

美国强劲的作业或将迫使欧央行加速降息

定期报告

华金宏观·双循环周报（第61期）

投资要点

- ◆ 美国非农就业大幅走强，凸显其生产正从保护主义政策中短期获益。**美国5月非农就业超市场预期大幅走强，这意味着当月暂时走高的失业率数据很有可能未来数月再度转为较为明显的下降，从而在欧央行已经启动降息周期的背景下，美联储跟随性提早降息的必要性仍然很低。该数据对美元指数和美债收益率形成重要支撑。从行业结构来看，5月新增非农就业走强将令市场对美国政府保持财政扩张态势、以及美国居民商品和服务消费再度上行并叠加保护主义政策环境带动本土生产维持强劲趋势产生更大的信心，当然通胀高位黏性是不可忽视的“副产品”。**美联储年内降息两次大概率是相当合理的预期，5月劳动力市场再度趋紧很大程度上有助于打消市场此前一度呈现的对于提前降息必要性犹豫不决的态度。**相较于美国经济和通胀双向窄幅波动但黏性趋势相当确定的现状，欧元区、日本、英国等其他发达经济体因内需不足而面临的越来越大的“加速通缩”风险事实上尚未被市场充分定价，**美国强劲的5月就业数据有望加速欧央行基于其自身通胀可能回落明显快于美国的现状，放弃可能和美联储“接近同步降息”的幻想，转而采取加速降息的清晰路径。**我们维持美联储9月首次降息、全年降息两次的预测不变；同时再度重申应重视欧央行首次降息后于下半年可能加速降息的概率，美元指数预计将维持高位更长时间，并可能通过人民币被动贬值压力对我国二季度货币宽松空间造成新一轮外溢性挤压。我国经济政策主动扩张的空间仍将主要来自财政。
- ◆ 欧央行如期启动“首降”，美国就业强劲或强化其加速降息的决心。**欧央行6月会议决议将三大政策利率同步下调25BP，并重申从下半年开始逐月减少“紧急抗疫购债计划（PEPP）”工具持有规模，降息和幅度符合市场此前的预期。但在启动降息周期的同时，欧央行并未给出未来降息次数的清晰指引，甚至试图通过小幅上调通胀预测，为其决策自主性提供更大空间，但事实上相当明显地暴露出对美联储操作（而非欧元区自身经济和通胀结构）的“路径依赖”。**但事实上，欧元区内部消费需求和美国相比比较明显地处于较为疲弱的状态，导致其国内通胀在工业生产疫后恢复阶段很快从高通脹转为加速通缩，并且大概率将延续这一趋势，这可能意味着欧央行当前的通胀预期未来可能面临更大的下修压力。**此外，欧元区尚未跟随美国实施明确的保护主义政策，这意味着其劳动力市场紧张程度可能较快也转为下行，薪资增速近期的走高也难以持续。由于美国5月就业数据相当强劲，与欧元区需求疲弱、生产改善相对温和的现状对比愈发强烈，欧央行与美联储错位但幅度接近地进行降息的希望遭到沉重打击，我们预计在下半年的会议中，欧央行或将更为果断地修正其当前偏高的通胀预期，并在此基础上以更大的决心实施加速降息的操作，预计下半年美欧央行宽松力度背离程度将日趋扩大。在年内剩下的4次货币政策会议中，欧央行态度受欧元区经济和通胀下行压力驱动而扭转为加速宽松的概率仍然较大，我们预计欧央行年内还需降息2-3次，每次25BP。
- ◆ 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周海外主要股指（至周四）普遍上涨，A股（至周五）除公用事业和交通运输板块上涨外，其余板块普遍下跌；（至周四）10Y美债收益率大幅下行，中国国债收益率整体下行，中美10Y利差小幅收窄；（至周四）美元指数小幅下跌，CNY小幅贬值；金价高位小幅上涨，原油价格有所下行。
- ◆ 风险提示：**欧央行降息快于预期导致美元指数进一步上行风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

科学分析长期国债收益率的合理区间——华金宏观·双循环周报（第60期） 2024.5.31

PMI为何大幅降温？——PMI点评（2024.5） 2024.5.31

可选消费营收推动利润修复，如何延续？——工业企业利润点评（2024.4） 2024.5.27

美元重返105，“301调查”再掀波澜——华金宏观·双循环周报（第59期） 2024.5.24

土地出让金收支下滑或螺旋强化地产需求下行压力——财政数据点评（2024.4） 2024.5.20



内容目录

美国非农就业大幅走强，凸显其生产正从保护主义政策中短期获益	3
欧央行如期启动“首降”，美国就业强劲或强化其加速降息的决心	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	7

