



全球经济下行风险加大，联储降息开启全球降息潮

摘要

7月以来，全球政治和经济不确定性依然严峻，全球共振性经济放缓已成必然，贸易局势更是加剧了经济放缓速度，IMF再次将2019年全球经济增速预期下调0.1%至3.2%，2020年预期下调0.1%至3.5%，这是去年10月以来全球经济增长第四次被下调；同时，将2019年新兴市场经济增速预期下调至4.1%。在政治经济高度不确定的环境下，全球贸易壁垒愈发严重，地缘政治紧张局势尚未缓解，全球增长面临的风险偏于下行，美联储保险性降息开启全球降息潮，全球主要央行开启或拟开启新一轮量化宽松之路。

美国需求强劲拉动二季度GDP超预期表现，然而随着特朗普减税效果消退，特朗普政府极端贸易政策依然盛行，美国宏观经济数据持续疲弱，核心收益率曲线持续倒挂释放经济衰退信号，美国三季度放缓迹象明显韧性不足，美联储保险性降息25BP难以缓解经济下行压力，预计三季度末四季度初仍将会降息。宏观数据疲弱、美国极端经济政策延续以及美伊等地缘政治持续升温，预计2019年下半年美国经济将会延续下跌趋势。

欧洲方面，硬脱欧代表人物约翰逊当选英国首相，硬脱欧风险的持续加大、意大利等内部成员债务问题拖累、德国经济偏向或接近技术性衰退以及贸易壁垒影响等内忧外患，使得欧元区经济持续走弱，并出现局部衰退的迹象，欧盟委员会再次下调经济预期，欧洲央行修改前瞻指引以备深化量化宽松政策，缓解经济下行压力，预计欧元区三季度经济会继续放缓，不排除局部陷入技术性衰退的可能。英国无序脱欧风险加大拖累英国经济和英镑，英国央行偏向宽松，保持现有利率不变以应对疲弱的经济和英镑，我们预计英国经济和英镑仍将走弱。

日本方面，日本一季度GDP华而不实，内需、供给及进出口的疲弱表现，外加日本央行及市场的悲观预期，超预期回调的日本经济无法掩盖经济的颓势，日本二季度GDP下滑的可能性较大。日本主动出击挑起并加剧日韩贸易冲突，外加中美贸易局势影响，日本央行整体下调GDP和通胀预期；预计日本三季度GDP将会继续下降，日本央行会跟随美联储的步伐采取更加宽松的政策。

新兴市场方面，俄罗斯随着经济数据的走弱，二、三季度经济料将继续小幅下滑；巴西经济陷入技术性衰退的可能性较大；印度经济将会继续下滑。

目 录

一、	美国经济韧性不足，保险性降息稳经济.....	3
(一)	消费拉动 GDP 超预期增长，然经济下滑趋势持续.....	3
(二)	美国制造业 PMI 创新低.....	4
(三)	产出端增长停滞，持续惯性走弱的可能性大.....	5
(四)	零售销售超预期，冲高回落风险大.....	6
(五)	非农数据大超预期，劳动力市场依然强劲.....	7
(六)	核心通胀超预期，警惕输入性通胀.....	9
(七)	美联储如期保险性降息，年内仍有较大降息可能.....	10
二、	欧洲政治经济内忧外患，全年下滑无悬念.....	13
(一)	欧元区经济陷入困境，增长减缓通胀低迷.....	13
(二)	欧元区制造业不及预期，衰退持续经济堪忧.....	14
(三)	产出需求两端增长支撑二季度 GDP.....	15
(四)	通胀再度疲弱，失业率较为稳定.....	17
(五)	约翰逊担任英国首相，硬脱欧风险加大.....	19
三、	日本央行下调经济预期，下行风险持续加大.....	21
四、	主要新兴市场国家经济下滑.....	25
(一)	俄罗斯经济大幅下降.....	25
(二)	巴西经济陷入技术型衰退的可能性大.....	26
(三)	印度经济略有下降.....	27
五、	全球宏观策略与大宗商品操作建议.....	29
(一)	全球宏观策略.....	29
(二)	大宗商品市场操作建议.....	30

