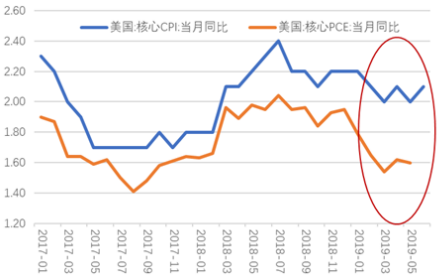
日韩贸易摩擦暂时为双边摩擦——海外宏观周度观察（2019 年第 28 周）



报告摘要:

美国 6 月 CPI 同比 1.6%，较前值 1.8%继续下降。但核心 CPI 回升，由 5 月的 2.0%上升至 2.1%。CPI 回落而核心 CPI 回升，主要因为能源价格的下降。核心 CPI 的走势与核心 PCE 相背，我们认为是美国对外关税政策的变化。核心 CPI 对居住相关项的权重更高，而后者对于医疗等服务项的权重更高。美国对中国 2000 美元关税清单中包含了大量的家具等与居住相关的消费品，该清单于 6 月份税率提升，也使得 CPI 中居住项再度提升。CPI 统计时会由于忽略了替代效应而高估实际的居民消费上涨。在 2000 亿清单税率提升后，相应的消费品价格也有一个跳升，而 CPI 权重不会很快发生变化，忽略了替代效应，从而统计值较高。美国对外关税提高，是制约美国未来降息的一个重要因素，但经济走弱，CPI 继续上升的动力也有限。

7 月 10 日美东时间早上 8 点 30 分，美联储主席鲍威尔在众议院的证词讲稿公布，讲稿显示受到贸易及全球增速前景的不确定性影响。鲍威尔还表达了对通胀疲软前景的担忧，像市场释放了强烈的鸽派降息信号。我们认为美国 7 月底的降息几乎已无悬念。但市场不宜对降息空间预期太高，因为美国当前的利率水平是比较低的，降息空间较为有限。欧洲央行执委科尔日表达了对目前通胀疲软的担忧，日本政府表示将不改宽松货币政策直到通胀率稳定超过 2%。

上周，日本开启对韩国的半导体材料的出口限制，7 月 12 日，日韩双方于东京举行事务级别贸易磋商，但结果双方不欢而散，也没有谈好下次磋商的时间，日本在此次问题上态度非常强硬。回顾历史来看，由于历史遗留问题，韩日之间发生过几次冲突，但这次是日韩 1965 年恢复邦交以来，日本对韩国的首次经济领域的制裁。日本此番举动除了企图以出口限制夺回半导体市场的世界老大地位，究其根本，是日韩双方二战以来的历史恩怨，在日本右翼势力抬头下爆发。我们认为日本此时发动对韩国的贸易战，其主要原因在于政治意图，大概率不会扩散其影响。

鲍威尔释放鸽派信号，刺激本周美股上涨。短债收益率下降，倒挂趋势减缓。美元走弱，本周黄金上涨 1.18%。由于受到伊朗紧张局势叠加美国热带风暴导致美油减产的影响，本周布伦特原油收涨 4.43%。农产品价格大多上涨。

相关报告

《美联储之夜再放鸽，预计 7 月降息 25bp》（20190711）

《不应对美国降息空间预期过高——海外宏观周度观察（2019 年第 27 周）》（20190707）

《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. 美国核心 CPI 回升，日本经济数据仍弱 3
2.1. 美国核心 CPI 为何与核心 PCE 持续背离 3
2.2. 日本经济数据持续疲软 6
3. 美欧央行继续释放鸽派信号 7
3.1. 鲍威尔释放强烈鸽派信号，美国 7 月降息几乎无悬念 7
3.2. 欧日央行宽松基调不变 8
4. 民粹主义再抬头，韩日经贸磋商失败 ..... 错误！未定义书签。
5. 全球市场表现 10
5.1. 美联储降息预期刺激美股上涨 10
5.2. 美债倒挂程度减缓 10
5.3. 黄金原油走强，农产品大多上涨 11

图 1: 美国核心 CPI 与核心 PCE 背离趋势扩大 4
图 2: 居住、服装等与关税相关的项价格回升 4
图 3: 关税上调幅度主要由美国消费者承担 5
图 4: CPI 是经济增长的滞后指标 6
图 5: 日本 5 月机械订单大幅减少 6
图 6: 日本 5 月第三产业活动指数下降 6
图 7: 日本 6 月企业商品价格指数同比为负 7
图 8: 日本 6 月经济观察家前景指数下降 7
图 9: 7 月大幅降息预期升温 8
图 10: 全年降息概率继续保持 100%不变 8
图 11: 美联储降息预期刺激美股上涨 10
图 12: 美债倒挂减弱 11
图 13: 美国国债收益率 11
图 14: 日本国债收益率 11
图 15: 欧洲公债收益率 11
图 16: 黄金原油大涨 12
图 17: 农产品大多上涨 12

表 1: 重点数据及事件 3
表 2: 韩日历史冲突 9

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
2019/07/16	欧元区，德国	7 月 ZEW 经济景气指数
2019/07/16	美国	6 月核心零售总额
2019/07/16	美国	6 月工业总体产出指数
2019/07/16	英国	5 月失业率
2019/07/17	英国、加拿大	6 月 CPI
2019/07/17	美国	6 月新屋开工：私人住宅
2019/07/18	美国	7 月 13 日当周初次申请失业金人数
2019/07/19	日本	6 月 CPI
2019/07/19	美国	7 月密歇根大学消费者现状指数
2019/07/19	日本	5 月非农产业活动指数

数据来源：东北证券整理

2. 美国核心 CPI 回升，日本经济数据仍弱

2.1. 美国核心 CPI 为何与核心 PCE 持续背离

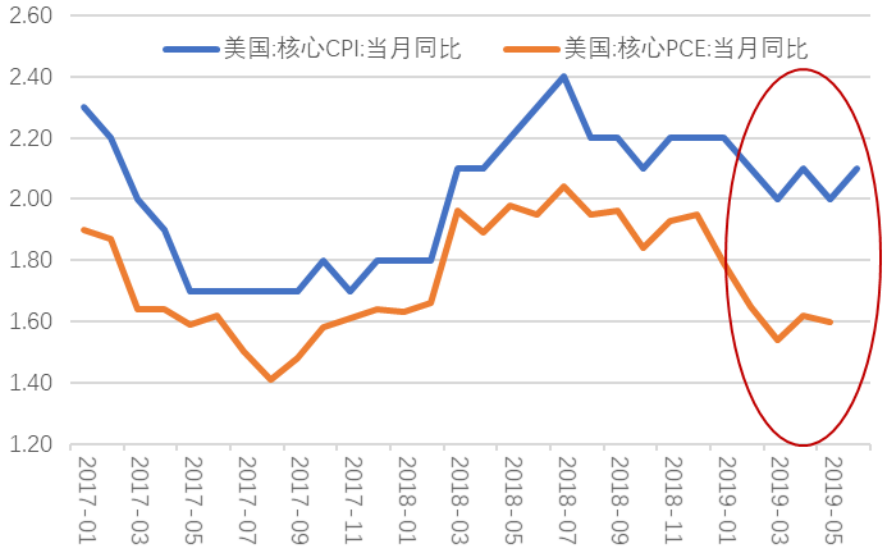
周四美国公布 6 月 CPI 数据。**6 月 CPI 同比 1.6%，较前值 1.8%继续下降。但核心 CPI 回升**，由 5 月的 2.0%上升至 2.1%。CPI 回落而核心 CPI 回升，主要因为能源价格的下降。6 月份国际油价同比进一步下行，导致 CPI 能源一项同比下降 3.4%，较上月降幅扩大 2.9 个百分点。

核心 CPI 位于 2%以上，表明美国物价水平坚挺。这似乎与鲍威尔国会讲话上强调的“通胀比美联储此前预期的更弱”相违背。我们注意到，今年虽然美国各项通胀指标纷纷走弱，但核心 CPI 始终位于 2%或更高的水平，而美国另一项重要的通胀指标——核心 PCE 则大相径庭。今年核心 PCE 同比一直在 1.6%附近震荡。

回顾历史走势，核心 CPI 与核心 PCE 趋势相同，但核心 CPI 往往高于核心 PCE 水平。二者之间的背离，在今年年初以来尤其明显。那么，**二者差距扩大的原因是什么呢？是否会影响美联储的货币政策走向？**

我们认为核心 CPI 和核心 PCE 走势背离，一个很重要的原因，就是美国对外关税政策的变化。

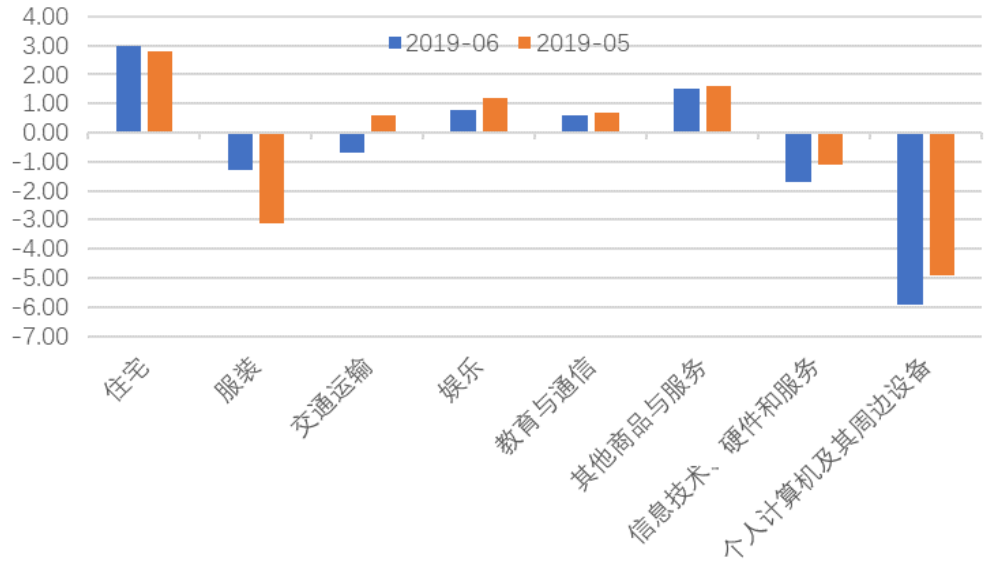
图 1：美国核心 CPI 与核心 PCE 背离趋势扩大



数据来源：东北证券，Wind

首先，从权重构成来看，核心 CPI 和核心 PCE 一个显著的差别在于，前者对居住相关项的权重更高，而后者对于医疗等服务项的权重更高。美国对中国 2000 美元关税清单中包含了大量的家具等与居住相关的消费品，该清单于 6 月份税率提升，也使得 CPI 中居住项再度提升。同时，2000 亿清单中也包含了服装等相关产品，而服装项也在 6 月有了明显提升。这导致了核心 CPI 在 6 月仍保持坚挺。**而 PCE 中权重更高的医疗等服务项则几乎不受关税影响，故而核心 PCE 仍然较弱。**

图 2：居住、服装等与关税相关的项价格回升

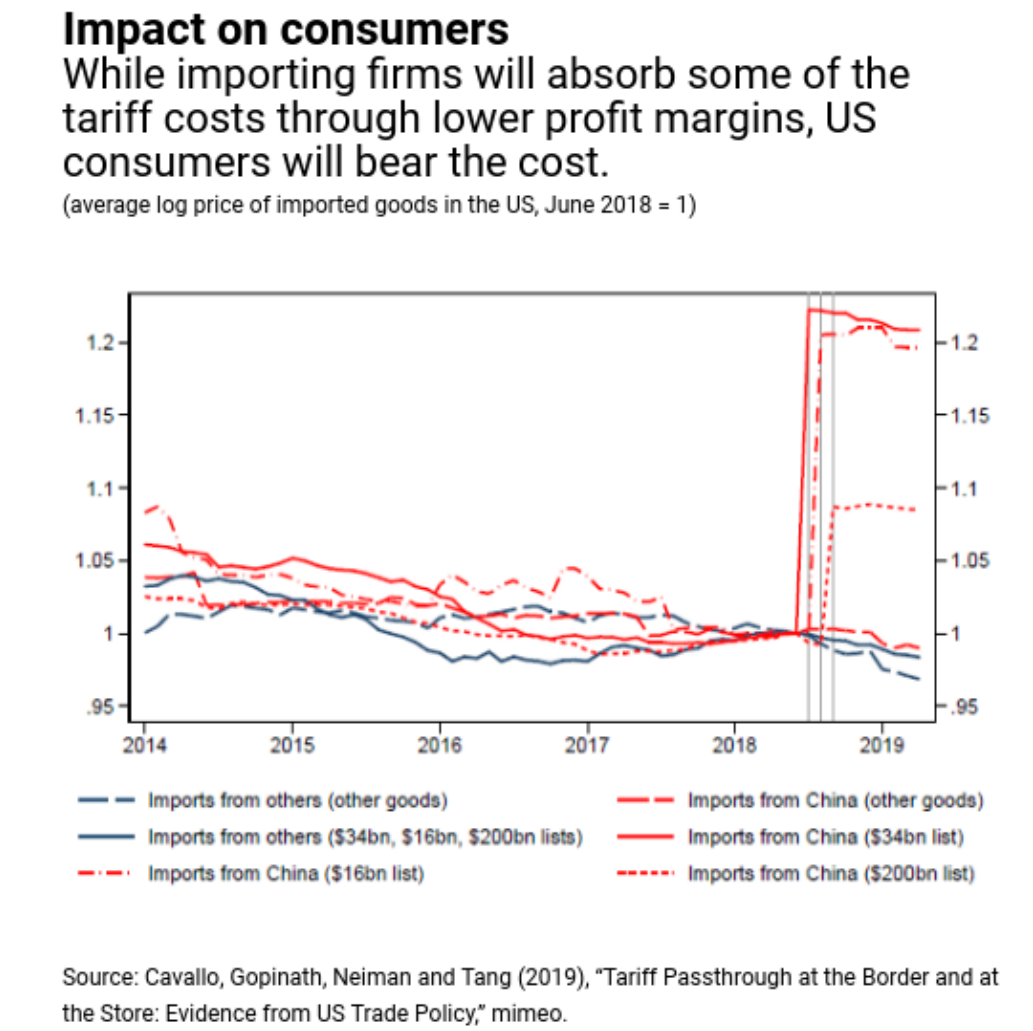


数据来源：东北证券，Wind

其次，核心 CPI 与核心 PCE 统计的一个较大差别在于，CPI 是固定的“一篮子商品”，而 PCE 则篮子可变。这样，CPI 统计时会由于忽略了替代效应而高估实际的居民消费上涨。尤其是在一些消费品和服务价格过快上涨时，其高估程度会更加明

显。美国对中国加征关税就导致了相关消费品价格的快速上涨。**IMF 与美国商务部的数据显示，美国对中国商品征收的关税，主要由美国消费者承担。故而可以推测，在 2000 亿清单税率提升后，相应的消费品价格也有一个跳升，而 CPI 权重不会很快发生变化，忽略了替代效应，从而统计值较高。**

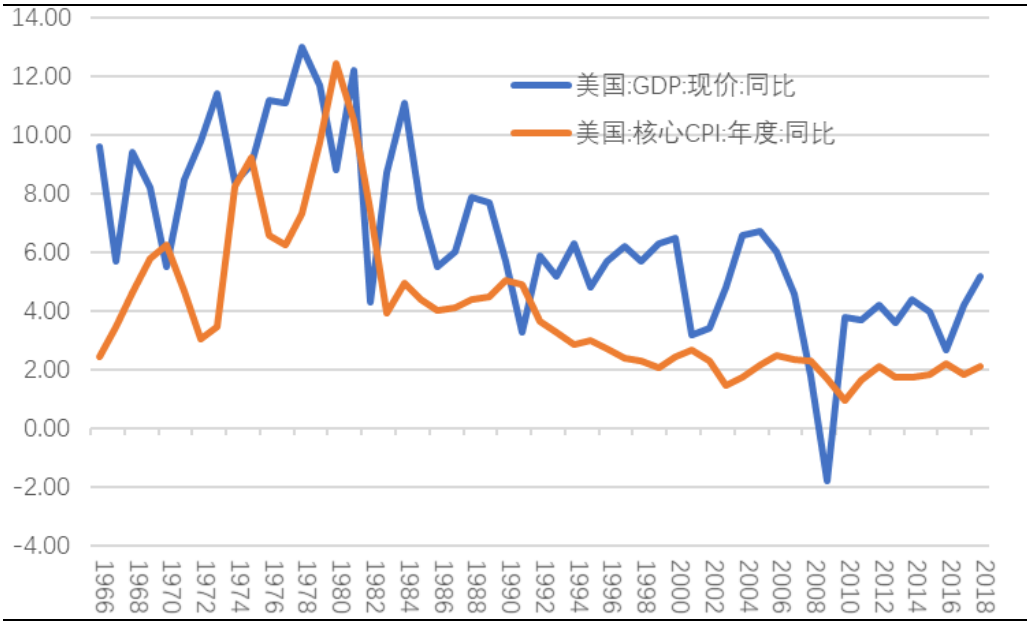
图 3：关税上调幅度主要由美国消费者承担



数据来源：东北证券，IMF

综上，我们推测核心 CPI 明显高于核心 PCE，主要是美国对中国加征关税导致的。**而这也是制约美国未来降息的一个重要因素。**但历史走势来看，CPI 是经济增长的之后性指标，美国制造业和非制造业 PMI 指数都在下降，制造业的疲软已经传导至服务业，第二季度经济难以延续第一季度的强劲增长。**所以未来 CPI 继续上升的动力也有限。**

图 4：CPI 是经济增长的滞后指标



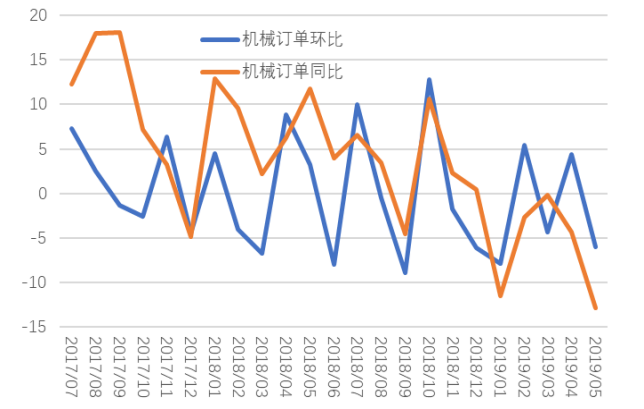
数据来源：东北证券，Wind

2.2. 日本经济数据持续疲软

日本 5 月机械订单同比减少 12.84%，创 2015 年 5 月以来同比增速最低值，环比下降了 5.95%，大幅低于市场预期。**一定程度上反映了商业投资的疲软。**由于国内外需求的不确定性，企业对资本支出更为谨慎，因此机械订单大幅减少。5 月第三产业活动指数今值为 104.7，前值为 105.5，服务业表现不及上月。6 月企业商品价格指数同比下降 0.1%，环比下降 0.49%，均低于前值，反映了日本当前物价水平的疲弱。

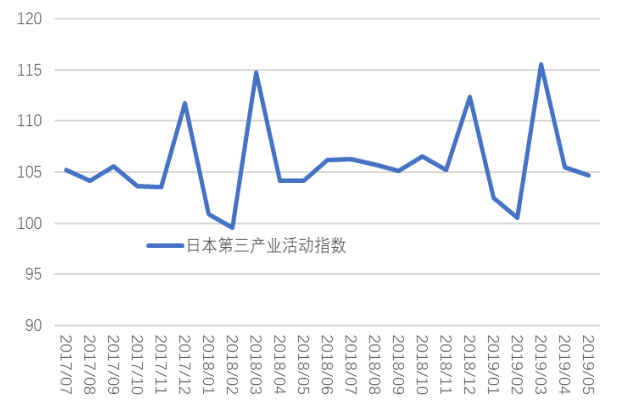
市场对日本经济前景的悲观情绪较浓，6 月经济观察家前景指数为 46.3，环比下降了 0.22%，为 2016 年 7 月以来的历史低点。

图 5：日本 5 月机械订单大幅减少



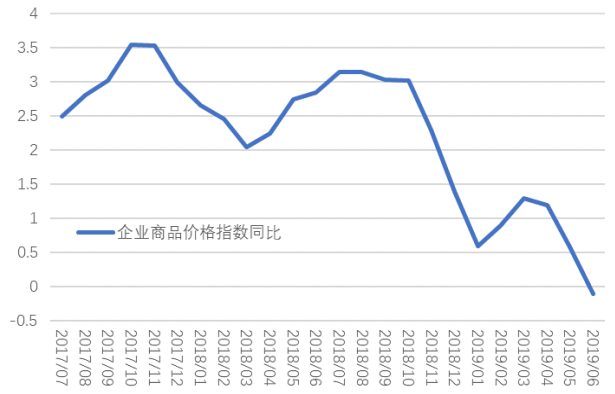
数据来源：东北证券，Wind

图 6：日本 5 月第三产业活动指数下降



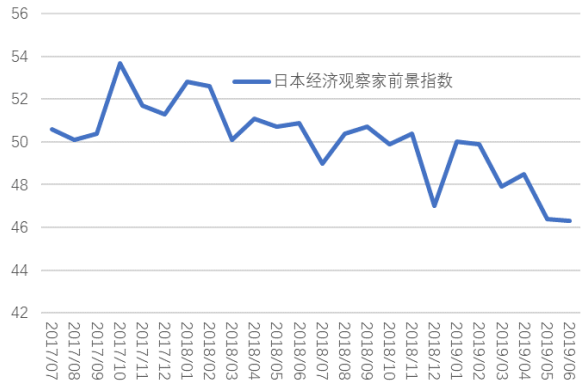
数据来源：东北证券，Wind

图 7：日本 6 月企业商品价格指数同比为负



数据来源：东北证券，Wind

图 8：日本 6 月经济观察家前景指数下降



数据来源：东北证券，Wind

3. 美欧央行继续释放鸽派信号

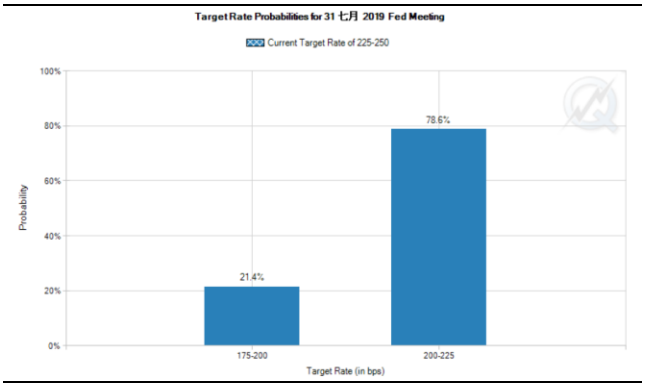
3.1. 鲍威尔释放强烈鸽派信号，美国 7 月降息几乎无悬念

7 月 10 日美东时间早上 8 点 30 分，美联储主席鲍威尔在众议院的证词讲稿公布，讲稿显示受到贸易及全球增速前景的不确定性影响，以及房地产和制造业于第二季度再次出现下滑现象，美国对经济乐观预期减弱，鲍威尔还表达了对通胀疲软前景的担忧，像市场释放了强烈的鸽派降息信号。市场对降息 25bp 预期有所下降，由此前的 95.1%下降至 78.6%，而对 50bp 更大幅度的降息预期由此前的 4.9%回升至 21.4%，反映了市场对降息幅度增加的预期升温。但在 7 月 11 日美国 CPI 和 7 月 6 日当周初次申请失业业救济金人数等数据的超预期好转，与鲍威尔对美国通胀疲软局势判断相左。尽管鲍威尔在当日的参议院会议上维持鸽派言论，表示对宽松政策保持开放态度，但市场反应还是出现了分化，当日美元指数有所反弹，黄金大涨。

我们认为美国 7 月底的降息几乎已无悬念。美联储 2%的通胀目标与个人消费支出价格指数（PCE）更相关。前文分析显示，核心 CPI 走强不等于 PCE 数据也可以超预期。美国的制造业和非制造业 PMI 指数下降；作为第一季度经济增长主要拉动力的净出口，其贸易逆差也在扩大。美国第二季度经济难以持续此前的繁荣。因此降息有其必要性。

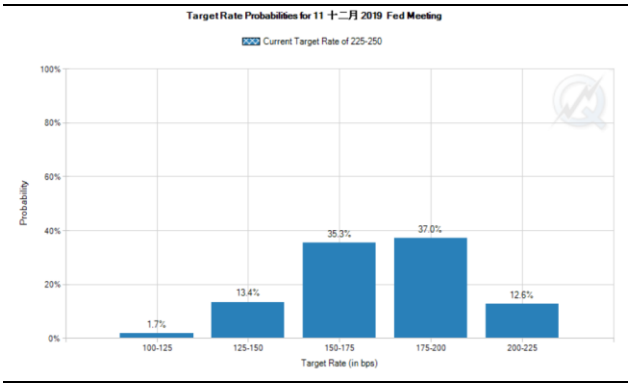
但我们此前也提到，市场不宜对降息空间预期太高，因为美国当前的利率水平是比较低的，降息空间较为有限。

图 9：7 月大幅降息预期升温



数据来源：东北证券，Wind

图 10：全年降息概率继续保持 100%不变



数据来源：东北证券，Wind

3.2. 欧日央行宽松基调不变

欧洲央行执委科尔日表达了对目前通胀疲软的担忧，虽然欧元区 6 月核心 CPI 同比上涨 1.1%，高于前值 0.8%，好于预期，但是依然没有达到央行的目标 2%；欧盟也同意需要为政策宽松做好准备，并讨论了更加宽松的定向长期再融资操作（TLTRO）条款。

7 月 8 日，日本央行行长黑田东彦在地区分行经理季度会议上发表讲话，维持对本国全部地区的经济评估不变，内需维持增长，表示日本经济在温和扩张，预计通胀率逐步可回升至目标值 2%。他同时表示，在通胀恢复到目标水平之前，**日本政府将不改宽松货币政策直到通胀率稳定超过 2%，至少到 2020 年春季前后，将利率维持在很低水平。**

4. 韩日经贸摩擦主要源于政治目的

上周，日本开启对韩国的半导体材料的出口限制，韩国《中央日报》报道称，韩国在半导体等产业零部件领域中，严重依赖日本技术，短期难有技术突破。尤其是韩国今年一季度经济表现欠佳，2019 年第一季度韩国 GDP 同比增长 1.15%，创 2000 年以来近二十年的历史新低。日本对韩国的限制无疑给其经济雪上加霜。而在本周，此事态有长期持续，事态升级的趋势。

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_11430