

证券研究报告 / 宏观数据

全球货币政策已转向宽松——海外宏观周度观察（2019 年第 23 周）

报告摘要：

周五，美联储公布 5 月份就业数据。新增非农就业人数为 7.5 万人，低于市场预期的 18 万人；前值由 26.3 万下修至 22.4 万。5 月份失业率维持在 3.6% 不变。非农大幅低于预期，但美股反而走强，这主要是因为非农走弱使得美联储降息的可能性更大。德国近期的经济数据纷纷走弱。德国央行对经济的评估中，德国央行对 2019 年经济增速预期从 1.6% 下调至 0.6%，对 2020 年经济增速预期从 1.6% 下调至 1.2%。

去年随着美联储一路加息，欧日央行也计划推出宽松政策，全球流动性出现明显收紧。但今年年初开始各大央行的口径都有所松动，到目前为止，多家央行已经实行了降息，美联储的降息倾向也越来越强，全球流动性已然转向。回顾今年各主要经济体的货币政策，除了英国央行仍保持较为鹰派的态度，其它各国央行均转向鸽派。全球货币政策转向宽松，使得中国货币政策可以调节的空间加大。央行将有更多手段应对未来各种可能的冲击。但我们认为短期之内中国不会跟随降息。近期的数据来看，房地产热度上升，而制造业等领域并未得到有效提振，所以货币政策的结构性传导更为重要。支持民企、中小企业融资将为主要方向。

国家主席习近平和俄罗斯总统普京 5 日在莫斯科共同签署《中华人民共和国和俄罗斯联邦关于加强当代全球战略稳定的联合声明》。我们认为，在中美经贸摩擦升级的时点，中国加强与俄罗斯的关系意义重大，一方面可以从政治角度联合反对美国的单边主义，给予美国政治上的压力；另一方面，加强与其它国家的合作关系，也是扩大对外开放的重要手段，通过扩大对其它国家的开放，来对冲与美国的贸易压力。

北京时间 6 月 8 日早晨，美国总统特朗普宣布，目前已经与墨西哥达成贸易协议，原本定于下周一对其加征关税的措施将被“无限期暂停”。美墨之间贸易量巨大，如果一旦发生贸易摩擦，将对双方经济产生巨大打击。目前关税问题缓解，市场情绪将得到明显修复。

本周由于美联储明确转鸽，全球流动性出现转向，刺激股市大涨。债券收益率则明显下行。贸易摩擦与美联储降息的双重影响下，黄金等贵金属价格大涨。农产品价格涨跌互现。



相关报告

《通胀走弱与贸易摩擦风险将大幅提升美联储降息概率——海外宏观周度观察（2019 年第 22 周）》（20190602）

《英国首相辞职或致硬脱欧概率加大——海外宏观周度观察（2019 年第 21 周）》（20190526）

《近期市场对美联储的利率预期是如何变化的？——海外宏观周度观察（2019 年第 20 周）》（20190519）

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. 美国非农就业大逊预期，德国经济增速下调	3
2.1. 非农走弱更增美联储降息预期	3
2.2. 德国央行大幅下调经济增长预期	4
3. 全球货币政策转向宽松	5
4. 中俄深化战略互信	7
5. 美国暂停对墨征税计划	7
6. 全球市场表现	8
6.1. 降息预期刺激全球股市上涨	8
6.2. 主要债券收益率下行	8
6.3. 贵金属大涨，油价持续下跌	9
图 1: 新增非农就业人数低于预期	3
图 2: 美国失业率持平上月	3
图 3: 非制造业指数走强	4
图 4: 德国 PMI 维持低位	4
图 5: 德国出口大幅下滑	4
图 6: 6 月份降息预期为 27.5%	5
图 7: 全年降息预期为 98.5%	5
图 8: 欧元区通胀疲软	6
图 9: 降息预期刺激股市大涨	8
图 10: 美国国债收益率下行	9
图 11: 日债收益率下行	9
图 12: 欧债收益率	9
图 13: 贵金属大涨，原油继续下跌	10
图 14: 农产品涨跌互现	10
表 1: 重点数据及事件	3
表 2: 今年主要经济体货币政策动向	6

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
2019/06/10	日本	一季度 GDP
2019/06/10	英国	4 月工业产出
2019/06/11	英国	4 月三个月 ILO 失业率
2019/06/11	美国	5 月 PPI
2019/06/12	日本	4 月机械订单
2019/06/12	美国	5 月 CPI
2019/06/13	德国	5 月 CPI
2019/06/14	法国	5 月 CPI
2019/06/14	美国	5 月零售销售
2019/06/14	美国	6 月密歇根大学消费者信心指数

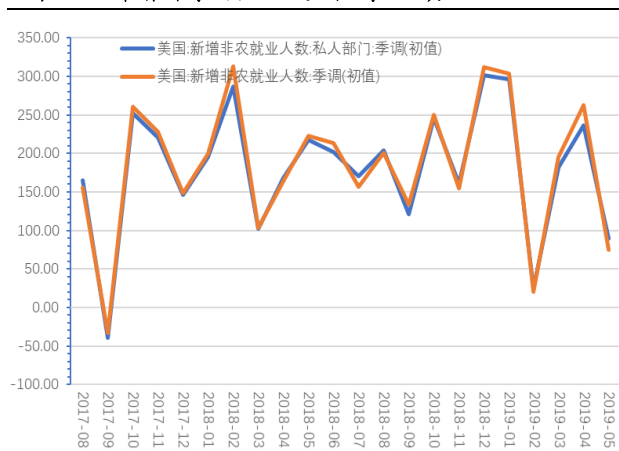
数据来源: 东北证券

2. 美国非农就业大逊预期, 德国经济增速下调

2.1. 非农走弱更增美联储降息预期

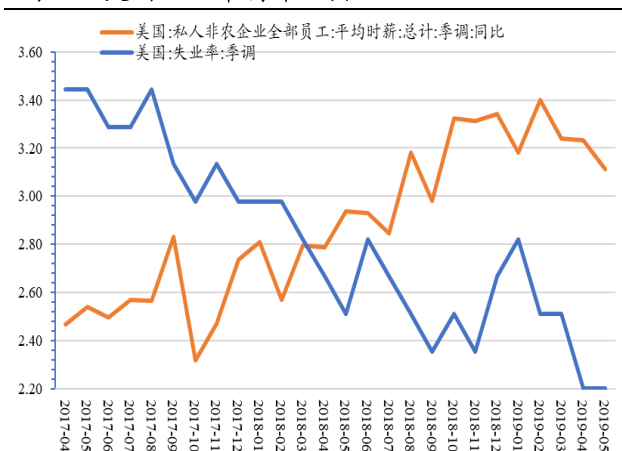
周五, 美联储公布 5 月份就业数据。新增非农就业人数为 7.5 万人, 低于市场预期的 18 万人; 前值由 26.3 万下修至 22.4 万。5 月份失业率维持在 3.6% 不变。非农大幅低于预期, 但美股反而走强: 周五道指上涨 1.02%, 纳指大涨 1.66%, 标普 500 指数上涨 1.05%。这主要是因为非农走弱使得美联储降息的可能性更大。5 月平均时薪也低于预期, 环比上涨 0.2%, 持平于上月的增速。平均时薪增长较慢, 则未来的通胀预期会有所降低。劳动参与率维持在 62.8% 的水平。

图 1: 新增非农就业人数低于预期



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 美国失业率持平上月

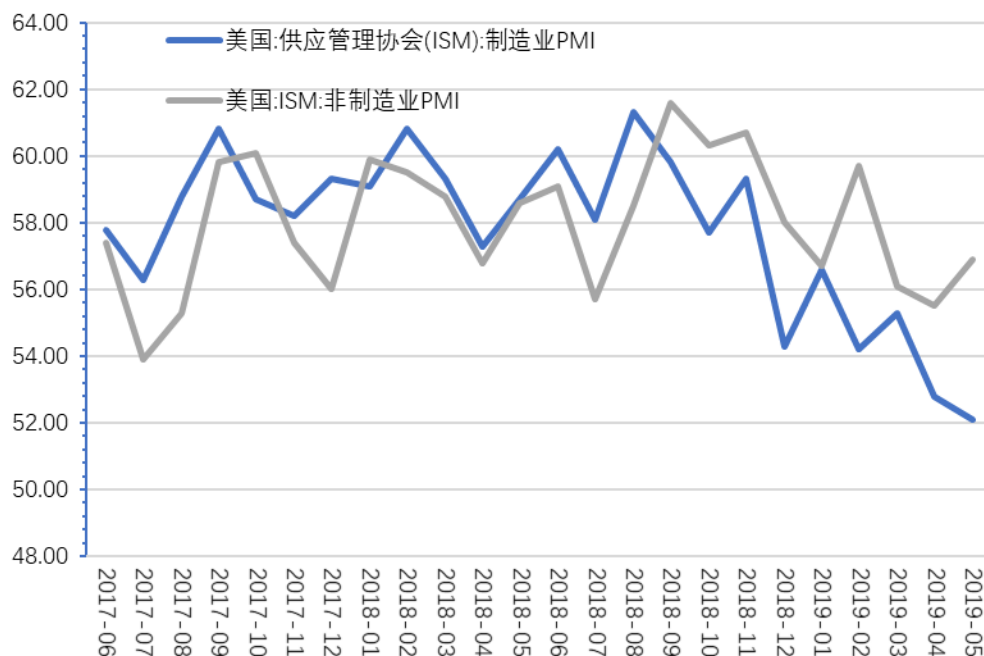


数据来源: 东北证券, Wind

美国 5 月 ISM 非制造业指数录得 56.9, 高于市场预期的 55.4, 前值 55.5。与制造业

指数的疲软相比，非制造业指数表现较为强势，反映出美国服务业方面仍保持良好增长态势。

图 3: 非制造业指数走强

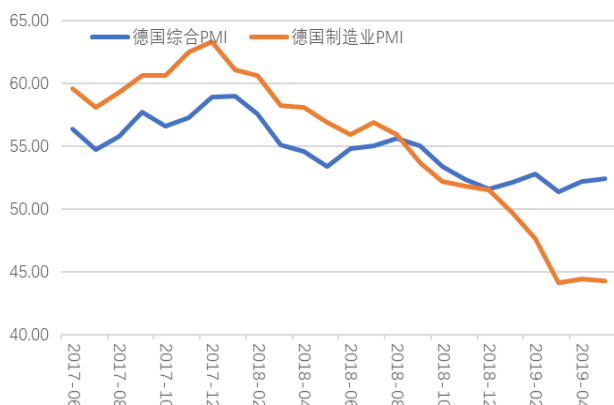


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 德国央行大幅下调经济增长预期

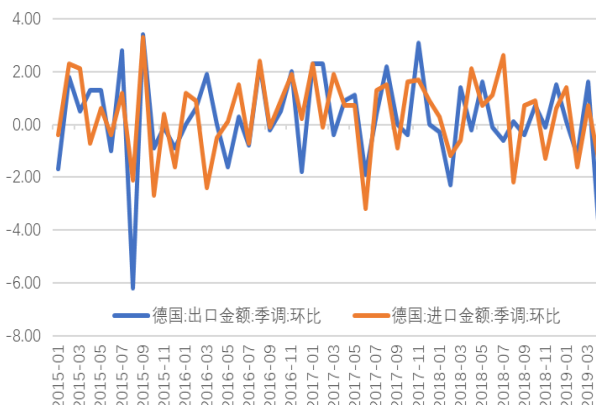
德国近期的经济数据纷纷走弱。5月份制造业 PMI 终值为 44.3, 维持在低位; 4 月工业产出环比下降 1.9%, 大幅低于预期的-0.5%。4 月季调后出口环比下降 3.7%, 低于预期的-0.9%。在后续发布的德国央行对经济的评估中, 德国央行对 2019 年经济增速预期从 1.6% 下调至 0.6%, 对 2020 年经济增速预期从 1.6% 下调至 1.2%。

图 4: 德国 PMI 维持低位



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 德国出口大幅下滑



数据来源: 东北证券, Wind

作为欧洲经济的火车头, 德国经济走弱显示出整个欧洲经济都将面临较大压力。目

前欧洲经济的风险主要在于全球经济走弱导致的外需疲软、全球贸易保护主义带来的供应链断裂以及英国脱欧的不确定性。这几大风险短期内难以消除，所以虽然上周欧洲经济景气指数出现反弹，但经济下行趋势仍未得到反转。

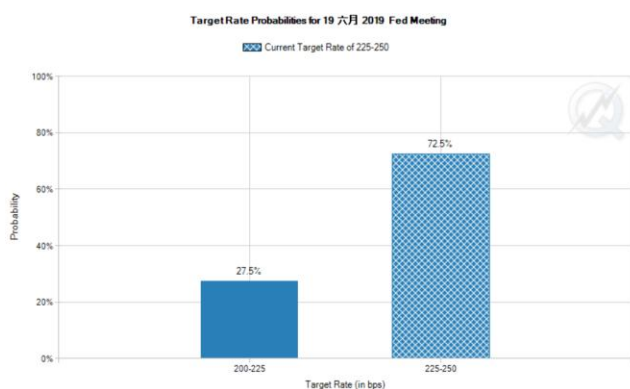
3. 全球货币政策转向宽松

去年随着美联储一路加息，欧日央行也计划推出宽松政策，全球流动性出现明显收紧。但今年年初开始各大央行的口径都有所松动，到目前为止，多家央行已经实行了降息，美联储的降息倾向也越来越强，全球流动性已然转向。

回顾今年各主要经济体的货币政策，除了英国央行仍保持较为鹰派的态度，其它各国央行均转向鸽派。印度已经在年内实施了3次降息，新西兰也于5月8日成为了第一个降息的发达国家，澳大利亚与6月4日开始降息，且普遍认为澳央行今年还会实施多轮降息。

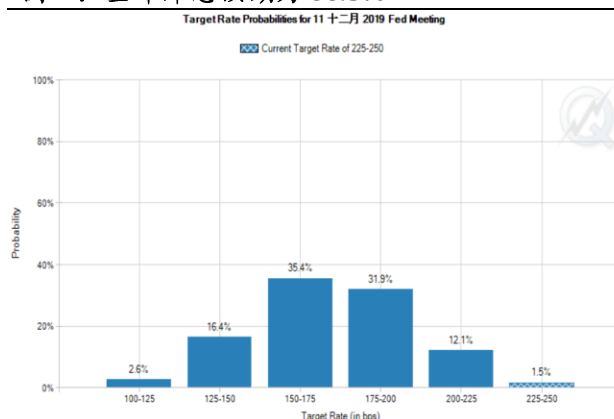
美、欧、日三大央行虽未降息（其中欧日已经为零利率水平、几乎无法再降），但态度上也均转向鸽派。在周二的《美联储在倾听（Fed Listens）：货币政策策略、工具和沟通实践会议》系列会议中，鲍威尔表达了“对必要时降息的开放态度”，承诺将密切关注诸多不确定性局势的进展，进而相应调整货币政策。美联储副主席 Clarida 在接受美国媒体 CNBC 采访时表示，如果经济增长低于预期或潜在通胀低于预期，美联储将采取适当政策。这是鲍威尔态度上的巨大转变，此前他一直宣称并无降息的必要。对于全球经贸摩擦的影响，美联储主席鲍威尔表示，并不知道全球贸易摩擦等近期事件何时能够解决，美联储正密切关注事件对美国经济前景的影响，“会采取适当的行动去维持经济扩张”。最新的芝商所“美联储观察”显示，市场对于美联储6月份的降息预期达到27.5%；对于全年的降息预期达到98.5%。

