

# 中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第56期 (2019.03.18-2019.03.22)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

## ● 中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

美联储3月继续按兵不动,2019年9月美联储将停止缩表,并且2019年整年可能不加息,并且下调美国经济增速预期,超出市场预期。美联储此次表态偏鸽,一定程度上从侧面体现出美联储对美国经济增长放缓的担忧。通胀低迷也是美联储暂停加息、缩表的重要考虑。美联储的货币政策主要盯住就业和通货膨胀对目标值的偏离,经济复苏期间,重点关注通胀。虽然美国经济持续复苏,但是通胀始终低迷。城市层面的经验研究表明,菲利普斯曲线依然有效目前美国实际经济增速远高于潜在经济增速,如果这种情景长期维持下去,通胀迟早会起来。因此,美联储目前只是暂缓加息,加息周期尚未结束。

次贷危机之后,中国先后经过企业、政府、居民加杠杆,加上我国特有的制度安排,市场一直没有完全出清,2019年政府可能继续小幅加杠杆,但是企业内生投资动力依然不足,经济周期继续向下。美国、欧洲经济经过去杠杆、市场出清之后,先后复苏,2018年下半年以来,受中国经济下行、美国经济扩张放缓等因素影响,欧洲经济先行调整,再次进入下行通道。欧洲央行在3月议息会议表态超预期“鸽派”,不仅修改利率前瞻指引、大幅下调经济和通胀预期,还宣布将于2019年9月开启新一轮长期再融资计划。

全球主要国家经济周期趋同,对人民币汇率的影响是复杂的。由于人民币特殊形式机制决定的,人民币对美元汇率,不应只看中美两国的经济表现,还应关注欧洲经济,因为欧洲经济相对美国的好坏,会通过影响美元指数,而影响人民币汇率。

虽然美联储暂停加息,并停止缩表,短期内有利于人民币对美元,但中期来看,还要看欧洲经济形势以及欧洲央行的行动。如果未来欧洲经济形势进一步恶化,欧洲央行进一步货币宽松,美元可能走强,这会通过中间价和市场两个渠道,增加人民币对美元的贬值压力。近期数据显示,欧洲经济略有好转,如果美国经济相比欧洲经济差,美元指数将面临拐点,人民币对美元可能持续升值。不过,也要看到,这种逻辑是中短期的,虽然中美欧都是经济周期向下,但是美国是实际经济增速高于潜在经济增速,而中国实际经济增速可能是低于潜在经济增速的,或者实际经济增速和潜在经济增速都在快速下滑(对于转型经济体这是可能的),这也意味着美国还有加息可能性,而中国可能长期保持流动性“合理充裕”,这就决定了人民币对美元贬值压力的长期存在。

## ● 德国制造业明显收缩,欧元区制造业PMI不及预期

随着全球贸易局势趋紧,德国制造业明显收缩,德国制造业PMI已连续3个月低于荣枯线,明显阻碍3月欧元区制造业的增长,欧元区不及预期的PMI数据令投资者加剧对全球经济增长放缓的担忧。

## ● 英国脱欧进展拖累欧元英镑,美元指数回升

美元指数上周先跌后涨,周度上行0.0655%收至96.6066。美联储3月议息会议表态较预期更为“鸽派”,打压美元指数,但有关于英国脱欧方面的担忧令英镑和欧元承压,美元指数收复失地。

## ● 商品指数涨跌不一

美联储3月议息会议表态较预期更为“鸽派”,承认美国经济有所放缓,并且全面下调经济预期和通胀预期,打压美元指数,贵金属价格抬升。螺纹钢库存及全国主要钢材品种库存均大幅下降,表明下游需求有所启动,利多螺纹钢价格。库存季节性积累仍在延续,下游消费旺季尚未到来,利空铜价。港口焦炭库存回落,利多焦炭价格。电厂日耗回升,煤炭库存回落,利多动力煤价格。OPEC主导的减产行动继续,原油产量继续下降,叠加美国原油库存超预期大幅减少,支撑油价上涨。

## ● 风险提示: 美联储货币政策超预期

## 相关报告

国际经济及大宗商品: 为什么中国国债收益率远低于经济增速?

