

证券研究报告 / 宏观数据

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）

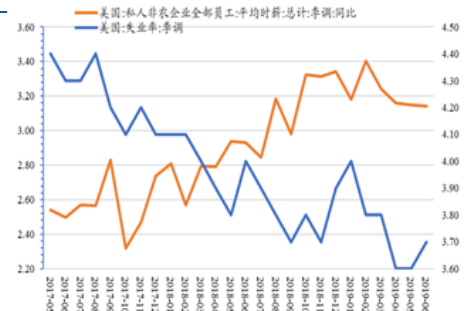
报告摘要：

美国 6 月非农就业人口增加 22.4 万，大幅高于预期的 16 万，前值 7.2 万。新增非农人口大超预期，反映出美国劳动力市场目前依然较为强劲，这是否意味着美国经济还会持续向好呢？首先从历史数据观察来看，美国失业率并不是经济增长的前瞻性指标，而是滞后性指标。所以目前就业市场的超预期表现，实际上是去年和今年一季度美国经济强劲带来的结果，并不能预示美国下一阶段经济表现情况。而从其它指标来看，6 月份时薪环比增速下行，反映出美国企业高薪招工意愿减弱。6 月 ISM 制造业与非制造业 PMI 双双走弱，在整体经济高位回落的背景下，就业市场的繁荣不易维持。我们观察美国利率水平与失业率的关系，发现美国利率领先失业率大约 24-36 个月，二者相关性极高。也就是说，在美联储加息的 24-36 个月后，美国失业率就开始上行。本轮美国加息周期于 2016 年底启动，至今已有 31 个月，按照历史规律，美国失业率也难以在维持低位。

美国周五公布的 6 月份非农就业数据超预期，引起 7 月份降息预期降温。G20 峰会上中美元首会谈缓解了短期内经贸摩擦升级的风险，加之美国 6 月就业数据表现强劲，我们认为对美联储 7 月降息的预期不宜过高。7 月 2 日，澳洲联储宣布将现金利率下调 25 个基点至 1%，澳洲联储表示，降息将有助于实现通胀目标；降息将有助于加快失业率的下降；必要时将调整政策，以支持经济增长和通胀。

日本宣布将对韩国出口的氟聚酰亚胺、光刻胶和高纯度氟化氢三种产品进行出口限制。韩国政府认为日本对出口的限制，是针对韩国大法院对“强征劳工索赔案”进行判决所实施的经济报复。还有很多人认为，这是日本在刻意打压韩国的面板及存储产业，以夺回日本 20 年前在这些产业中的全球领先地位。在全球民粹主义兴起的背景下，日韩贸易再起摩擦，加重了市场对于全球贸易局势的忧虑。

上周末的 G20 峰会中，中美同意暂停继续加税，恢复磋商，缓解了此前市场对于经贸摩擦升级的担忧。受此影响，本周全球股指大部分上涨。美债延续长短收益率倒挂趋势。由于周五的非农就业数据超预期，导致未来降息的预期降低，美债收益率上升。工业品及贵金属、农产品大多下跌；受到供需双重影响，白糖期货周五大涨。



相关报告

《中美会晤结果符合预期——海外宏观周度观察（2019 年第 26 周）》（20190630）

《中美通话与美联储降息预期改善全球风险偏好——海外宏观周度观察（2019 年第 25 周）》（20190623）

《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》（20190624）

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. 美国就业市场的繁荣还能持续多久.....	3
2.1. 美国失业率底部回升，PMI 指数继续下降	3
2.2. 欧日制造业 PMI 继续下行	6
3. 非农超预期压低美国降息预期，澳洲央行再度降息.....	6
3.1. 美国 7 月降息预期大幅降温.....	6
3.2. 欧洲央行延续鸽派态度.....	7
3.3. 日本央行预计经济下半年复苏，暂停加码宽松措施.....	7
3.4. 澳洲央行再次降息.....	7
4. 日本对韩国半导体材料出口限制.....	8
5. 全球市场表现.....	8
5.1. 全球股指大部分上涨.....	8
5.2. 美债延续倒挂趋势，欧日债长短端利差缩小.....	9
5.3. 金价剧烈波动，白糖期货周五大涨.....	10

图 1: 美国失业率底部反弹	3
图 2: 美国 6 月新增非农人口超预期	3
图 3: 美国就业数据为经济增长的滞后性指标	4
图 4: 制造业 PMI 持续下行.....	4
图 5: 美国利率领先失业率 24-36 个月	5
图 6: 5 月份贸易逆差扩大	6
图 7: 欧元区制造业 PMI 走弱	6
图 8: 日本制造业 PMI 回落.....	6
图 9: 降息 50bp 的预期降温	7
图 10: 全年降息概率继续保持 100% 不变.....	7
图 11: 全球股指大多上涨	9
图 12: 美债收益率上行.....	9
图 13: 日债收益率.....	9
图 14: 欧债收益率.....	10
图 15: 工业品及贵金属大多下跌.....	10
图 16: 农产品大多下跌.....	10

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
2019/07/09	美国	5月职位空缺数:非农
2019/07/10	法国、英国	5月工业生产指数
2019/07/10	日本	6月企业商品价格指数
2019/07/10	加拿大	7月利率会议决定和货币政策报告
2019/07/11	美国	美联储6月政策会议纪要
2019/07/11	美国、法国、德国	6月CPI
2019/07/11	美国	7月6日当周初次申请失业金人数
2019/07/12	日本	5月产能利用率指数
2019/07/12	欧元区、德国	5月工业生产指数
2019/07/12	美国	6月核心PPI

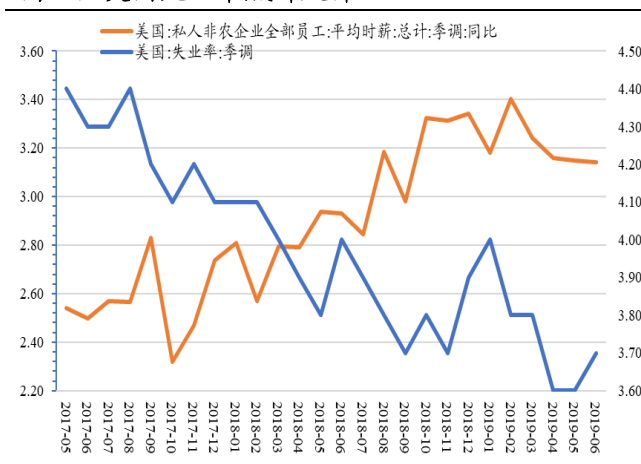
数据来源: 东北证券

2. 美国就业市场的繁荣还能持续多久

2.1. 美国失业率底部回升, PMI指数继续下降

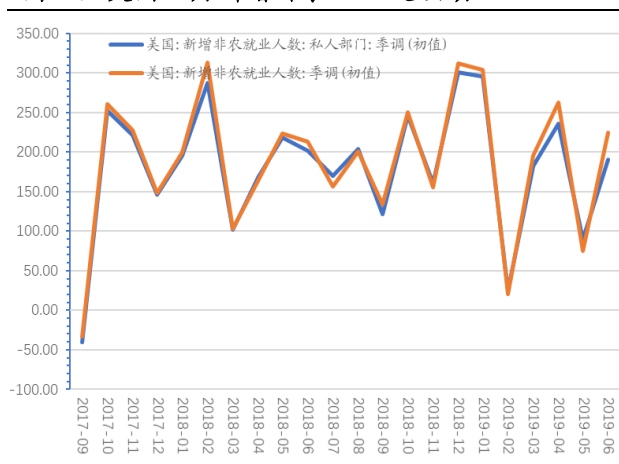
美国6月非农就业人口增加22.4万, 大幅高于预期的16万, 前值7.2万。失业率回升0.1个百分点至3.7%, 这主要是由于劳动参与率上升了0.1个百分点, 由62.8%上升至62.9%。时薪环比增速下降至0.2%, 5月份增速为0.4%。

图 1: 美国失业率底部反弹



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 美国6月新增非农人口超预期



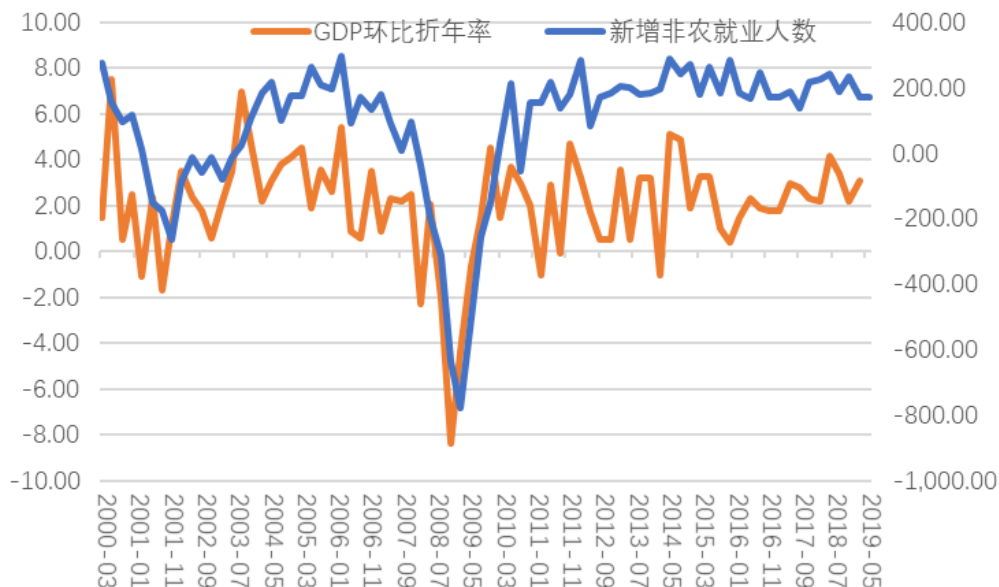
数据来源: 东北证券, Wind

新增非农人口大超预期, 反映出美国劳动力市场目前依然较为强劲, 这是否意味着美国经济还会持续向好呢?

首先来看美国失业率和经济增速的关系。从历史数据观察来看, 美国失业率并不是

经济增长的前瞻性指标，而是滞后性指标。所以目前就业市场的超预期表现，实际上是去年和今年一季度美国经济强劲带来的结果，并不能预示美国下一阶段经济表现情况。

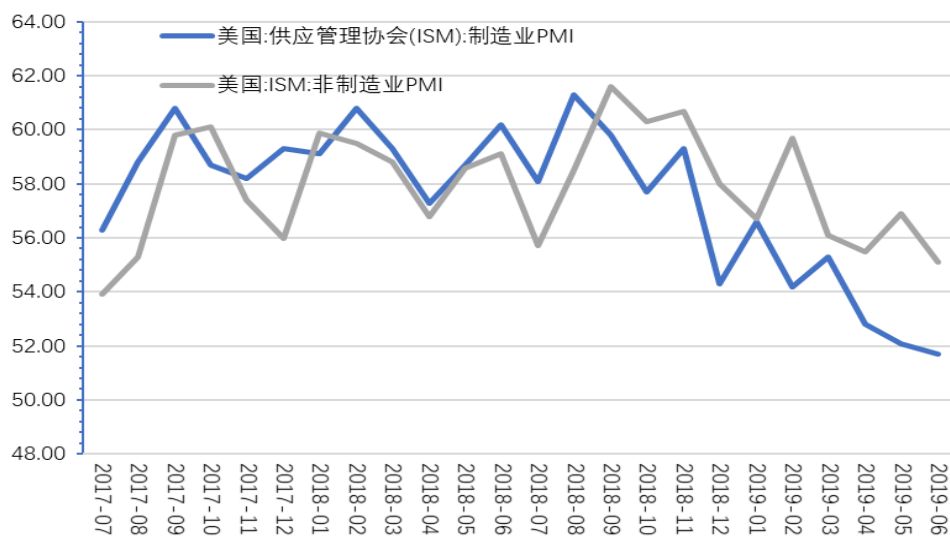
图 3: 美国就业数据为经济增长的滞后性指标



数据来源：东北证券，Wind

而从其它指标来看，6月份时薪环比增速下行，反映出美国企业高薪招工意愿减弱。6月ISM制造业PMI指数为51.7，延续了2019年3月以来的持续下降趋势。ISM制造业PMI指数分项中的物价和新订单相比上个月都有所下降，表明需求端并不强劲。非制造业PMI指数亦下降1.8个百分点至55.1，创2017年8月以来新低，这反映制造业的疲软迹象已传导至服务业，美国经济放缓态势更趋显著。在整体经济高位回落的背景下，就业市场的繁荣不易维持。

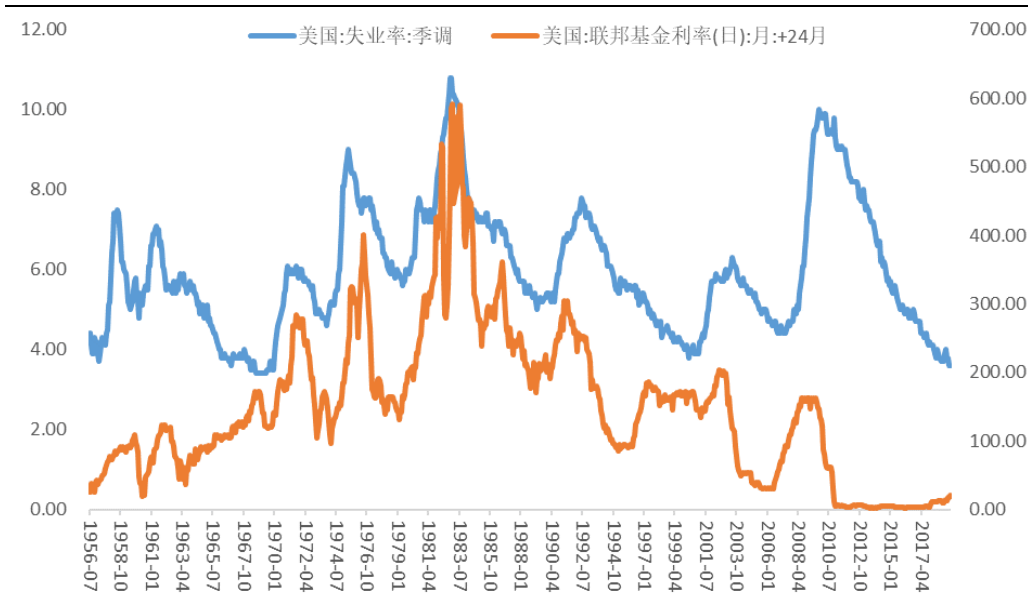
图 4: 制造业 PMI 持续下行



数据来源：东北证券，Wind

我们观察美国利率水平与失业率的关系,发现美国利率领先失业率大约 24-36 个月,二者相关性极高。也就是说,在美联储加息的 24-36 个月后,美国失业率就开始上行。本轮美国加息周期于 2016 年底启动,至今已有 31 个月,按照历史规律,美国失业率也难以在维持低位。

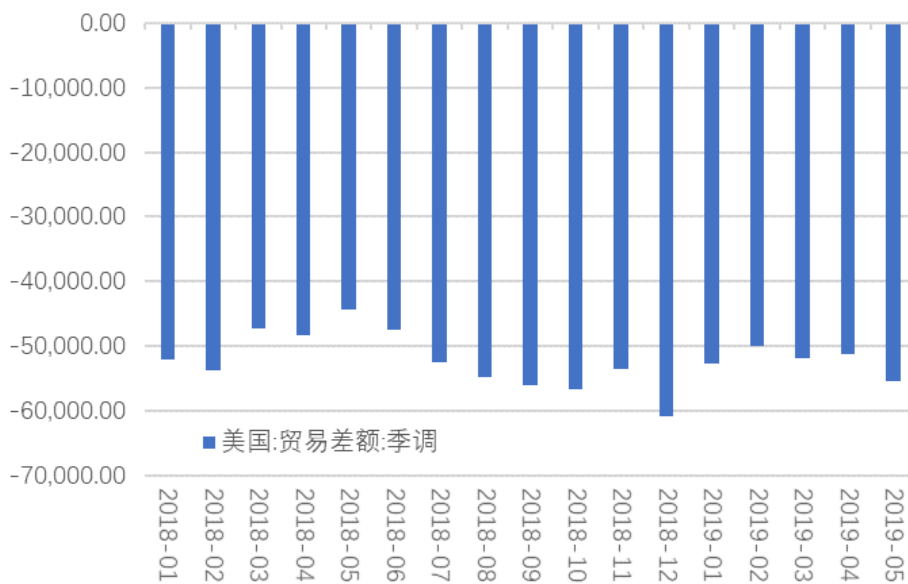
图 5: 美国利率领先失业率 24-36 个月



数据来源: 东北证券, Wind

进出口方面,美国 5 月商品和贸易逆差为 555.2 亿美元,相比上月逆差增加了 4296 万美元。我们之前发布的海外中期宏观报告指出,美国一季度 GDP 强劲的增长主要是靠净出口拉动,一季度贸易逆差的持续缩窄对美国经济增长贡献最大。而如今贸易逆差的扩大意味着二季度净出口对美国经济增长贡献率将明显下降,甚至为负。在美国的消费,投资都没有明显改善的情况下,预计美国二季度经济增长将高位回落。

图 6: 5 月份贸易逆差扩大



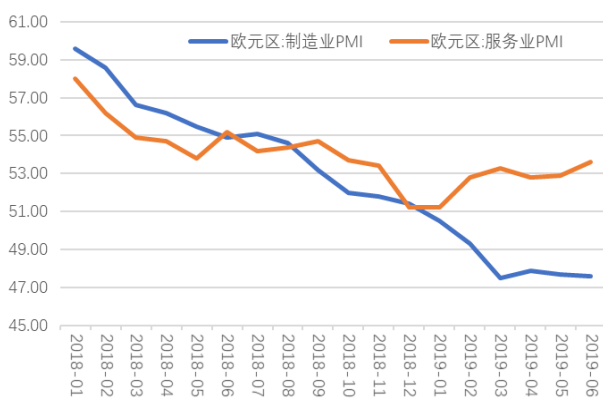
数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 欧日制造业 PMI 继续下行

欧元区 6 月制造业 PMI 指数录得 47.6, 较上月下降 0.1 个百分点, 持续位于荣枯线以下。外需走弱的影响下, 欧元区制造业难以有明显起色。但服务业 PMI 回升 0.7 个百分点至 53.6, 对经济将起到一定托底作用。

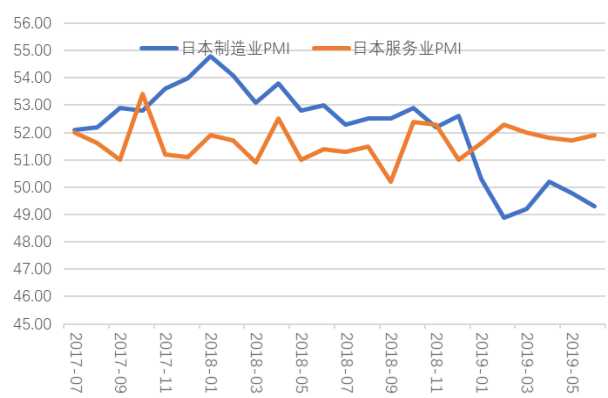
日本 6 月制造业 PMI 指数为 49.3, 前值为 49.8, 服务业 PMI 指数则上升至 51.9。同欧洲一样, 日本制造业持续疲软, 而服务业有企稳迹象。

图 7: 欧元区制造业 PMI 走弱



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 日本制造业 PMI 回落



数据来源: 东北证券, Wind

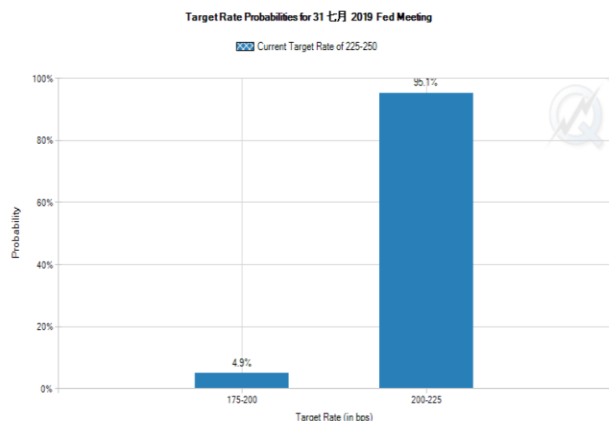
3. 非农超预期压低美国降息预期, 澳洲央行再度降息

3.1. 美国 7 月降息预期大幅降温

美国周五公布的 6 月份非农就业数据超预期,引起 7 月份降息预期降温。CME Group 的“美联储观察”显示,虽然市场仍保持 7 月份降息的预期,但降息 50bp 的预期进一步下调至 4.9%; 降息 25bp 的预期提升至 95.1%。市场对降息的预期较此前有所减弱。全年降息的预期仍维持 100%不变。

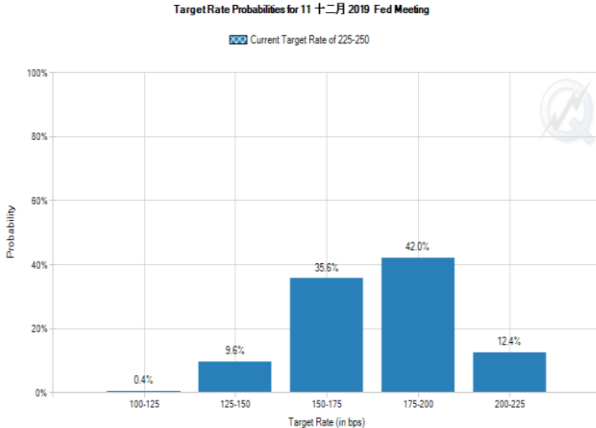
G20 峰会上中美元首会谈缓解了短期内经贸摩擦升级的风险,加之美国 6 月就业数据表现强劲,我们认为对美联储 7 月降息的预期不宜过高。

图 9: 降息 50bp 的预期降温



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. 欧洲央行延续鸽派态度

欧盟领导人放弃“鹰派”德国人魏德曼而提名法国人拉加德为德拉吉的接班人,从而减弱市场对于欧央行转鹰派的担忧。7 月 3 日,欧洲央行管委维勒鲁瓦表明在有需要的情况下,就要坚持使用负利率工具。7 月 4 日,另一位欧洲央行管委雷恩又表示:欧元区的经济放缓不再是暂时性的;如有需要,欧洲央行可以改变前瞻性指引、降息以及重启 QE。央行人员多番强调通过降息及其他必要措施以应对欧洲的经济放缓,货币宽松的取向未改。

3.3. 日本央行预计经济下半年复苏,暂停加码宽松措施

7 月 3 日,日本央行委员布野幸利称短期内日本经济可能会受到全球经济增速放缓的影响,但会维持扩张趋势。他仍然认为日本经济将在今年下半年复苏,因此目前没有必要加码宽松措施;如果通胀动能消失则有必要采取行动。这暗示了日本央行短期内不会有降息的举措。但是日本目前已经处于零利率水平,虽不降息,仍是非常宽松的水平。

3.4. 澳洲央行再次降息

7 月 2 日,澳洲联储宣布将现金利率下调 25 个基点至 1%,此举符合市场预期。此前澳大利亚联储在 6 月 4 日也曾降息 25 个基点。澳洲联储表示,降息将有助于实现通胀目标;降息将有助于加快失业率的下降;必要时将调整政策,以支持经济增长和通胀。由于受国外对铁矿石投资热度的减弱,经济高度依赖于铁矿石的澳洲经

济有明显的下行压力。

4. 日本对韩国半导体材料出口限制

7月1日，日本宣布将对韩国出口的氟聚酰亚胺、光刻胶和高纯度氟化氢三种产品进行出口限制。这三类材料主要应用在显示面板及半导体芯片制造方面，日本在这些材料的全球市占率达7-9成。日本还计划将在8月份把韩国从安全保障上的友好国家“白名单”中剔除。为了应对日本出口限制对韩国电子产业显示面板，芯片供应的冲击，7月4日，韩国产业通商资源部决定对半导体材料、零部件、设备研发投入6万亿韩元(约合人民币352.9亿元)的预算，并在民间有大规模抵制日货的活动。

韩国政府认为日本对出口的限制，是针对韩国大法院对“强征劳工索赔案”进行判决所实施的经济报复。还有很多人认为，这是日本在刻意打压韩国的面板及存储产业，以夺回日本20年前在这些产业中的全球领先地位。由于政府强行的出口限制和以此引发的韩国抵制日货的活动，日本企业担忧情绪蔓延。

在全球民粹主义兴起的背景下，日韩贸易再起摩擦，加重了市场对于全球贸易局势的忧虑。

5. 全球市场表现

5.1. 全球股指大部分上涨

上周末的G20峰会中，中美同意暂停继续加税，恢复磋商，缓解了此前市场对于经贸摩擦升级的担忧。受此影响，本周全球股指大部分上涨。纳指收涨1.92%，标普500指数收涨1.64%，道指上涨1.2%。阿根廷股指微跌0.1%，印尼股指上涨0.23%，孟买股指上涨0.3%，法国股指上涨1.36%，俄罗斯股指上涨1.31%。

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_11609