一、 美国经济韧性不足， 保险性降息稳经济

2019 年 7 月以来， 特朗普政府政治不确定性主要体现在中美贸易和美欧贸易方面： 特朗普违反承诺， 宣布了价值约 22.2 亿美元的售台武器计划以威胁中国， 然后一意孤行发推将对 9 月 1 日开始的 3000 亿美元中国进口商品征收 10% 的额外关税， 再次引发中美贸易局势升级， 使得全球风险资产受到重击； 美欧贸易方面， 美国拟对欧盟 40 亿美元商品加征新的关税， 下个月就会召开听证会， 欧盟明确表示， 一旦美国向欧盟采取更多贸易限制措施， 欧盟就将单方面暂停谈判。 在其他方面， 则主要是美国商务部发现进口自越南的部分不锈钢及冷卷产品采用原产于韩国或中国台湾的基材， 这些产品规避了美国反倾销和反补贴税， 将对这部分产品征收高达 456% 的关税； 面对法国数字税启动 301 调查， 宣称将实施对等报复措施的威胁； 与在板门店与金正恩会面， 随后跨过军事分界线， 成为朝鲜停战协定签署以来首位踏上朝鲜国土的美国在任总统， 难免作秀的嫌疑； 持续加大对伊朗及伊朗官员的制裁， 加剧地缘政治的紧张局势。

在经济方面， 特朗普政府则是一直批判美联储的经济政策， 企图胁迫美联储实施更加鸽派的利率政策； 努力延长上调后的债务上限有效期至 2021 年 7 月， 以避免政府债务违约。 美联储方面， 则是“鸽”声阵阵为联储降息定调， 并与 7 月 31 日宣布保险性降息； 联储主席鲍威尔表示本次降息不意味着漫长降息周期的开始的中性言论， 叠加不及政府预期的降息幅度， 再次引起特朗普政府的不满。 随着美国再次扬言对中国加征关税引发全球贸易局势再度紧张， 叠加美国制造业 PMI 再现衰退迹象， 非农数据暗示就业改善步伐放缓， 美联储三季度末或四季度初降息的可能性非常大。

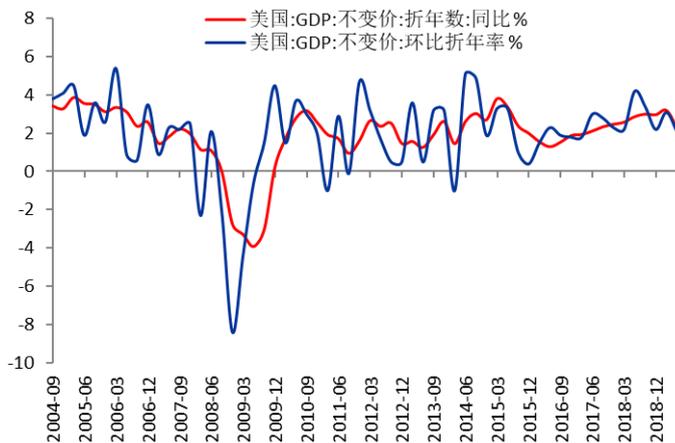
经济数据方面好坏参差， 经济加速放缓趋势难改。 美国二季度 GDP 在需求拉动下超预期录得 2.1%， 却难掩经济趋势性下滑的态势； 美国制造业 PMI 再度回落， 出现衰退迹象； 产出端增长继续停滞， 疲弱下行风险依然较大； 零售销售单月大幅增加， 冲高回落风险较大； 非农数据虽然符合预期， 却暗示就业改善步伐的放缓； 核心通胀超预期难改整体通胀的疲弱， 贸易壁垒引发的输入性通胀需警惕； 市场风险偏好下降， 恐慌情绪持续加大， 进而影响市场信心加剧悲观预期。 故美国三季度 GDP 将会继续下滑降到 2% 以下， 不排除降到 1.5% 以下的可能。

(一) 消费拉动 GDP 超预期增长， 然经济下滑趋势持续

美国第二季度实际 GDP 年化率初值为 2.1%， 超过 1.8% 的预期值， 低于 3.1% 的前值； 美

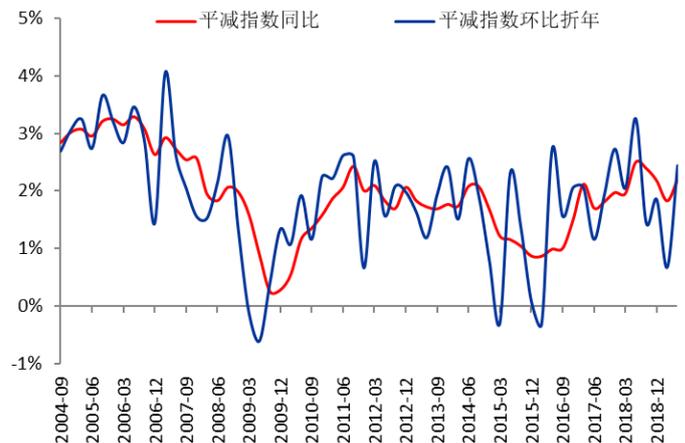
国第二季度个人消费支出季率初值为 4.3%，远高于 0.9%的前值和 4%的预期值，拉动二季度 GDP 超预期表现。消费超预期增长抵消了投资和净出口下滑带来的负面影响，成为二季度 GDP 超预期表现的核心影响因素，而投资和净出口则拖累二季度 GDP 表现远不及前值。然而，二季度 GDP 分项数据虽超预期，却突出了美国经济前景面临的风险上升，特别是特朗普政府极端贸易政策带来的净出口风险，地缘政治引发的政治经济动荡以及生产者和消费者对商业衰退风险的担忧。随着全球贸易壁垒愈发严重、全球经济共振性放缓以及地缘政治冲突的加剧，全球需求将面临严重不足，进而再次打击进出口和投资，并逐渐拖累消费，使得经济放缓形势更加严峻，故美国三季度 GDP 将会在二季度 GDP 基础上再次下滑，较大可能会降到 2%以下，甚至会降到 1.5%以下。

图 1 美国 GDP 环比和同比增速



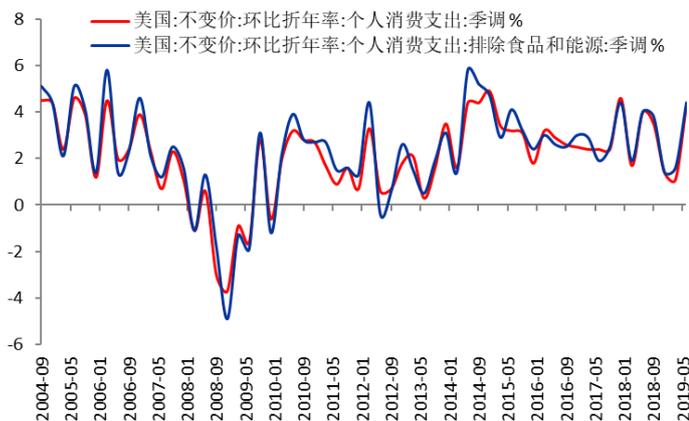
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 2 美国 GDP 平减指数变动



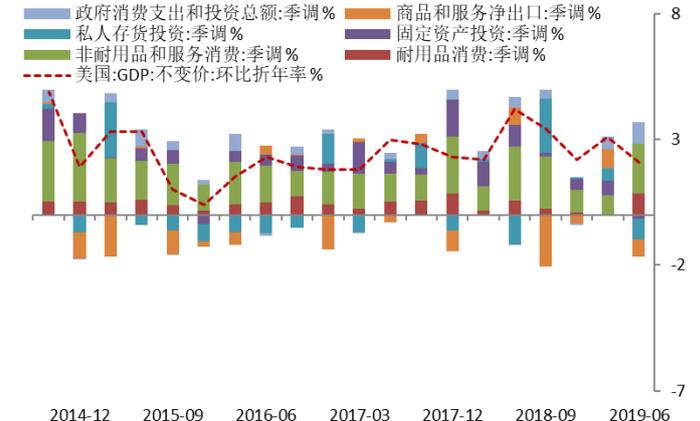
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 3 个人消费支出变动