2019-03-17

国际经济及大宗商品: 货币宽松能解决欧洲经济问题吗?

2019-03-10

国际经济及大宗商品: 为何美国经济增速超预期?

2019-03-03

国际经济及大宗商品: 美国菲利普斯曲线“失效”了么?

2019-02-24

国际经济及大宗商品: 未来美联储缩表走势如何演绎?

2019-02-17

国际经济及大宗商品: 春节期间海外经济大事件及大类资产表现

2019-02-11

国际经济及大宗商品: 为什么日元是避险货币

2019-01-20

国际经济及大宗商品: 近期人民币升值的原因

2019-01-13

国际经济及大宗商品: 美国就业数据超预期,但鲍威尔发言仍偏鸽

2019-01-06

国际经济及大宗商品: 国际经济2018年回顾及2019年展望

2019-01-01

国际经济及大宗商品: 黄金价格怎么走?

2018-12-23

国际经济及大宗商品: 2019年欧洲央行会加息吗?

2018-12-16

国际经济及大宗商品: 美债收益率倒挂

2018-12-09

国际经济及大宗商品: 2019年中国资本外流压力有多大?

2018-12-02

## 目 录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1、中美欧经济博弈下的人民币汇率走势 .....    | 4  |
| 1.1、 美联储议息会议超预期偏鸽 .....     | 4  |
| 1.2、 中美欧经济博弈下的人民币汇率走势 ..... | 6  |
| 2、 国外经济形势一周综述 .....         | 8  |
| 3、 汇率走势一周综述 .....           | 9  |
| 4、 商品价格走势一周综述 .....         | 11 |
| 4.1、 商品指数涨跌不一 .....         | 11 |
| 4.2、 黄金价格走高 .....           | 12 |
| 4.3、 金属价格多数下跌 .....         | 12 |
| 4.4、 能源化工产品价格多数上涨 .....     | 14 |
| 4.5、 农产品价格涨跌不一 .....        | 16 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 美联储经济预测 .....                | 5  |
| 图 2: 点阵图 .....                    | 5  |
| 图 3: 美联储持有的国债和 MBS .....          | 6  |
| 图 4: 中美欧经济周期相对位置 .....            | 7  |
| 图 5: 欧元区制造业 PMI (%) .....         | 8  |
| 图 6: 美国制造业 PMI (%) .....          | 8  |
| 图 7: 欧元区消费者信心指数 .....             | 9  |
| 图 8: 欧元区进出口同比增速 (%) .....         | 9  |
| 图 9: 欧元区 ZEW 经济景气指数 .....         | 9  |
| 图 10: 美国耐用品订单环比增速 (%) .....       | 9  |
| 图 11: 南华商品指数近期走势 .....            | 11 |
| 图 12: 南华商品指数周度涨跌幅 .....           | 11 |
| 图 13: 上周黄金价格走势 .....              | 12 |
| 图 14: 美元指数走势 .....                | 12 |
| 图 15: 高炉开工率 (%) .....             | 13 |
| 图 16: 当周螺纹钢库存 (万吨) .....          | 13 |
| 图 17: 全国主要钢材品种库存 (万吨) .....       | 13 |
| 图 18: 铁矿石港口库存 (万吨) .....          | 13 |
| 图 19: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨) .....    | 13 |
| 图 20: 上期所阴极铜库存(吨) .....           | 13 |
| 图 21: 焦化企业开工率 (%) .....           | 14 |
| 图 22: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨) .....      | 14 |
| 图 23: 港口焦炭库存 (万吨) .....           | 15 |
| 图 24: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨) .....        | 15 |
| 图 25: 下游发电集团煤炭库存 (万吨) .....       | 15 |
| 图 26: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨) .....     | 15 |
| 图 27: 6 大发电厂煤炭库存可用天数 .....        | 15 |
| 图 28: 港口煤炭库存 (万吨) .....           | 15 |
| 图 29: 国际原油期货价格走势 (美元/桶) .....     | 16 |
| 图 30: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶) ..... | 16 |
| 图 31: 全国豆粕库存 (万吨) .....           | 16 |

