

美国非农数据不佳，市场降息预期进一步加强

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第67期 (2019.06.03-2019.06.07)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 美国非农数据不佳，市场降息预期进一步加强

美国5月非农数据表现不佳，加上贸易局势趋紧，市场对美国经济放缓的忧虑升温，美联储降息预期进一步加强。根据CME FedWatch Tool显示，5月以来，市场对美联储2019年降息的预期快速提升至98%，而一个月前该预期仅为47%。

美国5月新增非农就业人数仅为7.5万人，创近三个月来最低水平，远不及市场预期。对于5月非农就业人数下降，一部分观点认为，随着美国劳动力市场持续紧张，劳动力供给不足，企业也难于继续大幅增加雇佣。如果真是如此的话，薪资增速应该上升，但事实是，美国5月每小时薪资同比增长仅3.1%，不及预期，增速已连续3个月回落。

非农就业数据的下降，或是因为美国经济下行压力增加。一季度美国经济数据超预期，主要是因为库存增幅较大，而消费、投资等内需较为疲弱。进入二季度，美国经济下行迹象开始显现。4月美国零售销售和工业产出环比均下跌；5月美国制造业生产进一步放缓，Markit及ISM制造业PMI均不及预期。随着贸易局势持续趋紧，对美国制造业造成的影响已逐渐显现，若未来贸易摩擦进一步升级，美国制造业将承受更大的压力。

近期美联储官员也频频传递鸽派信息。美国圣路易斯联储主席James Bullard表示，由于全球贸易局势不确定性以及美国通胀疲弱对经济增长构成的风险不断上升，美国面临的经济放缓成都可能比预期的更为严重，美国“可能很快”就会降息。而在芝加哥举行“Fed Listens”会议上，美联储主席Powell表示，美联储不知道有关贸易谈判和其他问题将如何或何时得到解决。但美联储正在密切关注这些事态发展对美国前景的影响，并将一如既往地采取适当行动维持经济扩张，保持强劲的劳动力市场和接近2%的通胀目标。此番言论被市场解读为鸽派信息，暗示存在降息的可能性，进一步强化市场的宽松预期，并推动隔夜美股市场上涨。Powell在对必要时采取适当行动（降息）表达开放态度的同时，也在演讲中提示长期利率偏低可能给美国经济带来的风险。Powell指出，目前美国核心通胀率小幅低于2%，如果这种情况持续存在，将令美国基准利率更加接近“有效下限”。美联储必须认真对待这个问题，因为即使在表现强劲的经济中，持续存在的通胀缺口也可能引发难以遏制的通胀预期下降趋势。

5月以来，中美贸易局势再度趋紧引发的避险情绪升温，叠加市场对于未来全球经济增长放缓愈发担忧，市场风险偏好显著承压，导致近期美债收益率快速回落，市场降息预期大幅抬升。美联储此番鸽派的表态，有助于安抚市场情绪、稳定市场预期。

二季度经济数据比较关键，虽然一季度经济数据主要是库存的贡献，但是从季节性来看，一季度经济增速在全年中往往较低，一季度美国经济增长3.1%，高于过去三年的同期值，或意味着全年数据不差。对于是否降息，美联储没有预设立场，也是边走边看。这实际上反映了美联储前瞻指引面临的困境。在经济衰退，零利率约束下，常规性货币政策不起作用时，前瞻指引确实发挥了较大作用。但是随着经济恢复正常，经济指标的波动性增加，难以预测经济走势，前瞻指引的困难增加，这也是鲍威尔立场忽鹰忽鸽的一个重要原因。

● 欧央行表态总体偏鸽，但TLTRO-III利率设定高于市场预期

欧央行公布6月议息会议决议，将利率前瞻指引修改至“维持当前利率不变直至2020年上半年”。由于市场已对此充分预期，欧央行修改措辞的宽松效果相对有限。欧央行将TLTRO-III利率设定为比主要再融资利率高10bps的水平；且如果银行对实体经济放贷规模超过欧央行设定的基准，优惠利率可以降至比存款基准利率高10bps的水平。这一利率的设定超乎市场预期。此外，欧央行上调2019年增长和通胀预期。

● 美国经济数据表现不佳，美元指数回落

美元指数上周下行至96.6505。受美国部分经济数据表现不及预期，以及美联储官员鸽派表态的影响，市场对美联储降息的预期增强，美元指数震荡回落，人民币汇率升值。截至6月6日，美元兑人民币即期汇率收至6.9161；美元兑人民币汇率中间价收至6.8945。

● 商品指数多数下跌

市场对美联储降息预期不断增强，美元指数震荡回落，贵金属价格走强。螺纹钢产量较高，供给端较为宽松，而随着南方高温降雨季节到来，消费端逐渐步入淡季，利空螺纹钢价格。全球多个国家和地区制造业PMI指数表现疲软，市场悲观情绪浓重，利空铜价。钢厂高炉开工率高位继续上升，焦炭需求较好，利多焦炭价格。市场对全球增长放缓以及贸易问题可能抑制能源需求的担忧持续，美国原油库存超预期大增，利空油价。下游需求持续受非洲猪瘟影响预计下降，豆粕库存继续堆积，利空豆粕价格。

● 风险提示：美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：美债收益率倒挂，市场降息预期增加

2019-06-02

国际经济及大宗商品：政府汇率管理工具箱里有什么？

2019-05-26

国际经济及大宗商品：央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式

2019-05-19

国际经济及大宗商品：美联储利率调控体系未来可能的演化方向

2019-05-12

国际经济及大宗商品：美联储短期内加息降息可能性都不大

2019-05-05

国际经济及大宗商品：超预期的美国经济可能没那么好

2019-04-28

国际经济及大宗商品：美联储货币政策对美股的影响

2019-04-21

国际经济及大宗商品：美联储前瞻指引面临困境

2019-04-14

国际经济及大宗商品：为何美国薪资增长乏力？

2019-04-07

国际经济及大宗商品：为什么长端美债收益率那么低？

2019-03-31

国际经济及大宗商品：中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

2019-03-24

国际经济及大宗商品：为什么中国国债收益率远低于经济增速？

2019-03-17

国际经济及大宗商品：货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

2019-03-10

目 录

1、 美国非农数据不佳，市场降息预期进一步加强.....	3
2、 国外经济形势一周综述.....	4
3、 汇率走势一周综述.....	7
4、 商品价格走势一周综述.....	8
4.1、 商品指数多数下跌.....	8
4.2、 黄金价格走高.....	9
4.3、 金属价格多数下跌.....	9
4.4、 能源化工产品价格涨跌不一.....	11
4.5、 农产品价格多数走低.....	12

图表目录

图 1: 市场对 2019 年美联储降息预期飙升.....	4
图 2: 美国新增非农就业人口 (千人).....	5
图 3: 美国失业率 (%).....	5
图 4: 美国劳动参与率 (%).....	5
图 5: 美国每小时工资月率 (%).....	5
图 6: 美国 Markit 制造业 PMI (%).....	6
图 7: 美国 ISM 制造业 PMI (%).....	6
图 8: 欧元区 CPI 同比增速 (%).....	6
图 9: 欧元区 GDP 同比增速 (%).....	6
图 10: 南华商品指数近期走势.....	8
图 11: 南华商品指数周度涨跌幅.....	8
图 12: 上周黄金价格走势.....	9
图 13: 美元指数走势.....	9
图 14: 高炉开工率 (%).....	10
图 15: 当周螺纹钢库存 (万吨).....	10
图 16: 全国主要钢材品种库存 (万吨).....	10
图 17: 铁矿石港口库存 (万吨).....	10
图 18: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨).....	10
图 19: 上期所阴极铜库存(吨).....	10
图 20: 下游发电集团煤炭库存 (万吨).....	11
图 21: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨).....	11
图 22: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	12
图 23: 港口煤炭库存 (万吨).....	12
图 24: 国际原油期货价格走势 (美元/桶).....	12
图 25: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶).....	12
图 26: 全国豆粕库存 (万吨).....	13
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.06.03-2019.06.06).....	7
表 2: 商品指数总览 (2019.06.03-2019.06.06).....	8
表 3: 黄金价格走高 (2019.06.03-2019.06.06).....	9
表 4: 金属价格多数下跌 (2019.06.03-2019.06.06).....	9
表 5: 能源化工产品价格涨跌不一 (2019.06.03-2019.06.06).....	11
表 6: 农产品价格多数走低 (2019.06.03-2019.06.06).....	12

1、美国非农数据不佳，市场降息预期进一步加强

美国5月非农数据表现不佳，加上贸易局势趋紧，市场对美国经济放缓的忧虑升温，美联储降息预期进一步加强。根据CME FedWatch Tool显示，5月以来，市场对美联储2019年降息的预期快速提升至98%，而一个月前该预期仅为47%。

美国5月新增非农就业人数仅为7.5万人，创近三个月来最低水平，远不及市场预期17.5万人的一半，4月新增非农就业人数下修3.9万至26.3万人。分行业来看，私营部门对总数据的拖累最为明显，仅增加9万人，远低于预期的17.2万人，更不及前值23.6万人。零售业（-7600人）和信息技术（-5000人）的就业也持续减少。同时，5月劳动力参与率62.8%，持平前值；失业率维持3.6%，仍为1969年以来最低水平，符合预期。

对于5月非农就业人数下降，一部分观点认为，随着美国劳动力市场持续紧张，劳动力供给不足，企业也难于继续大幅增加雇佣。如果真是如此的话，薪资增速应该上升，但事实是，美国5月每小时薪资同比增长仅3.1%，不及预期，增速已连续3个月回落。

非农就业数据的下降，或是因为美国经济下行压力增加。一季度美国经济数据超预期，主要是因为库存增幅较大，而消费、投资等内需较为疲弱。进入二季度，美国经济下行迹象开始显现。4月美国零售销售环比下跌0.2%，不及预期0.2%，同时，工业产出环比下降0.5%，不及预期0%和前值-0.1%，为2018年5月以来最差表现。5月美国制造业生产进一步放缓，Markit及ISM制造业PMI均不及预期。5月Markit制造业PMI终值录得50.5%，创2009年9月以来新低。分项中产出指数和新订单指数的下滑是主要拖累，其中，产出指数录得50.7%，为2016年6月以来最低；新订单指数录得49.6%，为2009年8月以来首次陷入萎缩区间。美国5月ISM制造业PMI指数降至52.1%，为2016年10月以来新低，主要受生产指数和原材料库存指数走低的拖累。5月生产指数继续下降至51.3%，5月原材料库存降至50.9%，显示企业原材料购进相对企业生产有所放缓。贸易局势持续趋紧，对美国制造业造成的影响已逐渐显现，若未来贸易摩擦进一步升级，美国制造业将承受更大的压力。

近期美联储官员也频频传递鸽派信息。首位对降息进行表态的是美国圣路易斯联储主席James Bullard，他表示，由于全球贸易局势不确定性以及美国通胀疲弱对经济增长构成的风险不断上升，美国面临的经济放缓都可能比预期的更为严重，美国“可能很快”就会降息。

美国时间6月4日，美联储在芝加哥举行“美联储倾听（Fed Listens）：货币政策策略、工具和沟通实践会议”一系列会议。美联储主席Powell进行会议开幕演讲。Powell首先提到对最近有关贸易谈判和其他问题的发展的关注。他表示：“我们（美联储）不知道这些问题将如何或何时得到解决。美联储正在密切关注这些事态发展对美国经济前景的影响，美联储将一如既往地采取适当行动维持经济扩张（we will act as appropriate to sustain the expansion），保持强劲的劳动力市场和接近2%的通胀目标。”此番言论被市场解读为鸽派信息，暗示存在降息的可能性，进一步强化市场的宽松预期，并推动隔夜美股市场上涨。Powell在对必要时采取适当行动（降息）表达开放态度的同时，也在演讲中提示长期利率偏低可能给美国经济带来的风险。

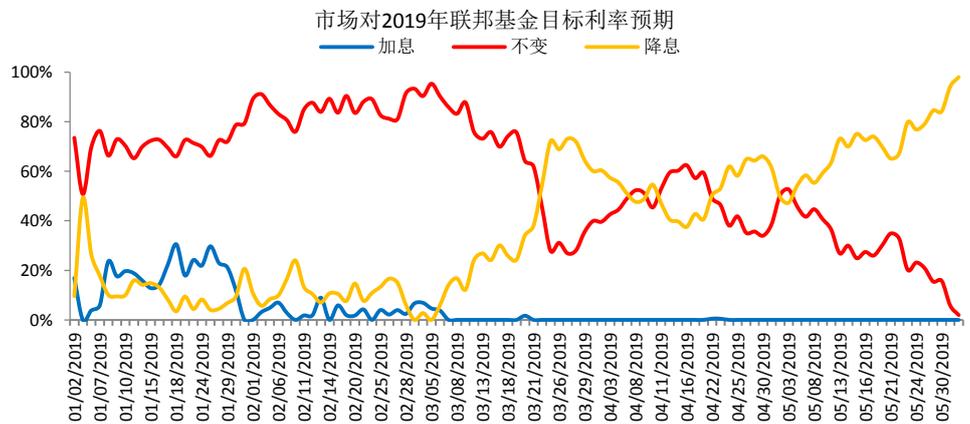
Powell认为，本次“Fed Listen”会议的核心问题是评估美联储政策可能发生的改变。他指出，目前美国核心通胀率小幅低于2%，如果这种“低位水平的意外

(low-side surprise)”持续存在，将令美国基准货币利率更加接近“有效下限(ELB)”。美联储必须认真对待通胀不达标的风险，因为即使在表现强劲的经济中，持续存在的通胀缺口(inflation shortfall)也可能引发难以遏制的通胀预期下降趋势。

5月以来，中美贸易局势再度趋紧引发的避险情绪升温，叠加市场对于未来全球经济增长放缓愈发担忧，市场风险偏好显著承压，导致近期美债收益率快速回落，市场降息预期大幅抬升。美联储此番鸽派的表态，有助于安抚市场情绪、稳定市场预期。

二季度经济数据比较关键，虽然一季度经济数据主要是库存的贡献，但是从季节性来看，一季度经济增速在全年中往往较低，一季度美国经济增长3.1%，高于过去三年的同期值，或意味着全年数据不差。对于是否降息，美联储没有预设立场，也是边走边看。这实际上反映了美联储前瞻指引面临的困境。在经济衰退，零利率约束下，常规性货币政策不起作用时，前瞻指引确实发挥了较大作用。但是随着经济恢复正常，经济指标的波动性增加，难以预测经济走势，前瞻指引的困难增加，这也是鲍威尔立场忽鹰忽鸽的一个重要原因。

图1：市场对2019年美联储降息预期飙升



资料来源：CME FedWatch Tool，新时代证券研究所

2、国外经济形势一周综述

美国5月非农数据表现不佳，5月新增非农就业人数仅为7.5万人，创近三个月来最低水平，远不及市场预期17.5万人的一半，4月新增非农就业人数下修3.9万至26.3万人。同时，5月劳动力参与率62.8%，持平前值；失业率维持3.6%，仍为1969年以来最低水平，符合预期。

美国制造业明显放缓，Markit及ISM制造业PMI均不及预期，产出指数均有所下滑，表明美国制造业生产依旧疲软。贸易局势持续趋紧，对美国制造业造成的影响已逐渐显现，若未来贸易摩擦进一步升级，则将令美国制造业承受更大的压力。具体数据方面，美国5月Markit制造业PMI终值录得50.5%，创2009年9月以来新低。分项中产出指数和新订单指数的下滑是主要拖累，其中，产出指数录得50.7%，为2016年6月以来最低；新订单指数录得49.6%，为2009年8月以来首次陷入萎缩区间。美国5月ISM制造业PMI指数降至52.1%，为2016年10月以来新低。主要受生产指数和原材料库存指数走低的拖累。5月生产指数继续下降至51.3%，5月原材料库存降至50.9%，显示企业原材料购进相对企业生产有所放缓。

北京时间6月6日晚，欧央行公布6月议息会议决议，表态总体偏鸽派。在此次议息会议中，欧央行将利率前瞻指引修改至“维持当前利率不变直至2020年上

半年”。这是欧央行今年第二次修改利率前瞻指引。在此前4月会议上，欧央行将利率前瞻指引修改为“维持当前利率至少到2019年底”。由于市场已对此充分预期，欧央行修改措辞的宽松效果相对有限。欧央行将TLTRO-III利率设定为比主要再融资利率(MRO)高10bps的水平；且如果银行对实体经济放贷规模超过欧央行设定的基准，优惠利率可以降至比存款基准利率高10bps的水平。这一利率的设定超乎市场预期。此前市场预期，在欧元区经济疲软、面临诸多下行风险的背景下，作为宽松工具的TLTRO-III的利率应较上一轮TLTRO-II的利率更加优惠。根据目前的利率水平，TLTRO-III的利率区间为-0.3%~0.1%，高于TLTRO-II的利率区间-0.4%~0.0%。此外，欧央行上调2019年增长和通胀预期。欧央行将2019年、2020年和2021年实际GDP增长预期分别上调0.1、0.2和0.1个百分点至1.2%、1.4%和1.4%，将通胀预期分别上调至1.3%、1.4%和1.6%。

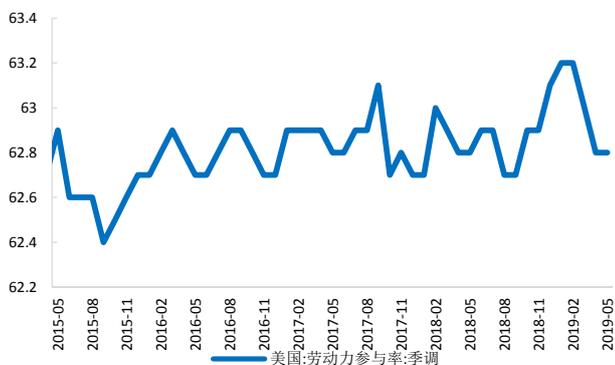
房地产市场低迷，6月4日澳大利亚央行将基准利率下调25个基点至1.25%，符合市场预期，这是澳大利亚近三年来首次降息，也是继新西兰之后，第二个降息的发达国家。印度2018-2019财年(2018年4月至2019年3月)经济增速仅为6.8%，低于上一财年的水平。6月6日，印度央行降息25个基点至5.75%，为年内第三次，同时将货币政策立场由“中性”转为“宽松”。全球经济周期向下，或有更多的国家加入降息行列。

图2： 美国新增非农就业人口（千人）


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国失业率（%）


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 美国劳动参与率（%）


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 美国每小时工资月率（%）

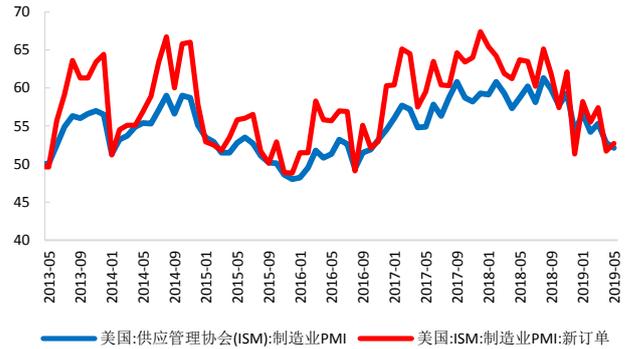

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 美国 Markit 制造业 PMI (%)



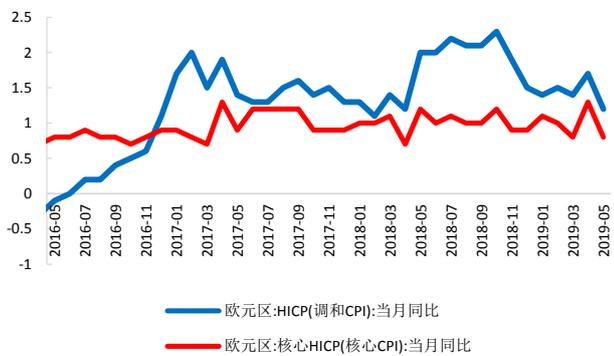
资料来源： Wind， 新时代证券研究所

图7： 美国 ISM 制造业 PMI (%)



资料来源： Wind， 新时代证券研究所

图8： 欧元区 CPI 同比增速 (%)



资料来源： Wind， 新时代证券研究所

图9： 欧元区 GDP 同比增速 (%)



资料来源： Wind， 新时代证券研究所

3、汇率走势一周综述

表1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.06.03-2019.06.06)

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	6.8992	6.8945	6.8822	6.8945	-0.0681	↓
美元兑离岸人民币	6.9369	6.9427	6.9156	6.9281	-0.1269	↓
美元兑日元	108.3	110.14	107.81	110.07	1.6343	↑
欧元兑美元	1.1168	1.1309	1.1161	1.1295	1.1372	↑
英镑兑美元	1.2632	1.3218	1.2611	1.3205	4.5361	↑
美元指数	97.774	97.8134	96.62	96.6505	-1.1491	↓
CFETS 人民币汇率指数	93.61			93.7	0.0961	↑
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	93.26			93.41	0.1608	↑
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	97.27			97.36	0.0925	↑

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 人民币汇率指数时间区间为 5 月 24 日-5 月 31 日。

美元指数上周下行 1.15% 收至 96.6505。受 5 月非农就业、制造业 PMI 等经济数据不及预期, 以及美联储官员鸽派表态的影响, 市场对美联储降息的预期增强, 美元指数震荡回落。上周欧元兑美元上行 1.1372%, 收报 1.1295; 英镑兑美元上行 4.5361%, 收报 1.3205。

美元指数回落, 人民币汇率升值。截至 6 月 6 日, 美元兑人民币即期汇率收至 6.9161, 一周上行 141BP; 美元兑人民币中间价收至 6.8945, 较前一周下行 47BP; 美元兑离岸人民币汇率收至 6.9281, 较前一周下行 88BP; 12 个月期美元兑人民币 NDF 收至 6.9790, 较前一周下行 77BP。

4、商品价格走势一周综述

4.1、商品指数多数下跌

表2：商品指数总览（2019.06.03-2019.06.06）

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
南华商品指数	1454.27	1454.27	1410.82	1429.12	-1.73	↓
南华工业品指数	2263.06	2263.06	2189.41	2223.44	-1.75	↓
南华农产品指数	776.16	779.39	753.70	757.50	-2.40	↓
南华金属指数	3204.23	3204.62	3129.34	3173.83	-0.95	↓
南华能化指数	1355.28	1355.28	1305.30	1326.64	-2.11	↓
南华贵金属指数	525.83	538.82	525.83	538.37	2.38	↑
CRB 现货指数:综合	415.37			415.31	-0.51	↓

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上周，南华商品价格指数多数下跌。南华商品指数下行 1.73% 至 1429.12，分项中，南华贵金属指数上行 2.38%；南华工业品指数下行 1.75%；南华金属指数下行 0.95%；南华农产品指数下行 2.4%；南华能化指数下行 2.11%。此外，CRB 现货综合指数上周下行 0.51% 至 415.31。

南华贵金属指数上行 2.38% 至 538.37。受美国一季度 GDP 下修、5 月非农就业、制造业 PMI 等经济数据不及预期，以及美联储官员鸽派表态的影响，市场对美联储降息预期不断增强，美元指数震荡回落，贵金属价格走强。

金属价格多数下跌，南华金属指数下行 0.95% 至 3173.83。螺纹钢产量较高，供给端较为宽松，而随着南方高温降雨季节到来，消费端逐渐步入淡季，利空螺纹钢价格。美国、欧元区等全球多个国家和地区制造业 PMI 指数表现疲软，市场悲观情绪浓重，利空铜价。

能化类商品价格涨跌不一，南华能化指数下行 2.11% 至 1326.64。钢厂高炉开工率高位继续上升，焦炭需求较好，利多焦炭价格。市场对全球增长放缓以及贸易问题可能抑制能源需求的担忧持续，美国原油库存超预期大增，利空油价。

上周农产品期货价格多数走低，南华农产品指数下行 2.4% 至 757.50。下游需求持续受非洲猪瘟影响预计下降，豆粕库存继续堆积，利空豆粕价格。

图10：南华商品指数近期走势

图11：南华商品指数周度涨跌幅

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_12153



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>