就业数据不改联储降息倾向

兴业研究海外研究团队
联储观察第 63 期

苏畅 博士
首席分析师
电话：021_22852780
邮箱：csu17@cib.com.cn

张仁俊
分析师
电话：021_22852773
邮箱：renjun.zhang@cib.com.cn

摘要

- 美国 6 月非农就业新增人数为 22.4 万人，远超预期。报告发布后，联邦基金期货隐含 7 月降息 50bp 的概率大幅下滑，但 7 月降息的概率仍为 100%。

- 需要注意的是，联储官员对就业市场稳健的判断始终没有变化。可以说当前联储的核心关注并不是就业市场，而是其他风险因素；这也是我们目前预期联储 7 月仍将降息 25bp 的主要原因。

- 欧洲各国领袖正式提出人事方案：提名 von der Leyen 担任欧盟委员会主席、IMF 主席拉加德担任欧央行行长。Von der Leyen 是欧洲一体化的坚定支持者，拉加德则大概率将延续德拉吉的宽松政策。拉加德政治资源丰富，未来除了看到宽货币之外，在欧元区经济状况不佳时，她或许还能协调各国领袖，有助于维持欧元区的稳定性，欧元区采用 MMT 政策的可能性也大幅上升。

扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

就业数据不改联储降息倾向

美国 6 月非农就业新增人数为 22.4 万人，远超预期的 16.0 万人；失业率和劳动参与率都上升 0.1 个百分点，分别为 3.7%和 62.9%；每小时薪资同比增速则是下滑 0.1 个百分点到 3.1%。就业报告发布后，美国 10 年期国债收益率一日内跳升将近 10bp，重新回到 2%以上；联邦基金期货隐含 7 月降息概率仍为 100%，但降息 50bp 的概率大幅下滑，降息 25bp 的概率大幅上升。

账面上 6 月就业报告确实很好，但年初以来就业增速（平均每月新增 17.2 万人）较去年明显放缓（平均每月新增 22.3 万人）；而薪资增速仍没有加速上升的迹象。需要注意的是，联储官员对就业市场稳健的判断始终没有变化，比如鲍威尔在 6 月例会记者会上表示“70%的经济状况稳健”，这其中包括就业市场；联储 6 月经济预测图将未来 3 年和长期自然失业率全面下调；此外，根据我们追踪的联储官员发言，连两位最鸽派的官员——圣路易联储主席 Bullard 和明尼阿波利斯联储主席 Kashkari 也从来没有表达对就业市场的担忧。因此，可以说当前联储的核心关注并不是就业市场，而是包括贸易摩擦不明、经济下滑和通胀低迷在内的其他风险因素；这也是我们目前预期联储 7 月仍将降息 25bp 的主要原因。

上周特朗普正式提名两位候选人担任联储理事。第一位是目前担任圣路易联储研究部主任的 Waller，他是圣路易联储主席 Bullard 的大学老师，货币政策上也属于大鸽派；若是顺利通过参议院表决，那联储后续加码宽松的可能性将提高。第二位的 Shelton 曾支持美元回到金本位，但现在转为支持低利率，属于政治性较高的提名，和此前的 Moore 和 Cain 相同，通过参议院任命的几率较低。

我们在前一期联储观察报告中提到欧盟委员会主席可能将由德国人或荷兰人担任，而欧央行行长将由南方国家代表担任。上周欧洲各国领袖正式提出方案：提名现任德国国防部长 von der Leyen 担任欧盟委员会主席，以及提名现任 IMF 主席拉加德担任欧央行行长。Von der Leyen 是欧洲一体化的坚定支持者，在 2011-2012 年欧债危机时，欧盟内部曾有将希腊逐出欧盟的声音，但时任德国劳动部长的她却撰文认为欧盟应该参照美国联邦制，尊重各国的差异，这也是她的提名受到东欧国家欢迎的原因之一。拉加德则是和联储主席鲍威尔一样是律师出身，货币政策上大概率将延续德拉吉的宽松政策。市场普遍认为拉加德是一位优秀的政治家，政治资源和管理经验丰富，因此除了未来看到宽货币之外，在欧元区经济状况不佳时，她或许还能协调各国领袖，欧元区采用 MMT 政策的可能性大幅上升。当然，这些高官任命方案仍需通过欧洲议会表决，但历史上还没有出现表决不通过的情况。

图表 1　联储主席和地方联储主席最新看法一览表

职位	联储委员 （是否票委/年份）	看法	最新言论
联储主席	Jerome H. Powell（是）	中性	2019/06/25：许多联储委员认为需要转为稍微宽松的理由得到了加强。
联储副主席	Richard H. Clarida（是）	中性	2019/06/25：提供货币宽松的理由有所增加，尤其是在过去的六到八周里，经济前景的不确定性有所上升。
联储理事	Lael Brainard（是）	偏鸽	2019/06/21：在风险转向下行，中性利率很低以及货币政策空间不大的时候，一个基本的风险管理原则显示货币政策可以向宽松调整。
联储理事	Randal K. Quarles（是）	偏鹰	2019/05/07：我不会做出“英勇”的努力，包括重新思考我们的货币政策框架或实施重大的货币政策刺激，以便将 1.8%提升到 2%。我不认为这样花费极大的努力是必要的。
联储理事	Michelle W. Bowman（是）	中性	2019/02/11：通胀接近我们的目标，我对目前的货币政策立场感到满意。
New York	John C. Williams（是）	中性	2019/06/06：当前利率大约处在中性水平。
St. Louis	James Bullard（是）	偏鸽	2019/06/21：此时降息将为通胀预期进一步下降和经济放缓提供适当的保险，因为当前下行的风险较高。即使经济增速低于预期的情况没有实现，降息也将有助于推动通胀和通胀预期更快的回归目标。
Chicago	Charles L. Evans（是）	偏鸽	2019/06/05：我个人会比大多数人更加强势一点。值得警惕的会是，比如看到关税和货币政策叠加使得通胀上升到 2.5%或更多，但我没有看到这种情况，所以货币政策稍微倾向宽松是没问题的。
Kansas City	Esther L. George（是）	中性	2019/05/14：当前的通胀水平可能会困扰央行和金融市场参与者，但在经济持续扩张和就业增长的背景下，我并不认为联储需要做出政策调整。
Boston	Eric S. Rosengren（是）	偏鹰	2018/05/22：我认为在短期内不必改变现行政策。目前的政策还略微宽松，与通胀随着逐渐回到联储目标一致。
Philadelphia	Patrick T. Harker（否/2020）	中性	2019/05/06：我今年最多只能看到 1 次加息，以及明年可能也是最多 1 次。
Minneapolis	Neel Kashkari（否/2020）	偏鸽	2019/06/21：在 6 月联储例会上，我主张降息 50bp，并希望联储承诺在核心通胀能稳定维持在 2%之前不再加息。
Dallas	Robert S. Kaplan（否/2020）	中性	2019/06/24：我担心在这个时点增加货币刺激会导致经济条件和金融市场失衡，最终导致管理起来非常痛苦。
Cleveland	Loretta J. Mester（否/2021）	偏鹰	2019/07/02：在考虑改变货币政策立场之前，我更愿意收集更多信息。
Richmond	Thomas I. Barkin（否/2021）	偏鹰	2019/06/25：联储政策仍然处于略微宽松。我不知道今年是否有需要减息。
Atlanta	Raphael W. Bostic（否/2021）	中性	2019/05/20：我不预期短期内降息，肯定不会在九月前。
San Francisco	Mary C. Daly（否/2021）	中性	2019/06/26：虽然我还没有看到足够的硬数据来支持降息，但风险管理的原则一直在我的脑海中。

注：红色为更新内容；深色底色为偏鹰派官员，浅色为偏鸽派官员，白色为偏中立官员

资料来源：Federal Reserve，兴业研究

图表 2　联储主席和地方联储主席发言

联储委员（票委）	货币政策
Mester（否）	[1]（关于降息）目前我认为做出这一决定还为时过早。在考虑改变货币政策立场之前，我更愿意收集更多信息。如果我看到一些疲弱的就业报告，制造业活动进一步下滑，商业投资和消费疲软，以及长期通胀预期下降，我认为这是基本情况转向弱势增长的情景。在这种情况下，经济的短期和中期均衡利率将会下降，我们的政策利率可能也需要下调，以维持扩张并实现双重目标。[2] 在这个时刻降息可能会加剧对前景恶化的负面情绪，即使这不是基线观点。此外还可能会助长金融失衡，这将适得其反。
联储委员	**经济/金融环境/风险/就业/通胀**
Mester（否）	[1] 在我看来，最可能的结果仍然是经济将在 2019 年保持良好表现。但最近的数据表明这一预测的下行风险已经上升，并且有可能出现另一种状况，其中增长放缓幅度较预期更大，失业率上升，通胀仍然很低，因为总需求疲软。[2] 消费者支出是积极的一面。虽然月度数据波动较大，但总体数据显示二季度消费者支出有所回升。[3] 我继续认为，最可能的情况是，通胀预期将保持相对良好的基础，加上在劳动力市场的持续走强和接近趋势的经济增长，将支持通胀逐步缓慢的在未来几年内回到 2%。

资料来源：Federal Reserve，兴业研究

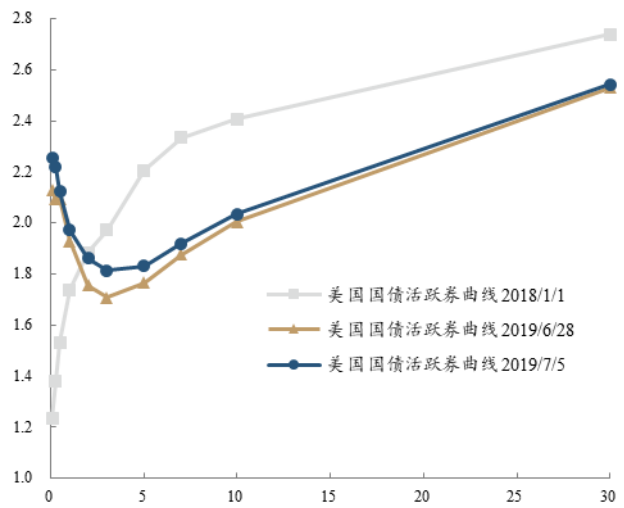
图表 3　三大经济体扩散指数 – 几个时间点的比较

时间点	美国	中国	欧日	全球
2019/7/5	–7.82	–9.44	–3.00	–6.43
两周前	–7.32	–9.79	–3.61	–6.56
四周前	–9.31	–7.87	–5.05	–7.33
2018 年初	6.45	–23.60	12.86	0.92
2017 年初	9.43	0.89	14.66	7.81
2016 年初	–12.66	14.10	9.48	2.00

注：可在万得经济数据库>中国宏观>景气调查>兴业研究经济扩散指数查询历史数据；指数编制详情请参阅海外市场 2018 年 8 月月报

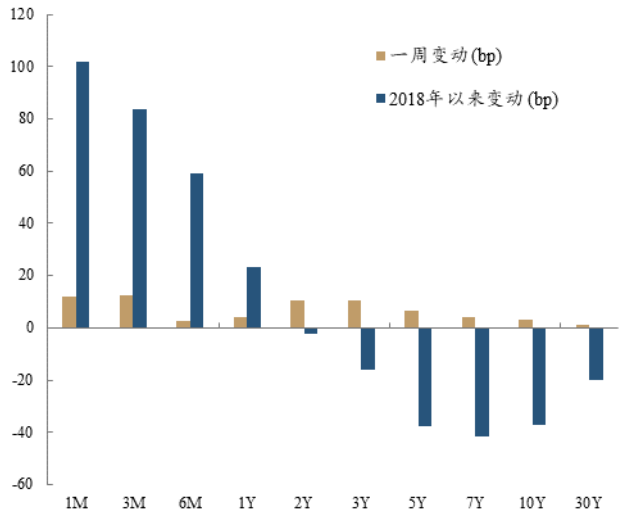
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 4　美债收益率短端倒挂



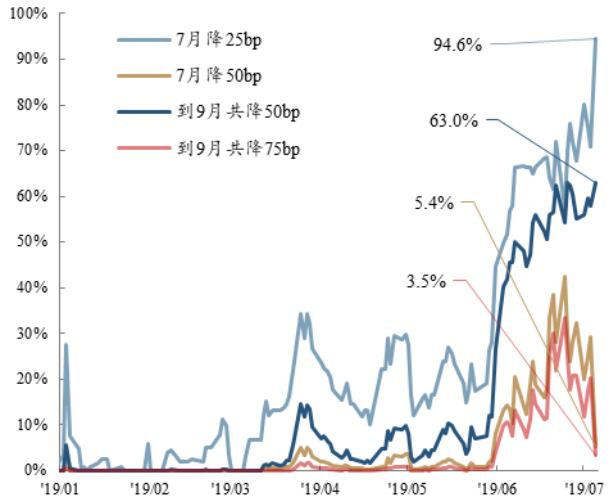
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 5　美债中长端收益率小幅反弹



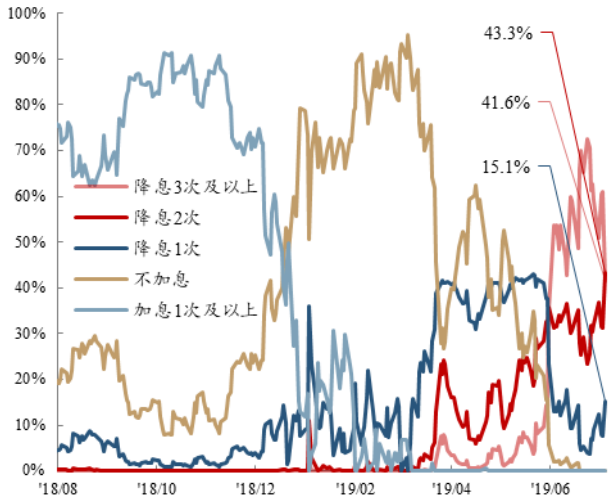
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 6　联邦基金期货隐含 7 月和 9 月概率



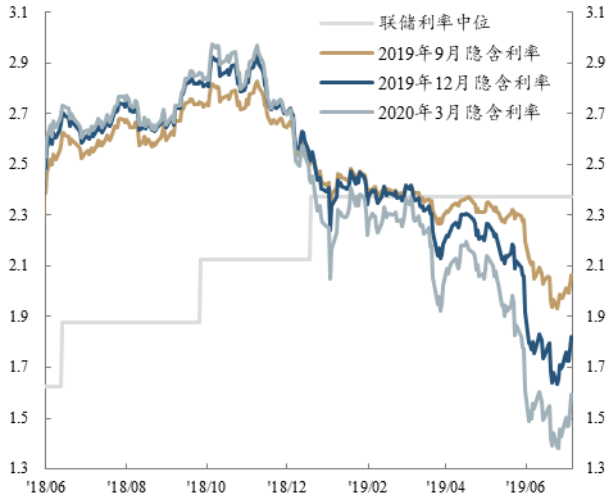
资料来源：CME，兴业研究

图表 7　联邦基金期货隐含 2019 全年概率



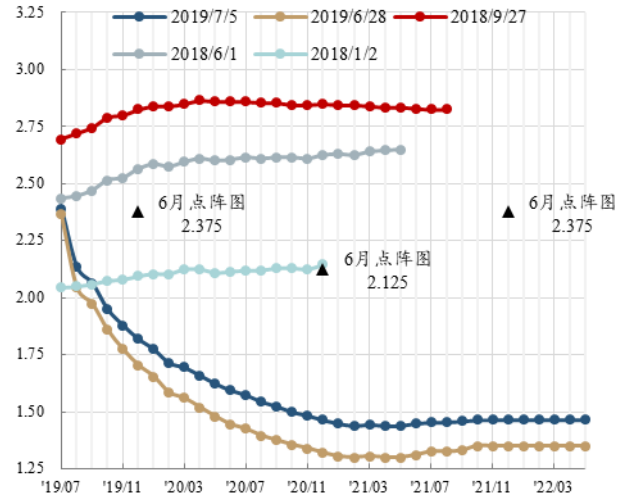
资料来源：CME，兴业研究

图表 8　联邦基金期货隐含利率水平



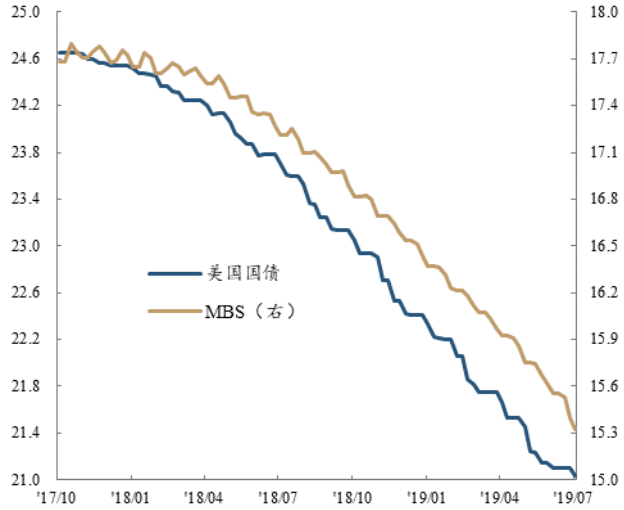
注：联邦基金利率期货的结算价格为当月平均利率
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 9　联邦基金期货隐含利率曲线



资料来源：Bloomberg，兴业研究

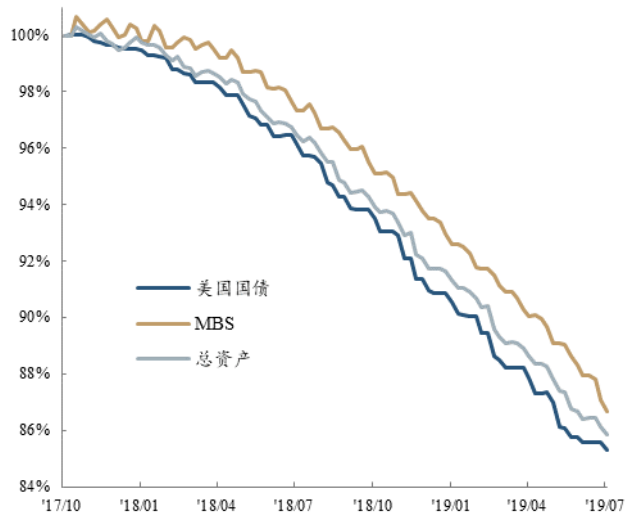
图表 10　美联储持有的国债和抵押担保证券



单位：千亿美元

资料来源：Bloomberg，兴业研究

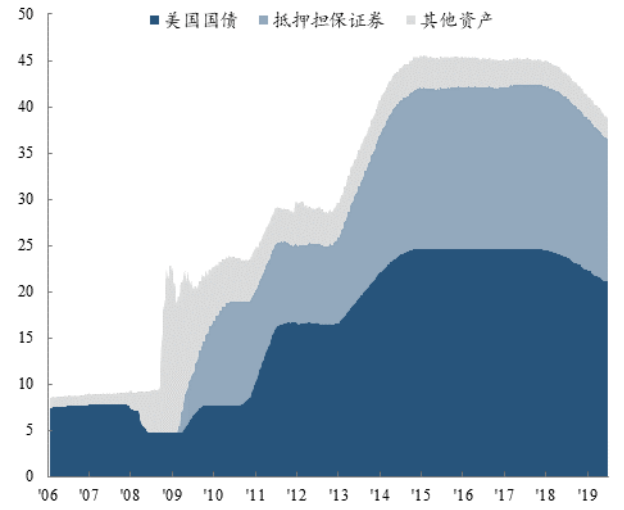
图表 11　美联储缩表比例



注：对比时间点为 2017 年 10 月 4 日

资料来源：Bloomberg，兴业研究

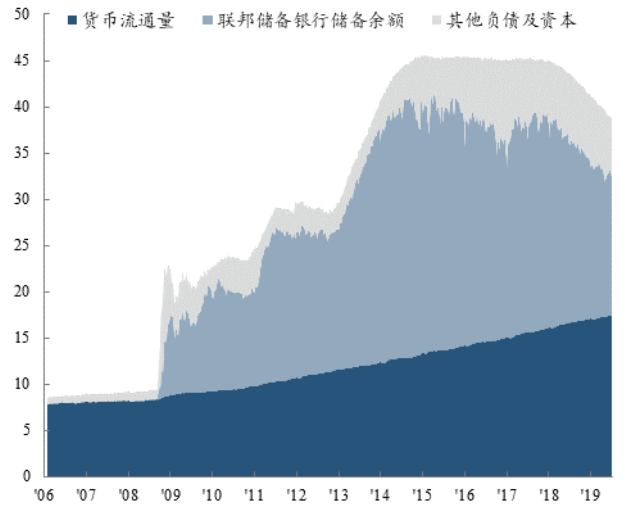
图表 12　美联储资产端主要构成及走势



单位：千亿美元

资料来源：Bloomberg，兴业研究

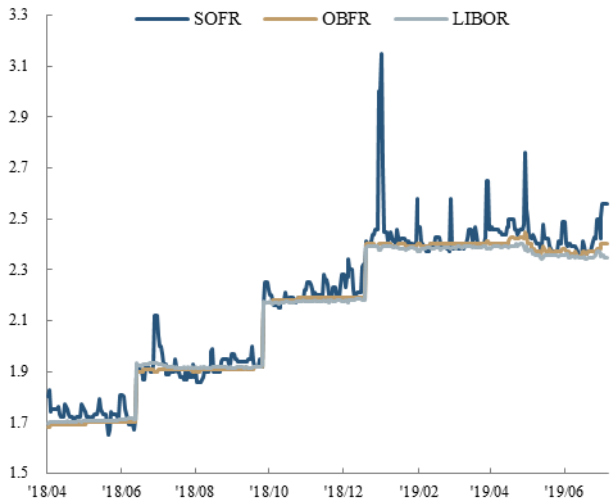
图表 13　美联储负债端主要构成及走势



单位：千亿美元

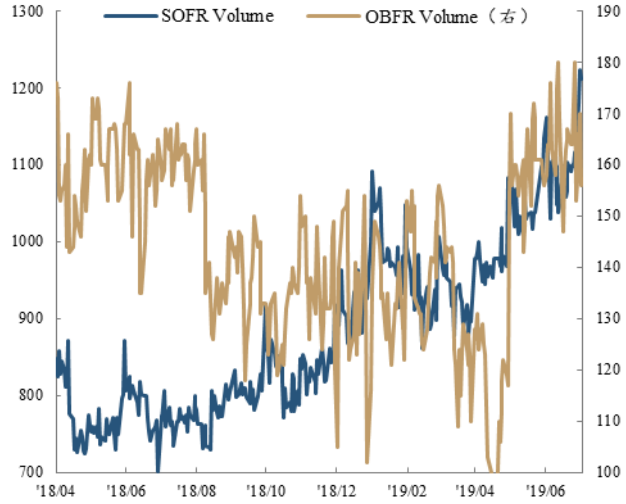
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 14　纽约联储 SOFR、银行间隔夜利率（OBFR）和隔夜 LIBOR



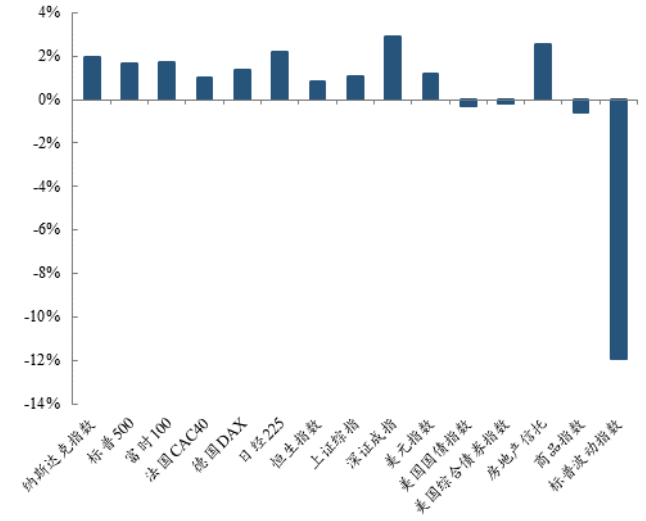
注：LIBOR 是透过每日调查 20 家大银行得到
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 15　SOFR 和 OBFR 所基于的交易成交金额

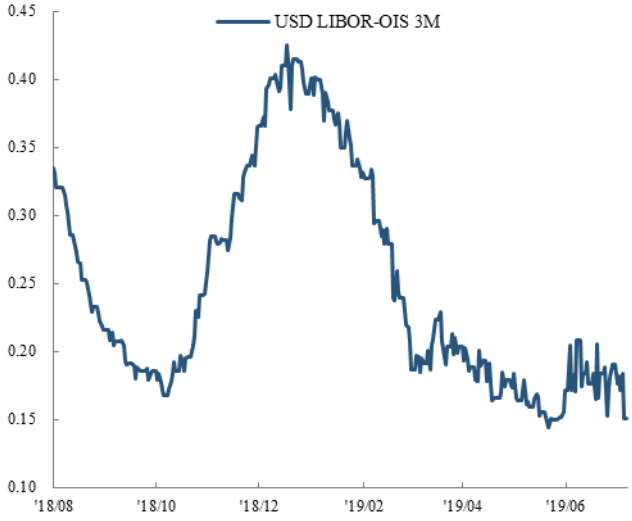


单位：十亿美元
资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 16　全球股市同步上扬



图表 17　美元 LIBOR-OIS 稳定在 15-20bp



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_11534