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 表 1: FOMC 会议声明对比 .....                           | 4  |
| 表 1: 中美欧经济博弈下的人民币汇率走势 .....                      | 8  |
| 表 2: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.03.18-2019.03.22) ..... | 9  |
| 表 3: 商品指数总览 (2019.03.18-2019.03.22) .....        | 11 |
| 表 4: 黄金价格走高 (2019.03.18-2019.03.22) .....        | 12 |
| 表 5: 金属价格多数下跌 (2019.03.18-2019.03.22) .....      | 12 |
| 表 6: 能源化工产品价格多数上涨 (2019.03.18-2019.03.22) .....  | 14 |
| 表 7: 农产品价格涨跌不一 (2019.03.18-2019.03.22) .....     | 16 |

## 1、中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

出于对美国经济的担忧，美联储公布3月议息会议声明超预期偏鸽，2019年9月美联储将停止缩表，并且2019年整年可能不加息，这在短期内会促使人民币对美元升值，中长期来看，欧洲经济也会通过影响美元指数，来影响人民币汇率。因此，最终人民币汇率的走势取决于中美欧经济形势、货币政策的博弈。

### 1.1、美联储议息会议超预期偏鸽

北京时间3月21日凌晨，美联储公布3月议息会议声明。美联储继续按兵不动，将联邦基金目标利率区间维持在2.25%-2.50%区间。虽然此次会议不加息与市场预期一致，但此次会议声明较预期更为“鸽派”，主要由于以下几点：最新公布的点阵图显示今年年内不加息，美联储下调美国经济增速预期，并且缩表计划较预期更为“鸽派”，超出市场预期。由于美联储表态超预期“鸽派”，十年期美债收益率快速下行，美股小幅上涨，美元指数则是快速下跌0.7%至95.7，但声明发布后一小时左右，美股涨势和美元跌势小幅逆转。

对比3月与1月会议声明来看，美联储下调美国经济的评述，承认美国经济有所放缓，整体通胀也有所下降。美联储认为，美国经济活动增速“较去年第四季度的稳健有所放缓”；就业市场依然强劲，但描述劳动力增长的措辞从“继续走强”调整为“保持强劲”；第一季度家庭消费支出“增速放缓”，此前美联储对此的评述为“继续强劲增长”；总体通货膨胀率放缓，主要受能源价格下降的拖累。

此外，美联储也在经济预测中将2019年和2020年经济增速的预期分别从2.3%和2%降至2.1%和1.9%，将2019年和2020年失业率的预期分别上调至3.7%（此前为3.5%）和3.8%（此前为3.6%）。通胀方面，美联储将2019-2021年通胀预期均下调0.1个百分点至1.8%，2%，2%；同时美联储维持2019-2021年核心通胀率预期在2%水平不变。

表1：FOMC 会议声明对比

|        | 2018 年 1 月 FOMC 会议声明                                                 | 2018 年 3 月 FOMC 会议声明                                         |
|--------|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 经济增长   | 以稳健的速度 (solid rate) 增长                                               | 较 2019 年第四季度的稳健增长有所放缓 (slowed from its solid rate)           |
| 劳动力市场  | 劳动力市场继续走强 (continue to strengthen)，失业率维持低位 (remained low)            | 劳动力市场保持强劲 (remain strong)，失业率维持低位 (remained low)             |
| 通货膨胀   | 整体通胀率和核心通胀率维持在 2% 左右 (remain near 2 percent)                         | 整体通胀率有所下降 (declined)，和核心通胀率维持在 2% 左右 (remain near 2 percent) |
| 家庭消费支出 | 继续强劲增长 (continued to grow strongly)                                  | 增速放缓 (slower growth)                                         |
| 固定资产投资 | 较此前的快速增长有所放缓 (has moderated from its rapid pace earlier in the year) | 增速放缓 (slower growth)                                         |
| 货币政策   | 将联邦基金目标利率区间维持在 2.25%-2.50% 区间                                        | 将联邦基金目标利率区间维持在 2.25%-2.50% 区间                                |

资料来源：Fed，新时代证券研究所

**图1： 美联储经济预测**

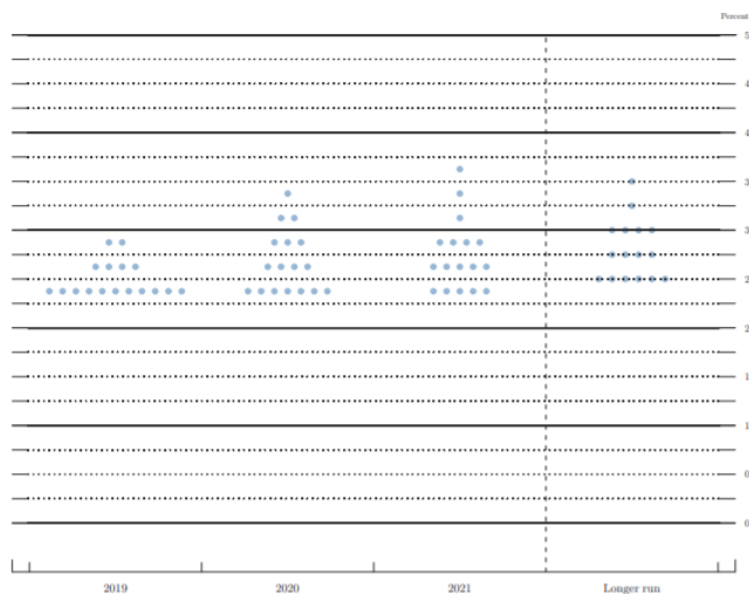
| Variable                                | Median <sup>1</sup> |      |      |            | Central tendency <sup>2</sup> |         |         |            | Range <sup>3</sup> |         |         |            |
|-----------------------------------------|---------------------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|------------|--------------------|---------|---------|------------|
|                                         | 2019                | 2020 | 2021 | Longer run | 2019                          | 2020    | 2021    | Longer run | 2019               | 2020    | 2021    | Longer run |
| Change in real GDP                      | 2.1                 | 1.9  | 1.8  | 1.9        | 1.9-2.2                       | 1.8-2.0 | 1.7-2.0 | 1.8-2.0    | 1.6-2.4            | 1.7-2.2 | 1.5-2.2 | 1.7-2.2    |
| December projection                     | 2.3                 | 2.0  | 1.8  | 1.9        | 2.3-2.5                       | 1.8-2.0 | 1.5-2.0 | 1.8-2.0    | 2.0-2.7            | 1.5-2.2 | 1.4-2.1 | 1.7-2.2    |
| Unemployment rate                       | 3.7                 | 3.8  | 3.9  | 4.3        | 3.6-3.8                       | 3.6-3.9 | 3.7-4.1 | 4.1-4.5    | 3.5-4.0            | 3.4-4.1 | 3.4-4.2 | 4.0-4.6    |
| December projection                     | 3.5                 | 3.6  | 3.8  | 4.4        | 3.5-3.7                       | 3.5-3.8 | 3.6-3.9 | 4.2-4.5    | 3.4-4.0            | 3.4-4.3 | 3.4-4.2 | 4.0-4.6    |
| PCE inflation                           | 1.8                 | 2.0  | 2.0  | 2.0        | 1.8-1.9                       | 2.0-2.1 | 2.0-2.1 | 2.0        | 1.6-2.1            | 1.9-2.2 | 2.0-2.2 | 2.0        |
| December projection                     | 1.9                 | 2.1  | 2.1  | 2.0        | 1.8-2.1                       | 2.0-2.1 | 2.0-2.1 | 2.0        | 1.8-2.2            | 2.0-2.2 | 2.0-2.3 | 2.0        |
| Core PCE inflation <sup>4</sup>         | 2.0                 | 2.0  | 2.0  |            | 1.9-2.0                       | 2.0-2.1 | 2.0-2.1 |            | 1.8-2.2            | 1.8-2.2 | 1.9-2.2 |            |
| December projection                     | 2.0                 | 2.0  | 2.0  |            | 2.0-2.1                       | 2.0-2.1 | 2.0-2.1 |            | 1.9-2.2            | 2.0-2.2 | 2.0-2.3 |            |
| Memo: Projected appropriate policy path |                     |      |      |            |                               |         |         |            |                    |         |         |            |
| Federal funds rate                      | 2.4                 | 2.6  | 2.6  | 2.8        | 2.4-2.6                       | 2.4-2.9 | 2.4-2.9 | 2.5-3.0    | 2.4-2.9            | 2.4-3.4 | 2.4-3.6 | 2.5-3.5    |
| December projection                     | 2.9                 | 3.1  | 3.1  | 2.8        | 2.6-3.1                       | 2.9-3.4 | 2.6-3.1 | 2.5-3.0    | 2.4-3.1            | 2.4-3.6 | 2.4-3.6 | 2.5-3.5    |

资料来源：Fed，新时代证券研究所

加息预期方面，最新点阵图中显示 2019 年加息次数为零（2018 年 12 月的预期为 2019 年加息 2 次），在美联储 17 位票委中，有 11 位预期 2019 年不会加息，有 4 位预计加息一次，有 2 位预计加息两次。美联储全面下调 2019-2021 年的联邦基金利率中值预测，分别下调 0.5 个百分点至 2.4%，2.6%，2.6%，即美联储官员预期 2019 年不加息，2020 年加息 1 次，2021 年不加息。

**图2： 点阵图**

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



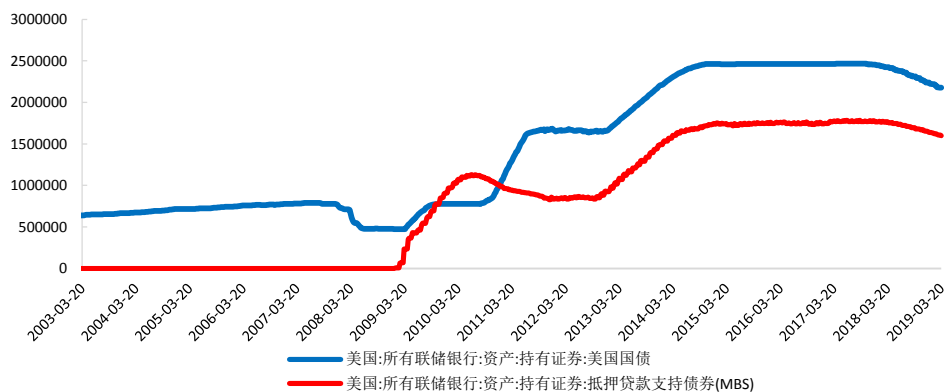
资料来源：Fed，新时代证券研究所

在缩表计划方面，美联储表示将从 5 月开始放缓资产负债表的缩减速度，将每月减持国债的上限从 300 亿美元降至 150 亿美元，并在 9 月底停止缩表；而每月减持 MBS 的上限仍维持在目前的 200 亿美元，9 月末起将赎回本金不超出 200 亿美元上限的部分投资国债。若照此计划执行，那么可以推算出 9 月底缩表结束时，美联储资产负债表规模大致在 3.6 万亿美元左右。而自 2017 年 10 月开始至 2019 年 9 月底缩表结束，美联储整体缩表规模超过 7300 亿美元。

缩表结束后，美联储可能会在“一段时间内”保持 SOMA 公开市场操作账户的规模大致不变。在此期间，货币和其他非储备负债的持续逐步增加将伴随着储备余额的相应逐步下降，直至与货币政策有效执行相一致的水平，但资产负债表资产

端的结构组成存在一定的变化。由于美联储的最终目标是持有以国债为主的资产，美联储表示未来有限地卖出一定量 MBS 也许是必要的，但是其节奏和时间都会提前和市场进行沟通。这也是未来市场需要关注的重点，即是美联储如何调整其资产中的国债和 MBS 构成比例。