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 4 美国 GDP 环比分项拉动

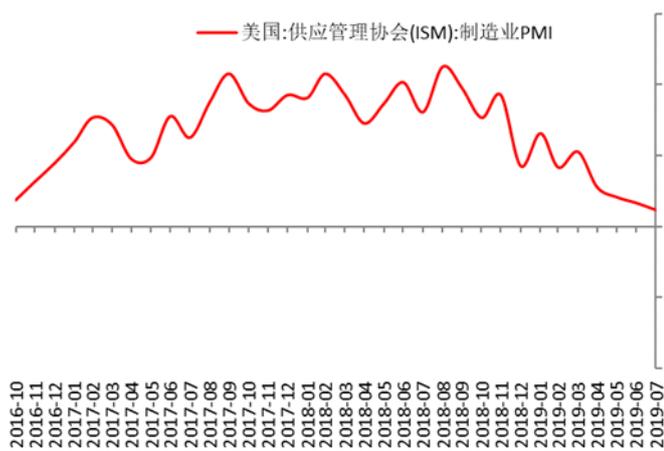


数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 美国制造业 PMI 创新低

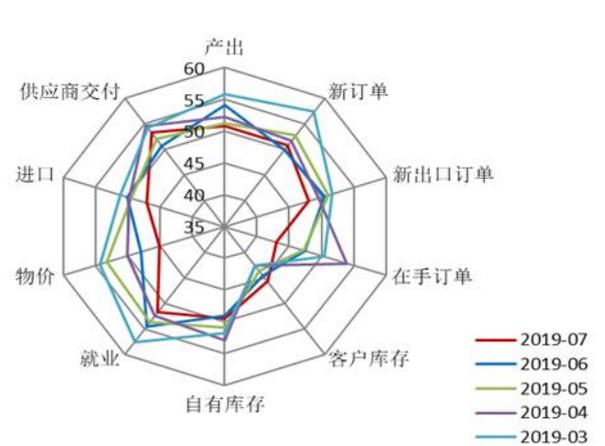
美国 7 月 ISM 制造业 PMI 报 51.2，不及 52 的预期值和 51.7 的前值，创 2016 年 8 月以来新低。产出、就业和需求同步走弱使得制造业 PMI 继续回落，这表明美国制造业仍处于扩张周期末端，已经接近停滞状态；而美国贸易政策主导的贸易壁垒和宏观经济数据的疲弱，均对美国制造业产生较大的拖累，进而直接影响美国经济。特朗普发推再度加征关税，将严重利空美国制造业，我们预计美国三季度制造业数据将会持续下滑，甚至会低于荣枯线出现衰退迹象。

图 5 美国制造业 PMI



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 6 ISM 制造业分项



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 7 美国官方 PMI 主要分项表

制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商交付	订单库存	进口
2019年7月	51.2	50.8	50.8	48.1	45.7	45.1	49.5	51.7	53.3	43.1	47.0
最近5年	17%	8%	10%	15%	53%	25%	40%	30%	42%	12%	3%
最近5年均值	55.4	58.3	59.5	53.3	45.4	58.7	50.2	54.4	54.5	49.9	53.3
最近5年波动率	2.6	2.6	2.8	3.6	4.6	10.6	1.8	3.4	4.9	5.2	1.9
上月数值	51.7	54.1	50.0	50.5	44.6	47.9	49.1	54.5	50.7	47.4	50.0
本月与上月差值	-0.5	-3.3	0.8	-2.4	1.1	-2.8	0.4	-2.8	2.6	-4.3	-3.0
最近5年差值平均	-0.6	-0.3	-0.3	-1.4	-1.9	-1.2	-0.7	0.0	-1.8	-3.0	-1.8
最近5年差值历史波动率	1.5	2.4	3.2	0.4	1.9	5.4	3.1	3.2	3.2	2.8	2.9
PMI	51.2	50.8	50.8	48.1	45.7	45.1	49.5	51.7	53.3	43.1	47.0
2σ上限	60.5	63.6	65.2	60.4	54.6	80.0	53.8	61.3	64.3	60.3	57.1
2σ下限	50.3	53.1	53.8	46.2	36.1	37.5	46.5	47.5	44.6	39.6	49.6
差值	-0.5	-3.3	0.8	-2.4	1.1	-2.8	0.4	-2.8	2.6	-4.3	-3.0
差值2σ上限	2.3	4.5	6.1	-0.6	1.9	9.6	5.5	6.5	4.6	2.6	4.1
差值2σ下限	-3.6	-5.1	-6.7	-2.2	-5.6	-12.0	-6.9	-6.5	-8.2	-8.6	-7.6
权重		0.20	0.20				0.20	0.20	0.20		
加权	51.22	10.16	10.16				9.90	10.34	10.66		
变动	-0.46	-0.66	0.16				0.08	-0.56	0.52		