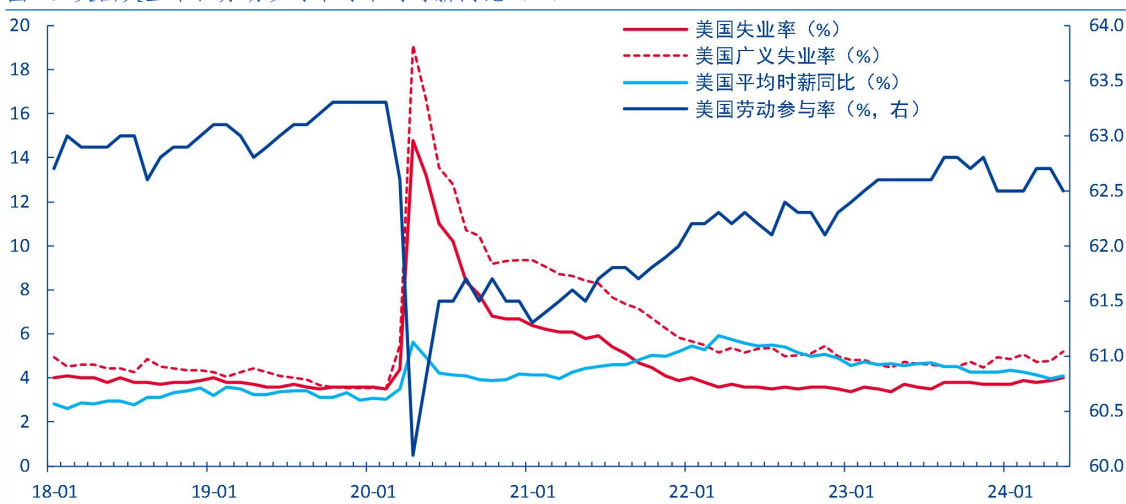
图表目录

图 1：美国失业率、劳动参与率与平均时薪同比（%）	3
图 2：美国新增就业分行业大类结构（千人）	4
图 3：发达经济体主要央行政策利率（%）	5
图 4：美欧日英核心 CPI 同比（%）	6
图 5：全球股市：本周海外主要股指普遍上涨，创业板指跌幅最深	7
图 6：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股除公用事业、交运板块上涨外，其余板块普遍下跌	7
图 7：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股 IT 板块领涨，能源板块跌幅较深	7
图 8：美国国债收益率变动幅度：本周 10Y 美债收益率大幅下行	8
图 9：中国国债收益率变动幅度：本周中国国债收益率整体下行	8
图 10：本周中国国债短端收益率下行约 3BP（%）	8
图 11：中美 10Y 利差小幅收窄（%）	8
图 12：10Y 国开债与国债利差有所缩小（%）	9
图 13：1Y、3Y 信用利差较上周持平（BP）	9
图 14：美联储本周资产规模持续减少（USD bn）	9
图 15：主要央行政策利率（%）	9
图 16：全球汇率：美元指数小幅下跌	9
图 17：CNY 小幅贬值	9
图 18：本周金价高位调整小幅上涨	10
图 19：本周原油价格有所下行	10
图 20：5 月末无烟煤及山西优混价格有所上行	10
图 21：本周铜价小幅上行	10

美国非农就业大幅走强，凸显其生产正从保护主义政策中短期获益

美国 5 月非农就业超市场预期大幅走强，这意味着当月暂时走高的失业率数据很有可能未来数月再度转为较为明显的下降，从而在欧央行已经启动降息周期的背景下，美联储跟随性提前降息的必要性仍然很低。该数据对美元指数和美债收益率形成重要支撑。根据当地时间 6 月 7 日美国劳工统计局公布的数据，5 月美国新增非农就业达 27.2 万人，较 4 月（16.5 万人）大幅改善，与一季度强劲的月均表现（26.7 万人）接近，显著超出市场预期。尽管当月失业率小幅上行 0.1 个百分点至 4.0%，但考虑到统计方法所导致的短期错位因素，强劲就业人数意味着失业率未来数月较大概率会再度转为下降。此外 5 月平均时薪同比增速回升 0.1 个百分点至 4.1%，一方面佐证了劳动力市场仍然相当紧张，另一方面也显示薪资通胀螺旋仍然存在，美国经济发展趋势从实体供需到通胀前景都明显强于欧元区，美联储跟随欧央行提前启动降息的必要性仍然很低。

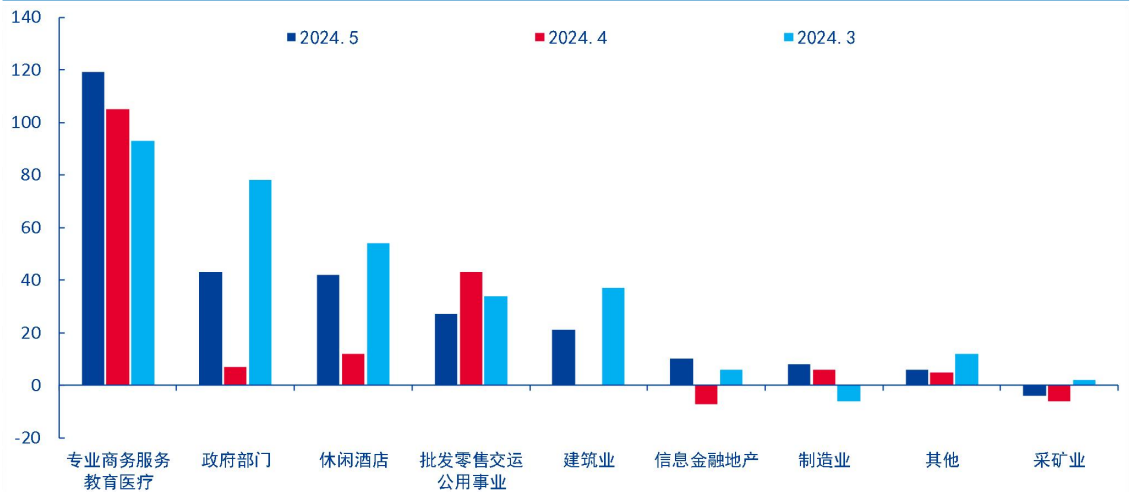
图 1：美国失业率、劳动参与率与平均时薪同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