**图3： 美联储持有的国债和 MBS**



资料来源：Fed，新时代证券研究所

美联储此次表态偏鸽，一定程度上从侧面体现出美联储对美国经济增长放缓的担忧。在全球经济增速整体放缓的大背景下，下行风险仍不断堆积，美国经济由过热向均衡收敛。而海外经济下行，如欧洲和中国等经济体的经济增速有所放缓，是否对美国经济造成实质性的负面影响，也是美联储需要观察的。此外，现如今美国国会两党分治，对特朗普刺激政策的推进有所阻挠，实施新一轮积极财政的前景不确定性较大，而减税刺激的效果也在减退，这都会令美国经济向均衡收敛的速度加快。

另外，通胀低迷也是美联储暂停加息、缩表的重要考虑。美联储的货币政策主要盯住就业和通货膨胀对目标值的偏离，经济复苏期间，重点关注通胀。虽然美国经济持续复苏，但是通胀始终低迷。通胀低迷的原因是多方面的，比如技术进步、全球化、通胀预期管理、工人工资溢价能力弱。但是城市层面的经验研究表明，菲利普斯曲线依然有效目前美国实际经济增速远高于潜在经济增速，如果这种情景长期维持下去，通胀迟早会起来。因此，美联储目前只是暂缓加息，加息周期尚未结束。

## 1.2、中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

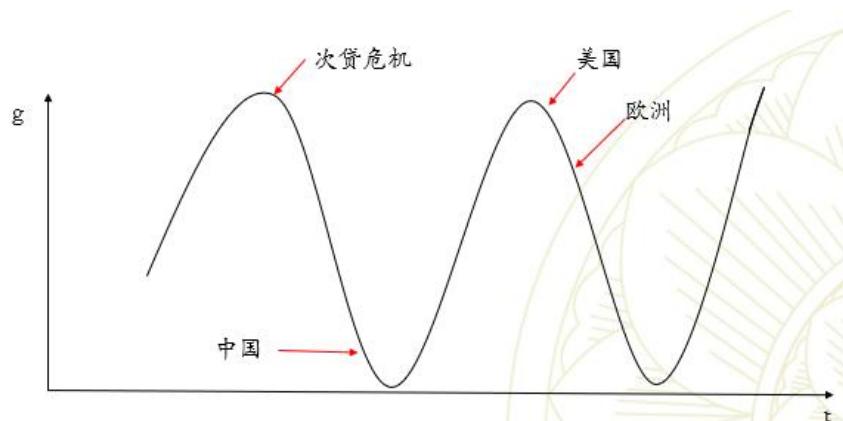
次贷危机之后，中国先后经过企业、政府、居民加杠杆，加上我国特有的制度安排，市场一直没有完全出清，2019 年政府可能继续小幅加杠杆，但是企业内生投资动力依然不足，经济周期继续向下。美国、欧洲经济经过去杠杆、市场出清之后，先后复苏，2018 年下半年以来，受中国经济下行、美国经济扩张放缓等因素影响，欧洲经济先行调整，再次进入下行通道。欧洲央行在 3 月议息会议表态超预期“鸽派”，不仅修改利率前瞻指引、大幅下调经济和通胀预期，还宣布将于 2019 年 9 月开启新一轮长期再融资计划。

美国在积极财政政策减弱、企业杠杆拖累下，也可能跟随欧洲进入经济周期的下行阶段。处于对未来经济形势的担心，美联储公布 3 月议息会议声明，比市场预

期更“偏鸽”。

全球主要国家经济周期趋同，对人民币汇率的影响是复杂的。由于人民币特殊形式机制决定的，人民币对美元汇率，不应只看中美两国的经济表现，还应关注欧洲经济，因为欧洲经济相对美国的好坏，会通过影响美元指数，而影响人民币汇率。

**图4：中美欧经济周期相对位置**



资料来源：新时代证券研究所

美元指数不包括人民币，美元指数下滑对人民币汇率的影响主要通过两个渠道。一是人民币汇率中间价形成机制。从人民币中间价形成机制来看，目前的人民币兑美元中间价变化=（上个交易日收盘价-上个交易日中间价）+保持人民币对一篮子货币稳定所需的汇率变化+逆周期调节因子。“保持人民币对一篮子货币稳定所需的汇率变化”即体现上期美元指数对人民币汇率中间价的直接影响，是为了维持人民币对一篮子货币稳定主动进行汇率调整，不是市场力量导致的。假设人民币钉住的一篮子货币由美元、欧元、英镑、日元组成，这个机制可表示为：

$$\begin{aligned} \text{RMB} &= \text{RMB/USD} + \text{RMB/EUR} + \text{RMB/GBP} + \text{RMB/JPY} \\ &= \text{RMB/USD}(1 + \text{USD/EUR} + \text{USD/GBP} + \text{USD/JPY}) \end{aligned}$$

当美元指数上升时，欧元、英镑、日元对美元贬值，即 USD/EUR、USD/GBP、USD/JPY 上升，为了维持人民币对一篮子货币稳定，需要使人民币兑美元中间价调贬值，即 RMB/USD 下降。反之则反。

二是市场渠道。虽然美元指数中不包含人民币，但是美元指数下滑，意味着国际市场对美元需求下降，这会间接影响人民币对美元的汇率。

未来中美欧经济大概率是都差，但是如果某个经济体更差，那也会导致汇率市场波动。假设中美欧经济各有两种状态：差、更差，那么中美欧经济状态组合将有八种，这八种状态对人民币汇率的影响不同（见表1）。

**表1：中美欧经济博弈下的人民币汇率走势**

| 经济状态        | 美元指数 | 人民币对美元 |
|-------------|------|--------|
| 中差，美差，欧差    | —    | —      |
| 中差，美差，欧更差   | ↑    | ↓      |
| 中差，美更差，欧差   | ↓    | ↑      |
| 中差，美更差，欧更差  | —    | ↑      |
| 中更差，美差，欧差   | —    | ↓      |
| 中更差，美差，欧更差  | ↑    | ↓      |
| 中更差，美更差，欧差  | ↓    | ↑      |
| 中更差，美更差，欧更差 | —    | —      |

资料来源：新时代证券研究所 注：—表示横盘震荡，↑表示贬值，↓表示升值。

虽然美联储暂停加息，并停止缩表，短期内有利于人民币对美元，但中期来看，还要看欧洲经济形势以及欧洲央行的行动。如果未来欧洲经济形势进一步恶化，欧洲央行进一步货币宽松，美元可能走强，这会通过中间价和市场两个渠道，增加人民币对美元的贬值压力。近期数据显示，欧洲经济略有好转，如果美国经济相比欧洲经济差，美元指数将面临拐点，人民币对美元可能持续升值。不过，也要看到，这种逻辑是中短期的，虽然中美欧都是经济周期向下，但是美国是实际经济增速高于潜在经济增速，而中国实际经济增速可能是低于潜在经济增速的，或者实际经济增速和潜在经济增速都在快速下滑（对于转型经济体这是可能的），这也意味着美国还有加息可能性，而中国可能长期保持流动性“合理充裕”，这就决定了人民币对美元贬值压力的长期存在。

## 2、国外经济形势一周综述

随着全球贸易局势趋紧，德国制造业明显收缩，德国制造业 PMI 已连续 3 个月低于荣枯线，明显阻碍 3 月欧元区制造业的增长，欧元区不及预期的 PMI 数据令投资者加剧对全球经济增长放缓的担忧。欧元区 3 月制造业 PMI 初值降至 47.6%，远不及预期的 49.5% 和前值 49.3%；而欧元区 3 月综合 PMI 初值也从前值的 51.9% 降至 51.3%，不及预期的 52%。同时，法国和德国的 PMI 数据也均低于预期，法国 3 月制造业 PMI 初值录得 49.8%，不及预期的 51.4%；德国 3 月制造业 PMI 初值录得 44.7%，不及预期的 48%，已连续第三个月低于 50 荣枯线。受此影响，十年期德国国债收益率一度跌至 -0.004%，自 2016 年 10 月以来首次出现负收益率。

**图5：欧元区制造业 PMI (%)****图6：美国制造业 PMI (%)**

**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\\_13549](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13549)