数据来源: Wind、方正中期研究院

(三) 产出端增长停滞，持续惯性走弱的可能性大

6 月工业产出环比为-0.04%，产出端再次出现停滞，6 月产能利用率录得 77.9%，不及预期值和前值，生产积极性下降造成人员、生产设备的闲置及成本的浪费。受公共事业、材料、

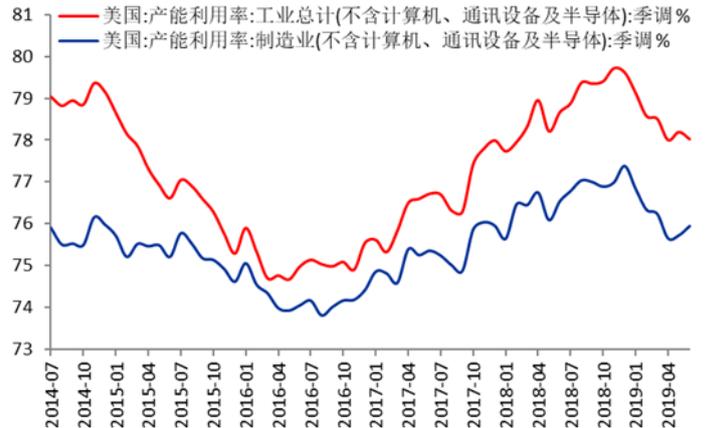
消费品以及最终产品和非工业物料的拖累，产出端再次停滞，工业产能利用率的继续趋势性下滑，显示企业进一步扩张的动力和信心不足。市场消费成本提升，消费者对市场现状及未来的担忧继续加剧，美国生产者销售价格因关税提升而降低竞争力，导致企业投资意愿的下降及对市场信心的不足。生产商投资动力不足，逐渐减产去库存以度寒冬，美国民众消费意愿会下降，故三季度供给端较大可能会疲弱低迷。

图 8 美国工业产出增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 9 美国工业和制造业产能利用率



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 10 美国工业产出分项变动

	项目	季调环比			3个月移动平均环比			同比		
		2019/06	2019/05	2018/06	2019/06	2019/05	2018/06	2019/06	2019/05	2018/06
工业总体	工业总体	-0.04%	0.42%	0.75%	-0.03%	0.02%	0.28%	1.32%	2.12%	3.43%
最终产品和非工业物	最终产品和非工业物料	0.13%	0.47%	0.75%	-0.23%	-0.15%	0.04%	0.23%	0.85%	1.80%
消费品	消费品	0.02%	0.53%	0.79%	-0.40%	-0.23%	-0.11%	-0.70%	0.06%	1.62%
企业设备	企业设备	0.46%	0.43%	1.85%	-0.21%	-0.10%	0.25%	1.78%	3.19%	2.22%
建筑	建筑	0.54%	0.56%	-0.35%	0.11%	-0.04%	0.10%	1.43%	0.53%	2.89%
材料	材料	-0.24%	0.36%	0.75%	0.21%	0.21%	0.56%	2.57%	3.58%	5.37%
制造业	制造业	0.41%	0.21%	0.68%	-0.01%	-0.16%	0.11%	0.38%	0.66%	1.96%
采矿业	采矿业	0.23%	0.17%	2.04%	0.98%	0.79%	1.28%	8.73%	10.70%	11.68%
公用事业	公用事业	-3.60%	2.36%	-0.76%	-1.56%	0.20%	0.06%	-2.62%	0.25%	2.89%

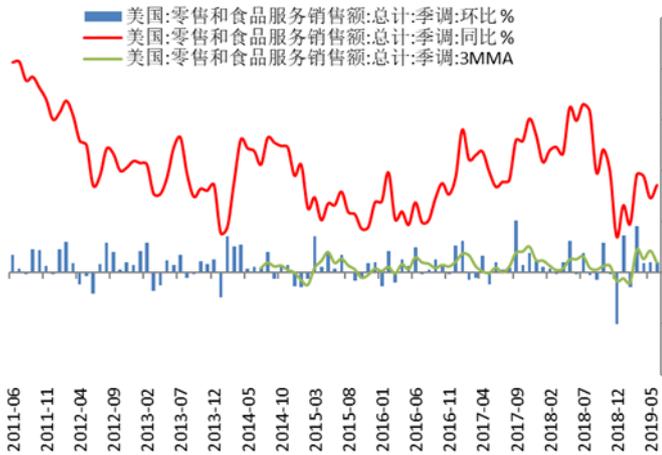
数据来源：Wind、方正中期研究院

(四) 零售销售超预期，冲高回落风险大

美国 6 月零售销售环比录得 0.43%，高于预期值和前值；核心零售销售环比录得 0.4%，高于预期值，持平前值。受益于家庭增加购买汽车和其他商品的稳定性拉动，美国 6 月零售销售超预期增长，消费者支出强劲，可以在一定程度上减轻商业投资疲软对经济造成的打击，表明第二季度消费者支出大幅增长。美国进口物价指数降幅为 6 个月以来最大，主要是因为石油

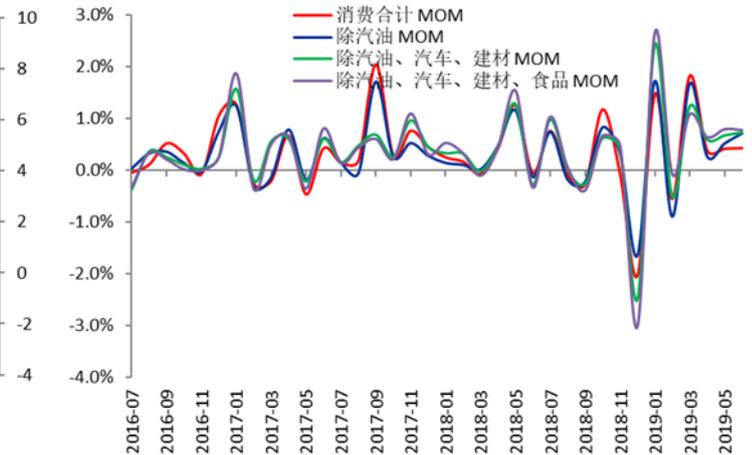
和其他商品的成本下降，这意味着输入性通胀仍然低迷。另外，美国 6 月密歇根大学消费者信心指数初值为 97.9，不及 98 的预期值和 100 的前值，表明市场消费信心依然不足。

