

海外宏观双周报

三因素致美元指数高位回落

■ 核心观点

第一，全球经济进入 2019 年以来渐显疲态，不仅欧元区经济弱势不改，而且此前表现一直坚挺的美国经济也出现走弱迹象，5 月份的经济数据再次验证了这一点。

第二，美联储主席鲍威尔鸽派讲话、非农数据大幅下行且远不及预期、欧元区经济并未进一步下行这三大因素导致美元指数高位回落；但我们认为美元指数下行空间也不会很大，年内仍将保持盘整。

第三，行情展望：全球股市波动率提升，美股可能进入熊市第一年；美国以外的债市整体仍具备向好基础；工业原料类大宗商品价格将整体走弱，农产品与贵金属将有较好表现；日元、瑞郎、黄金等避险资产仍具配置价值。

本周市场重点

■ 美联储降息预期升温，三因素拖累美元指数

全球经济进入 2019 年以来渐显疲态，不仅欧元区经济弱势不改，而且此前表现一直坚挺的美国经济也出现走弱迹象。5 月份的经济数据再次验证了这一点。美国经济回落态势明显，经济景气指标持续下行，但仍高于 50 的景气分界线；劳动力市场方面，尽管失业率仍维持 3.6% 的低位，但非农新增就业量大幅回落，冲击了市场对此前表现良好的劳动力市场的信心，进而增加了对经济前景的担忧。在该背景下，市场对美联储降息的预期加强，美元指数也从高位开始回落。尽管美联储主席鲍威尔表态增加了降息可能性，但此前美联储内部的分歧并未完全消失，是否降息以及未来降息时点的选择仍有不确定性。即使美联储选择在 7-9 月的某个时点降息，全球经济也难以在短期迅速回暖，经济隐忧仍存，2019 年中国外部需求整体弱势格局难有显著改观。

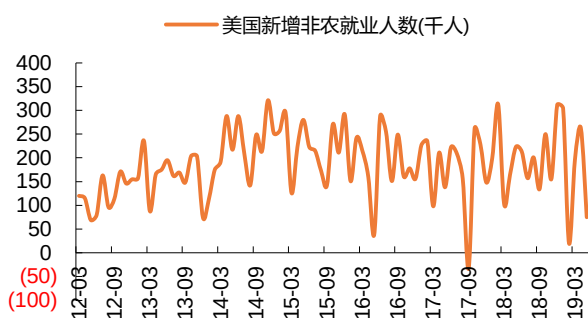
6 月 7 日晚间，美国非农数据公布，失业率仍维持在 3.6% 的低位，劳动力参与率也维持在 62.8% 的低位；但是，新增非农数据却大幅低于预期，扭转了 3-4 月新增非农数据的上行态势；同时，薪资增速持续第三个月放缓。数据显示：5 月非农就业人口新增 7.5 万，远低于预期的 18.0 万及前值 26.3 万，且新增就业疲软并非集中于个别行业，而是普遍存在的现象，特别是制造业、建筑、采矿、IT 与零售，均出现新增就业大幅回落的现象。5 月劳动力参与率为 62.8%；平均时薪环比 0.2%，低于预期 0.3%，时薪同比 3.1%，低于预期及前值 3.2%，连续三个月下滑；失业率为 3.6%，持平于预期及前值。此次非农数据大幅低于预期体现了美国劳动力市场出现走弱迹象，若非农数据继续表现疲软，美国劳动力市场走弱态势将得到确认，美联储通过降息来刺激经济的必要性也将加强。另外，美国 5 月 ISM 制造业 PMI 继续回落至 52.1，处于震荡回落通道。在弱势非农公布后，美元指数出现回落，并跌破 97 关口。我们认为，在美国非农数据与景气指标均有所下行的背景下，美联储降息的必要性有所加强，但考虑到降息之后政策空间不足，所以美联储将保有谨慎态度，仍需等待 6 月份经济数据公布后，美联储才会对未来货币政策路径做出更明确的指引。

尽管美联储主席鲍威尔讲话加大了降息预期，但市场对美国经济的担忧仍在发酵，美债收益率也在持续回落。在鲍威尔讲话前，美国 3 个月国债收益率与 10 年期国债收益率就已在 5 月 13 日于年内再次出现倒挂；在鲍威尔讲话后，市场对降息预期升温，3 个月美债收益率开始下行，但由于市场对美国经济担忧仍未缓解，10 年期美债收益率也在下行，且两者利率倒挂程度并未显著好转，截至 6 月 7 日，两者倒挂程度仍有 19bp，较 6 月 3 日的年内最大倒挂程度 28bp 仅收窄 9bp。

对全球金融市场而言，上周最值得重视的变化就是美元指数的高位回落。自 2018 年四季度以来，市场一直不乏对美元指数即将回落的判断。但是，由于美国经济的韧性与欧元区经济的疲弱，美元指数在 2019 年 4 月底一路冲上 98 关口，之后虽面临滞涨，但也维持了超过一个月的高位震荡。直到 5 月 31 日，美元指数才开始缓慢震荡回落，并在 6 月 7 日加速回落并跌破 97 关口。美元指数的回落有三大因素：①美联储主席鲍威尔鸽派讲话加大了市场对美联储降息的预期，利差预期回落带动美元指数下行；②美国非农数据与经济景气度指标均不及预期，特别是非农数据大幅低于预期与前值，加大了市场对美国经济前景的担忧，美元指数有所下行；③欧元区经济虽然疲软，但目前并未进一步下行，而是呈现低位震荡的态势，这也给美元指数下行创造了外部条件。

在未来一段时间，美元指数在美国经济数据回落与美联储降息预期发酵的背景下易跌难涨，但在欧元区经济弱势与避险需求仍存的情况下，美元指数下行空间也不会很大，年内仍将保持盘整。

图表1 美国 5 月非农数据大幅回落



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 美元指数自高位开始回落



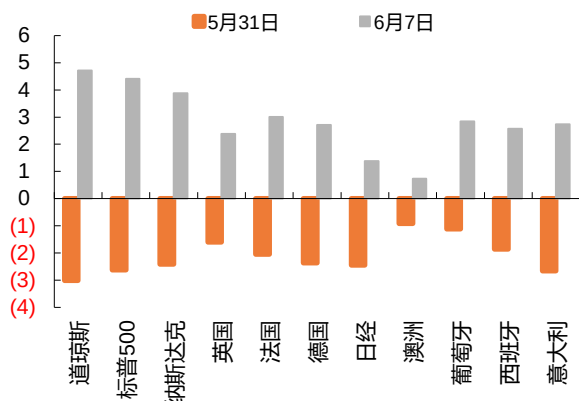
资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 发达与新兴市场股市分化，避险资产仍具配置价值

在美联储降息预期加强和美元指数高位回落的背景下，部分新兴经济体已开始提前开启降息周期，这是新兴市场股市在过去两周表现整体优于发达市场的主要因素。在强美元与鹰派美联储发言的环境下，新兴市场受到资本外流的严峻冲击。所以在上述两背景因素均出现逆转迹象时，新兴市场的边际收益也高于发达市场。尽管如此，我们并不认为此时是配置新兴市场股市的良机，流动性趋松预期虽然得到提振，但美联储仍要视 6 月份经济数据来决定未来是否降息以及降息时点。考虑到美联储降息的谨慎态度，超预期降息的概率较低，这将导致股票等风险资产难以获得超额收益，且将承担较高的市场波动风险。在该背景下，黄金等避险资产将持续获得增量资金的配置。

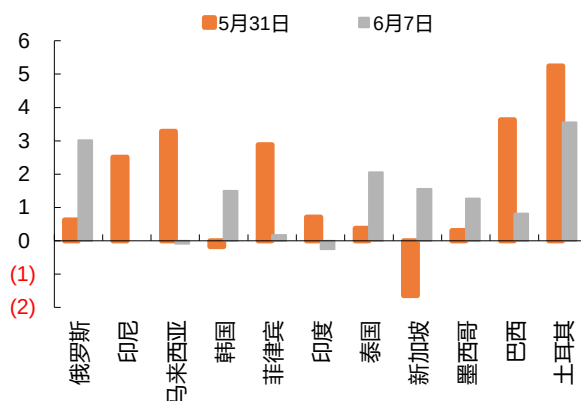
我们维持以下判断：全球股市波动率提升，美股可能进入熊市第一年；美国以外的债市整体仍具备向好基础；工业原料类大宗商品价格将整体走弱，农产品与贵金属将有较好表现；日元、瑞郎、黄金等避险资产仍具配置价值。

图表3 近两周发达经济体股市先跌后涨



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 近两周新兴市场国家股市大多上涨



资料来源: WIND, 平安证券研究所

海外经济跟踪

■ 美墨达成贸易协议，美暂停对墨加征关税

6月8日，美国总统特朗普表示，美国与墨西哥达成贸易协议，对墨西哥的加征关税将无限期暂停，协议细节将很快由国务院公布。墨西哥外长确认墨西哥已与美国达成协议，美国将不会对墨西哥加征关税。

点评：自2019年5月31日开始的美国与墨西哥之间的贸易摩擦终于告一段落，以墨西哥接受对移民进行限制的要求和美墨自由贸易的结果结束。这是一个特朗普极限施压的典型成功案例，起初，特朗普决定对墨西哥加征关税，甚至出台了加征关税的具体计划时间表，引发了墨西哥的恐慌，美国内部汽车、肉制品厂商也提出对特朗普此举的不满，甚至美国财长努钦与贸易代表莱特希泽也曾反对特朗普贸然对墨西哥加征关税。在特朗普利用贸易谈判加强墨西哥对非法移民限制的意图逐渐明晰之后，墨西哥虽然公开谴责美方将移民问题混入贸易谈判，但最终也只能答应美方要求。在美墨达成协议后，墨西哥移民进入美国的难度将显著提升，美墨自由贸易也保证了美国能够继续获得来自墨西哥的廉价原材料与中间品，短期通胀上行压力并不大；而墨西哥虽然获得了与美国自由贸易的好处，产业流入墨西哥的趋势也将持续，但是在管理和安置移民的领域上将增加公共支出，社会管理成本也将提升。

■ 鲍威尔鸽派发言增加降息可能性，美联储具体行动仍将等待6月经济指标

当地时间6月4日，美联储主席鲍威尔亮相芝加哥联储举办的公开活动并发表讲话。鲍威尔在讲话中称美联储将采取适当措施维持经济持续扩张。

点评：鲍威尔关于美联储采取适当措施维持经济持续扩张的表态加强了市场对美联储降息的预期，目前市场预期美联储将可能在9月加息，较乐观的机构预测降息时点将是7月。但是，我们认为，在经历2008年金融危机后近十年的量化宽松之后，美联储共经过了9次加息，当前即使开启降息，空间也远不及2008年金融危机爆发的时候。且在降息开启后，一旦经济面临突发冲击，美联储将没有足够的政策工具来对冲经济下行风险。所以，无论外部压力多大，美联储当前对降息的态度一定是谨慎的，所以超预期降息的可能性极低，降息能够不低于市场预期的概率也不会很大。在该背景下，5月经济数据与非农数据虽不及预期与前值，但是单个月的经济数据仍缺乏说服力，6月的经济与就业数据对经济前景判断仍有重要的验证作用。所以，在6月经济数据公布前，美联储态度进一步倒向鸽派的概率并不大，美元指数虽然短期会有所下行，但下行空间也不大。

海外市场跟踪

图表5 海外金融市场跟踪

	最新值 (2019.6.7)	分位数	本周均值 (2019.6.3-7)	周涨跌	月涨跌	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	25983.9	98.6%	25479.23	4.71%	4.71%	11.39%
标普 500 指数	2873.3	98.8%	2818.14	4.41%	4.41%	14.62%
纳斯达克指数	7742.1	98.0%	7558.65	3.88%	3.88%	16.68%
富时 100 指数	7331.9	93.3%	7242.22	2.38%	2.38%	8.97%
CAC40 指数	5364.1	82.9%	5288.84	3.00%	3.00%	13.39%
DAX 指数	12045.4	91.8%	11948.66	2.72%	2.72%	14.08%
恒生指数	26965.3	89.7%	26896.28	0.24%	0.24%	4.33%
美元指数	96.59	73.2%	97.07	-1.21%	-1.21%	0.54%
欧元兑美元	1.13	30.9%	1.13	1.65%	1.65%	-1.07%
英镑兑美元	1.27	3.6%	1.27	0.92%	0.92%	-0.21%
美元兑日元	108.18	45.4%	108.19	-0.44%	-0.44%	-1.39%
美元兑人民币 (离岸)	6.91	55.2%	6.91	0.10%	0.10%	0.50%
美国十年期国债利率	2.09%	14.3%	2.10%	-5.0bp	-5.0bp	-60.0bp
英国十年期国债利率	0.87%	0.8%	0.92%	-11.1bp	-11.1bp	-46.7bp
法国十年期国债利率	0.09%	0.0%	0.15%	-12.0bp	-12.0bp	-61.9bp
德国十年期国债利率	-0.25%	0.0%	-0.22%	-4.6bp	-4.6bp	-44.6bp
意大利十年期国债利率	2.35%	17.8%	2.49%	-31.0bp	-31.0bp	-42.0bp
布伦特原油现货	62.56	52.5%	63.14	-4.72%	-4.72%	15.53%
WTI 原油现货	52.59	42.3%	52.75	-1.70%	-1.70%	15.81%
伦敦现货黄金	1340.65	84.7%	1330.51	3.48%	3.48%	4.60%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_12148

