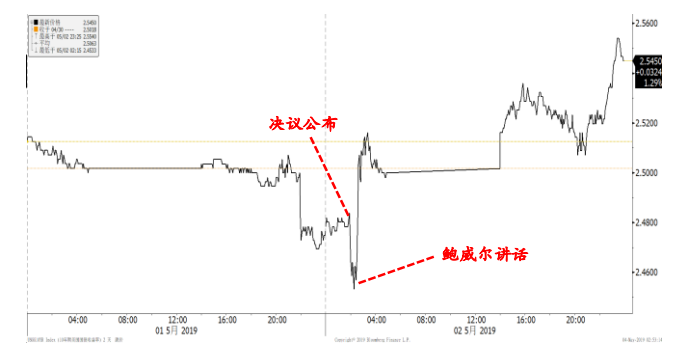
在前期报告《美联储全面转鸽，是时候讨论降息甚至QE了——2019年3月FOMC会议点评》中，我们指出，本轮美联储加息周期大概率已告终结，何时降息取决于美国经济表现。往后看，倾向于认为，在美国经济表现稳健、失业率有望维持低位的背景下，美联储年内大概率不会启动降息。

图表 2: 美联储决议公布前后美元指数走势分时图



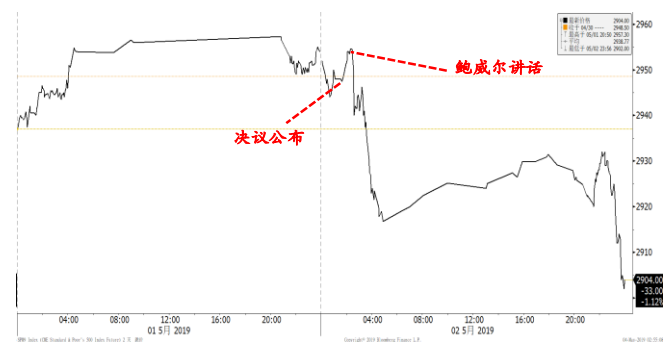
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 3: 美联储决议公布前后 10Y 美债收益率走势分时图



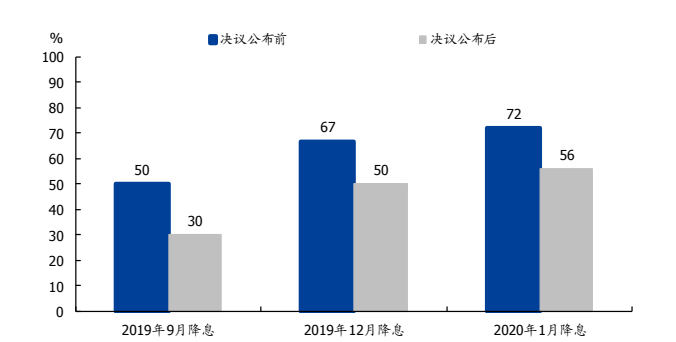
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 4: 美联储决议公布前后标普 500 指数期货走势分时图



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 5: 美联储决议公布前后市场预期降息概率的变化



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

对比美联储，英国央行同样按兵不动并上调经济增长预期，并释放了有可能继续加息的信号。5月2日，英国央行公布 MPC 会议决议，维持基准利率和资产购买规模不变，符合市场预期。英国央行在政策声明中表示，如果经济符合预期，未来几年物价上行压力将会加大，将需要进一步提高利率，以保持通胀在目标水平。未来任何加息步调应当是逐渐的、谨慎的，利率可能仍将远低于金融危机前的水平。重申英国经济前景将继续在很大程度上取决于欧盟退出的性质和时间，特别是欧盟与英国之间的新的贸易安排。此外，英国央行上调了未来3年的GDP增长预期，同时下调了今明两年的通胀预期。

随后的新闻发布会上，英国央行行长卡尼表示，在现在市场利率曲线中，加息是不充足的，如果预期正确，那么需要加息的次数将多于市场预期。短期通胀预期下调很大程度上反映了能源价格波动，未来过度需求的出现将导致国内通胀上升，超过进口和能源价

格的抵消作用，导致通胀在两年内超过目标水平并继续上升。英国央行与欧洲央行和美国联储所处的境地不同，英国和美国货币政策此前所拥有的密切相关性在本轮周期中并未保持。

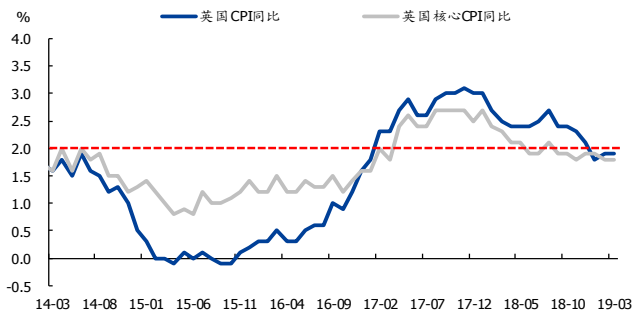
总体来看，英国央行此次 MPC 会议决议释放了明确的鹰派信号。但考虑到英国脱欧尚未取得足够进展、当前通胀尚未达到政策目标、领先指标指向经济增长趋于放缓，倾向于认为，英国央行短期内难以再度加息。

