

## 情绪改善，新兴市场隐忧仍在

### ——2019年4月全球市场动态

海外月报

**美国：**3月就业较2月明显改善，加上消费者信心和制造业PMI反弹，进一步打消市场对衰退的担忧。美联储3月FOMC会议大幅下调全年加息预期至0次，同时决定9月底结束缩表。美、欧央行仓促转鸽令市场颇感意外，美债10Y-3M利率曲线一度倒挂，但经济数据转暖后，市场情绪又有所修复。3月美股温和上行，但4月财报季的到来可能增加波动。全球经济不稳定，美债利率走低，美元依旧强势。

**欧元区：**3月制造业PMI继续下滑，其中德国PMI大幅不及预期，表明经济仍在探底。消费者信心有所回暖，英国脱欧仍然没有确定的时间表。欧央行延续宽松的货币政策，或在6月议息会议后公布TLTRO操作细节。欧洲股市震荡，德国国债收益率转负，表明市场对欧洲经济前景缺乏信心。

**日本：**3月通胀继续下滑，出口增速边际改善，但同比增速仍然为负。制造业PMI反弹至49.2，但仍位于枯荣线以下。年初以来避险情绪降温令日元走弱，在全球经济放缓、日央行保持宽松的背景下，日本国债利率进一步下行。

**新兴市场：**3月经济数据先抑后扬，花旗新兴市场经济意外指数虽为负但有持续改善。制造业、服务业PMI均回升，尤其是服务业PMI反弹明显。新兴市场汇率先升后贬，尤其是3月下旬土耳其货币危机的发酵，使得巴西、阿根廷、墨西哥、委内瑞拉等国也跟随有不同程度货币贬值。受此影响，3月新兴市场金融资产价格呈先涨后跌。全球经济放缓对新兴市场影响开始显现，部分国家已有所应对，如4月印度央行已开启年内第二轮降息。

**有色金属：**长期仍然看好矿山产能投放高峰已过的铜和上游供给出清、需求放量的钛。短期中国经济数据（比如制造业PMI、社融等）阶段性回暖也利好铜。

**港股市场：**短期内，虽然美元利率曲线倒挂一度影响美股市场的稳定性，并将忧虑情绪散播至全球股票市场；但中期来看，利率下行和流动性充裕最终对于具有合理估值的权益市场仍是促进资金流入的利好。香港市场18年年报季临近尾声，总体来看业绩情况符合市场预期。结合利率下行和资金流入的有利格局，港股市场估值修复的进展仍然值得期待。

**风险提示：**欧洲经济下行超预期，中美贸易谈判不及预期。

#### 分析师

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

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

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

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)  
021-52523803  
[zhouzhipeng@ebsecn.com](mailto:zhouzhipeng@ebsecn.com)

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

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

#### 联系人

刘政宁  
021-52523806  
[liuzn@ebsecn.com](mailto:liuzn@ebsecn.com)

## 美国：就业反弹，市场担忧减弱

**3月就业反弹，工资放缓，核心通胀温和（图1-2）。**美国3月新增非农就业19.6万，好于预期。失业率保持在3.8%的低位，小时工资环比放缓至0.1%，但同比增速仍达3.2%，连续第6个月高于3%。2月职位空缺数下降至705万，与2月疲弱的非农数据相互印证。总体来看，2月的就业数据确实出现阶段性放缓，这可能与政府关门和寒冷天气有关，比较好的是，3月就业数据明显改善，说明劳动力市场依旧是稳健的。另一方面，3月CPI通胀同比增速上升至1.9%，好于预期，但核心CPI通胀增速放缓至2%，短期内工资对通胀的传导可能有限。

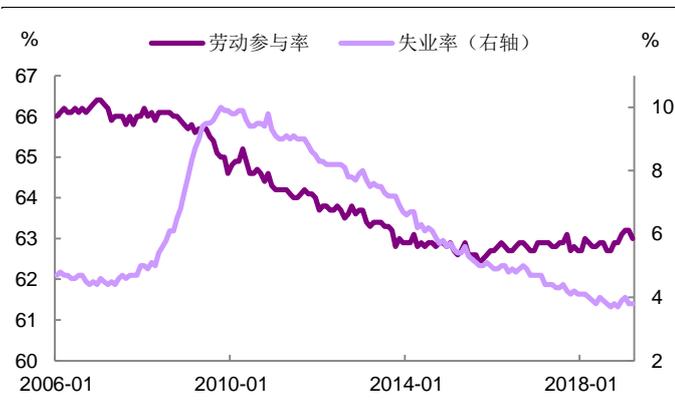
**消费者信心上升，ISM制造业PMI反弹（图3-4）。**3月密歇根消费者信心指数终值反弹至98.4，ISM制造业PMI也反弹至55.3，其中，新订单指数反弹至57.4，但出口订单继续下滑至51，表明外需的拖累仍在。未来还需进一步关注欧洲经济放缓对美国的影响。

**美联储大幅下调加息预期，确定9月底结束缩表，但目前尚未看到降息的必要性。**3月FOMC会议决定不加息，符合市场预期，但点阵图暗示的年内加息次数下降至0，比市场预期更为鸽派。从联储官员的表述看，通胀不及预期是关键因素，另外海外经济放缓带来的风险也增加了耐心。市场隐含的年内降息预期提升，但从联储官员的表态看，除非经济进一步恶化，否则也不会采取降息措施。

**3月市场波动较大，美债收益率曲线倒挂对市场造成了冲击，但数据转暖后市场情绪又有所修复（图5-8）。**3月中旬美欧央行意外“放鸽”，叠加德国制造业PMI大幅不及预期，令美债10Y-3M曲线倒挂一度令市场恐慌。但中美3月制造业PMI好于预期、美国劳动力市场数据反弹又降低了市场的担忧，美股温和上涨，其中道指受到波音公司拖累。总体来看，当前市场的情绪是比较脆弱的，4月中下旬美股财报进入披露期，市场的波动有可能加剧。中美贸易谈判取得了一些进展，但仍未达成最终协议。

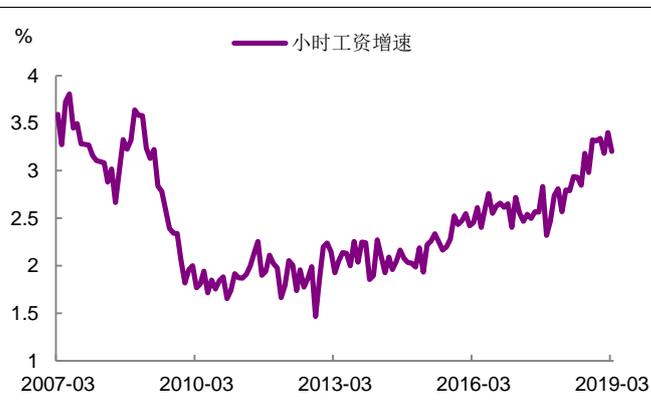
收益率曲线倒挂后，10年期美债利率一度下行至2.4%下方，但随后又返回2.5%左右。总体上，我们认为3月美债利率的走势更像是短期冲击，只要美联储不发出降息信号，利率仍将保持稳定。欧洲经济前景不确定令美元走高，美元指数回到97上方，短期来看美元仍将保持强势。

图1：美国失业率保持在3.8%的低位



资料来源：Wind，时间截止2019年3月

图2：美国时薪增速有所放缓，但仍在3%以上



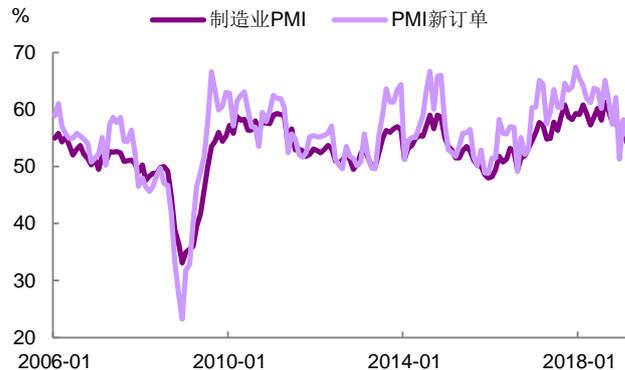
资料来源：Wind，时间截止2019年3月

图 3：美国消费者信心回升



资料来源：Wind，时间截止 2019 年 3 月

图 4：美国 ISM 制造业 PMI 小幅改善



资料来源：Wind，时间截止 2019 年 3 月

图 5：市场情绪先抑后扬，美股温和上涨



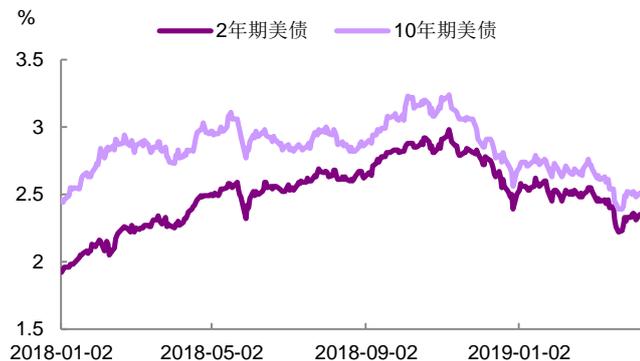
资料来源：Wind，时间截止 2019 年 4 月 8 日

图 6：道指受波音拖累，纳指上涨



资料来源：Wind，时间截止 2019 年 4 月 8 日

图 7：美债利率大幅下跌后反弹



资料来源：Wind，时间截止 2019 年 4 月 8 日

图 8：美元依旧保持坚挺



资料来源：Wind，时间截止 2019 年 4 月 8 日

## 欧洲：仍在探底

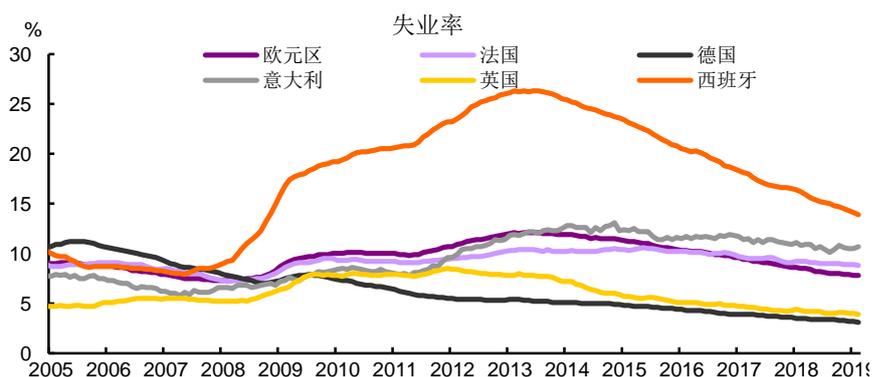
**失业率下降，通胀走低，出口略有改善（图 9-11）。**2 月欧元区失业率为 7.8% 与前值持平，其中德国和法国失业率较 1 月均下降 0.1 个百分点，意大利则由 10.5% 上升至 10.7%。尽管能源价格上涨，但受食品价格拖累，3 月欧元区 CPI 同比增速为 1.4%，较 2 月下降 0.1 个百分点，欧元区主要国家的通胀均呈下降趋势。德国出口同比增速出现一定回弹，但外需前景仍然不确定。

**消费者信心改善，德国制造业 PMI 大幅不及预期（图 12-13）。**3 月欧元区主要国家消费者信心指数均有所回弹，而意大利仍延续下降趋势。各主要经济体制造业 PMI 继续下行，但英国似乎未受到脱欧前景不明朗的影响，3 月德国 PMI 下降至 44.1，大幅不及预期，且连续 3 个月跌破 50 荣枯线，法国、意大利 PMI 疲弱，但西班牙 PMI 小幅回升至 50.9。

**欧央行货币政策持续宽松。**考虑到欧元区经济下行及英国脱欧前景不明等原因，欧央行货币政策依然偏鸽。欧央行在 3 月 7 日的会议上宣布，将于 2019 年 9 月至 2021 年 3 月推出新一轮期限为两年的定向长期再融资操作 (TLTRO)。如果英国无协议脱欧等负面因素发生，欧央行可能于 6 月公布 TLTRO 操作细节，操作规模将更大。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，除此之外，欧央行还在声明中重申，利率至少将在年底前保持在目前水平。

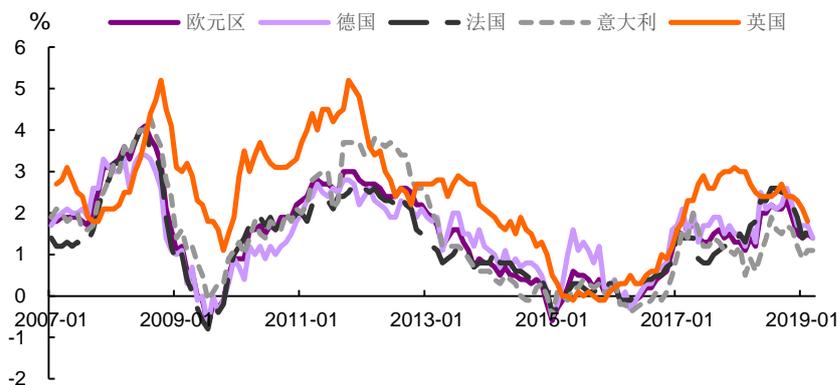
**3 月德国国债收益率转负，欧洲主要股指表现震荡（图 14-15）。**不同于前两个月股市的反弹上行，3 月欧洲主要股指法兰克福 DAX、巴黎 CAC40、伦敦金融时报 100 指数等呈现震荡走势。与此同时，欧央行维持低利率不变利好债市，德国 10 年期国债收益率 3 月底收跌 -0.07%，首次跌为负值。

图 9：欧元区与英国调查失业率继续改善



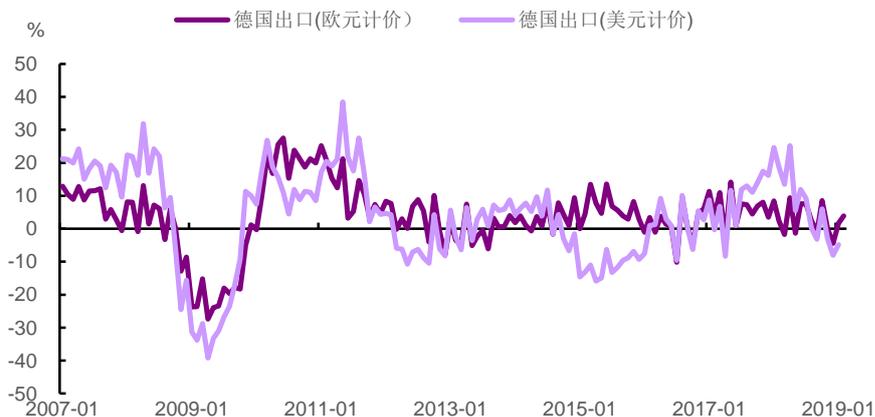
资料来源：Wind，时间截止 2019 年 3 月

图 10: 欧元区通胀走低



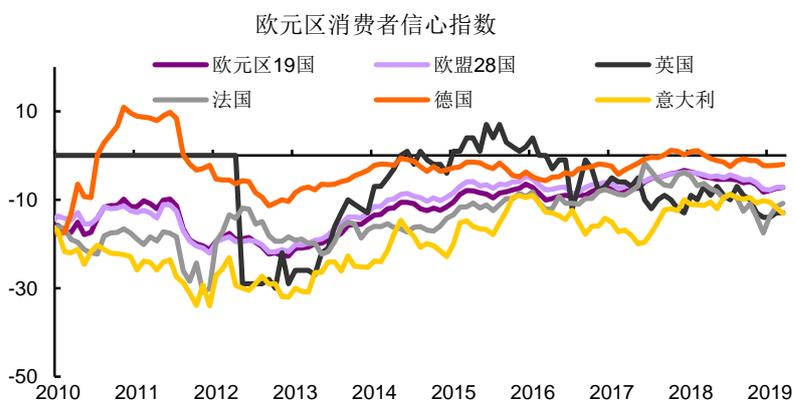
资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 3 月

图 11: 德国出口同比增速



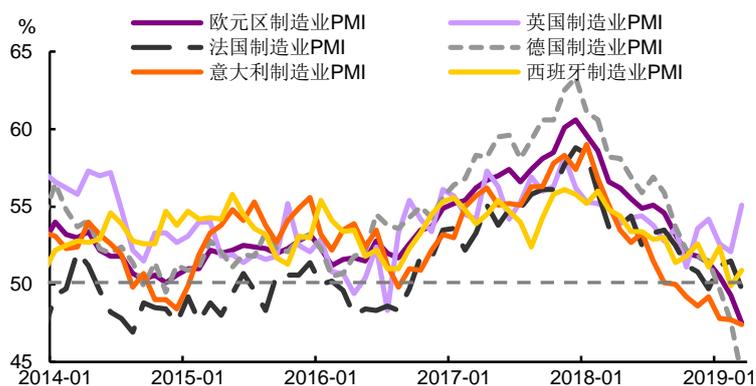
资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 2 月

图 12: 欧元区消费者信心略有回暖



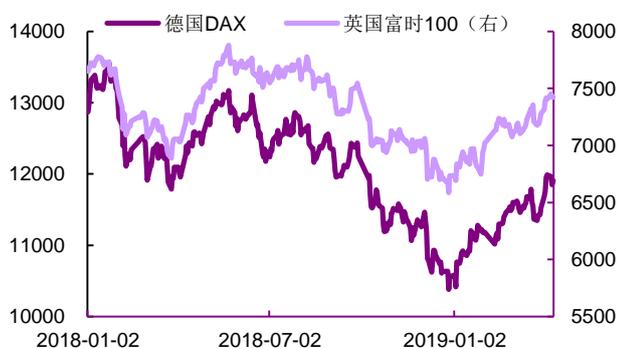
资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 3 月

图 13: 制造业 PMI 继续下行



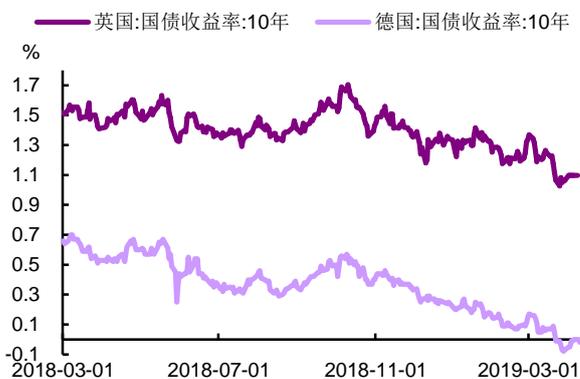
资料来源: Wind

图 14: 德国、英国股指走势



资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 4 月 8 日

图 15: 德国、英国 10 年期国债利率走势



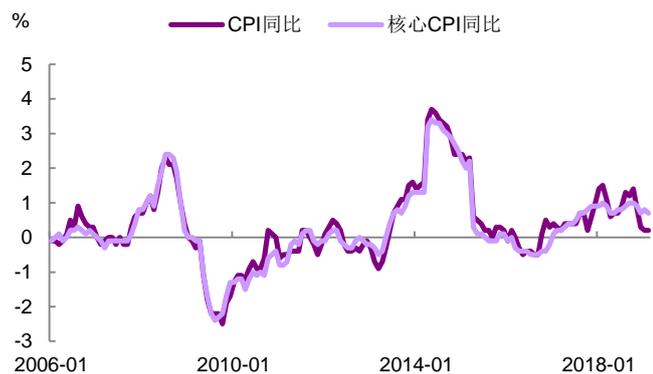
资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 4 月 8 日

## 日本: 通胀下行, 信心不足

日本 3 月 CPI 通胀同比增速为 0.2%，核心 CPI 通胀同比增速略有下降至 0.7%（图 16）。2 月出口增速边际改善至 -1.21%，较前值 -8.40% 有所上升（图 17）。3 月制造业 PMI 小幅回弹至 49.2，较 2 月有所上升，但仍然处于枯荣线以下，表明需求仍然不强（图 18）。3 月消费者信心指数继续下滑，投资者信心指数回暖，但总体仍然偏弱（图 19）。

总体来看，通胀走低使得日本央行离政策目标“渐行渐远”，预计日本货币政策将保持宽松。受 3 月全球主要债券利率下行影响，日本国债利率也进一步走低。3 月日元呈震荡格局，年初以来避险情绪消退令日元走弱。和全球主要股指一样，3 月日经指数也走出了先抑后扬的行情。

图 16: 日本 3 月通胀继续回落



资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 3 月

图 17: 日本 3 月出口同比继续下滑, 但降幅收窄



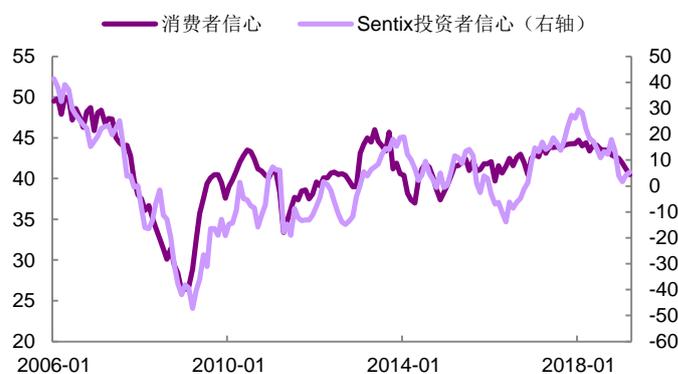
资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 3 月

图 18: 日本 3 月制造业 PMI 回升, 但仍在枯荣线以下



资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 3 月

图 19: 日本消费者信心仍然疲弱



资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 3 月

## 新兴市场: 全球经济放缓影响显现

**3 月经济数据先抑后扬, 下旬经济探底回升。**花旗新兴市场经济意外指数虽持续为负值, 但下旬经济数据有所回暖, 且 4 月以来继续改善(图 20)。**制造业、服务业 PMI 均回升, 尤其是服务业 PMI 反弹明显。**2019 年 3 月, 新兴市场制造业 PMI 为 51% (前值为 50.6%), 服务业 PMI 为 53.6% (前值为 52.1%), 综合 PMI 亦从 2 月的 51.6% 反弹至 52.8% (图 21)。

**汇率先升后贬, 震荡波动。**3 月新兴市场 PMI 和进出口情况改善, 带来货币小幅走强, 但 3 月下旬土耳其货币危机的发酵, 使得巴西、阿根廷、墨西哥、委内瑞拉等国货币也跟随有不同程度贬值, 带来下旬货币走弱(图 22)。**受此影响, 3 月新兴市场金融资产价格呈先涨后跌 (图 23)。**

**印度: 通胀下行助推货币政策宽松。**印度央行的中期广义通胀目标中枢在 4% (目标区间为 2%-6%), 今年 3 月通胀上升至 2.86% 但仍处于较低水平 (图 24), 叠加印度经济放缓压力和大选在即, 促使印度央行在今年 4 月 4 日进行年内第二次降息, 进一步下调回购、逆回购政策利率 25 个 bp。3 月印度制造业和服务业 PMI 均小幅回落, 但仍位于荣枯线之上 (图 25)。**卢比兑美元汇率小幅升值, 3 月较 2 月均值升值约 2.4% (图 26)。**

**越南：进出口方向不一，进口增长出口则小幅回落**，前3月出口增速同比4.7%（前值5.9%），进口增速同比8.9%（前值7.5%）（图27）。**制造业小幅扩张**。3月制造业PMI小幅回升至51.9%（前值51.2%），制造业工业生产指数回升至143（前值111.3，大幅高于去年同期126.8）（图28）。**通胀率继续保持低位，不会形成货币政策掣肘**。2月CPI同比为2.7%（前值2.64%），核心CPI同比为1.84%（前值1.82%），远低于越南央行4%的通胀目标（图29）。3月越南股市持续好转（图30），越南盾兑美元汇率小幅贬值0.2%。

**俄罗斯：货币收紧措施有所奏效，CPI上涨势头放缓**。3月CPI同比增速继续上升至5.35%（前值5.29%），增长势头放缓，其中食品分项为5.93%持平前期、非食品分项为4.68%（前值4.59%）（图31）。虽然今年以来俄罗斯政策利率（Key Rate）保持在7.75%未上调，但2月M2增速持平前期为9.91%，较去年年底的11%已有较大放缓。此外卢布兑美元汇率有小幅升值，环比升幅近1.6%（图32）。**近期油价上涨带动相关产业**。2月俄罗斯出口贸易差额回落至156.7亿美元（前值136.5亿美元），同比上升28.2%（目前3月暂未披露），而制造业PMI回升至52.8%（前值50.1%）。

**巴西：经济复苏步伐放慢，通胀压力不大**。3月巴西制造业PMI回落至52.8%（前值53.4%），服务业PMI则小幅回升至52.7%（前值52.2%）（图34）。根据巴西央行发布的最新预测<sup>1</sup>，将2019年经济增速由年底预测的2.4%下调至2.0%。触发下调的主要原因在于今年大豆主要产区大旱带来减产、淡水河谷铁矿溃坝事件可能影响制造业和采掘业，以及相应的金融服务业都会受到一定负面影响。**通胀小幅上行，货币收紧压力不大**。3月广义消费者物价指数(IPCA)同比为4.58%（前值3.89%），在央行通胀目标区间内（中枢下调至3.75%，区间为[2.25%，5.25%]）（图35），央行仍维持政策利率6.5%的目标不变。3月巴西长短端国债利率持平上月，雷亚尔兑美元汇率则较2月贬值近3.3%，但整体商品贸易量环比有所回升，较全年同期仍有小幅下降。

**土耳其：外储急缩叠加经济基本面长期较差，3月经历股债汇大跌**。3月外储急缩是触发土耳其金融市场动荡的导火索。而于3月31日开始的地方选举成为影响土耳其的重大事件，各党派尤其重视对伊斯坦布尔和安卡拉等大城市的争夺，若反对党赢得关键城市，未来政治和经济决策的不确定性均将有所增加。最根本的还是经济基本面，目前国内失业率持续上升，通胀虽小幅回拨但仍远高于5%的目标通胀率（图38）央行陷入保增长还是降

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\\_13176](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13176)