图 6: 6 月份降息预期为 27.5%



数据来源：东北证券，CME Group

图 7: 全年降息预期为 98.5%

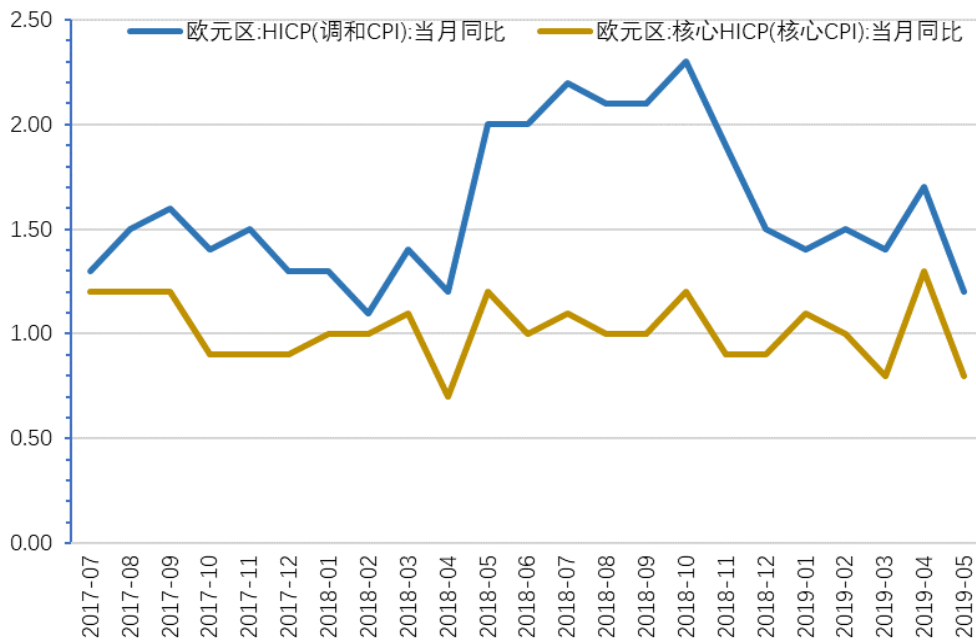


数据来源：东北证券，CME Group

欧洲方面，周四，欧洲央行公布6月政策会议决议声明，预计将维持当前利率水平至少直到2020年上半年，并给出TLTRO利率设定细节。与之前的措辞相比，目前欧洲央行明显更倾向于鸽派：今年1月的利率决议声明中，欧洲央行的措辞为“维持当前利率至少到2019年夏天”。到了4月会议，措辞已经修改为“维持当前利率至少到2019年底”。而现在是“维持当前利率水平至少直到2020年上半年”，其货

币政策正常化的启动时间一再延后。而且周二公布的欧元区5月通胀数据显示，欧元区5月调和CPI同比1.2%，不及预期的1.3%，以及前值1.7%；5月核心调和CPI同比初值为0.8%，同样不及预期的0.9%和前值1.3%。

图 8: 欧元区通胀疲软



数据来源: 东北证券, Wind

日本央行近期也始终表示, 将会在较长时间内维持宽松政策, 保持现有利率至2020年春季左右。

表 2: 今年主要经济体货币政策动向

国家	货币政策
印度	2月7日降息25bp, 4月4日降息25bp, 6月6日降息25bp
新西兰	5月8日降息25bp, 为今年发达国家中首个降息的国家
澳大利亚	6月4日降息25bp
英国	小幅加息是审慎的做法, 尽早加息将避免未来更快、更大幅度的加息的必要性。
日本	保持现有利率至2020年春季左右
欧洲	维持当前利率水平至少直到2020年上半年, 将推出新一轮的定向长期再融资操作(TLTRO)
美国	对必要时降息的开放态度, 会采取适当的行动去维持经济扩张。

数据来源: 东北证券整理

我们认为目前有三点原因推动美联储降息: 第一, 美国经济数据走弱。5月份非农数据大幅低于预期, 通胀率较为疲软, 制造业PMI、耐用品订单数据等也显示出美国经济出现高位回落的迹象。第二, 美国与外部的贸易摩擦升级。在5月份美联储会议中, 鲍威尔曾表示贸易摩擦逐渐趋于乐观, 但中美经贸摩擦随后陡然升级、大超市场预期, 而且短期之内难以缓和, 使得全球经济前景再蒙阴影。第三, 市场已

经对美联储降息有了充分预期，如果此时货币政策再度转鹰，则对市场情绪和经济稳定伤害更大。

今年到目前为止，已有 14 个经济体实行了降息，美欧日等主要央行也转向鸽派，可以认为全球流动性已经转向，未来一段时间内，会有更多的经济体实行降息。但值得注意的是，当前各国央行的货币政策空间并不大。此前的金融危机中，美联储曾降息 500 个基点，而当前美联储的利率区间在 2.25%~2.5%，相比此前的调节空间大幅缩窄，如果爆发较大规模金融危机，相应的货币政策效果可能更差，全球经济仍将受到重创。

全球货币政策转向宽松，使得中国货币政策可以调节的空间加大。央行将有更多手段应对未来各种可能的冲击。从通胀的角度来看，虽然今年随着猪周期启动，猪肉价格将会大幅拉高通胀，但根据我们最新测算，增值税的调降将能够拉低通胀 0.3~0.5 个百分点，形成一定对冲。全年 **CPI 破 3%** 的概率不大，故而货币政策仍可以保持相对宽松。但我们认为短期之内中国不会跟随降息。近期的数据来看，房地产热度上升，而制造业等领域并未得到有效提振，所以货币政策的结构性传导更为重要。支持民企、中小企业融资将为主要方向。

4. 中俄深化战略互信

国家主席习近平和俄罗斯总统普京 5 日在莫斯科共同签署《中华人民共和国和俄罗斯联邦关于加强当代全球战略稳定的联合声明》。声明指出，中俄双方认识到当前国际安全环境面临严峻挑战，决心深化战略互信，加强战略协作，坚定维护全球和地区战略稳定。个别国家出于自身地缘政治甚至商业利益考虑，按照自身需要破坏现行军控和防止大规模杀伤性武器扩散体系的行为十分危险。中俄双方就伊朗问题等也发表了多项共同主张。

我们认为，在中美经贸摩擦升级的时点，中国加强与俄罗斯的关系意义重大，一方面可以从政治角度联合反对美国的单边主义，给予美国政治上的压力；另一方面，加强与其它国家的合作关系，也是扩大对外开放的重要手段，通过扩大对其它国家的开放，来对冲与美国的贸易压力。

5. 美国暂停对墨征税计划

北京时间 6 月 8 日早晨，美国总统特朗普宣布，目前已经与墨西哥达成贸易协议，原本定于下周一起对其加征关税的措施将被“无限期暂停”。墨西哥外交部长 Ebrard 在特朗普宣布暂定关税措施后确认，美国不会对墨西哥实施关税。

从双方公布的联合声明来看，墨西哥对移民问题的管理方面做出了较多承诺，包括加强执法力度、并将为在墨西哥等待美国庇护程序结束的人提供就业机会；同时还会加强墨西哥南部和美国中部地区的合作。

美墨之间贸易量巨大，如果一旦发生贸易摩擦，将对双方经济产生巨大打击。目前

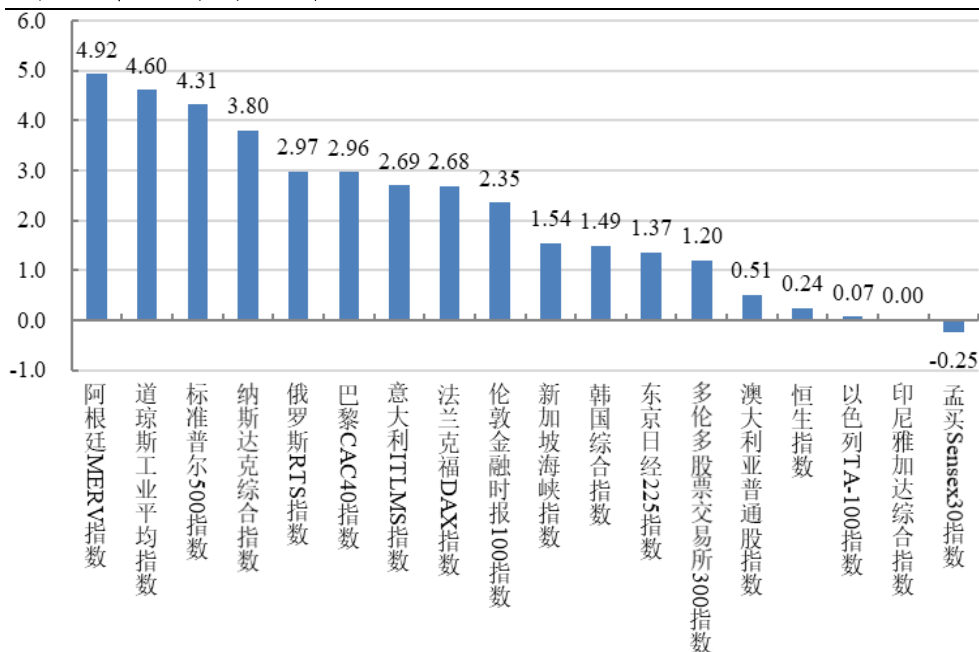
关税问题缓解，市场情绪将得到明显修复。

6. 全球市场表现

6.1. 降息预期刺激全球股市上涨

本周由于美联储明确转鸽，全球流动性出现转向，刺激股市大涨。阿根廷股指上涨 4.92%，道指上涨 4.6%，标普 500 指数上涨 4.31%，纳指上涨 3.8%，其它各主要股指也纷纷上涨。

图 9：降息预期刺激股市大涨



数据来源：东北证券，Wind

6.2. 主要债券收益率下行

降息预期影响下，美债收益率大幅下行。3 月期国债收益率下行 7bp 至 2.43%，10

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_12156