图表 6: 英国央行对于 GDP 和 CPI 的预期

	2019		2020		2021	
	本次预期	此前预期	本次预期	此前预期	本次预期	此前预期
GDP 增速	1.5	1.2	1.6	1.5	2.1	1.9
CPI 同比	1.6	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1

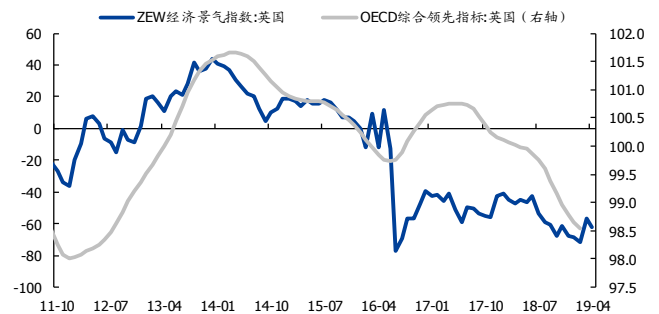
资料来源: BoE, 国盛证券研究所

图表 7: 英国当前通胀水平低于货币政策目标



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 领先指标指向英国经济增长趋于放缓



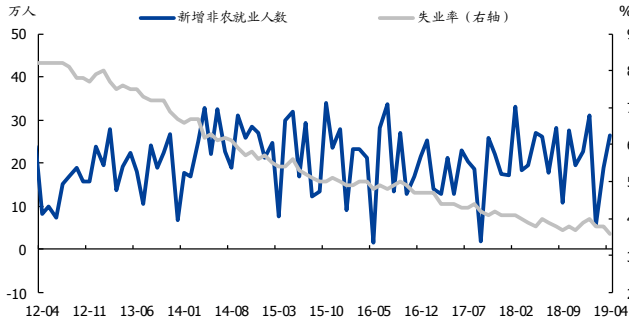
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

看点 2: 美国 4 月新增就业超预期，失业率再创新低

事件: 5月3日，美国公布4月非农就业数据。其中，美国4月新增非农就业人数26.3万人（预期19万，前值18.9万），4月失业率3.6%（预期3.8%，前值3.8%），4月平均每小时工资同比3.2%（预期3.3%，前值3.2%），4月劳动力参与率62.8%（预期63%，前值63%）。

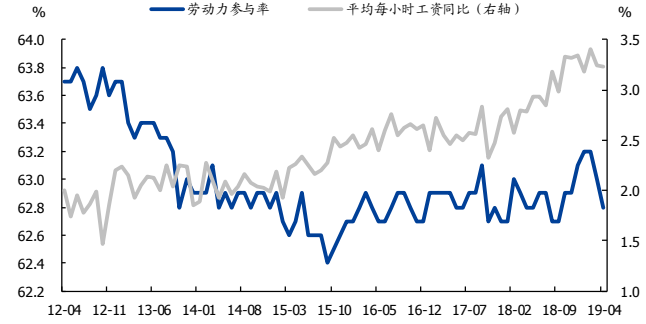
分行业来看，美国4月建筑业、批发业、运输仓储业、专业和商业服务、政府部门的新增就业人数较3月大幅提升，是非农就业的主要拉动项。此外，4月制造业新增非农就业人数0.4万人，结束了连续5个月的下滑。

图表 9: 美国新增非农就业人数和失业率走势



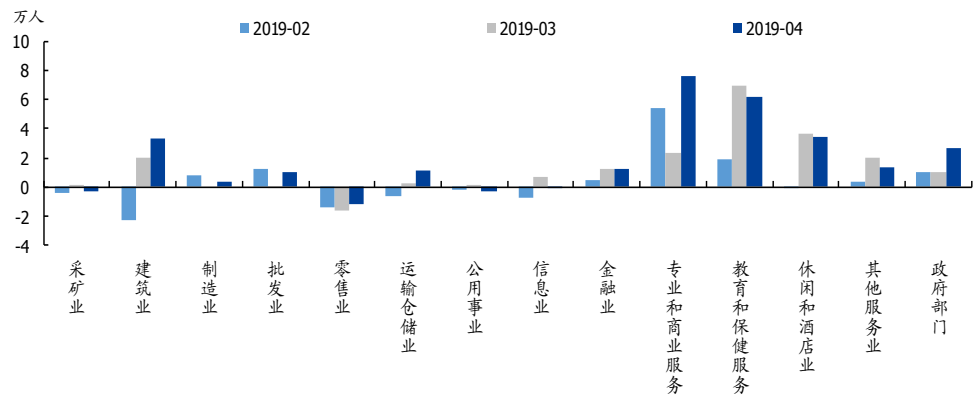
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 美国劳动参与率和时薪增速走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

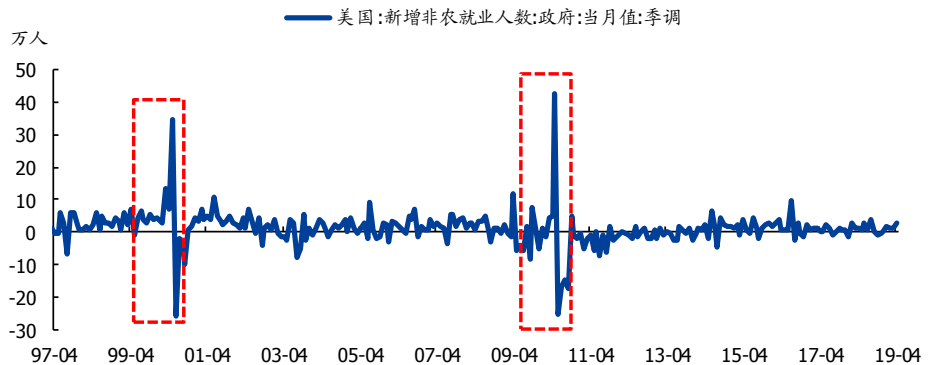
图表 11: 美国各行业新增非农就业人数变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

重申前期观点: 新增非农就业人数维持高位, 指向美国失业率年内尚不会出现明显回升, 也降低了美联储短期内降息的迫切性; 但企业盈利增速的放缓将带动薪资增长的放缓, 进而拖累消费表现 (具体分析, 请参阅我们此前发布的报告《美国一季度 GDP 超预期的表与里》)。此外需注意的是, 2020 年是美国十年一度的人口普查年, 为进行人口普查工作, 美国政府部门会雇佣大量人员, 而根据历史经验, 往往在普查工作开展的前一年, 政府部门新增就业就会出现持续的增加。往后看, 政府部门新增就业的增加有望对美国劳动力市场形成一定的支撑。

图表 12: 为进行人口普查工作, 美国政府部门将雇佣大量人员



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

看点 3: 全球地缘政治冲突加剧, 警惕潜在的负面影响

近期, 地缘政治冲突事件频发, 需警惕潜在的负面冲击。伊朗方面, 5月2日美国对伊朗的制裁生效, 取消了对所有国家从伊朗进口原油的豁免权, 5月3日华尔街日报称美国进一步考虑切断伊朗的外汇来源; 英国脱欧方面, 由于两党在脱欧问题上的争执不下, 英国地方选举中工党和保守党均流失了大量的选票, 而自4月初欧盟决定将脱欧期限延长至10月底以来, 脱欧谈判始终未取得实质性进展。委内瑞拉方面, 4月30日委内瑞拉政变失败, 美国政府官员称特朗普考虑对委内瑞拉实施军事干预。综合来看, 地缘政治冲突有愈演愈烈之势, 并在一定程度上加剧了全球的不确定性, 后续需警惕黑天鹅事件的爆发以及对资产价格造成的冲击。

图表 13: 近期主要地缘政治冲突事件

主题	时间	主要内容
美国制裁伊朗	5月3日	特朗普政府考虑增强对伊朗的制裁力度, 瞄准与伊朗做生意的更多公司和金融机构, 以切断该国的美元计价硬通货来源, 不仅仅要切断伊朗的石油出口, 还要切断伊朗的石油制品和其他商品的出口销售。
	5月2日	美国对伊制裁正式生效, 美国方面不再延长对任何国家和地区的豁免期, 任何购买伊朗石油的经济实体都将遭受美国方面制裁, 与此同时, 部署在波斯湾地区的美军军舰也已开始巡查活动, 一旦发现任何伊朗油轮都将对其进行检查, 防止伊朗方面依靠走私行动继续出售石油。
英国脱欧	5月4日	英国首相乐观认为, 她接近与反对党工党领导人达成一项涵盖关税联盟和工人权利问题的脱欧协议。
	5月3日	英国地方选举初步结果显示, 英国两大主要政党保守党和工党纷纷在地方选举中流失选票, 而小党派和独立参选人选票大幅增加。执政党保守党和反对党工党分别承认, 处理“脱欧”问题不力, 是选举受挫的重要原因。
	4月24日	苏格兰政府首席大臣妮古拉·斯特金表示, 如果英国脱离欧盟, 苏格兰将争取在2021年5月之前举行公投, 决定是否从英国独立。
委内瑞拉动乱	4月10日	欧盟召开紧急峰会商讨英国延期脱欧事宜, 欧洲27国领导人经过商讨, 最终同意英国脱欧期限灵活延至10月底, 在6月欧盟还将对此决定再次评估。
	5月1日	特朗普表示, 如果古巴军队和民兵不立即停止旨在破坏委内瑞拉宪法的军事和其他行动, 那么将对古巴实行全面彻底的禁运以及最高级别的制裁。

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_12796



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn