

证券研究报告 / 宏观数据

无恃其不来，恃吾有以待也——海外宏观 周度观察（2019 年第 31 周）

报告摘要：

美国 7 月非农就业人数新增 16.4 万，基本符合市场预期的 16.5 万。失业率维持在 3.7%，与预期一致，持平前值。同时劳动参与率上升 0.1 个百分点至 63%。劳动参与率上升而失业率未提升，表明就业市场整体仍然较为强劲。美国 6 月核心 PCE 物价指数同比升 1.6%，市场预期为 1.7%，前值 1.5%。核心 PCE 小幅回升，反映出美国二季度消费回暖以及关税对物价的推升作用。目前美国失业率仍维持低位，加之关税影响逐渐显现，美国通胀的支撑力较强。这也会掣肘美联储的降息进程。6 月欧元区失业率为 7.5%，是 2008 年 8 月以来的历史最低点。当前的欧洲经济陷入了低失业，低通胀的困境，劳动力市场的提振无法有效改善通胀、促进经济发展。制造业持续疲软。

7 月 31 日，美联储宣布降息 25bp，并提前结束缩表，多家央行跟随降息。本届美联储可谓承受了史上最大的白宫倒逼压力，美联储被市场和白宫双面“绑架”，七月不得不行动，但没有必要太鸽派，因经济主线回归现阶段的主要影响因素。所以本次会议只降 25bp 且释放鹰派信号。美联储不愿过快降息，但特朗普 8 月 1 日突然宣布将在 9 月 1 日开始对进口自中国的最后 3000 亿美元商品加征 10% 的关税。特朗普用贸易战再度绑架了美联储，使得市场对 9 月份降息概率急剧升温。CME Group 的美联储观察显示，特朗普宣布加税后，市场对 9 月降息预期 25bp 的概率上升至 96.2%，降息 50bp 的概率升至 3.8%。就是说，市场再度将 9 月降息预期打满。我们认为未来美联储降息主要取决于贸易谈判的进展。日本央行暗示了未来加码宽松的可能性。英央行未来的政策主要取决于脱欧进程。

特朗普选择这个时点施压，第一是因为其即将面临大选，没有足够的耐心；第二，美联储降息概率下降，特朗普此举可以继续胁迫美联储放宽政策。本次征收关税新增的对象主要为日常生活所用的消费品，将对美国通胀影响很大。我们认为本轮关税不排除有实施的可能，但即使实施，也只是短期加征；而中国也有充足的政策工具应对新增关税。

本周全球股指大部分下跌。受美国偏鹰派降息举措和特朗普于推特宣布 9 月 1 日起对华 3000 亿美元商品加收 10% 关税的影响。全球股市纷纷大跌，美债收益率下降。本周工业品价格涨跌互现，其中铁矿石跌幅最大。农产品大部分下跌。



相关报告

《鹰派降息折射出本届美联储独立性削弱——美联储 7 月利率会议点评》（20190801）

《全球降息潮延续——海外宏观周度观察（2019 年第 29 周）》（20190721）

《日韩贸易摩擦暂时为双边摩擦——海外宏观周度观察（2019 年第 28 周）》（20190714）

证券分析师：沈新凤

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. 美国就业数据符合预期，欧元区失业率下降	3
2.1. 美国就业市场依然强劲，通胀小幅回升	3
2.2. 欧洲失业率下降难解通缩危机	4
3. 美联储鹰派降息，日英按兵不动	5
3.1. 美联储鹰派降息符合预期	5
3.2. 日本维持现有宽松政策不变，暗示未来可能加码	6
3.3. 英央行按兵不动，货币政策主要取决于脱欧进程	7
4. 如何看待特朗普再一次关税威胁	7
4.1. 特朗普为何选择这个时间点施压	7
4.2. 3000 亿关税主要指向日常消费品	8
4.3. 贸易谈判未来怎么走？我们怎么应对？	8
5. 全球市场表现	9
5.1. 全球股指大部分下跌	9
5.2. 美债收益率下降	9
5.3. 铁矿石大跌，农产品大部分下跌	10
图 1: 美国 7 月新增非农就业人数符合预期	3
图 2: 美国 7 月失业率保持平稳	3
图 3: 美国 6 月核心 PCE 同比不及预期	4
图 4: 欧元区失业率持续下降	4
图 5: 欧元区 PPI 同比环比增速下降	4
图 6: 9 月降息预期跳升	6
图 7: 全年再降息概率为 100%	6
图 8: 3000 亿清单新增征税对象占比	错误！未定义书签。
图 9: 全球股指大部分下跌	9
图 10: 美债收益率下行	10
图 11: 日债收益率小幅上行	10
图 12: 欧债收益率继续下行	10
图 13: 铁矿石大跌	11
图 14: 农产品价格大部分下跌	11
表 1: 重点数据及事件	3
表 2: 年初以来实施降息的经济体	5