从行业结构来看，5 月新增非农就业走强将令市场对美国政府保持财政扩张态势、以及美国居民商品和服务消费再度上行并叠加保护主义政策环境带动本土生产维持强劲趋势产生更大的信心，当然通胀高位黏性是不可忽视的“副产品”。综合反映劳动力市场供给的劳动参与率 5 月下降 0.2 个百分点至 62.5%，再度降至 2023 年 2 月以来低位，显示劳动力供给增长潜力空间再次受到压缩，从而同样多的岗位需求可能将导致更高的薪资增速。从行业分布来看，政府部门、休闲酒店、建筑业、信息金融地产新增就业分别较 4 月多增 3.6 万、3.0 万、2.1 万、1.7 万人，是 5 月非农就业改善的主要推升力量。其中，政府部门就业的重新大幅改善佐证了 4 月下行的暂时性特征，也显示美国政府扩张性的财政支出立场短期并无实质性变化；其他三大多增较为明显的行业大类也均为 4 月暂时性下滑较多的领域，验证了我们上月曾明确提出的观点——4 月非农就业的弱化暂时性特征较强，可能意味着 5 月美国就业再度改善的概率较高。此外，美国 5 月制造业就业新增 0.8 万人，连续第二个月维持正增长，在高通胀持续至今的背景下制造业就业和产出不但未大幅下滑，而且连续正增长，显示美国制造业生产正在某些方面从美国政府的保护主义政策中短期受益，但也不可忽视这种从保护主义政策（而非全球化公平竞争）中受益的工业生产增加将令美国通胀和薪资增速共同维持高位更久。就业数据仅时隔一个月就重回强劲状态，可能对美元指数和美债收益率形成持续较久的支撑。

图 2: 美国新增就业分行业大类结构 (千人)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

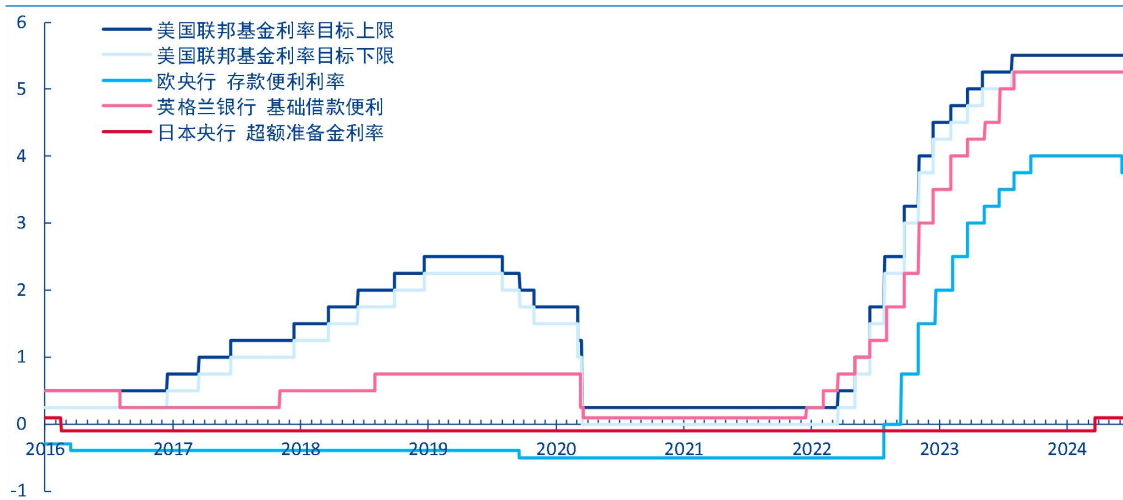
当前环境下美联储所面临的是失业率与通胀之间一种较为特殊的“马鞍形”非线性关系，除非需求再遇冲击或劳动力供给突然提升，否则失业率过高或过低，美国通胀可能都会走高，只有很窄的区域对应通胀带有高位黏性的缓慢下行路径。这意味着美联储年内降息两次的预期大概率是相当合理的，但过程中市场预期波动将不可避免地双向放大，而 5 月劳动力市场重回紧张状态将减少这种市场预期的双向波动风险。经过几年前的疫情冲击，美国当前国内消费和房地产需求都比疫情前路径更为强劲，这意味着需求大于供给的更大缺口。另一方面，劳动参与率无法回升到疫情前水平、甚至已经有一定的下滑迹象，则意味着劳动力供给遭受了永久性收缩效应，从而劳动力市场进入长期紧张趋势。商品和服务市场、劳动力市场的特殊性相互交织的复杂背景下，如果失业率连续大幅上升，则需求缺口可能短期急速扩大，出现核心商品价格驱动的“供给不足型二次通胀”；而如果失业率连续大幅下降，则可能因企业雇佣工人难度进一步提升而出现薪资高增推动的“成本推升型二次通胀”，两种情况都可能导致美联储年内推迟降息，而中长期来看前一种情况可能迅速转为通缩而后一种情况可能导致通胀中枢的长期抬升。最近几个月以来，美国实际情况仍处于美联储预期的相当窄的一个“平衡区间”内，美联储 5 月会议决定实施大幅放缓国债减持速度并提升 MBS 减持速度的“结构化放缓缩表”操作，也正是意在稳定长期国债收益率水平并将 MBS 利率中枢维持在较高位置，以同时实现促进经济增长失业率回落和稳定房价房租避免通胀大幅二次上冲的目的。由此，美国当前仍较为精准地处于失业率“鞍部”和其所对应的核心通胀带有短期高位黏性但缓慢下行趋势确认的格局之中。事后来看，美联储年内降息两次大概率是相当合理的预期，5 月劳动力市场再度趋紧很大程度上有助于打消市场此前一度呈现的对于提前降息必要性犹豫不决的态度。

相较之于美国经济和通胀双向窄幅波动但黏性趋势相当确定的现状，欧元区、日本、英国等其他发达经济体因内需不足而面临的越来越大的“加速通缩”风险事实上尚未被市场充分定价，美国强劲的 5 月就业数据有望加速欧央行基于其自身通胀可能回落明显快于美国的现状，放弃可能和美联储“接近同步降息”的幻想，转而采取加速降息的清晰路径。我们维持美联储 9 月首次降息、全年降息两次的预测不变；同时再度重申应重视欧央行首次降息后于下半年可能加速降息的概率，美元指数预计将维持高位更长时间，并可能通过人民币被动贬值压力对我国二季度货币宽松空间造成新一轮外溢性挤压。我国经济政策主动扩张的空间仍将主要来自财政。

欧央行如期启动“首降”，美国就业强劲或强化其加速降息的决心

欧央行6月会议决议将三大政策利率同步下调25BP，并重申从下半年开始逐月减少“紧急抗疫购债计划（PEPP）”工具持有规模，降息和幅度符合市场此前的预期。但在启动降息周期的同时，欧央行并未给出未来降息次数的清晰指引，甚至试图通过小幅上修通胀预测，为其决策自主性提供更大空间，但事实上相当明显地暴露出对美联储操作（而非欧元区自身经济和通胀结构）的“路径依赖”。当地时间6月6日，欧央行召开货币政策例会，在连续9个月维持三大主要政策利率在紧缩水平不变后首度决议同步下调三大政策利率25BP，自6月12日起生效；同时再度重申从下半年开始将以每月75亿欧元的速度逐月减少PEPP的持有规模，减持方式将大致与“资产购买计划（APP）”保持一致。启动降息周期的同时，欧央行回避提供清晰的未来降息路径和幅度的展望。欧央行行长拉加德称“欧元区通胀有可能会在明年之前持续维持在高于目标通胀水平的位置（inflation is likely to stay above target well into next year）”，并指出“只要有需要，仍然会尽可能长时间地将政策利率维持在足够紧缩（sufficiently restrictive for as long as necessary）的水平”，意在为欧央行未来的决策提供更大的双向空间，但同时也较大程度上显示出试图与美联储进行降息周期协同的政策意图。

图3：发达经济体主要央行政策利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

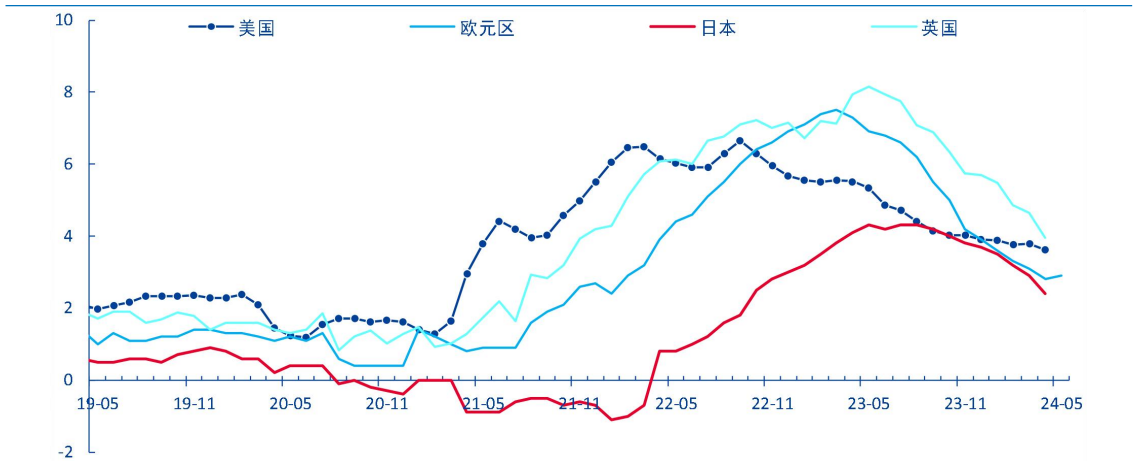
一边上修通胀预期，一边提前开启降息，拉加德认为欧央行看似矛盾的行为实际上是建立在其优秀的数据预测能力和预期管理能力之上，认为本次降息25BP是在建立充分考虑各项经济数据基础上的科学决策，未来通胀仍然会沿着欧央行预测的路径逐步缓慢下行。会议声明提出，在经历了五个季度的经济停滞（stagnation）之后，欧元区经济24Q1温和上涨了0.3%，服务业保持高速增长（expanding），并且货币政策对需求的拖累也会随着时间的推移而降低，暗示欧元区经济并未陷入衰退泥潭，将2024、2025年经济增速预测上修至0.9%和2.4%。通胀方面，欧元区5月通胀较4月反弹0.2个百分点至2.6%，其中服务业价格水平大幅上涨（rose markedly）；加之当前欧元区薪资增速较高，本次会议对欧元区2024和2025年通胀及核心通胀的预测较3月预测分别上修至2.5%、2.8%和2.2%、2.2%。在发布会环节，当被问及在当前通胀水平降息是否过早时，拉加德称“在过去的几个月间我们对于未来道路的信心不断增强”，并提出欧央行在本轮货币政策周期中先于2022年7月至2023年9月期间连续大幅加息450BP、后于2023年9月至今维持紧缩性政策利率的决策都是基于欧央行的数据预测而进行的，并且在两个阶段都

成功地将通胀水平降低了一半，以此佐证欧央行的预测具有可靠性、稳定性和稳健性（reliability and solidity and robustness of those projections），并证明基于这一预测数据所做出的货币政策决议也具有先导性。

但事实上，欧元区内部消费需求和美国相比比较明显地处于较为疲弱的状态，导致其国内通胀在工业生产疫后恢复阶段很快从高通胀转为加速通缩，并且大概率将延续这一趋势，这可能意味着欧央行当前的通胀预期未来可能面临更大的下修压力。此外，欧元区尚未跟随美国实施明确的保护主义政策，这意味着其劳动力市场紧张程度可能较快也转为下行，薪资增速近期的走高也难以持续。由于美国 5 月就业数据相当强劲，与欧元区需求疲弱、生产改善相对温和的现状对比愈发强烈，欧央行与美联储错位但幅度接近地进行降息的希望遭到沉重打击，我们预计在下半年的会议中，欧央行或将更为果断地修正其当前偏高的通胀预期，并在此基础上以更大的决心实施加速降息的操作，预计下半年美欧央行宽松力度背离程度将日趋扩大。

事实上拉加德也在新闻发布会上为进一步加速降息的可能性留有余地。拉加德认为降息 25BP 后，当前欧元区的实际利率水平仍然较高，未来将继续依旧数据做出下一步的决策。拉加德提出，以实际利率水平来看，即便在降息 25BP 之后的当下，与去年 9 月相比，利率水平也是更具限制性的，当前欧元区的利率水平距离“中性利率”（neutral rate）还有很长的路要走，也就是说，未来欧央行也会继续依据通胀前景、潜在通胀以及货币政策传导力度这三个标准和持续公布的数据做出有关是否继续降息的决策，“市场做市场该做的事，我们做我们必须做的事（markets do what markets have to do, and we do what we have to do）”。

图 4: 美欧日英核心 CPI 同比 (%)



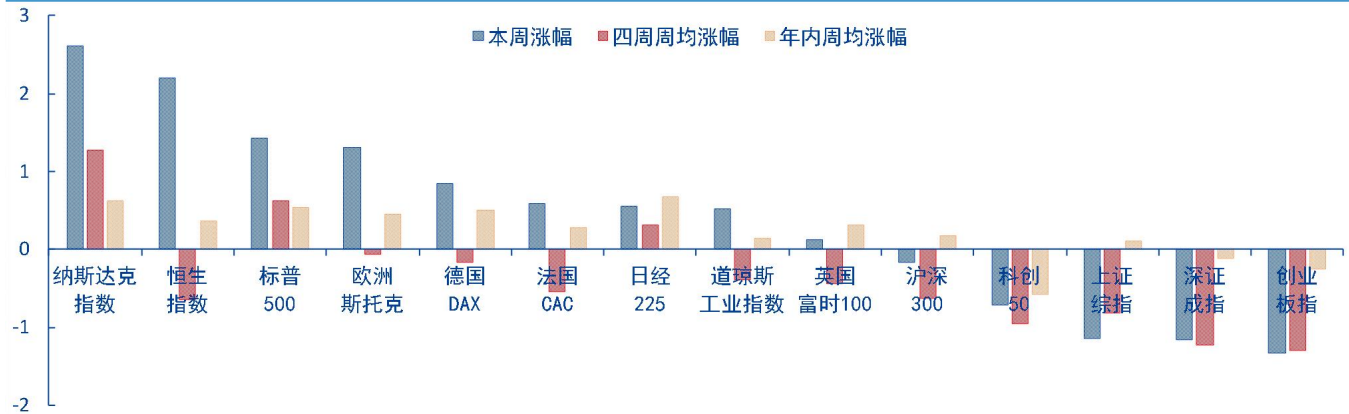
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

虽然本次拉加德并未给出超市场预期激进降息指引，欧央行内部的鹰派声音反而更为明显，但当前看来欧元区经济实际上已经相对脆弱，通胀的短暂反弹更大程度的原因是基数扰动而非趋势走强，在实体经济供给侧，拉加德承认制造业也仅是在相对较低的水平展现出了稳定迹象（manufacturing is showing signs of stabilization at low levels），商品价格通胀甚至已经降至 0.8% 的低位。加之欧元区内部不同国家间也具有不同程度的经济分化，在年内剩下的 4 次货币政策会议中，欧央行态度受欧元区经济和通胀下行压力驱动而扭转为加速宽松的概率仍然较大，我们预计欧央行年内还需降息 2-3 次，每次 25BP。

风险提示：欧央行降息快于预期导致美元指数进一步上行风险。

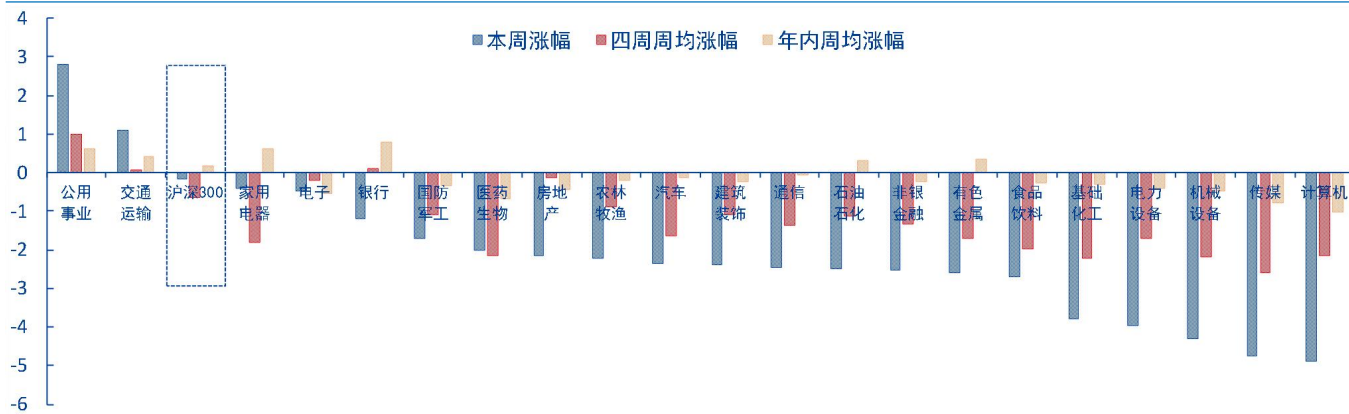
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 5: 全球股市: 本周海外主要股指普遍上涨, 创业板指跌幅最深



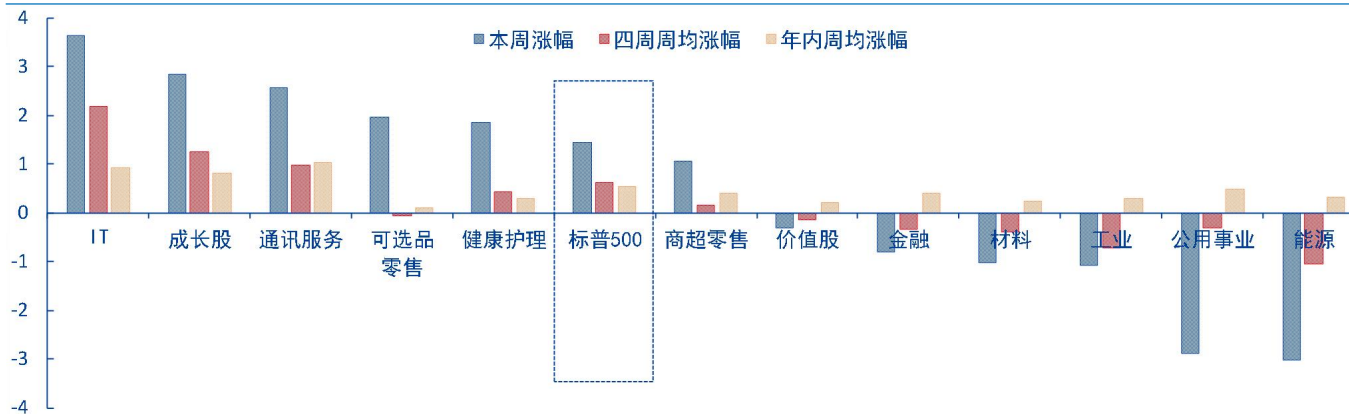
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 6: 沪深300及申万一级行业涨幅对比(%): 本周A股除公用事业、交运板块上涨外, 其余板块普遍下跌



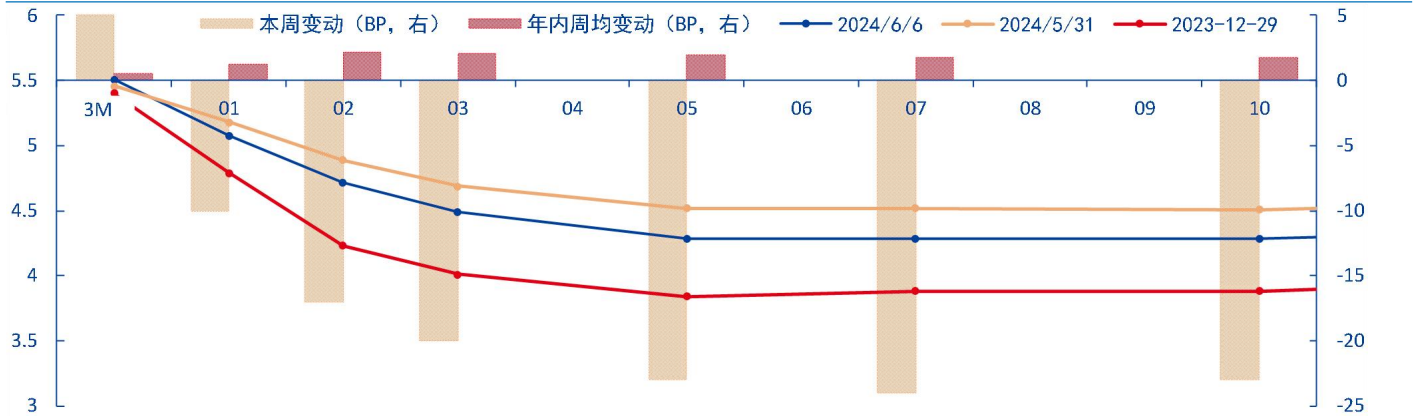
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 标普500及行业涨幅对比(%): 本周美股IT板块领涨, 能源板块跌幅较深



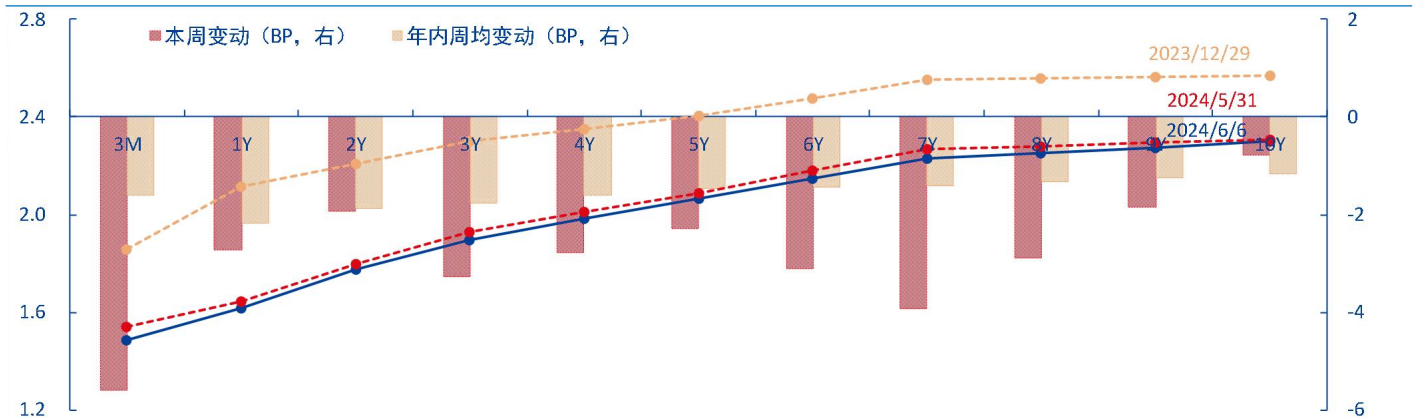
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8: 美国国债收益率变动幅度: 本周 10Y 美债收益率大幅下行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9: 中国国债收益率变动幅度: 本周中国国债收益率整体下行



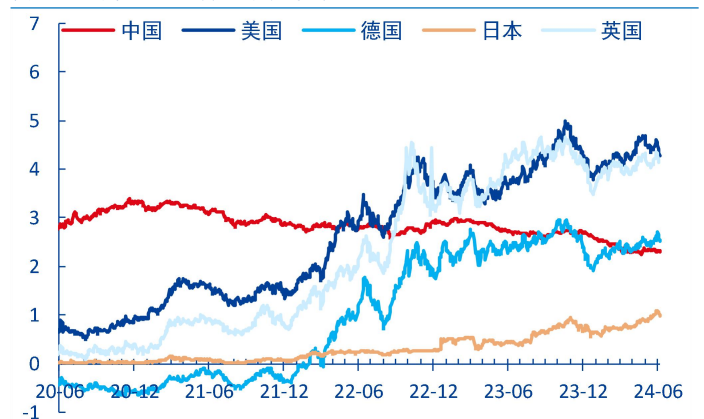
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 10: 本周中国国债短端收益率下行约 3BP (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 中美 10Y 利差小幅收窄 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 10Y 国开债与国债利差有所缩小 (%)



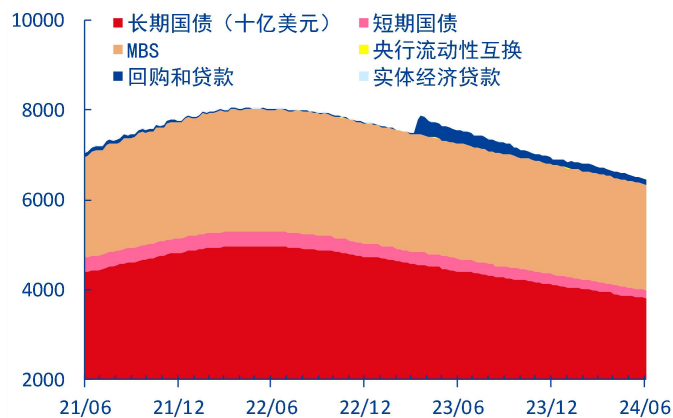
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 1Y、3Y 信用利差较上周持平 (BP)



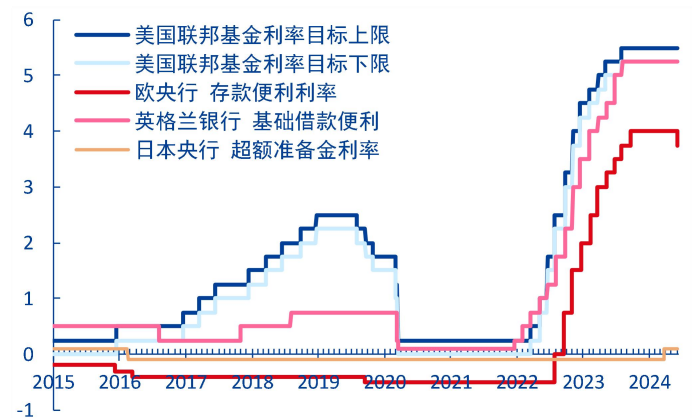
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 美联储本周资产规模持续减少 (USD bn)



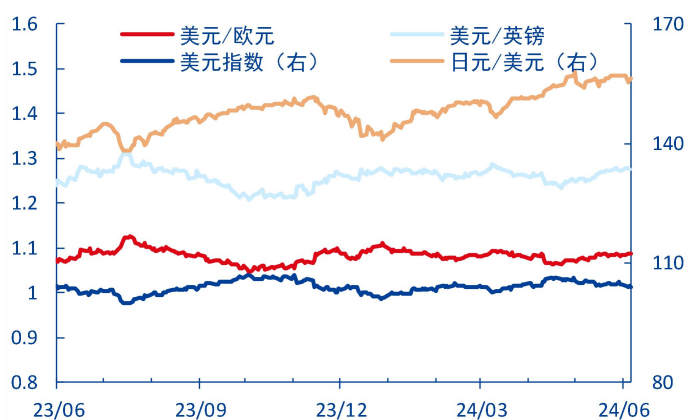
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 全球汇率: 美元指数小幅下跌



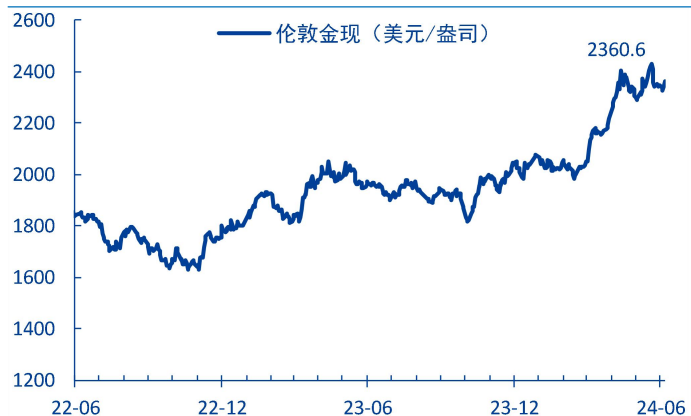
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: CNY 小幅贬值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 本周金价高位调整小幅上涨



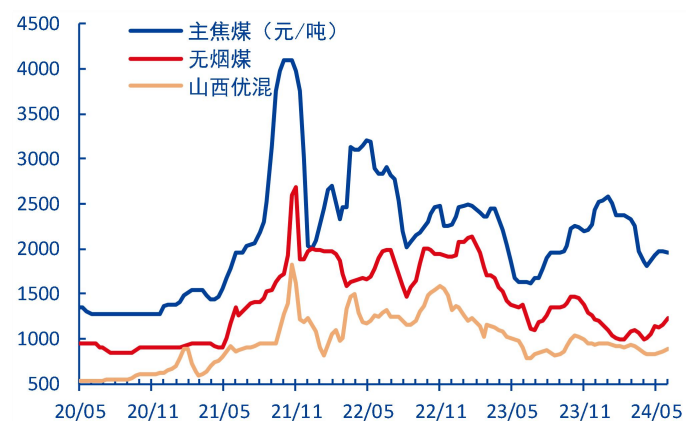
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 本周原油价格有所下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 5 月末无烟煤及山西优混价格有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 本周铜价小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn