

贸易黑天鹅，避险情绪升温

——2019年5月全球市场动态

海外月报

美国：4月就业数据依旧强劲，工资平稳，通胀温和。消费者信心稳定，制造业 PMI 下行，出口订单分项为 2016 年来首次跌破枯荣线。美联储短期内既不会加息也不会降息，技术性调整超额准备金利率有助改善流动性。美股先涨后跌，中美贸易摩擦令避险情绪升温，美债利率快速下行。贸易保护仍是 2019 年最大风险点。

欧元区：欧元区近期失业率下降，通胀走强，出口略有改善。4月消费者信心下降，但制造业 PMI 略有回升。考虑到欧元区经济全面疲软、贸易风险增加、以及英国脱欧前景不明等原因，欧央行货币政策依然偏鸽。全球贸易风险升温，德国国债收益率先涨后跌。

日本：4月数据喜忧参半，制造业 PMI 回暖并升至枯荣线上方，但消费者和投资者信心疲弱，出口增速继续下滑，总体上经济前景不乐观。日央行继续宽松，10月上调消费税计划不变，财政偏紧。

新兴市场：4月经济数据前高后低，花旗经济意外指数在4月中旬改善，但于月末再次恶化，制造业 PMI 小幅回落。新兴市场汇率跟随其经济基本面亦先升后贬，同期美国经济数据较好带来美元走强，加大新兴市场货币下挫。MSCI 新兴市场指数在中旬达到近半年历史高点后，月末有小幅回调。目前来看新兴市场的经济基本面仍不稳固，年内各国宏观政策有宽松加大的可能。

有色金属：5月初铜价大幅下跌，主要是受中美贸易谈判新波折和美元指数处于高位影响。5月初原料 TC 报价已下滑至 67.5 美元，预示国内铜精矿供应趋紧。伴随着冶炼厂检修范围的扩大，铜面临“铜矿供应趋紧+冶炼产能瓶颈受制”的双重干扰因素，有助铜价上涨。近期四氯化钛供应仍趋紧，受此影响海绵钛价格维持高位。同时海绵钛自身因环保因素供应存在缺口，支撑价格坚挺。短期受云海海关事件影响，中重稀土价格有望上涨。

港股市场：4月以来，全球股票市场上行趋势开始放缓。美股市场在1季报超预期的支持下继续上行，但全年业绩预期承压限制了大盘的上行动力。由于美元在4月内阶段性走弱，加上英国和欧洲间成功就延迟脱欧达成一致，欧洲市场领涨全球。全球经济增长预期仍然疲弱，新兴市场上行动力大幅减弱，中国、印度市场的涨幅回落，拉美、中东市场继续承压调整。预计2季度全球主要货币利率继续保持低位，但经济增长状况、通胀压力和汇率稳定性将引导国际资金流向。贸易风险增加市场波动率，新兴和发达市场间的界限则可能变得模糊。

风险提示：中美贸易摩擦继续升级，欧洲经济下行超预期。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsecn.com

李伟峰 (执业证书编号：S0930514050002)
021-52523820
liweifeng@ebsecn.com

陈治中 (执业证书编号：S0930515070002)
86-0755-23946159
chenzhz@ebsecn.com

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)
021-52523803
zhouzipeng@ebsecn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebsecn.com

刘慨昂 (执业证书编号：S0930518050001)
021-52523821
liuka@ebsecn.com

联系人

刘政宁
021-52523806
liuzn@ebsecn.com

美国：经济显韧性，贸易风险重现

4月就业数据稳定，通胀温和（图 1-2）。美国 4 月新增非农就业好于预期。失业率进一步下降至 3.6% 的低位，再创新低。小时工资同比增速 3.2%，与前值持平，连续第 7 个月高于 3%。分行业看，4 月就业强劲主要是靠服务业支撑，制造业新增就业相对疲弱，表明全球经济放缓，中美贸易摩擦对制造业的影响在增加。4 月 CPI 通胀增速上升至 2%，核心 CPI 通胀回升至 2.1%，整体温和。

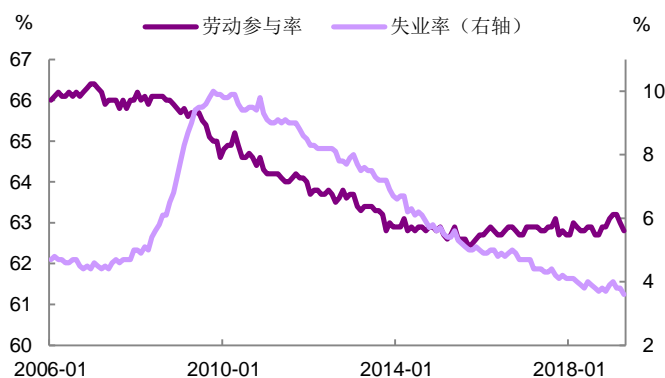
消费者信心稳定，ISM 制造业 PMI 下行，其中出口订单分项跌破枯荣线（图 3-4）。4 月密歇根消费者信心指数 97.2，较前值略有放缓，ISM 制造业 PMI 下降至 52.8，其中，新订单指数降至 51.7，出口订单继续下滑并跌破枯荣线，这也是 2016 年以来首次，说明外围环境对美国的负面影响在增加。

美联储短期内既不会加息，也不会降息，技术性调整超额准备金利率（IOER）有助于改善流动性。5 月 FOMC 会议决定按兵不动，符合市场预期，但鲍威尔的言论比市场预期更为鹰派。鲍威尔认为通胀低迷是暂时的，因此短期没有降息的必要，但部分联储官员对通胀低迷表示了关切，意味着联储也不会立即转向加息。我们认为，当前美国基本面仍然稳固，且资产价格较高，进一步宽松的空间有限。另有联储官员表示，如果贸易摩擦升级对美国消费者产生实质性影响，联储可能不得不降息。但这还不足以让降息成为当前市场的主流预期。

4-5 月美股先涨后跌，中美贸易摩擦反复令避险情绪升温（图 5-8）。5 月初特朗普突然宣布将对中国进口的 2000 亿美元商品加征 25% 的关税（之前为 10%），引发市场担忧。美股下挫，美债收益率快速下行，美元冲高回落。短期来看中美贸易冲突风险增加，市场避险情绪会有所上升，波动率也会提高。但考虑特朗普一直以来都是反反复复，市场可能也不会过度恐慌。

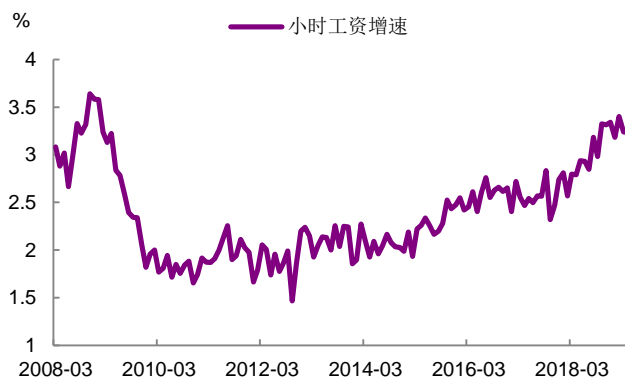
比起短期市场波动，我们更加关注贸易摩擦升级对实体经济的影响。我们在之前的报告中指出，当前全球经济依然脆弱，如果中美贸易摩擦升级，对包括美国在内的所有经济体都是损害，谁也无法从贸易摩擦中独善其身。换句话说，**贸易保护仍是 2019 年最大风险点。**

图 1：美国失业率跌至 3.6%，创新低



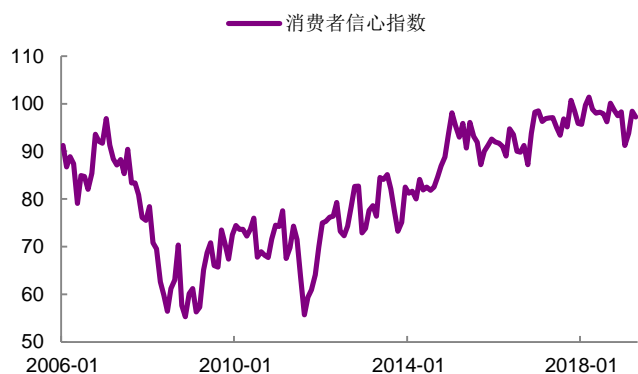
资料来源：Wind，数据截至 2019 年 4 月

图 2：美国时薪未加速上升，但仍在 3% 以上



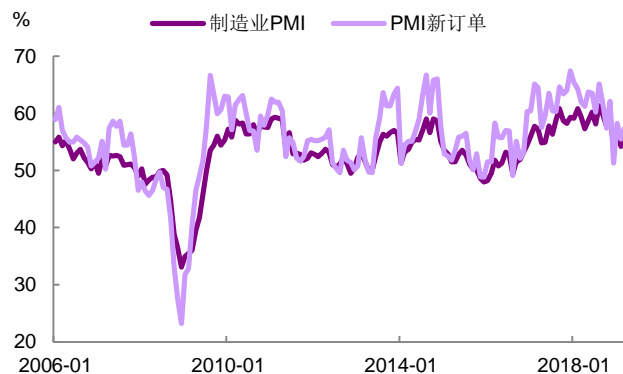
资料来源：Wind，数据截至 2019 年 4 月

图 3：美国消费者信心保持稳定



资料来源：Wind，数据截至 2019 年 4 月

图 4：美国制造业 PMI 下滑，新订单下跌较多



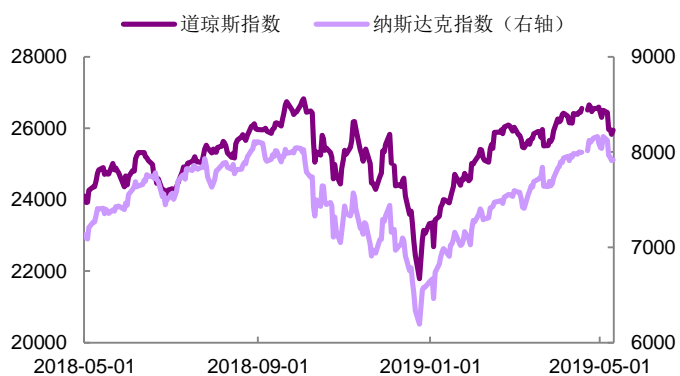
资料来源：Wind，数据截至 2019 年 4 月

图 5：受贸易摩擦影响，美股新高后受挫，波动率上升



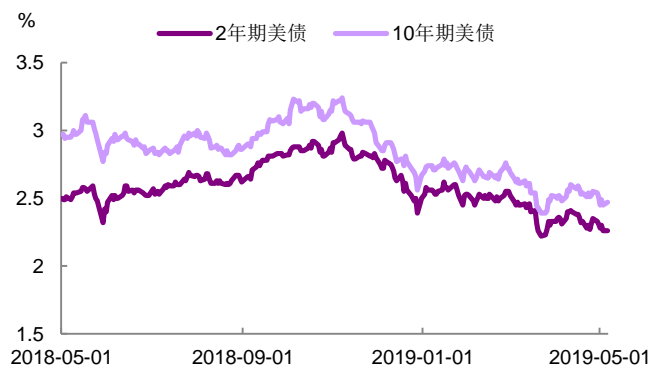
资料来源：Wind，数据截至 2019 年 4 月

图 6：道指，纳指高位回落



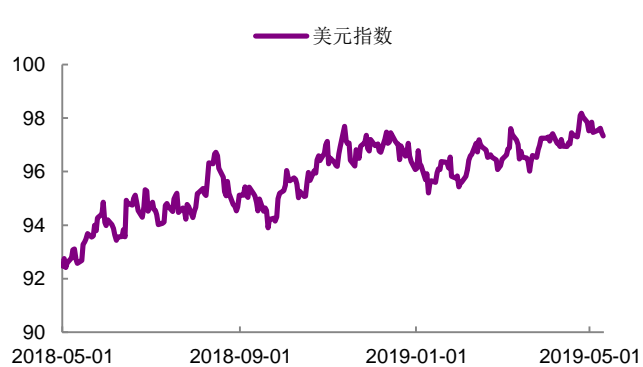
资料来源：Wind，数据截至 2019 年 4 月

图 7：美债利率下探年初低点



资料来源：Wind，数据截至 2019 年 5 月

图 8：美元指数冲高后回落



资料来源：Wind，数据截至 2019 年 5 月

欧洲：微弱企稳

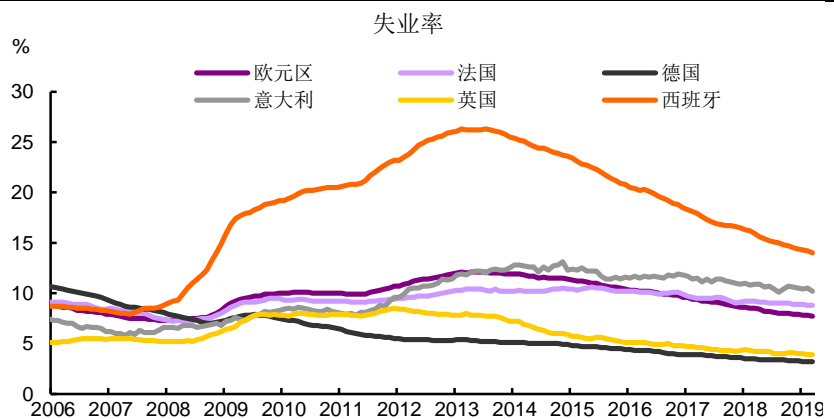
失业率下降，通胀走强，出口略有改善（图 9-11）。3 月欧元区失业率为 7.7%比 2 月份降低 0.1 个百分点，其中德国和法国失业率均较前值持平，意大利由 10.5%下降至 10.2%，西班牙则由 14.2%下降至 14.0%。在能源价格上涨和服务业通胀的推动下，4 月欧元区 CPI 同比增速为 1.7%，创 2019 年以来新高。欧元区主要国家的通胀均呈上升趋势，其中德国 CPI 增速触底反弹至 2.1%。德国出口同比增速出现一定回弹，但外需前景仍然不确定。

消费者信心恶化，但制造业 PMI 回升（图 12-13）。4 月欧元区主要国家消费者信心指数均有所下降，其中德国的消费者信心指数下降幅度较大。除英国受延期脱欧影响较大 PMI 下降至 53.1%外，欧元区各主要经济体 4 月份制造业 PMI 皆有回升。法国 4 月制造业 PMI 为 50%，站在了荣枯线上。德国 PMI 结束了九连跌小幅上涨至 44%，意大利也结束了连续 3 个月的跌势录得 49.1%。

欧央行货币政策持续宽松。考虑到欧元区经济全面疲软及英国脱欧前景不明等原因，欧央行货币政策依然偏鸽。4 月 10 日欧央行在召开的政策会议上宣布维持三大主要利率不变，符合市场预期。欧央行预计在 2019 年底不会加息，将在 9 月份开始实施第三轮定向长期再融资操作，并持续至 2021 年 3 月，以维持宽松的融资条件。

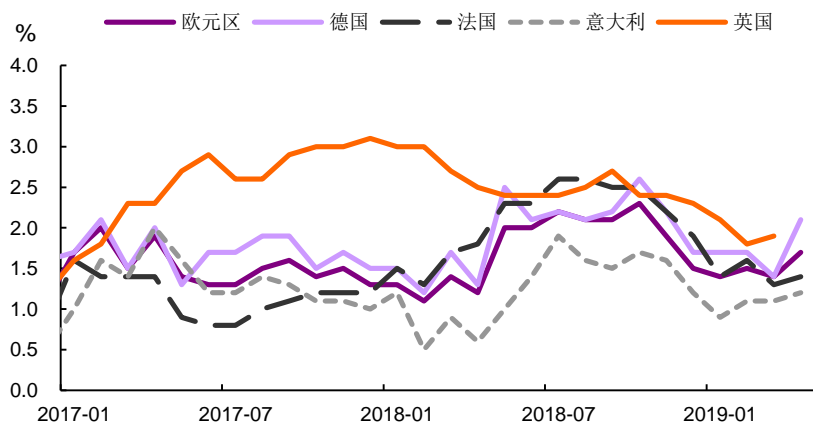
4 月德国国债收益率微涨，欧洲主要股指上行（图 14-15）。4 月欧洲主要股指法兰克福 DAX、巴黎 CAC40、伦敦金融时报 100 指数等走势较强。与此同时，德国 10 年期国债收益率一改数月来的跌势，4 月底收涨 0.03 个百分点。

图 9：欧元区与英国调查失业率继续改善



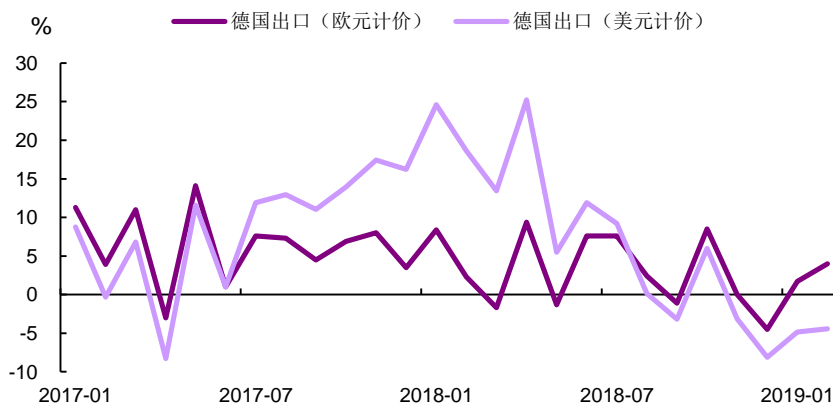
资料来源：Wind，时间截至 2019 年 3 月

图 10: 欧元区通胀走强



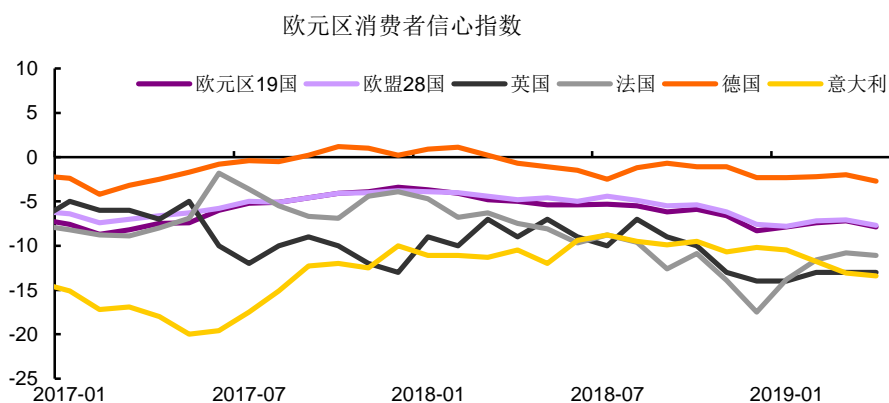
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 4 月

图 11: 德国出口同比增速



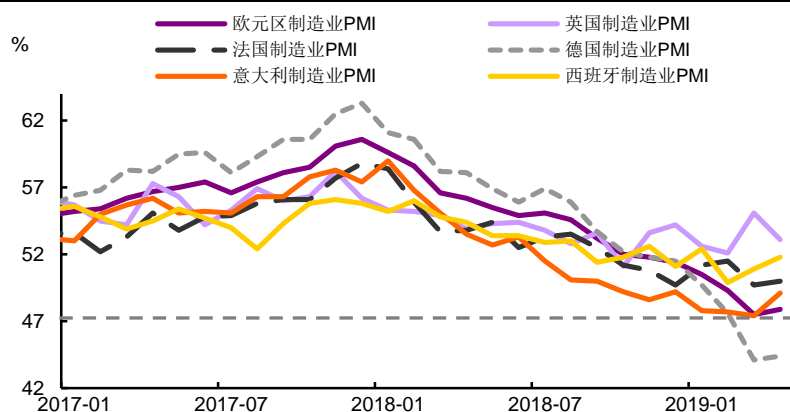
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 2 月

图 12: 4 月欧元区消费者信心略有下降



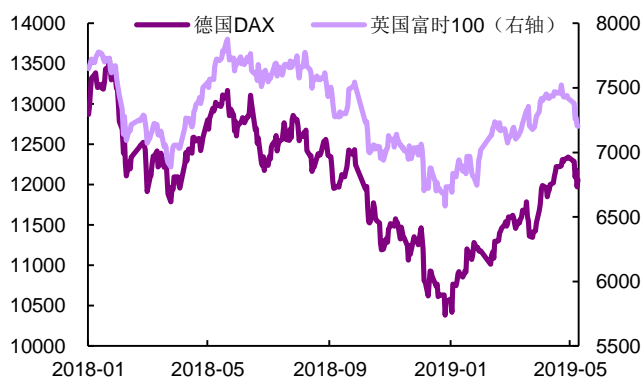
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 4 月

图 13: 除英国外制造业 PMI 有所回升



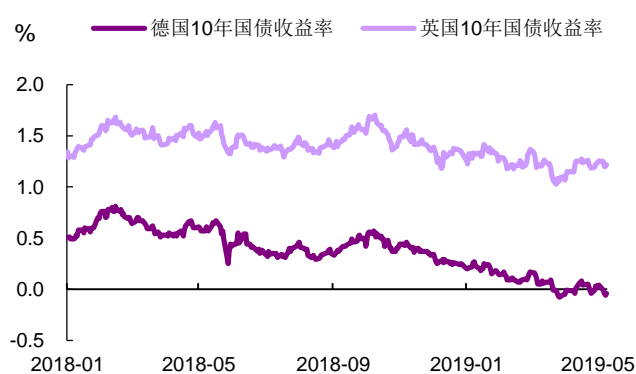
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 4 月

图 14: 德国、英国股指走势



资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 5 月 10 日

图 15: 德国、英国 10 年期国债利率走势



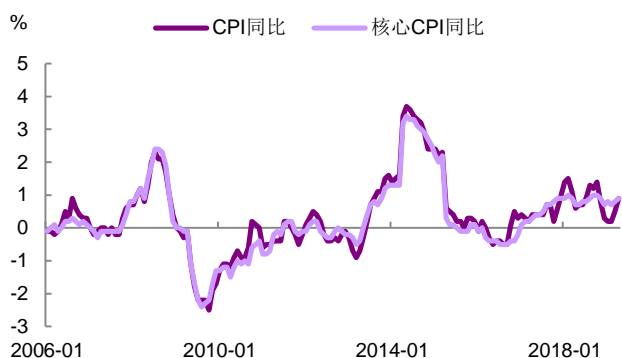
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 5 月 10 日

日本: 经济前景不乐观

日本 4 月 CPI 通胀同比增速为 0.9%，核心 CPI 通胀同比增速也回升至 0.9%（图 16）。4 月出口同比下滑至 -2.4%，持平 3 月跌幅，表明全球经济走弱的影响仍未消除（图 17）。4 月制造业 PMI 上升至 50.2，连续 2 个月上升并突破枯荣线（图 18）。4 月消费者和投资者信心指数双双下滑（图 19）。总体上，日本经济的前景并不乐观。

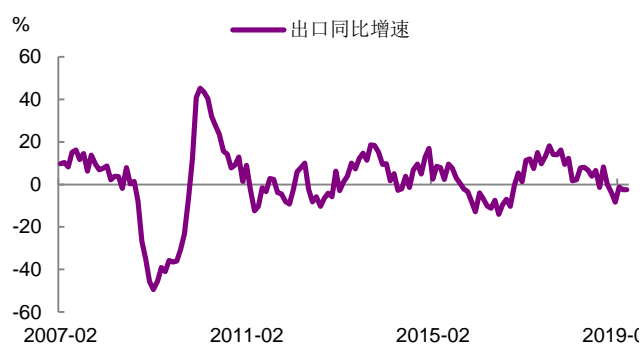
货币政策方面，日本央行行长黑田东彦表示，日本银行已注意到低利率对银行利润空间的挤压，但日本央行还需要继续实施宽松一段时间。财政方面，日本财政大臣麻生太郎表示 10 月上调消费税的立场不变，另外当前并不考虑额外的财政支出。考虑到当前消费者信心不足，预计消费税的上调将给经济带来一定下行压力。

图 16: 日本 4 月通胀回升



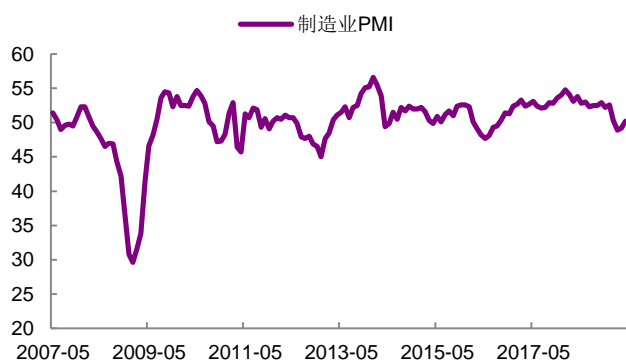
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 4 月

图 17: 日本 4 月出口同比下滑



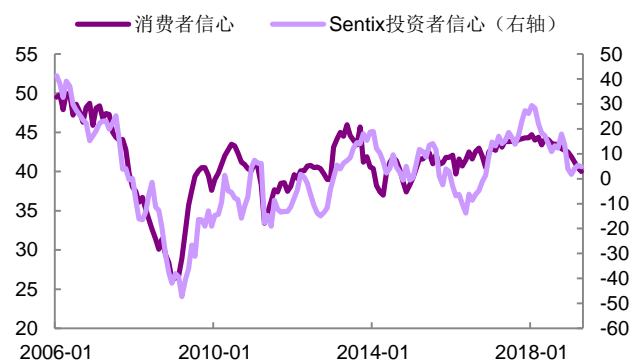
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 4 月

图 18: 日本 4 月制造业 PMI 回到枯荣线上方



资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 4 月

图 19: 日本消费者信心继续下滑



资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 4 月

新兴市场: 全球经济放缓影响显现

4 月经济数据走高后回落。花旗新兴市场经济意外指数在 3 月持续改善, 但于 4 月末再次恶化(图 20)。**制造业 PMI 小幅回落。**4 月新兴市场制造业 PMI 小幅回落为 50.5% (前值为 51%, 图 21)。

新兴市场汇率跟随经济走势亦先升后贬。4 月新兴市场货币总体随宏观经济状况波动, 汇率在中旬冲高后于下旬再次回落, 同期美国宏观经济数据较好带来美元走强, 加大新兴市场货币下挫(图 22)。**MSCI 新兴市场指数**在中旬达到近半年历史高点后, 有小幅回调(图 23)。

印度: 通胀下行助推货币政策宽松。4 月通胀上升至 2.92%但仍处于较低水平(印度央行的中期广义通胀目标中枢在 4%), 叠加印度经济放缓压力和 4 月印度大选, 促使印度央行在 4 月初进行年内第二次降息, 下调回购、逆回购政策利率 25 个 bp 分别至 6.0%和 5.75%。受此影响, 印度金融市场本月初小幅上行, 此后进入震荡调整。4 月印度制造业小幅下行至 51.8% (前值 52.6%), 但仍位于荣枯线之上(图 25)。4 月印度卢比贬值 1.02% (图 26)。印度大选于 4 月 11 日开始, 将于 5 月下旬公布结果, 现任总理莫迪和

国大党候选人拉胡尔·甘地成为印度总理的主要竞选人。本次大选期间，包括印度前央行行长在内的数位经济学家质疑经济数据系政府伪造。

越南：国内消费旺盛，成为拉动经济增长的重要动力。今年前4月零售总额累计同比增长达11.9%（去年同期9.8%），但4月单月同比有所回落。**进出口均有不同程度增长。**4月进口交易额为206亿美元，累计同比增速10.4%（前值8.9%）；出口交易额为199亿美元，累计同比增速5.8%（前值4.7%，图27）。**通胀率持续保持低位，略有上行。**4月份CPI同比增长2.93%，较上月环比上行0.3pct，低于越南央行4%的通胀目标（图28）。**制造业保持回升态势。**4月制造业PMI回升至52.2%（前值51.9%），工业生产指数则与3月大致持平（图29）。4月股指环比小幅下跌1%（图30）。

俄罗斯：央行维持政策利率高位，CPI有所回落。3月CPI同比增速继续上升至5.35%（前值5.29%，4月暂未公布），但根据俄罗斯银行4月22日的估计，4月国内通胀率或回落至5.1%左右¹。今年4月26日，俄罗斯银行董事会决定将政策利率保持在每年7.75%，并声明会综合考虑经济增长、通胀、外部风险以及金融市场反应，如果未来形势发生不利变化不排除降息可能。**4月制造业PMI回落。**4月制造业PMI为51.8%（前值52.8%，图31），从分项指标来看，产量和新订单增长放慢，同时由于裁员和生产效率的提高，雇员数量有所下降。**出口增速止跌回升，**3月出口累计同比增速回升至3.7%，贸易逆差较前值略有缩窄，预计4月油价回升会进一步带动原油出口（图33）。

巴西：经济改革受挫，增长预期放缓。4月巴西制造业PMI继续回落至51.5%（前值52.8%，图34），进出口额环比扩大、同比回落，贸易顺差同比小幅增加（图35）。4月巴西雷亚尔兑美元汇率贬值1.3%，国债长短端利差小幅收窄（图36）。IMF于今年4月发布的WEO将巴西2019年经济增长由2.5%下调至2.1%。除今年以来大豆减产、淡水河谷铁矿溃坝事件带来的影响外，养老金改革受阻亦成为经济预期下降的原因。巴西新总统博索纳罗于今年年初上任后宣布多项经济改革政策，其中提高最低退休年龄、削减养老金福利的养老金改革政策被认为对巴西经济长期发展至关重要，近期这一改革受到巴西国内部分群体反对陷入停滞，导致市场对巴西经济信心下跌。

土耳其：通胀率仍处高位，里拉延续贬值态势。4月CPI同比上涨19.5%（前值为19.7%，市场预期增长20.4%），但仍远高于官方目标5%（图36）。4月美元兑土耳其里拉中间价为5.74，里拉贬值5.4%（图37）。**PMI小幅下**

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_12378