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
2019/08/05	欧元区及成员国	7月服务业 PMI
2019/08/05	美国	7月 PMI 终值
2019/08/06	澳大利亚	8月澳洲联储公布利率决议
2019/08/06	德国	6月制造业订单
2019/08/07	德国	6月工业产出
2019/08/08	美国	8月 03 日当周初次申请失业金人数
2019/08/08	日本	6月贸易帐
2019/08/09	日本、英国	第二季度 GDP 总量、同比、环比（初值）
2019/08/09	法国	6月工业产出
2019/08/09	美国	7月 PPI 同比、环比

数据来源：东北证券整理

2. 美国就业数据符合预期，欧元区失业率下降

2.1. 美国就业市场依然强劲，通胀小幅回升

美国 7 月非农就业人数新增 16.4 万，基本符合市场预期的 16.5 万，但前值 22.4 万下修至 19.3 万。失业率维持在 3.7%，与预期一致，持平前值。同时劳动参与率上升 0.1 个百分点至 63%。劳动参与率上升而失业率未提升，表明就业市场整体仍然较为强劲。数据公布后，黄金价格下挫，美元指数短线上扬。

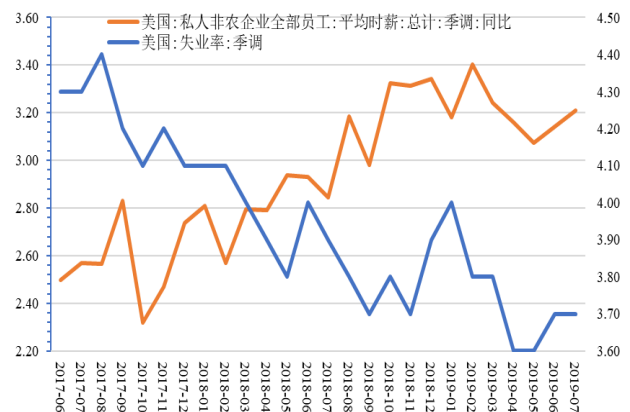
平均每小时工资同比增 3.2%，预期 3.1%，前值 3.1%，时薪增速回升会对未来通胀水平产生一定支撑。

图 1: 美国 7 月新增非农就业人数符合预期



数据来源：东北证券，Wind

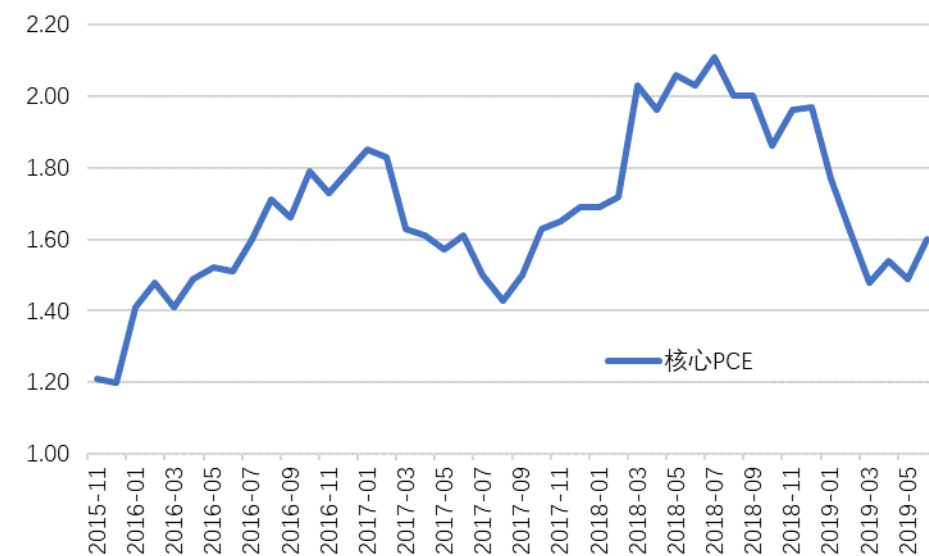
图 2: 美国 7 月失业率保持平稳



数据来源：东北证券，Wind

美国 6 月核心 PCE 物价指数同比升 1.6%，市场预期为 1.7%，前值 1.5%。核心 PCE 小幅回升，反映出美国二季度消费回暖以及关税对物价的推升作用。目前美国失业率仍维持低位，加之关税影响逐渐显现，美国通胀的支撑力较强。这也会掣肘美联储的降息进程。

图 3: 美国 6 月核心 PCE 同比不及预期

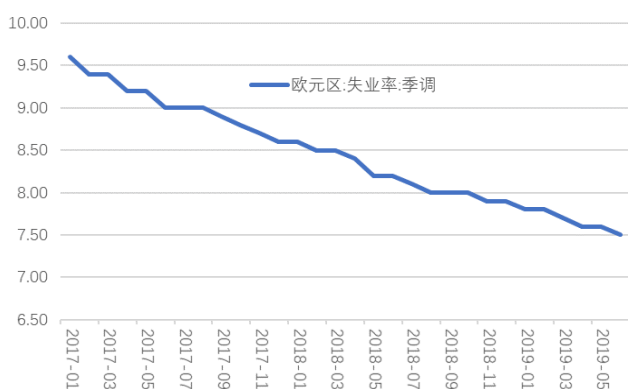


数据来源：东北证券，Wind

2.2. 欧洲失业率下降难解通缩危机

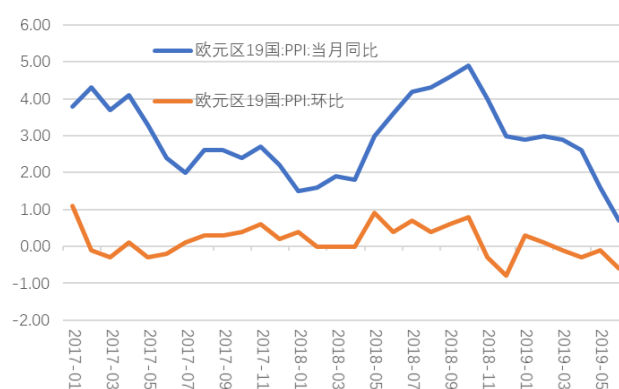
6 月欧元区失业率为 7.5%，与预期一致，略低于前值 7.6%，欧洲失业率持续下降，是 2008 年 8 月以来的历史最低点，已达到金融危机前的失业水平。欧元区 6 月 PPI 同比录得 0.7%，低于预期 0.8%，前值 1.6%，6 月 PPI 环比下降 0.6%，预期下降 0.3%，PPI 数据的低迷反映出企业利润的下降，并最终可能施压于 CPI 终端消费的通胀水平。当前的欧洲经济陷入了低失业，低通胀的困境，劳动力市场的提振无法有效改善通胀、促进经济发展。制造业持续疲软。

图 4: 欧元区失业率持续下降



数据来源：东北证券，Wind

图 5: 欧元区 PPI 同比环比增速下降



数据来源：东北证券，Wind

3. 美联储鹰派降息，日英按兵不动

3.1. 美联储鹰派降息符合预期

7月31日，美联储宣布降息25bp，并提前结束缩表。这与我们此前的判断完全相符。随后鲍威尔发表的讲话表现出鹰派态度，强调“目前降息不意味着宽松周期的开始”，“没有理由说经济扩张不能持续下去”。再次证明此次降息是预防式而非衰退式降息。受此影响，当日美股三大指下跌，美元指数大幅回升，黄金下挫。市场对于9月份降息的预期大幅下降。同时多家央行跟随降息。

表 2: 年初以来实施降息的经济体

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国家
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%

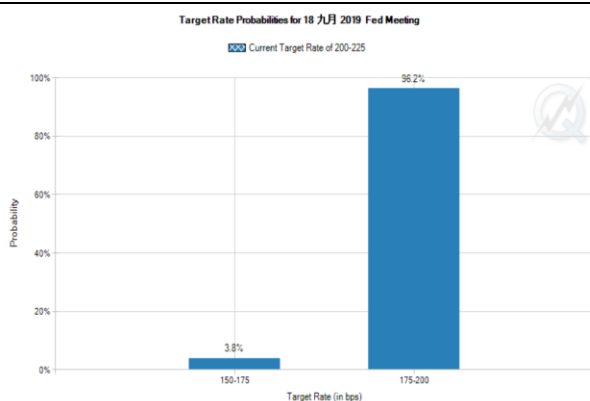
数据来源：东北证券整理

今年以来美联储修正货币政策预期的速度超历史经验，其中夹带了中美贸易摩擦的因子。按照经验，美联储降息或者加息基于的主要指标是通胀和就业，同时会兼顾金融风险，也就是说核心是经济。美国经济今年有逐渐走弱的迹象，但走弱的速度并不快。也就是说，美联储有启动降息的正当性，但经济本身并不支持迅速开启降息。贸易摩擦引发特朗普频繁向鲍威尔施压构成美联储行动的新增主线。上半年特朗普或者说白宫向美联储施压的次数十分可观，本届美联储可谓承受了史上最大的白宫倒逼压力，美联储被市场和白宫双面“绑架”，七月不得不行动，但没有必要太鸽派，因经济主线回归现阶段的主要影响因素。所以本次会议只降 25bp 且释放鹰派信号。

美联储不愿过快降息，但特朗普 8 月 1 日突然宣布将在 9 月 1 日开始对进口自中国的最后 3000 亿美元商品加征 10% 的关税。特朗普用贸易战再度绑架了美联储，使得市场对 9 月份降息概率急剧升温。CME Group 的美联储观察显示，特朗普宣布加税后，市场对 9 月降息预期 25bp 的概率上升至 96.2%，降息 50bp 的概率升至 3.8%。就是说，市场再度将 9 月降息预期打满。

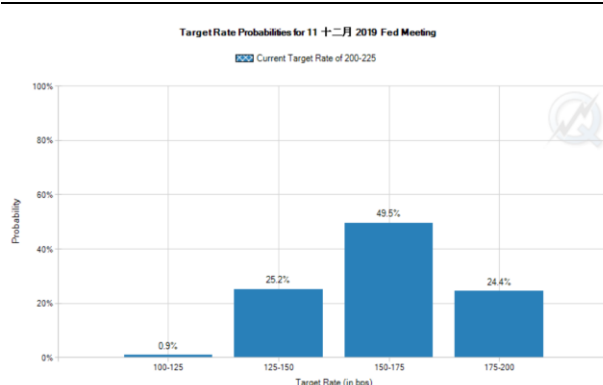
我们认为未来美联储降息主要取决于贸易谈判的进展。本次鹰派降息已经反映出本届美联储的独立性大大削弱，受白宫和市场的“胁迫”非常明显。鲍威尔新闻发布会上也可以看出，其对贸易问题的关注度甚至重于经济。如果 9 月 1 日关税如期加征，则美联储 9 月可能会被迫再次降息，否则 9 月降息几率不大。

图 6：9 月降息预期跳升



数据来源：东北证券，CME Group

图 7：全年再降息概率为 100%



数据来源：东北证券，CME Group

3.2. 日本维持现有宽松政策不变，暗示未来可能加码

7 月 30 日，日本央行公布 7 月利率决议：维持现有宽松政策不变，即引导短期利率为 -0.1%，长期利率为零。考虑到世界范围内贸易摩擦升级的风险，日本央行将 2019

年度的经济增长率预期下调至 0.7%，不含生鲜食品的消费者价格指数（CPI）涨幅预期下调至 1.0%，分别比 4 月时下调 0.1 个百分点。

央行副行长雨宫正佳表示，鉴于日本央行已采取大幅宽松政策，日本央行可能会比其他央行更为谨慎地权衡进一步宽松的成本和效益。但如果经济前景和通胀目标的势头被损害的风险提高，将毫不犹豫地追加货币宽松措施，暗示了未来加码宽松的可能性。

3.3. 英央行按兵不动，货币政策主要取决于脱欧进程

周四晚间，英国央行公布利率决议，将关键利率维持在 0.75% 不变。作为全球主要央行中唯一一个仍主张加息的央行，其在美联储降息之后仍表示“渐进且有限度的加息是合适的”。

我们认为英央行未来的政策主要取决于脱欧进程。全球经济走弱且货币政策转向宽松的背景下，英央行不易加息。如果英国无协议脱欧，那么英央行的选择大概率是降息。如果脱欧顺利，英央行才会有余力继续货币政策正常化的进程。

4. 如何看待特朗普再一次关税威胁

美东时间 8 月 1 日中午，特朗普通过社交媒体表示将自 9 月 1 日开始对价值约 3000 亿美元的中国输美商品加征 10% 的关税。中美关税问题突然升级，美股三大指数跳水，道指收跌 1.05%，纳指收跌 0.79%，标普 500 指数收跌 0.9%。

4.1. 特朗普为何选择这个时间点施压

就在特朗普决定加税之前，刚刚发生了两个举世瞩目的事件：一是中美第 12 轮经贸磋商；二是美联储 7 月利率会议。我们认为这两个事件均与特朗普此举措有关联。

第一，中美磋商转为拉锯战，但特朗普没有足够的耐心。中美第 12 轮磋商中，双方就中国采购美国农产品等问题进行了协商，并约定下一次协商时间为 9 月份，间隔时间较长，有转化为长时间拉锯战的趋势。而特朗普面临着大选的压力，是无法接受长时间的平静期的，长期关税战对其支持率将十分不利。特朗普在 Twitter 中也有“中国在拖延时间以便能让软弱的民主党上台”等措辞，表明大选是其非常关心的问题，也是影响其对中国关税政策的重要方面。所以，迫切需要尽快达成协议的特朗普，选择立刻向中国施压。

第二，美联储降息概率下降，特朗普此举可以继续胁迫美联储放宽政策。上文中提到，美联储本次为鹰派降息，是受到了市场及白宫的“双胁迫”。在贸易摩擦加剧的背景下，美联储不得不降息以稳定市场情绪，并给特朗普谈判的底气。可以说，美联储降息受贸易谈判的影响很大。而当前中美重启磋商，美国基本面仍较为稳健，所以鲍威尔降息过后表态并不鸽派。特朗普也立刻表示对美联储态度的不满，因为他希望美联储能继续降息刺激经济，以维持自己的选举基本盘。所以特朗普此番翻脸，也有胁迫美联储继续降息的动机。在特朗普宣布加税后，市场对于 9 月份降息

预期急剧上升，也客观上满足了特朗普的期望。

4.2. 3000 亿关税主要指向日常消费品

目前美国已经对进口自中国的 2500 亿美元的商品加征了 25% 的关税。这次 3000 亿美元的清单几乎囊括了剩余未被加收关税的所有产品，按 HS 分类新增的产品类型，本轮清单包括手机、笔记本电脑和平板电脑等电子产品，玩具，游戏品，运动用品及其零件、服装衣着饰件、鞋靴护腿类似品及零件和其他纺织制成品。新鲜农产品、肉类等也在征税之列。

我们可以看出，本次征收关税新增的对象主要为日常生活所用的消费品，但不包括药品、特定药品原料、部份医疗产品、稀土材料与重要矿物等。同时，对智能手机、笔记本和平板电脑等机电产品进一步全方位加税，比如从前只是对手机的听筒和电话应答机征税，而现在是对整个手机设置和部件加税。

3000 亿清单将对美国通胀影响很大。IMF 与美国商务部的研究表明，此前 2500 亿关税的承受者主要是美国企业和消费者，而本次 3000 亿清单中主要是终端消费品，对美国居民的消费品价格影响更大。3000 亿关税如果落地，将明显推升美国通胀水平。

4.3. 贸易谈判未来怎么走？我们如何应对？

第一个问题是，对 3000 亿美元清单会不会落地？我们认为不排除有实施的可能，但即使实施，也只是短期加征。

首先，特朗普加税意在贸易谈判施压，并非想要依靠关税缩小贸易逆差。特朗普面临大选，急需尽快解决中美关税问题。如果他能在谈判中取得较多利益，则将其大选的基本盘极有帮助。在中美谈判中，美方是更着急的一方。从特朗普主动通电要求 G20 见面，及谈判前后的一系列威胁都可以看出。既然是威胁、既然是为了大选，那么关税战不会太持久。长期关税战显然对美国经济是不利的，尤其是特朗普的农业选区。

其次，特朗普此番加税，面临着前所未有的压力。前几轮加税，对美国贸易逆差并

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_10991

