

证券研究报告 / 宏观数据

关税加码，美联储九月大概率再次降息 ——海外宏观周度观察(2019年第34周)

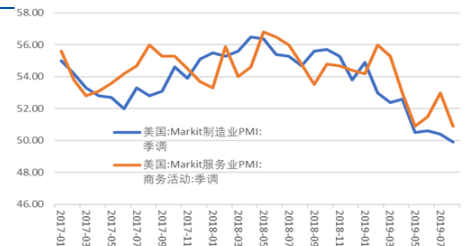
报告摘要:

美国8月Markit制造业PMI录得49.9,这是美国制造业指数十年以来首次低于荣枯线,预计值为51.2,低于预期,前值为50.4;美国8月Markit服务业PMI为50.9,低于预期值53.2和53。这历史经验来看,PMI通常为GDP的领先指标,PMI率先加速下滑,预示美国经济未来面临较大的下行压力。欧洲和日本PMI指数均有所上升,但近日中美贸易摩擦升温,其影响逐渐会传导至其它经济体。作为出口型经济体,欧日下半年经济也难有改善。欧洲和日本的通胀数据依然不及预期,8月份原油价格再跌,经济对消费价格的拉动也将减弱,欧日通胀仍将维持疲软态势。

本周美联储公布了7月会议纪要,其内容与此前透露出的信息基本一致。全球央行会议上,美联储主席鲍威尔在全球央行会议上发表了主题为“货币政策面临挑战”的演讲,声称严峻的贸易形势对全球经济增长预期和美国制造业经济造成负面冲击,美联储将采取适当行动维持美国经济增长。鲍威尔此番表态比较中性,但在中美贸易摩擦升级的背景下,并未满足市场对于降息的预期。在鲍威尔讲话后不久,特朗普针对中国推出的关税反制政策,我们认为此番5%的税率提升对中国经济的边际影响有限。特朗普再度加码施压,一方面因为其急于达成协议,故而不断加码施压;另一方面亦是借此机会逼迫美联储降息。从时间点来看,特朗普宣布对3000亿商品加税、以及全面提升税率的两个举动,虽然分别在美国谈判团返程及中国宣布反制之后,但同时也分别在鲍威尔鹰派降息及央行会议讲话之后。其对美联储的频繁干预也表现出胁迫美联储降息的意图。所以我们认为,如果短期内中美谈判没有明显进展,那么美联储9月份降息仍为大概率事件。

意大利总理孔特8月20日宣布政府解散。这个由联盟党和五星运动两个政党组成的、执政近十五个月的联合政府就这样走到了终点。意大利动荡的政治局势和巨大的政府财政赤字无疑给欧元区经济雪上加霜。

本周全球股指涨跌互现。受美国8月PMI数据不及预期传递经济衰退信号和鲍威尔不及预期鸽派的讲话的影响,美国三大股指普跌。欧日国债收益率继续下降。工业品农产品价格涨跌互现。



相关报告

《形势新变化引起美国9月降息预期再度提升——海外宏观周度观察(2019年第33周)》
(20190818)

《IMF否认中国操纵汇率——海外宏观周度观察(2019年第32周)》(20190811)

《全球经济走弱,货币宽松,美元指数下行——2019年海外宏观中期展望》(20190625)

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. 美国制造业 PMI 指数十年来首次低于荣枯线	3
2.1. 美国 Markit 制造业 PMI 指数跌破荣枯线	3
2.2. 欧日 PMI 提升，通胀持续疲软	4
3. 特朗普的关税政策与美联储决策的联系	4
3.1. 美联储再度面临市场与白宫的“双绑架”	4
3.2. 欧洲央行 9 月降息可能性进一步上升	6
4. 意大利联合政府解散，欧元区局势再添动荡	6
5. 全球市场表现	6
5.1. 全球股指涨跌互现	6
5.2. 美国国债收益率短端上行，长端下降	7
5.3. 工业品农产品涨跌互现	8

图 1: 美国 8 月 Markit 制造业服务业 PMI 指数下跌	3
图 2: 欧日 8 月制造业和服务业 PMI 指数上升	4
图 3: 欧日通胀持续疲软	4
图 4: 9 月大幅降息预期降温	5
图 5: 全年降息概率继续保持 100% 不变	5
图 6: 全球股指涨跌互现	7
图 7: 美国国债收益率短端上行，长端下降	7
图 8: 日本国债收益率下降	7
图 9: 欧元区国债收益率下行	8
图 10: 工业品价格涨跌互现	8
图 11: 农产品涨跌互现	8
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
2019/08/26	法国	8月24-26日 G7 峰会
2019/08/27	德国	二季度 GDP
2019/08/29	德国	7月失业率
2019/08/29	欧元区	8月经济景气指数
2019/08/29	欧元区、日本	8月消费者信心指数
2019/08/29	美国	8月24日当周初次申请失业金人数
2019/08/30	欧元区、日本	7月失业率
2019/08/30	美国	7月核心 PCE 物价指数
2019/08/30	美国	7月个人消费支出
2019/08/30	美国	7月人均可支配收入: 折年数

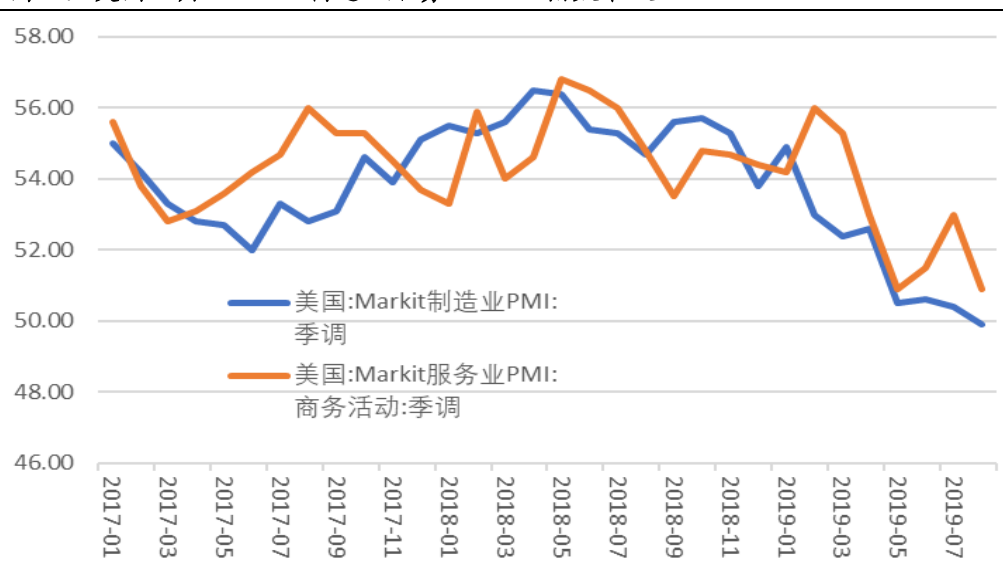
数据来源: 东北证券整理

2. 美国制造业 PMI 指数十年来首次低于荣枯线

2.1. 美国 Markit 制造业 PMI 指数跌破荣枯线

美国 8 月 Markit 制造业 PMI 录得 49.9, 这是美国制造业指数十年以来首次低于荣枯线, 预计值为 51.2, 前值为 50.4; 美国 8 月 Markit 服务业 PMI 为 50.9, 也大幅走弱, 低于预期值 53.2 和 53。7 月 31 日上美联储的偏鹰派态度降低了市场对降息的预期, 而中美经贸摩擦再度升级, 对市场情绪的影响很大。PMI 指数为微观企业端的调查, 其走弱反映出企业对经济前景的悲观态度。历史经验来看, PMI 通常为 GDP 的领先指标, PMI 率先加速下滑, 预示美国经济未来面临较大的下行压力。

图 1: 美国 8 月 Markit 制造业服务业 PMI 指数下跌



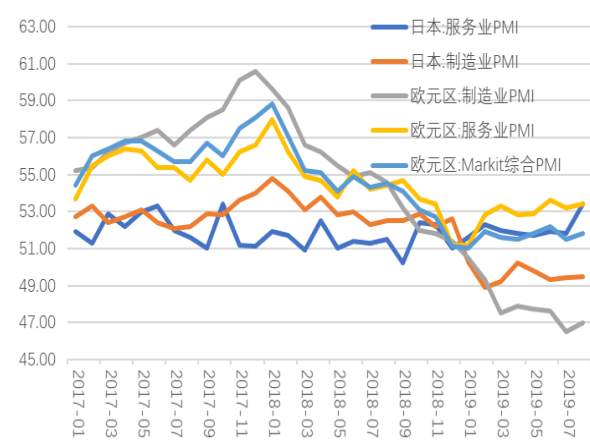
数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 欧日 PMI 提升，通胀持续疲软

欧洲和日本 PMI 指数均有所上升：欧元区 8 月综合 PMI 指数（初值）为 51.8，高于预期 51.2，前值 51.5，其中制造业 PMI 指数录得 47，高于预期 46.4，前值为 46.5，服务业 PMI 指数今值 53.4，预期 53，前值 53.2。日本 8 月制造业 PMI 初值 49.5，前值 49.4；服务业 PMI 初值 53.4，前值 51.8。PMI 指数的上升反映了欧洲和日本 8 月制造业和服务业均出现一定程度的边际性好转，但近日中美贸易摩擦升温，其影响逐渐会传导至其它经济体，欧日下半年经济也难有改善。

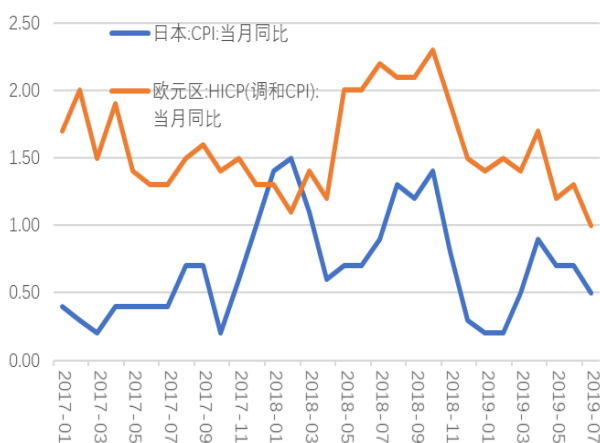
欧洲和日本的通胀数据依然不及预期：欧元区 7 月 CPI 同比上升 1%，预期 1.1%，前值 1.3%；日本 7 月 CPI 同比 0.5%，预期 0.6%，前值 0.7%。8 月份原油价格再跌，经济对消费价格的拉动也将减弱，欧日通胀仍将维持疲软态势。

图 2：欧日 8 月制造业和服务业 PMI 指数上升



数据来源：东北证券，Wind

图 3：欧日通胀持续疲软



数据来源：东北证券，Wind

3. 特朗普的关税政策与美联储决策的联系

3.1. 美联储再度面临市场与白宫的“双绑架”

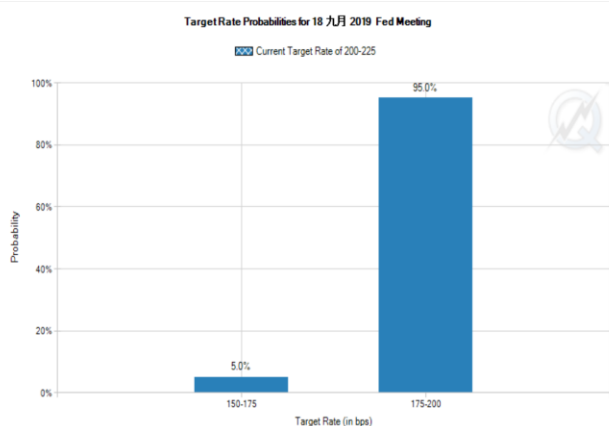
本周美联储公布了 7 月会议纪要，其内容与此前透露出的信息基本一致，称本次降息为“周期中的调整”，货币政策立场的调整将适当依赖于后续数据对经济前景的影响。周中多位美联储官员讲话亦偏向鹰派，导致市场对于美联储 9 月的降息预期明显下降。

8 月 23 日，美联储主席鲍威尔在全球央行会议上发表了主题为“货币政策面临挑战”的演讲，声称严峻的贸易形势对全球经济增长预期和美国制造业经济造成负面冲击，美联储将采取适当行动维持美国经济增长。但是，他同时也表示，美国消费和劳动力市场表现仍然强劲，通胀有所回升，货币政策对关税的作用有限，美联储需要看到更多恶化的经济数据才有更强的降息意愿。

整体来看，相比于此前的鹰派表态，鲍威尔此次的讲话是比较中性的。但是，在鲍

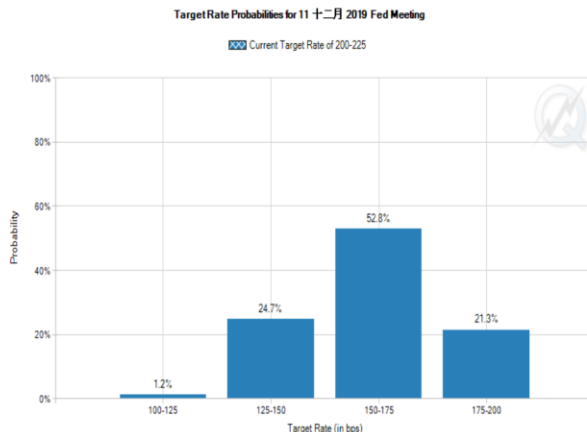
威尔讲话之前，中国刚刚公布了对美国加征关税的 750 亿美元清单，这导致市场风险偏好恶化，市场对美联储降息的预期高涨。而此番鲍威尔的讲话并未满足市场对于美联储的预期。故而美联储降息预期虽然提升，但仍不能阻止股市大跌。

图 4：9 月大幅降息预期降温



数据来源：东北证券，CME Group

图 5：全年降息概率继续保持 100% 不变



数据来源：东北证券，CME Group

那么美联储 9 月是否会降息呢？这很大程度上取决于后续中美贸易谈判的进展。在鲍威尔讲话后不久，特朗普针对中国推出的关税反制政策，决定将原本对进口自中国的 2500 亿美元商品的关税加征幅度由 25% 提升至 30%，并将后续 3000 亿美元清单的加征税率由 10% 提升至 15%。中美经贸摩擦继续升级。

目前来看，关税生效前的双方的谈判时间已经不多，故而 5% 的税率提升以及 3000 亿清单中在 9 月 1 日实施的部分大概率会真正落地。我们此前提示过，在将中国列为“汇率操纵国”之后，关税继续提升也是特朗普可以选择的制裁手段之一。特朗普在选举时曾宣称将对中国产品加征 45% 的关税，所以关税继续提升是有可能的。我们认为此番 5% 的税率提升对中国经济的边际影响有限。因为根据 IMF 及美国商务部的相关研究，美国对中国产品的几轮加征关税，其主要部分均转嫁到了美国企业和消费者身上，中国企业降价的意愿较低，尤其是 3000 亿清单中，大多数是终端消费品，中国厂商利润率不高，降价更不太可能。而对于美国企业和消费者来说，短期内很难找到替代品。故而短期内，关税提升对中国影响有限，而对美国通胀及消费会产生明显影响。

近期中美经贸摩擦为何频频升温？我们认为，一是特朗普急迫想要达成协议，而反复使用极限施压的战术。二是特朗普亦可借此机会，逼迫美联储降息。

首先，可以看到，近期特朗普态度比此前更加反复无常。8 月 1 日，在美国谈判团返回美国后，特朗普认为谈判进展过慢，决定加税施压，并在几天后宣布中国为“汇率操纵国”。而后又加紧两国协商，并声称谈判进展较好，在中国反制政策出台后，又立刻加码还击。这实际上反映出特朗普想要达成协议的急迫心情，根据福克斯新闻最新的民调数据，特朗普的支持率仅为 38%，而民主党的拜登的支持率则达到 50%。而且特朗普的支持率还低于民主党的桑德斯、卡玛拉、沃伦等人。悬而未解的中美关税战对特朗普的票仓已经产生了明显的打击，所以特朗普急需达成协议来挽回失去的民心。在此情况下，特朗普选择不断加压来加速谈判进程。

其次，特朗普 8 月以来的举动，有明显胁迫美联储的意味。从时间点来看，特朗普宣布对 3000 亿商品加税、以及全面提升税率的两个举动，虽然分别在美国谈判团返程及中国宣布反制之后，但同时也分别在鲍威尔鹰派降息及央行会议讲话之后。鲍威尔鹰派降息之后，特朗普直接发声表示不满；中国宣布反制之后，特朗普的第一反应是声称“现在美联储可以拿出真本事了”。在鲍威尔的中性讲话结束后，特朗普又炮轰“美联储和往常一样无作为”。随后特朗普即对中国商品提升税率，在中国加码施压的同时，也逼迫美联储转向鸽派，可谓一石二鸟。

我们此前提到，当前美国主要经济数据尚未显示衰退，美联储降息主要受到市场和白宫的“双绑架”。而当前美联储依然面对这个局面。中美贸易摩擦升级、市场完全将降息计价，如果短期内中美谈判没有明显进展，那么美联储 9 月份降息仍为大概率事件。

3.2. 欧洲央行 9 月降息可能性进一步上升

欧央行 8 月货币会议政策纪要显示，欧央行的政策制定者表达了对经济进一步放缓的担忧，讨论了把降息和资产购买相结合的好处，认为采用一揽子刺激计划比一系列单一的选择性行动更有效果。此前欧洲央行管委雷恩也表示过，“欧央行在 9 月份推出一套意义重大、影响深远的政策方案是至关重要的”，进一步暗示了欧央行 9 月将可能推出包括降息在内的一系列经济刺激计划。

4. 意大利联合政府解散，欧元区局势再添动荡

意大利总理孔特 8 月 20 日发表讲话，宣布政府解散，将向总统马塔雷拉递交辞呈。这个由联盟党和五星运动两个政党组成的、执政近十五个月的联合政府就这样走到了终点。随着联合政府的解散，如果其后过渡政府无法成功组建，意大利最早将在今年 10 月 27 日举行大选，民调暂时领先的联盟党则有望独立组阁。受此影响，欧洲主要股指转涨为跌，巴黎 CAC40 指数、法兰克福 DAX 指数和意大利 ITLMS 指数均下跌，欧元进一步承压，欧元兑美元曾跌至 1.1065 低位。

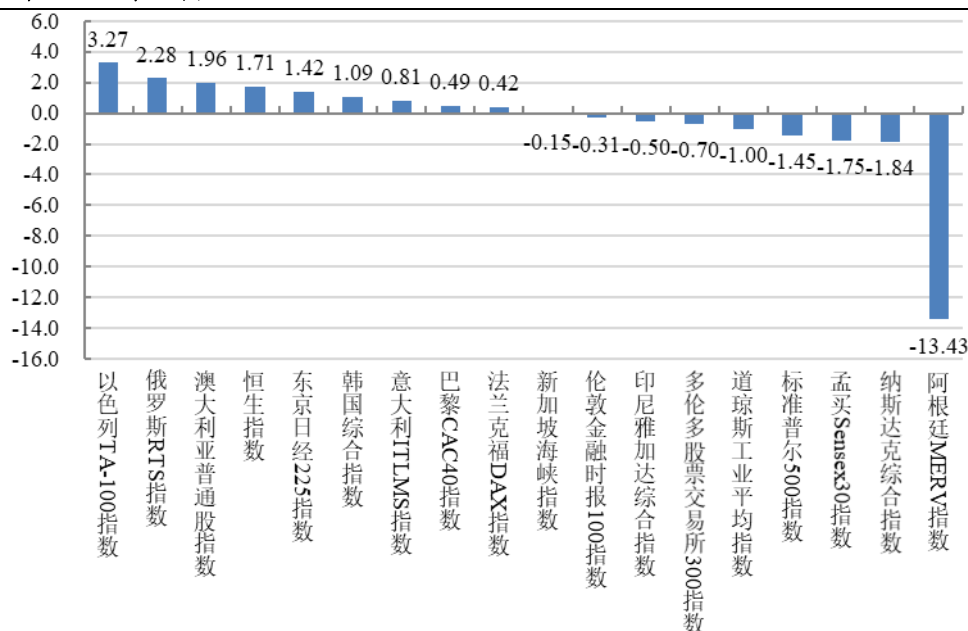
意大利动荡的政局使得今年欧洲的政治形势更加错综复杂。由于欧盟对成员国财政赤字的比例有限定要求，意大利的财政赤字不符标准，欧盟与意大利已经因为这个问题频起争端，意大利 2020 年的预算草案的敲定迫在眉睫，但此时动荡的政治局势以及今年意大利近乎停滞增长的经济，都给草案敲定带来更大的困难。欧盟有官员曾建议对意大利采取罚款措施。前总理莱塔就曾指出：“有萨尔维尼（当前民调支持领先的联盟党领袖）在，意大利版的‘英国脱欧’并不是不可能”。欧洲的政治形势对本身已经疲软的欧元区经济雪上加霜。

5. 全球市场表现

5.1. 全球股指涨跌互现

本周全球股指涨跌互现。亚洲股市普遍上涨，恒生指数收涨 1.71%，东京日经 225 和韩国综合指数上涨 1.42% 和 1.09%。受中美经贸摩擦升级和鲍威尔不及预期鸽派的讲话的影响，美国三大股指普跌。阿根廷 MERV 指数跌幅最大，达 13.43%。

图 6: 全球股指涨跌互现



数据来源：东北证券，Wind

5.2. 美国国债收益率短端上行，长端下降

本周美国国债收益率短端上行，长端下降。美国 3 月期债收益率上行 10bp 至 1.97%；10 年期国债下降 3bp 至 1.52%，利率倒挂缩小。

欧日债券长短端收益率均下降。日本 1 年期国债利率下行 2.7bp，10 年期国债利率小幅下行 0.3bp。欧元区 3 个月公债收益率下行 1.1bp，10 年期公债收益率下行 1.7bp。

图 7: 美国国债收益率短端上行，长端下降

图 8: 日本国债收益率下降

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_10534

