

证券研究报告 / 宏观数据

美债继续倒挂，通胀逊于预期——海外宏观周度观察（2019年第13周）

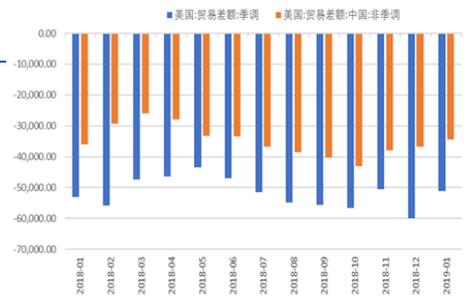
报告摘要：

1月美国贸易逆差为511亿美元，较上月缩窄88亿美元，原因是进口金额的明显减少和出口金额的略微回升。1月进口金额大幅下滑主要由于计算机配件、资本品等进口的减少和油价降低导致原油进口金额下降。12月1日习特会中，中国方面曾表示立刻加大对美国大豆等农产品的进口。随后中国大豆进口量及美国大豆出口量均回升。美国1月核心PCE物价指数同比为1.8%，低于预期1.9%和前值2%。核心PCE是美联储最为关注的通胀指标，其超预期下行进一步降低了美联储加息的可能。美国3月密歇根大学消费者信心指数为98.4，较上月的97.8有一定提升。反映出美国政府停摆结束对于消费者信心的提振。整体来看欧洲经济依旧疲软，但德国商业景气指数有所回升。

本周美联储延续不加息的态度，美联储二三把手在会议上坚称美国经济基本面依然良好，收益率曲线倒挂并非预示经济即将衰退。但CME Group的“美联储观察”显示降息一次的概率升至41.4%，市场对美联储降息的预期上升，反映出美债收益率倒挂及经济前景恶化对市场信心的影响。欧央行行长本周仍发表鸽派言论，欧央行将继续实行宽松的货币政策。

本周五英国议会再度表决政府版脱欧协议，投票结果否决了“脱欧”协议关键部分，进一步增加了英国“脱欧”的不确定性。欧洲理事会4月10日将围绕英国脱欧问题举行紧急峰会；英国首相梅表示，保守党政府将继续推动“有序”脱欧，英国议会将于下周一（4月1日）寻求新的共识。

本周全球股市涨跌互现。上周美债收益率倒挂引起的恐慌情绪逐渐消退，美股回暖。美债收益率持续倒挂，可能为经济衰退的预兆，但该说法遭到美联储高官的否认。历史经验来看，经济衰退前通常会出现倒挂，但2-10年期或3-5年期美债持续倒挂时对经济衰退的预示作用往往更强。目前2-10及3-5年期美债尚未出现倒挂，后续应继续观察。本周有色金属及能源价格有涨有跌。由于世界两大产铜国的大雨和社区抗议活动正在收紧金属供应，本周铜上涨2.91%。农产品价格除咖啡外皆下降。



相关报告

《全球经济数据普遍走弱，中美谈判持续博弈——海外宏观周度观察（2019年第7周）》（20190217）

《美国非农数据再超预期，美联储如期未加息——海外宏观周度观察（2019年第5周）》（20190210）

《美联储一致同意提前结束缩表，人民币汇率更具稳定基础——美联储1月会议纪要解读》

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. 美国通胀逊于预期，欧日经济依旧疲软	3
2.1. 美国贸易逆差缩窄，PCE 低于预期	3
2.2. 欧洲经济整体下行，德国商业景气指数回升	6
2.3. 日本生产消费双双走弱	7
3. 美国降息概率再上升，欧央行维持宽松政策	7
3.1. 美联储暂停加息，市场降息预期提升	7
3.2. 欧央行维持鸽派立场	8
4. 英议会第三次否决脱欧协议	8
5. 全球市场表现	9
5.1. 美欧股市上涨	9
5.2. 美债收益率持续倒挂，美联储高官否认经济衰退预兆	9
5.3. 原油大涨，农产品价格普遍下跌	10
图 1: 美国 1 月贸易逆差缩窄	3
图 2: 美国 1 月进口减少出口增加	4
图 3: 美对中贸易逆差下降由于美对中进口下降	4
图 4: 中国自美国的大豆进口额回升	4
图 5: 美国 PCE 物价指数同比持续下行	5
图 6: 消费者信心回升	6
图 7: 法国 CPI 同比下行趋势明显	6
图 8: 欧元区生产端呈下行趋势	6
图 9: 5 月保持现有利率的概率为 92%	8
图 10: 全年维持利率不变的概率为 33.7%	8
图 11: 全球股市涨跌互现	9
图 12: 美债收益率曲线倒挂	10
图 13: 3 月期收益率超过 10 年期	10
图 14: 日债收益率	10
图 15: 欧债收益率	10
图 16: 有色金属及能源价格有涨有跌	11
图 17: 除咖啡外其余农产品价格下跌	11
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
2019/04/01	德国	3月制造业 PMI 终值
2019/04/01	欧元区	3月制造业 PMI 终值、调和 CPI 同比
2019/04/01	美国	2月零售销售环比
2019/04/02	美国	3月 ISM 制造业指数
2019/04/02	美国	2月耐用品订单环比初值
2019/04/03	美国	3月 ADP 就业人数变动
2019/04/04	美国	3月 ISM 非制造业指数
2019/04/04	美国	当周首次申请失业救济人数
2019/04/05	德国	2月工业产出
2019/04/05	美国	3月就业数据

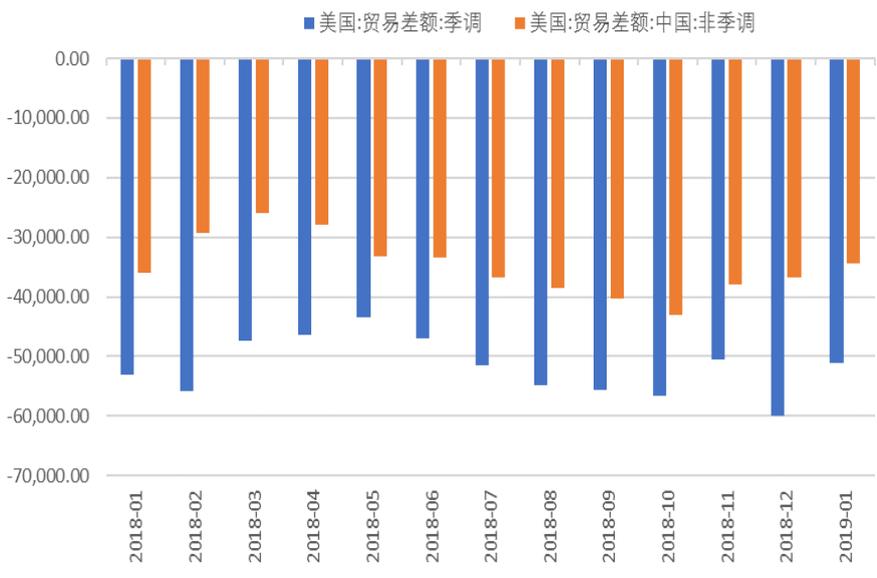
数据来源: 东北证券

2. 美国通胀逊于预期，欧日经济依旧疲软

2.1. 美国贸易逆差缩窄，PCE 低于预期

周三，美国商务部公布 2019 年 1 月贸易账。数据显示 1 月美国贸易逆差为 511 亿美元，逆差数额低于预期的 570 亿美元，前值修正为逆差 599 亿美元。

图 1: 美国 1 月贸易逆差缩窄

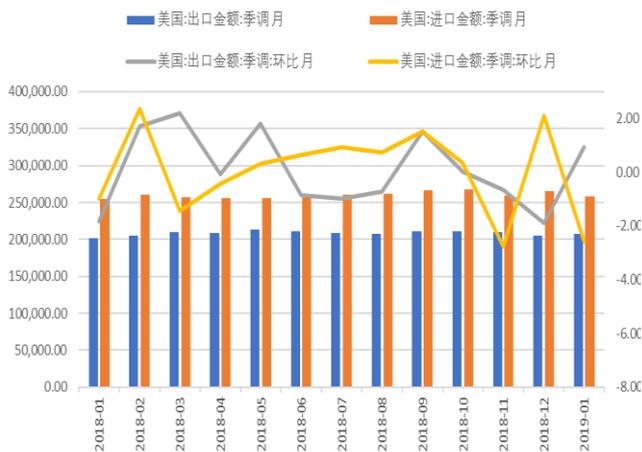


数据来源: 东北证券, Wind

1 月美国贸易逆差较上月缩窄 88 亿美元，原因是进口金额的明显减少和出口金额的

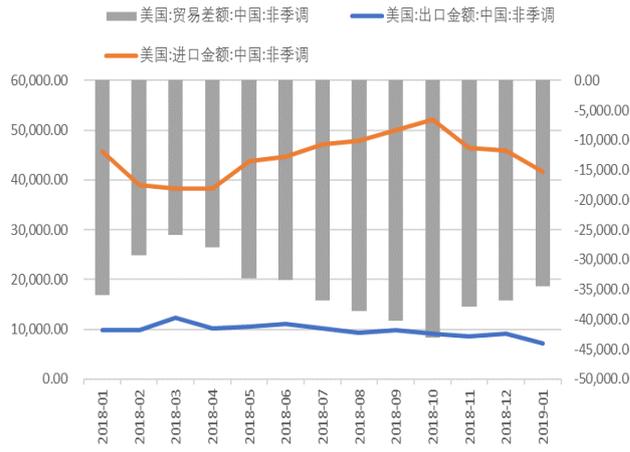
略微回升。1月美国进口金额从去年12月的2652.93亿美元降至2584.89亿美元，降幅为2.56%。1月美国出口从上月2053.93亿美元升至2073.4亿美元，涨幅为0.95%。1月美国最大贸易逆差仍来自中国，为344.7亿美元，但相比较上月下降了6.41%。自去年10月以来美国对中国贸易逆差持续下降，截止1月已连续下降了3个月，主要是由于此前中国对美国出口抢跑效应的消退导致美国对中国进口的大幅下降。

图 2: 美国 1 月进口减少出口增加



数据来源: 东北证券, CME

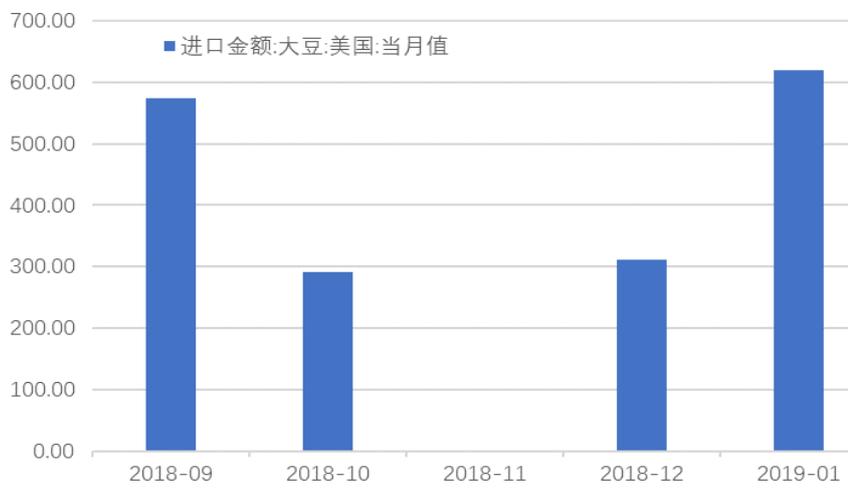
图 3: 美对中贸易逆差下降由于美对中进口下降



数据来源: 东北证券, Wind

从结构方面来看, 美国 1 月出口金额上涨得益于机动车及零部件出口的增加和大豆出口的增加, 上涨金额分别为 12 亿美元和 9000 万美元。12 月 1 日习特会中, 中国方面曾表示立刻加大对美国大豆等农产品的进口。随后中国大豆进口量及美国大豆出口量均回升。进口方面, 1 月进口金额大幅下滑主要由于计算机配件、资本品等进口的减少, 另外受油价下滑影响, 1 月美国原油进口金额也有所下滑, 从 12 月的 100.56 亿美元降至 1 月的 95.01 亿美元, 原油进口价格由 50.27 美元降至 42.59 美元。

图 4: 中国自美国的大豆进口额回升

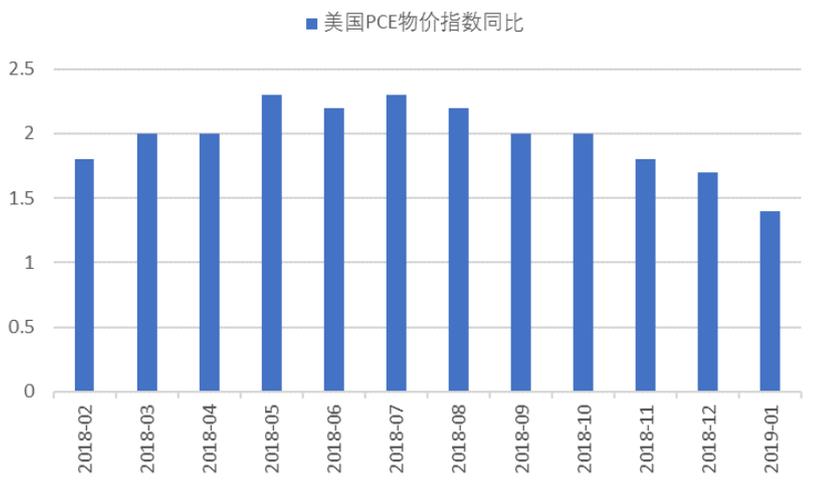


数据来源: 东北证券, Wind

美国 2 月新屋开工数量为 116.2 万户，预期 121 万户，较上月 127.3 万户有所下降，环比降幅 8.7%。另外，美国 2 月营建许可为 129.6 万户，预期 130.5，前值 131.7。对此美国商务部给出解释为恶劣的天气导致了新开工住宅数量的下降。2 月美国新屋开工和营建许可可双双下降显示了市场预期的低迷。不过周六发布的新屋销售数据显示美国 2 月新屋销售数量为 66.7 万户，高于预期的 62，环比增长 4.9%，反映出美国房地产市场仍有一定韧性。

据周五披露的数据显示，美国 1 月核心 PCE 物价指数同比为 1.8%，低于预期 1.9% 和前值 2%。1 月 PCE 物价指数同比为 1.4%，和预期持平，低于前值 1.8%，延续下行趋势。1 月个人消费支出（PCE）环比为 0.1%，低于预期 0.3%，前值由下滑 0.5% 进一步修正为下滑 0.6%。美国 2 月个人收入环比为 0.2%，低于预期的 0.3%，前值为下滑 0.1%。核心 PCE 是美联储最为关注的通胀指标，其超预期下行进一步降低了美联储加息的可能。

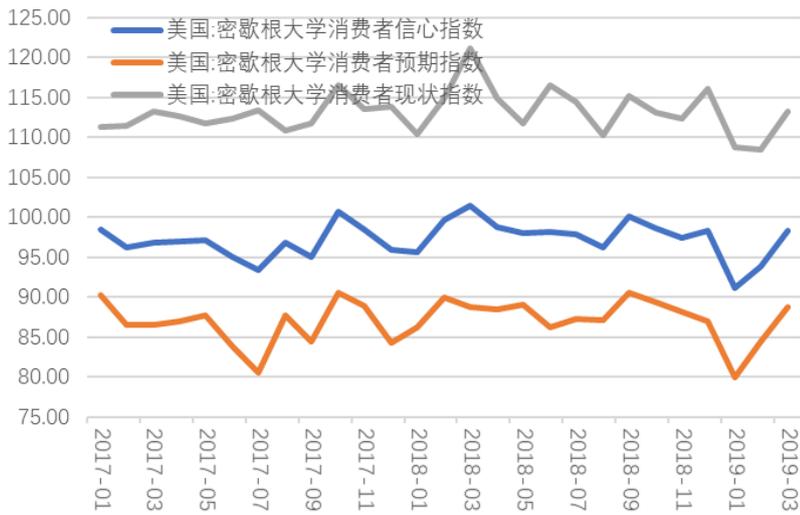
图 5: 美国 PCE 物价指数同比持续下行



数据来源：东北证券，Wind

据美国谘商会统计，美国 3 月谘商会消费者信心指数为 124.1，低于预期 132.5 和前值 131.4。3 月谘商会消费者预期指数为 99.8，前值 103.8；消费者现况指数为 160.6，前值 172.8。不过周六发布的美国 3 月密歇根大学消费者信心指数为 98.4，较上月的 97.8 有一定提升。反映出美国政府停摆结束对于消费者信心的提振。

图 6: 消费者信心回升

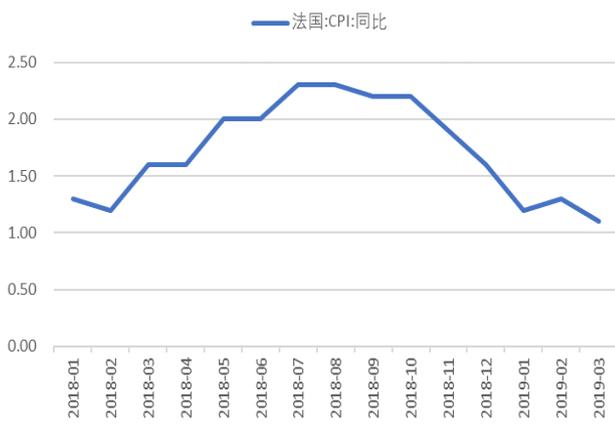


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 欧洲经济整体下行, 德国商业景气指数回升

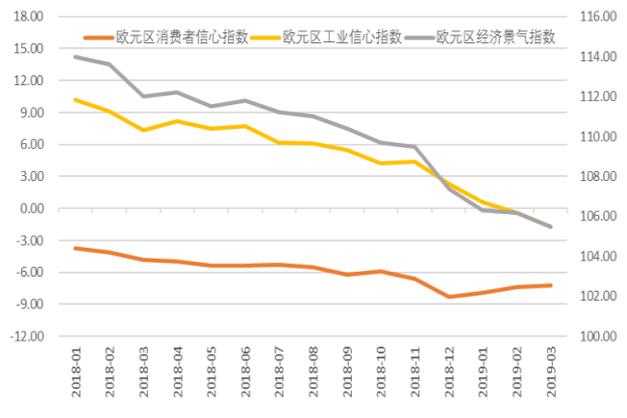
意大利 3 月 Istat 消费者信心指数由上月的 112.4 降至 111.2, 低于预期的 112.5, 已连续多月下降。法国 3 月 INSEE 制造业信心指数降至 102, 低于预期的 103。法国 3 月 CPI 同比初值为 1.1%, 低于预期的 1.2% 和前值 1.3%。欧元区 3 月消费者信心指数终值为 -7.2, 和预期持平; 3 月工业景气指数 -1.7, 低于预期和前值; 3 月企业景气指数 0.53, 经济景气指数 105.5, 均低于预期和前值, 整体来看欧洲经济依旧疲软。

图 7: 法国 CPI 同比下行趋势明显



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 欧元区生产端呈下行趋势



数据来源: 东北证券, Wind

不过本周一发布的数据显示, 德国 3 月 IFO 商业景气指数回升至 99.6, 高于市场预期的 98.5 和上月修正值 98.7, 为 7 个月来首次回升; 德国 3 月 IFO 商业预期指数为 95.6, 商业现况指数上升至 103.8, 均高于预期和前值, 表明德国企业信心有一定程度的改善。此外, 德国 3 月失业率降至 4.9%, 与预期持平, 低于前值 5%, 为东西德统一以来最低; 2 月零售销售同比增长 4.7%, 高于预期和前值, 表明劳动力市场

稳固，并对消费者支出产生支撑作用。

2.3. 日本生产消费双双走弱

日本 2 月失业率为 2.3%，较预期和前值的 2.5% 有所下降。2 月求才求职比为 1.63 倍，与上月持平，企业雇佣意愿处于高位，就业形势正在改善。日本 2 月工业产出同比初值为下滑 1%，略高于预期的下滑 1.1%，低于前值 0.3%。日本 2 月零售销售同比增长 0.4%，低于预期的 1%，连续 4 个月下滑，反映出消费端的疲软。而生产方面也不乐观，2 月日本工业产出同比再次转负，降至 -1%。受贸易紧张局势和全球经济增长放缓的影响，未来工业生产亦难以回暖。

3. 美国降息概率再上升，欧央行维持宽松政策

3.1. 美联储暂停加息，市场降息预期提升

芝加哥联储主席 Charles Evans 周一表示，现在是暂停加息的好时机，如果核心通胀上升，那么一段时间之后可能加息是适宜的。他也认为美国经济基本面依然良好，预计今年 GDP 增速在 2% 左右。不过他更进一步承认，受全球经济和贸易政策不确定性影响，美国经济面临的下行风险大于上行。如果经济比预期差，可能需要实施宽松。

周四，美联储副主席克拉里达（Richard Clarida）讲话称，美国的经济越来越与全球其他地区融合，因此更容易面临海外冲击，联储决策者在密切关注全球范围的风险，试图评估它们对美国经济前景的影响。

同日，美联储三号人物、纽约联储主席威廉姆斯直接评论了“降息”呼声的诱因——美国国债收益率曲线倒挂。他说，在非常密切地留意美债收益率曲线。历史上，收益率曲线倒挂曾预示过经济衰退，但当前不可能发生那样的情况。威廉姆斯认为，美国经济状况非常好，经济增速大致处于潜在水平，并不像私营部门的一些人那样担心衰退发生的可能性。他认为经济正在放缓至可持续发展的水平，并未看到 2019 年和 2020 年衰退风险的增加。他表示，美联储的货币政策是适宜的，处于中性利率水平附近。美联储相当接近实现充分就业和维持物价稳定的双重职责。

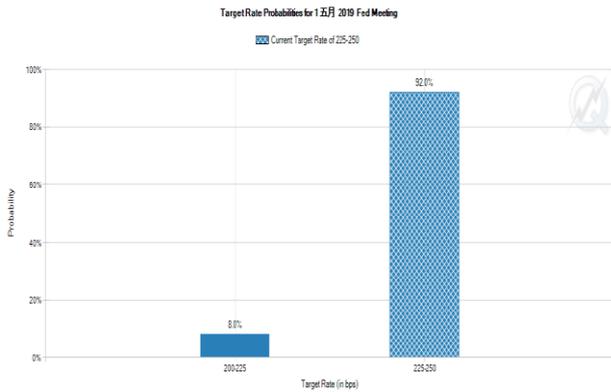
周五，美联储理事，金融监管副主席 Quarles 在纽约发表讲话表示，对美国经济前景持乐观态度，随着经济的改善，未来在某个时点加息是必要的。Quarles 认为，虽然有迹象表明，近期美国经济增长放缓，但美国劳工市场表现强劲，生产力正在改善。同时，他认为近期的经济数据，包括非农就业数据不佳，以及消费者支出的疲软“有点奇怪”，与美国潜在经济实力“不一致”。他表示同意美联储的政策，认为在美联储等候海外风险发挥作用时，暂停加息是“谨慎的”。美联储也有理由继续关注近期疲软的零售销售数据和就业数据是异常现象还是代表着经济放缓的开端。

同日拥有投票权的，美国明尼阿波利斯联储主席 Kashkari 表示，现在谈论 FOMC 降息前景还显得“操之过急”。Kashkari 称，对美联储暂停（利率政策正常化）感

到欣慰，认为 FOMC 没理由加息。他说，“如果我发现美国经济增速实质性地放缓，那我将支持 FOMC 降息。”

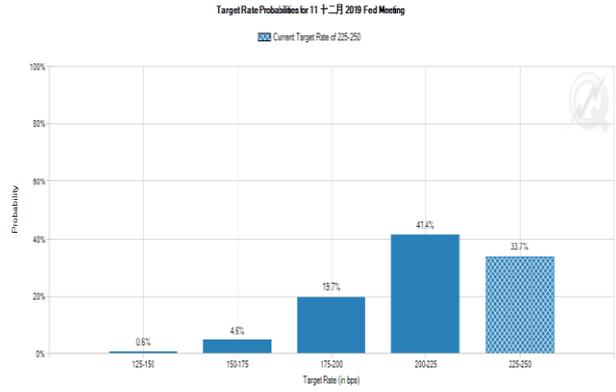
目前 CME Group 的“美联储观察”显示，5 月份利率会议保持现有利率的概率为 92%，全年维持利率不变的概率为 33.7%。值得注意的是降息一次的概率升至 41.4%。市场对美联储降息的预期再度上升，反映出美债收益率倒挂及经济前景恶化对市场信心的影响。

图 9: 5 月保持现有利率的概率为 92%



数据来源：东北证券，CME Group

图 10: 全年维持利率不变的概率为 33.7%



数据来源：东北证券，CME Group

3.2. 欧央行维持鸽派立场

本周三，欧洲央行行长马里奥-德拉吉（Mario Draghi）发表了进一步的鸽派言论，德拉吉认为目前为止，欧元区内经济仍保持相对弹性，目前扩张的驱动因素仍然存在，欧元区经济增长势头下降的主要原因在于全球经济普遍存在的不确定性已经蔓延至外部。

德拉吉称，较弱的经济增长前景支持欧洲央行保持去年的宽松政策立场，因为目前欧央行已结束 QE，货币政策工具已从净资产购买转为前瞻指引。因此，欧央行政策将继续致力于实现通胀目标。

通胀方面，据德拉吉称，欧央行已经将欧元区通胀预期下调：目前预计 2021 年通

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_13406



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>