

证券研究报告 / 宏观数据

日英央行为何没有跟随降息？——海外宏观周度观察（2019年第38周）

报告摘要：

美国8月工业生产高于预期，主要受到机械产量和金属制品产量增加的影响。整体来看美国经济处于“退而未衰”的阶段。欧元区9月ZEW经济景气指数出现反弹，欧洲央行正在试图通过宽松的货币政策降低经济风险，仍有希望避免英国无协议脱欧，此前担忧的贸易冲突也没有变为现实，因此经济前景好于预期，但仍处于负区间。日本8月CPI继续走弱，但10月份开始日本消费税将上调2个百分点至10%，将对CPI有较明显的提升作用。

美联储宣布降息25bp，但从美联储点阵图来看，年内可能不会再有降息。鲍威尔在随后的新闻发布会上提出美联储将重新讨论何时扩大资产负债表的问题，并称扩表时间可能比预期的更早。决定未来美联储降息路径的主要因素仍是贸易谈判的进展。我们认为如果10月份中美谈判进展顺利，则美联储大概率不会再降息。

日本央行维持利率不变，重申当前的超低利率将至少维持到2020年春季。如果经济风险加大，物价上升的势头受到影响，日本央行将毫不犹豫推出新的宽松政策。10月份日本消费税将由8%提升至10%，会对CPI有明显推升作用，而且日本实行负利率以来并未对投资和通胀形成有力拉动，所以日本央行目前并不急于加码宽松政策。但消费税同时也会影响居民的消费意愿，消费税对通胀的拉动效果和对消费的抑制程度将是日央行后续政策的主要指引。英国央行同样按兵不动，脱欧进程将对英央行的货币政策产生决定性影响。如果最终无协议脱欧，英国大概率会降息以应对经济的衰退。

约翰逊表示，一份不含“备份安排”的新“脱欧”协议有望在10月欧盟峰会上达成，并且如果英欧双方谈不妥，他将不惜带领英国如期“无协议脱欧”。欧洲议会18日通过一项不具法律约束力的决议，称将否决没有“备份安排”的“脱欧”协议，如果英国“无协议脱欧”，责任全在英方。“无协议脱欧”的风险仍存。

全球股市涨跌不一，主要债券收益率大多下行。国际原油期货价格冲高回落。受北京时间9月14日沙特石油设施受袭事件的影响，原油期货本周初大涨逾10%，后受到沙特宣布月底恢复产能以及EIA库存超预期增长等因素影响，国际原油价格回落。目前看来本次袭击事件对原油供给的影响基本可控。工业品大多下跌，农产品涨跌互现。



相关报告

《若贸易谈判无变数则10月难有再降息——9月美联储利率会议点评》(20190920)

《“中美通话”传递的信号重于真实性——海外宏观周度观察(2019年第35周)》(20190902)

《美国非农不及预期，欧美9月预计双降息——海外宏观周度观察(2019年第36周)》(20190909)

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. 美国工业生产韧性较强，欧元区经济指数反弹	3
2.1. 美国 8 月工业产出高于预期.....	3
2.2. 欧元区经济景气指数回升.....	4
2.3. 日本 CPI 疲弱	4
3. 美联储如期降息，日英按兵不动.....	5
3.1. 美联储如期降息但表态偏鹰.....	5
3.2. 日央行将维持宽松，英国利率取决于脱欧进程.....	8
4. 欧委会确认英方提交“脱欧”新方案.....	9
5. 全球市场表现.....	9
5.1. 全球股市涨跌不一.....	9
5.2. 主要债券收益率大多下行.....	10
5.3. 国际油价冲高回落，农产品涨跌互现.....	11
图 1: 美国工业生产高于预期.....	3
图 2: 欧元区、德国经济景气水平回升.....	4
图 3: 日本 CPI 同比升幅走低.....	5
图 4: 美联储点阵图显示年内再无降息.....	6
图 5: 全球股指涨跌不一.....	10
图 6: 美债倒挂减缓.....	10
图 7: 美国国债收益率继续下滑	10
图 8: 欧元区公债收益率上行.....	11
图 9: 日本国债收益率下行	11
图 10: 国际原油价格冲高回落.....	12
图 11: 美国原油库存四周来首次增长.....	12
图 12: 工业品大多下跌.....	12
图 13: 农产品涨跌互现.....	12
表 1: 重点数据及事件	3
表 2: 2019 年来全球主要国家地区降息事件.....	7

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
2019/09/16	美国	9月纽约联储制造业指数
2019/09/17	欧元区、德国	9月 ZEW 经济景气指数
2019/09/17	美国	8月工业产出月率
2019/09/17	美国	9月 NAHB 房产市场指数
2019/09/18	欧元区	至9月13日当周 API 原油库存(万桶)
2019/09/18	欧元区、英国	8月 CPI 月率
2019/09/18	英国	8月零售物价指数月率
2019/09/18	沙特	沙特能源大臣阿卜杜勒-阿齐兹召开新闻发布会
2019/09/19	美国	美联储 FOMC 公布利率决议及政策声明; 至9月18日美联储利率决定
2019/09/20	日本	8月全国核心 CPI 年率

数据来源: 东北证券整理

2. 美国工业生产韧性较强, 欧元区经济指数反弹

2.1. 美国 8 月工业产出高于预期

周二美联储公布美国 8 月工业产出数据。8 月工业产出环比增长 0.6%，市场预期为 0.2%，前值上修至-0.1%。美国 8 月工业生产高于预期，主要受到机械产量和金属制品产量增加的影响。其中商业设备产量增长 1%，较为强劲。整体来看美国经济处于“退而未衰”的阶段，三季度消费、生产均表现较好，将对经济增速有较强的支撑。

图 1: 美国工业生产高于预期

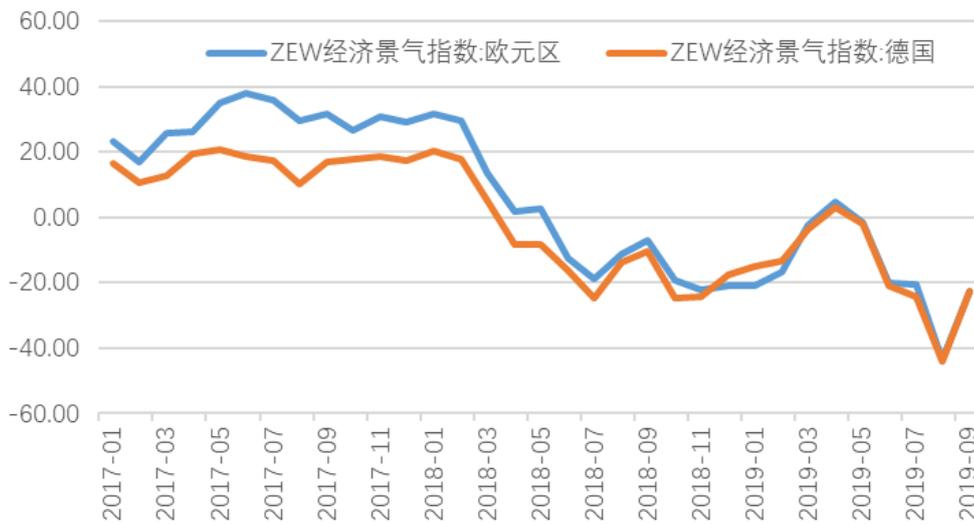


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 欧元区经济景气指数回升

北京时间 9 月 17 日，欧洲经济研究所（ZEW）发布数据显示，欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数录得-22.4，前值为-43.6，环比上涨 21.2 个点。德国智库 ZEW 公布，德国 9 月 ZEW 经济景气指数为-22.5，预期为-37，前值为-44.1。数据显示德国和欧元区经济景气指数均好于预期。德国智库 ZEW 表示，欧洲央行正在试图通过宽松的货币政策降低经济风险，仍有希望避免英国无协议脱欧，此前担忧的贸易冲突也没有变为现实，因此经济前景好于预期，但仍处于负区间。

图 2: 欧元区、德国经济景气水平回升

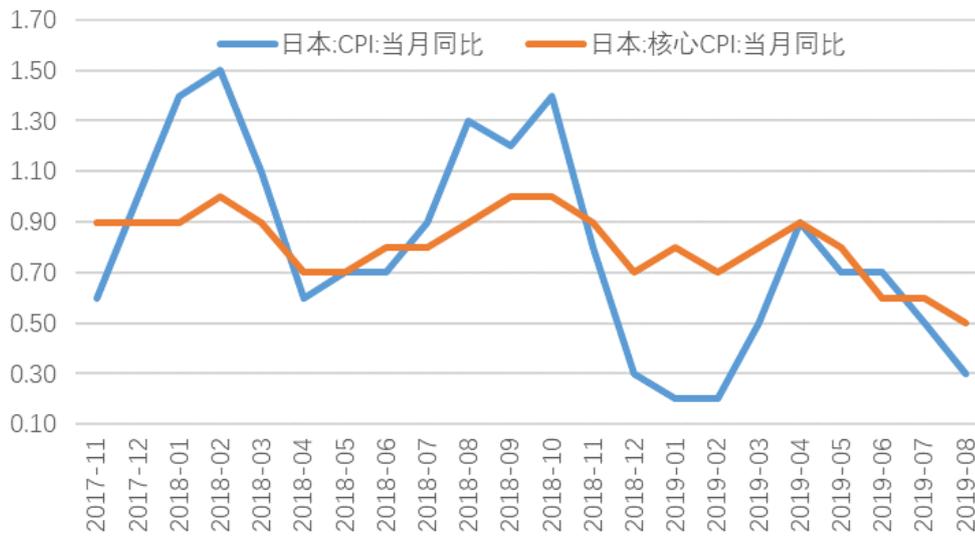


数据来源：东北证券，Wind

2.3. 日本 CPI 疲弱

北京时间 9 月 20 日，日本总务省公布数据显示，日本 8 月 CPI 同比上涨 0.3%，与预期持平，但不及前值 0.5%。8 月剔除生鲜食品的核心 CPI 同比回落至 0.5%，但创下 2017 年 7 月以来新低。虽然日本政府和央行在 2013 年 1 月确定了 2% 的通胀目标并计划用两年时间达成，但近年来其核心通胀率仅略高于零，距目标的差距仍然较大。但 10 月份开始日本消费税将上调 2 个百分点至 10%，将对 CPI 有较明显的提升作用。

图 3: 日本 CPI 同比升幅走低



数据来源: 东北证券, Wind

3. 美联储如期降息, 日英按兵不动

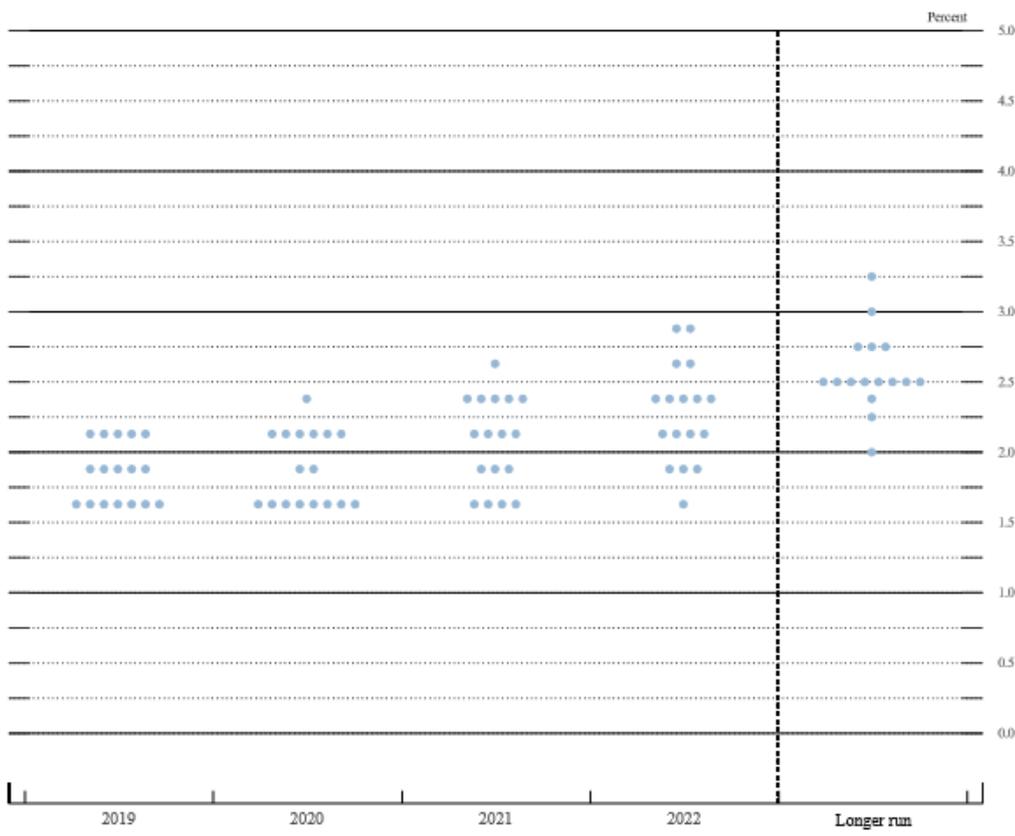
3.1. 美联储如期降息但表态偏鹰

北京时间 9 月 19 日凌晨 2:00, 美联储宣布降息 25bp, 下调联邦基金利率至 1.75%-2.00%, 符合市场预期。美联储本次降息为继 7 月份降息之后年内第二次降息。同时美联储将超额存款准备金利率 (IOER) 下调 30 个基点, 至 1.8%; 下调贴现利率 25 个基点, 至 2.50%; 下调隔夜逆回购利率 30 个基点, 至 1.70%。

从美联储点阵图来看, 年内可能不会再有降息。对于年内接下来的利率预期, 美联储 17 位成员中, 5 位预期将加息 25bp, 5 位预期不变, 7 位预期降息 25bp; 按中位数计算, 今年年内及明年再无降息, 而 2021 年会加息一次, 所以市场将其解读为鹰派降息, 美股三大指数一度跌近 1%。

然而, 鲍威尔在随后的新闻发布会上提出美联储将重新讨论何时扩大资产负债表的问题, 并称扩表时间可能比预期的更早, 但没有给出具体时间, 未来是否采用不降息但扩表的组合需继续观察。这一鸽派态度的释放促使市场情绪转好, 随后美股回升, 标普 500 收盘微涨 0.03%, 道指涨 0.13%, 纳指微跌 0.11%。美债收益率大幅上扬, 2 年期和 10 年期国债利差收窄至 2.7bp。金价短线跳水而后小幅回升, 美元短线跳涨。

图 4: 美联储点阵图显示年内再无降息



数据来源: 东北证券, FOMC

我们此前分析过, 7 月末美联储会议之后, 特朗普突然升级贸易战, 是对中国极限施压的同时, 也是在逼迫当时鹰派降息的美联储再度转鸽。特朗普就任总统的前两年, 美国经济表现亮眼, 而今年开始出现放缓迹象, 这对急于谋求连任的特朗普并不是好消息, 所以特朗普不断施压美联储, 希望其降息以延缓经济的衰退。本届美联储不断受到白宫和市场的“双绑架”, 其独立性大大削弱。从鲍威尔“美国贸易政策使经济前景承压”、“当前是做出判断很困难的时期”等表述来看, 决定未来美联储降息路径的主要因素仍是贸易谈判的进展。我们认为如果 10 月份中美谈判进展顺利, 则美联储大概率不会再降息。

多个经济体跟随美联储降息。美联储降息之后的三小时内, 巴西央行宣布将基准利率下调 50 个基点至 5.5%。沙特阿拉伯央行宣布将回购利率从 2.75% 降至 2.50%, 将反向回购利率从 2.25% 降至 2%, 降幅为 25 个基点。约旦央行宣布下调基准利率 25 个基点至 4.25%。阿联酋央行宣布下调存单利率 25 个基点, 同时还将用于借入短期流动性的回购利率下调 25 个基点。其中巴西与沙特阿拉伯都是年内第二次跟进美联储降息步伐。当日下午, 印尼央行宣布将基准利率下调 25 个基点至 5.25%, 为年内第三次降息, 成为第五家跟进降息的央行。中国香港与中国澳门也宣布将贴现窗基本利率下调 25 个基点至 2.25%。

今年以来, 全球多国开启降息模式, 全球央行开闸放水形成的流动性充裕席卷市场。据我们统计, 截止北京时间 9 月 19 日, 已有 37 个主要国家或地区宣布降息。除降息之外, 全球央行还会诉诸于量化宽松等其他货币政策工具进一步释放流动性, 全

球流动性宽松的趋势确认。

表 2: 2019 年来全球主要国家地区降息事件

时间	国别	降息幅度	备注
1月28日	加纳	100bp	将基准利率降低100个基点至16.00%
2月7日	印度	25bp	将回购利率下调至6.25%
2月14日	埃及	100bp	下调隔夜存款利率至15.75%，下调隔夜贷款利率至16.75%
2月26日	吉尔吉斯斯坦	25bp	将政策利率从4.75%下调至4.50%
3月13日	格鲁吉亚	25bp	将再融资利率从6.75%下调至6.5%
3月19日	牙买加	25bp	将利率下调至1.25%，这是自去年12月以来的第三次降息
3月22日	巴拉圭	25bp	将政策利率下调至4.75%
3月26日	尼日利亚	50bp	降息至13.50%
4月4日	印度	25bp	将回购利率从6.25%下调至6.00%
4月15日	哈萨克斯坦	25bp	将政策利率下调至9.00%
4月25日	乌克兰	50bp	将主要利率下调至17.5%，这是过去两年来的首次降息
4月26日	阿塞拜疆	25bp	将再融资利率下调至8.75%
5月7日	马来西亚	25bp	将隔夜政策利率下调25个基点至3%，是今年东盟区域内首个降息的國家
5月8日	新西兰	25bp	将基准利率从1.75%下调至1.5%，为2016年11月以来首次降息
5月9日	菲律宾	25bp	关键利率下调至4.5%，为2016年以来首次降息
5月22日	冰岛	50bp	将指标利率从4.50%下调至4.00%
5月31日	斯里兰卡	50bp	称降息旨在稳定通胀、确保经济增长
6月4日	澳大利亚	25bp	降息至1.25%，至历史最低水平，为2016年8月以来首次降息
6月6日	印度	25bp	回购利率下调至5.75%，为年内第三次降息
6月10日	智利	50bp	智利央行意外降息50个基点至2.5%
6月14日	俄罗斯	25bp	降息至7.50%，为去年3月以来首次降息
7月2日	澳大利亚	25bp	澳洲联储宣布降息25个基点至1.00%，为连续第二个月降息
7月18日	韩国	25bp	宣布降息25个基点至1.5%，为三年以来首次降息
7月18日	印尼	25bp	宣布降息25个基点至5.75%
7月18日	乌克兰	50bp	乌克兰央行将主要利率下调至17%
7月18日	南非	25bp	宣布降息25个基点至6.5%，成为今年以来第五个宣布降息的G20国家央行
7月25日	土耳其	425bp	将基准利率从24%降至19.75%，这是土耳其央行自2015年2月以来首次降息
7月26日	俄罗斯	25bp	宣布降息25个基点至7.25%，至一年来最低水平
8月1日	美国	25bp	美联储将联邦基金利率目标区间下调至2.00%-2.25%，为2008年底以来首次降息
8月1日	巴西	50bp	将基准利率从6.50%下调至6.00%
8月1日	阿联酋	25bp	将借款短期流动性的回购利率下调25bp，将定期存款利率下调25bp
8月1日	沙特阿拉伯	25bp	将银行贷款利率降低25bp至2.75%，商业银行存款利率降低25bp至2.25%
8月1日	巴林	25bp	
8月1日	中国香港	25bp	香港金管局将基准利率下调25个基点至2.50%
8月4日	约旦	25bp	约旦中央银行(CBJ)宣布降低所有货币政策工具利率25个基点
8月7日	新西兰	50bp	宣布将基准利率降低50个基点至1%，创纪录新低，这是新西兰央行年内第

二次降息

8月7日	印度	35bp	印度央行将基准利率从5.75%下调35个基点至5.40%，为今年第四次降息
8月7日	泰国	25bp	泰国央行宣布,将基准利率从1.75%下调至1.50%
8月8日	塞尔维亚	25bp	塞尔维亚央行执行委员会宣布降息0.25个百分点至2.5%
8月8日	菲律宾	25bp	将基准利率从4.5%下调25个基点至4.25%，这是菲律宾央行年内第二次降息
8月9日	秘鲁	25bp	秘鲁央行降息25个基点，至2.50%
8月15日	墨西哥	25bp	将基准利率下调25个基点至8%，这是墨西哥央行近五年来的首次降息
8月22日	印尼	25bp	将7天逆回购利率从5.75%下调至5.5%，两个月内第二次降息
8月23日	埃及	150bp	将隔夜存贷款利率各自下调150个基点，分别降至14.25%和15.25%
9月4日	智利	50bp	降息50个基点，至2.00%
9月6日	俄罗斯	25bp	将基准利率下调至7.00%
9月12日	欧元区	10bp	将隔夜存款利率下调10个基点至-0.50%并重启QE，此为欧洲央行自2016年以来的首次降息
9月12日	土耳其	325bp	将基准利率下调325个基点至16.50%
9月19日	美国	25bp	将联邦基金利率目标区间下调至1.75%-2%，超额准备金率下调至1.80%，隔夜逆回购利率下调至1.7%
9月19日	巴西	50bp	将基准利率下调50个基点至5.50%，创1986年设置基准利率以来历史最低水平
9月19日	沙特	25bp	将回购利率下调25个基点至2.50%
9月19日	约旦	25bp	将基准利率下调25个基点
9月19日	阿联酋	25bp	将存单利率下调25个基点，同时将用于借入短期流动性的回购利率下调25个基点
9月19日	印尼	25bp	将7天逆回购利率下调25个基点至5.25%，为三个月内第三次降息
9月19日	中国香港	25bp	下调贴现窗基本利率至2.25%
9月19日	中国澳门	25bp	下调贴现窗基本利率至2.25%

数据来源：东北证券整理

3.2. 日央行将维持宽松，英国利率取决于脱欧进程

9月19日日本央行公布9月利率决议，维持短期利率在-0.1%，并将通过购买长期国债的方式把长期利率维持在零左右，符合市场预期。日本央行重申，当前的超低

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_9980

