

## 海外宏观双周报

### 全球经济下行担忧再起

#### ■ 核心观点

第一，上周两大事件先后加深了市场对全球经济下行的担忧。一是欧央行大幅调降 2019 年经济增速预期，关于货币政策的表态也首次由鹰转鸽；二是美国 2 月非农数据大幅低于预期，并创 17 个月新低。

第二，欧元区与美国存在经济周期上的错位带来了欧美央行货币政策周期的错位，欧美货币政策难以形成类似 2008 年金融危机后的共振效应，对全球经济的支撑作用也将远远不及，2019 年全球经济下行压力正日渐增大。

第三，短期判断：工业原料类大宗商品价格将整体走弱，股市波动率将提升。中期判断：美股可能进入熊市第一年，债市整体向好，美元、日元、瑞郎、黄金等避险资产仍具配置价值。

### 本周市场重点

#### ■ 欧央行调降预期增速，美非农加深经济下行担忧

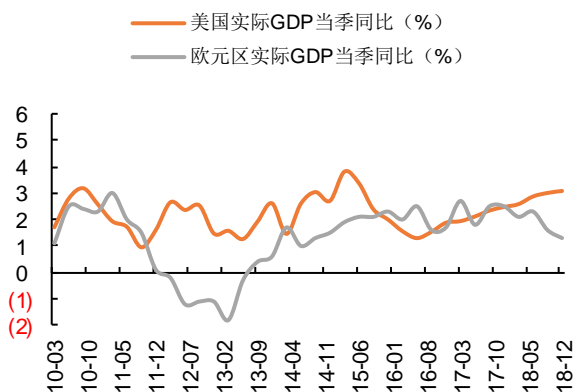
上周有两大事件先后增加了市场对全球经济下行的担忧。一是欧央行大幅调降 2019 年经济增速预期，关于货币政策的表态也首次由鹰转鸽；二是美国 2 月非农数据大幅低于预期，并创 17 个月新低。在两大负面事件的冲击下，此前受美联储货币政策转向整体走势向好的全球股市掉头下行，显示全球经济下行的担忧再起对市场的冲击逐渐盖过了货币政策转向宽松给市场带来的提振作用。

先来看欧洲，欧元区经济自 2018 年初步入景气下行通道并一直延续至今，2 月制造业 PMI 仅为 49.3，为 13 年 6 月以来首次低于 50 的荣枯线，制造业转为不景气；2 月服务业 PMI 为 52.8，高于前值 51.2；2 月综合 PMI 为 51.9，高于前值 51.0。尽管服务业与综合 PMI 均有所回升，但在制造业不景气的背景下，服务业与综合 PMI 反弹空间受限，随时可能再次掉头向下。通胀方面，欧元区 2 月 CPI 同比增长 1.5%，高于前值 1.4%；2 月核心 CPI 同比为 1.0%，低于前值 1.1%。CPI 同比回升主要受原油价格的反弹影响，而核心通胀的回落反映了欧元区结束量宽后面临潜在的通缩风险。在上述背景下，欧央行在 3 月 7 日将“利率水平至少维持到 2019 年夏季，加息计划将在秋季商议出台”的措辞改为“至少保持利率不变至 2019 年末”，并计划在 2019 年 9 月开启新一轮的定向长期再融资操作（TLTRO）。除此之外，欧央行还调降了 2019 年与 2020 年的 GDP 增速与通胀率预期；2019 年 GDP 增速预期由 1.7%调降为 1.1%，通胀预期由 1.6%调降为 1.2%；2020 年 GDP 增速预期由 1.7%调降为 1.6%，通胀预期由 1.7%调降为 1.5%。欧央行此番表态超出市场预期，加深了市场对欧元区及全球经济下行的担忧。尽管欧央行超预期的推出了 TLTRO 计划，但由于延迟加息时点早已被市场预期消化，以及货币宽松对经济的刺激作用边际递减，所以在欧央行议息会议后，欧元兑美元大跌，欧洲股市也普遍下跌。

再来看美国，美国经济进入 2019 年后，市场对美国经济的担忧就开始加深，但担忧的来源主要来自于美联储渐进加息对经济前景与金融市场的冲击。所以，在 1 月美联储态度转鸽并多次表达“调整利率将谨慎”的措辞后，市场担忧减轻，风险偏好甚至有所上行，带来了风险资产价格的回升。但欧央行议息会议后，市场对全球经济下行的担忧加深，也带来了美国经济下行担忧的再起。这次与年初不同，此次市场更加着重于对经济前景本身的担忧。3 月 8 日，美国非农数据公布，尽管失业率走低，劳动力参与率持平预期，且薪资增速依然强劲，但新增非农数据均大幅不及预期。数据显示：2 月非农就业人口新增 2 万，大幅低于预期的 18 万及修正后前值 31.1 万，创 17 个月来新低；私营部门就业人口新增 2.5 万，大幅低于预期的 17 万及前值 30.8 万；制造业就业人口新增 0.4 万，低于预期的 1.2 万及前值 2.1 万；劳动力参与率持平于预期 63.2%；平均时薪环比 0.4%，高于预期值 0.3% 与前值 0.1%；时薪同比 3.4%，高于预期值 3.3% 及前值 3.1%；失业率为 3.8%，低于预期值 3.9% 及前值 4.0%。此次非农数据大幅低于预期继欧央行会议后再次打击了市场对美国经济前景的信心。