图 11 美国零售销售超预期



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 12 核心消费触底反弹



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 13 美国消费数据分项

项目	权重	季调环比			3个月移动平均环比			同比			季调环比拉动			同比拉动		
		2019/06	2019/05	2018/06	2019/06	2019/05	2018/06	2019/06	2019/05	2018/06	2019/06	2019/05	2018/06	2019/06	2019/05	2018/06
机动车	20%	0.72%	0.65%	-0.09%	0.33%	1.19%	0.36%	4.10%	3.26%	2.73%	0.15%	0.13%	-0.02%	0.82%	0.66%	0.55%
汽油	8%	-2.76%	-0.75%	0.68%	-0.66%	1.35%	0.90%	-1.68%	1.80%	20.64%	-0.22%	-0.06%	0.06%	-0.14%	0.15%	1.67%
食品饮料	12%	0.50%	0.14%	-0.07%	0.33%	0.78%	0.22%	2.93%	2.34%	4.52%	0.06%	0.02%	-0.01%	0.36%	0.29%	0.56%
家具	2%	0.53%	-0.12%	-0.11%	0.39%	0.68%	0.07%	0.80%	0.15%	3.21%	0.01%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.06%
家电	2%	-0.29%	0.84%	0.20%	-0.20%	0.16%	0.23%	-4.97%	-4.50%	3.64%	0.00%	0.01%	0.00%	-0.08%	-0.07%	0.06%
服装	4%	0.48%	-0.16%	-1.54%	0.05%	0.60%	1.20%	-0.91%	-2.91%	5.55%	0.02%	-0.01%	-0.07%	-0.04%	-0.13%	0.24%
建材	6%	0.53%	-1.54%	1.30%	-0.66%	-0.53%	1.10%	-2.49%	-1.74%	6.52%	0.03%	-0.09%	0.08%	-0.15%	-0.10%	0.39%
文娱	1%	0.05%	-0.12%	-3.40%	0.44%	0.48%	-1.85%	-3.30%	-6.63%	-4.27%	0.00%	0.00%	-0.04%	-0.04%	-0.08%	-0.05%
日用品	12%	0.23%	0.23%	-1.17%	0.36%	0.76%	0.42%	2.53%	1.09%	2.65%	0.03%	0.03%	-0.14%	0.29%	0.13%	0.31%
杂货店	2%	0.61%	0.80%	-0.98%	1.24%	1.54%	0.05%	3.22%	1.59%	5.82%	0.01%	0.02%	-0.02%	0.07%	0.03%	0.13%
保健护理	6%	0.51%	0.89%	-1.41%	0.62%	0.57%	0.37%	5.51%	3.49%	2.27%	0.03%	0.05%	-0.08%	0.32%	0.20%	0.13%
无店铺零售	12%	1.69%	1.68%	0.47%	1.40%	1.18%	0.71%	13.42%	12.06%	8.90%	0.21%	0.21%	0.06%	1.67%	1.50%	1.11%
餐饮服务	12%	0.92%	1.00%	1.10%	0.88%	0.84%	0.87%	3.98%	4.16%	8.17%	0.11%	0.12%	0.14%	0.49%	0.52%	1.01%
消费合计	100%	0.43%	0.41%	-0.06%	0.41%	0.86%	0.54%	3.42%	2.92%	5.95%	0.43%	0.41%	-0.06%	3.42%	2.92%	5.95%
除汽油	92%	0.72%	0.52%	-0.13%	0.50%	0.82%	0.50%	3.90%	3.03%	4.77%	0.66%	0.48%	-0.12%	3.58%	2.78%	4.38%
除汽油、汽车、建材	66%	0.73%	0.68%	-0.28%	0.67%	0.83%	0.49%	4.46%	3.41%	5.24%	0.48%	0.44%	-0.18%	2.93%	2.24%	3.45%
除汽油、汽车、建材、食	53%	0.79%	0.80%	-0.32%	0.75%	0.84%	0.55%	4.82%	3.66%	5.41%	0.42%	0.43%	-0.17%	2.57%	1.96%	2.89%

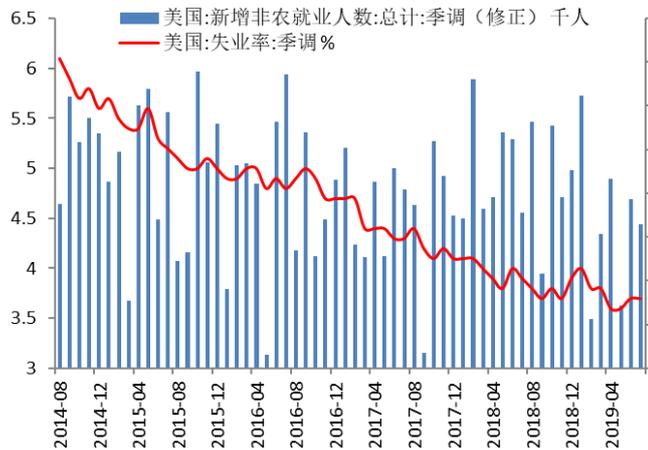
数据来源: Wind、方正中期研究院

(五) 非农数据大超预期，劳动力市场依然强劲

美国 7 月非农就业人数新增 16.4 万，符合预期，不及 19.3 万的前值；失业率 3.7%，与预期和前值持平；7 月每周平均工时为 34.3，不及前值和预期值。由于美国就业人口占比越来越高，今年美国劳动力市场的招聘步伐有所放缓，过去三个月，平均新增非农就业人数为 14 万，远低于去年同期的 23.7 万人。通常情况下，这一数字足以降低失业率，但随着就业参与率再次小幅上升，失业率仍维持在 3.7%。另外，工时放缓的迹象透露了美国经济增长周期已现裂

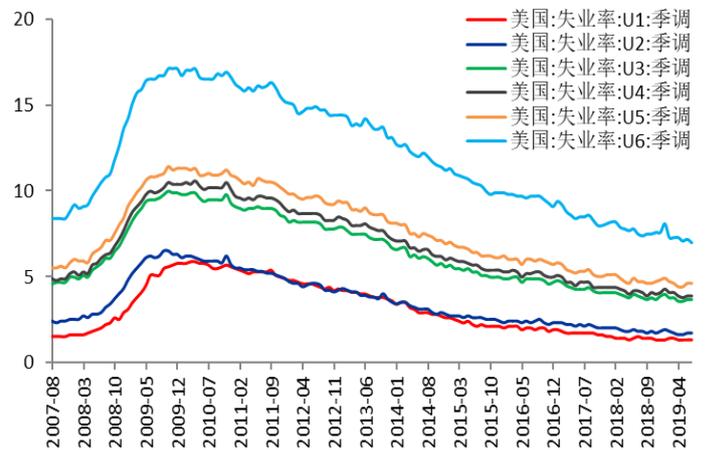
痕。故尽管整体就业状况仍保持良好，但是就业改善的步伐正在放缓。由于工资增速几乎没有显示出将通胀推高至远超出当前水平的迹象，就业步伐在放缓，并且全球贸易紧张局势威胁到市场信心，仍预计美联储将在未来几个月加大政策宽松力度。

图 14 美国失业率及非农就业人数变动



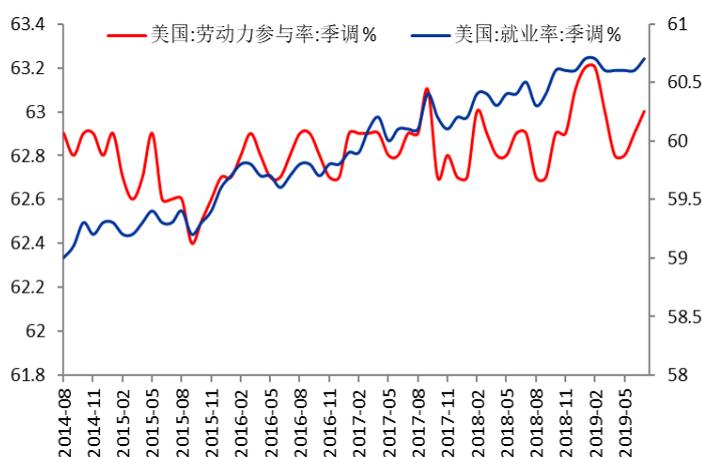
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 15 失业率变动



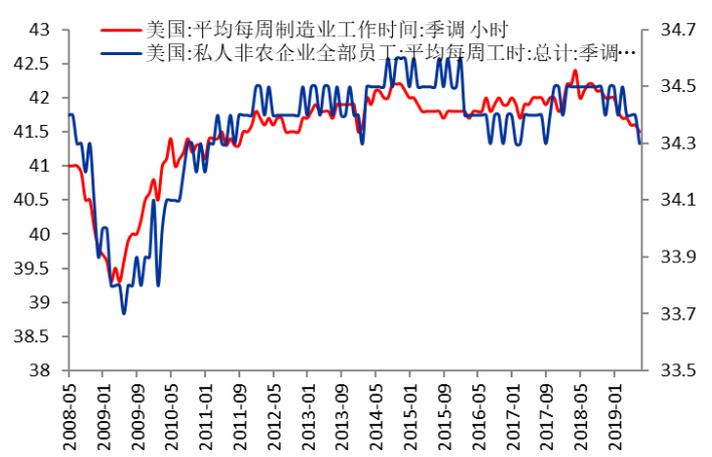
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 16 劳动参与率变动



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 17 平均时薪变动



数据来源：Wind、方正中期研究院

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_10982



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>