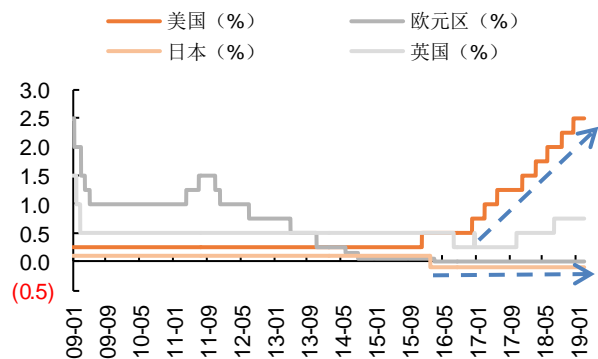
全球经济下行担忧持续发酵，货币政策宽松程度有限。在当前时点，欧元区与美国存在经济周期上的错位，这也带来了欧美央行货币政策周期的错位。欧元区经历了近一年的经济下行并刚刚进入非景气区间，欧央行也从计划货币政策正常化刚转为继续宽松；而美国正处于经济触顶回落的位置，美联储也是经历了三年多的渐进加息周期后开始暂缓加息，缩表计划也有望在年内停止，但降息与扩表尚未提至日程。所以欧美货币政策难以形成类似 2008 年金融危机后的共振效应，对全球经济的支撑作用也将远远不及。加上欧元区成员国间日渐分歧的财政政策无法提供强有力的支撑，美国财政政策发力面临财政悬崖的制约，全球主要经济体基准利率大都处于历史低位，货币政策宽松程度有限，所以市场对全球经济下行的担忧可能持续发酵，全球经济下行周期短期也将难以结束。年初以来亚洲各大经济体出口大幅下行也显示出美欧经济下行的压力已通过货物贸易传导至亚洲。2019 年全球经济下行压力正日渐增大。

图表1 美欧经济周期明显错位



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 美欧货币政策周期错位明显



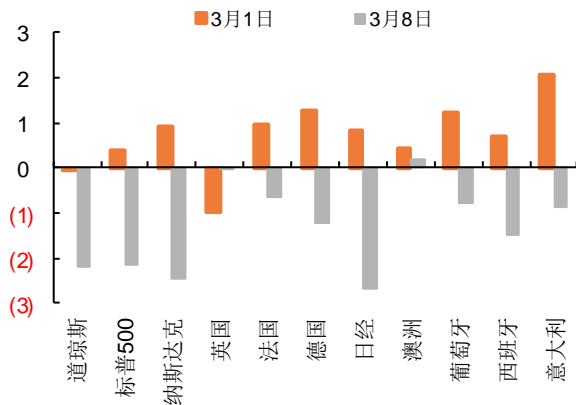
资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 宽松预期提振作用渐衰，全球风险资产价格承压

2019 年 1-2 月，全球金融市场经历了风险偏好逐渐回升的过程，其动力主要来源于美联储暂缓加息的论调及货币政策转向宽松预期的加强。但是，在市场情绪短暂的好转后，随着美国各项经济数据从矛盾走向共同趋弱，欧央行承认经济下行压力加大并调降经济增速预期与通胀预期，市场对经济下行的担忧将再次兴起，并逐渐压过作用渐衰的宽松预期，全球风险资产价格将持续承压。

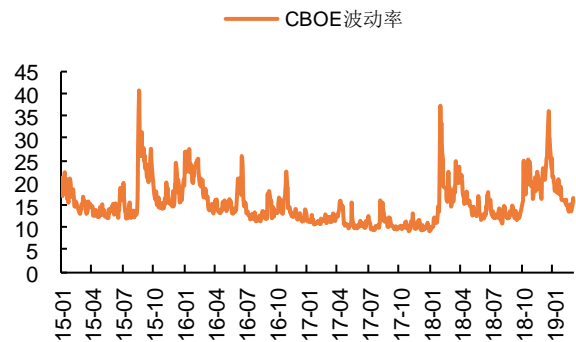
展望未来，全球经济下行动力未消，仅靠目前宽松空间有限的货币政策难以给经济带来足够支撑，全球风险资产价格将承压，避险资产将获得增量资金的配置。工业原料类大宗商品价格将整体走弱；股市波动率也将提升，美股可能进入熊市第一年；债市整体仍具备向好基础；美元、日元、瑞郎、黄金等避险资产仍具中期配置价值。

图表3 3月发达经济体股市整体走弱



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 美国股市波动率3月有所抬头



资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 海外经济跟踪

### ■ 中美贸易谈判正继续展开，市场风险偏好获提振

两会期间，商务部部长钟山、副部长兼国际贸易谈判副代表王受文、国资委主任肖亚庆分别就中美贸易谈判接受记者采访。

点评：采访问答内容显示中美经贸团队正在夜以继日地沟通，在磋商文本，王受文副部长也明确表示中美经贸磋商的前景是有希望的，并表示有两大理由——中美两国元首已经达成了重要共识，确定了原则和方向，就是要全部取消相互加征的关税；以及双方经贸磋商团队正在全力落实两国元首达成的共识。这夯实了市场对中美贸易谈判向好的预期。国资委主任肖亚庆则在记者会上表示中国的国有企业乃至中央企业将进一步深化改革，进一步提高发展质量，进一步加强管理。我们认为，在中美贸易谈判正在进行的同时，国有企业改革也在推进过程中，市场的风险偏好将持续受到提振。

### ■ 下周迎英国议会关键投票，脱欧前景仍扑朔迷离

距离英国脱欧截止日期3月29日仅剩两周多的时间，英国脱欧仍陷于困境，尚未取得进一步突破。下周，英国议会将再次就脱欧协议进行投票。

点评：近期，英国与欧盟的谈判并不顺利，双方均不愿再作出更进一步的让步以促使最终的脱欧协议能够在英国议会获得通过。下周，英国议会将再次就英国与欧盟达成的脱欧协议进行投票，若此轮脱欧协议投票再次未能通过议会审议，接下来，英国议会将对无协议脱欧进行投票。整体看，英国脱欧进程面临重大不确定性。我们认为，截至目前，英国议会妥协并审议通过脱欧协议的概率并不大，无协议脱欧获得英国议会表决的可能性也不是很高，最终脱欧乱局可能以延长脱欧期限3个月左右而暂时中止，欧盟也会同意英国延长脱欧期限的要求。如果3月29日的期限得以延长，那么特丽莎·梅政府将在之后迎来动荡，甚至面临下台危机。中期，在英欧之间就脱欧最终协议达成一致之前，英国脱欧仍颇具不确定性。若英国与欧盟之间就脱欧事项迟迟没有进展，即使最终脱欧截止日期得以延长，英国经济与英镑前景也将在中期受到持续的冲击。

## 海外市场跟踪

图表5 海外金融市场跟踪

	最新值 (2019.3.8)	分位数	本周均值 (2019.3.4-8)	周涨跌	月涨跌	年初以来 涨跌
道琼斯工业指数	25450.2	98.2%	25644.64	-2.21%	-1.80%	9.10%
标普 500 指数	2743.1	97.1%	2769.18	-2.16%	-1.49%	9.42%
纳斯达克指数	7408.1	97.1%	7497.89	-2.46%	-1.65%	11.65%
富时 100 指数	7104.3	90.5%	7155.14	-0.03%	0.42%	5.59%
CAC40 指数	5231.2	79.5%	5274.41	-0.65%	-0.18%	10.58%
DAX 指数	11457.8	88.7%	11555.33	-1.24%	-0.50%	8.51%
恒生指数	28228.4	94.6%	28793.33	-2.03%	-1.41%	9.22%
美元指数	97.37	76.9%	97.07	0.94%	1.20%	1.35%
欧元兑美元	1.12	27.4%	1.13	-1.25%	-1.27%	-1.94%
英镑兑美元	1.30	6.9%	1.31	-1.55%	-1.94%	1.99%
美元兑日元	111.17	58.9%	111.63	-0.64%	-0.19%	1.34%
美元兑人民币 (离岸)	6.72	36.9%	6.71	0.28%	0.48%	-2.21%
美国十年期国债利率	2.65%	31.0%	2.66%	-14.0bp	-11.0bp	-7.0bp
英国十年期国债利率	1.26%	5.1%	1.23%	-11.1bp	-7.9bp	-7.7bp
法国十年期国债利率	0.55%	2.4%	0.54%	-15.5bp	-15.2bp	-28.5bp
德国十年期国债利率	0.09%	2.5%	0.08%	-6.0bp	-4.0bp	-9.0bp
意大利十年期国债利率	2.83%	19.4%	2.81%	-24.6bp	-27.3bp	-28.6bp
布伦特原油现货	64.87	56.0%	64.66	1.11%	-0.58%	19.80%
WTI 原油现货	56.66	46.8%	56.51	1.54%	-0.98%	24.77%
伦敦现货黄金	1296.75	78.1%	1287.42	-1.16%	-1.70%	1.18%

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\\_13811](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13811)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn