

海外宏观双周报

美强欧弱格局临变，美元指数恐将回落

■ 核心观点

第一，自 2018 年初至 2019 年 8 月，美强欧弱格局一直在持续。但是，随着 2019 年 8 月经济数据的公布，延续超过一年半的美强欧弱格局可能迎来转变。

第二，美元指数在 2019 年四季度可能面临高位回落格局，但大幅下行的概率也不大，四季度波动中枢将从当前的 98 回落至 96-97。但从 2020 年起，美元指数跌至 90 以下的概率将会显著上升。

第三，基于对美元指数将于 2019 年四季度面临高位回落拐点的判断，我们看好以黄金为代表的贵金属价格经过近期的调整后将会再次迎来上行局面。

第四，在美联储持续降息、全球经济增速下行以及地缘政治局势升温三大因素的共振刺激下，金价大概率将重新震荡上行。极端天气增加将给农产品带来较好的投资机会。但是受制于需求的持续弱化，工业类大宗商品恐难逃波动下行的走势，其中有色金属受供给偏紧支撑，中短期表现或优于能源与黑色金属。

本周市场重点

■ 美强欧弱格局边际或迎来转变，美元指数恐自高位开始回落

自 2018 年初至 2019 年 8 月，美强欧弱格局一直在持续。2018 年全年，欧元区经济高位回落并转为不景气，美国经济却堪称“一枝独秀”；进入 2019 年，美国经济虽然受到贸易摩擦与外围经济下行带来的压力，但由于消费端的韧性仍显著偏强，而欧元区经济在贸易摩擦蔓延、英国脱欧僵局、边缘国带动核心国经济下行、新兴经济体疲软等背景下愈发疲软。

从数据上也可以明显看出美强欧弱的格局。在 2017 年美国与欧元区实际 GDP 增速均为 2.4% 的背景下，2018 年美国实际 GDP 增速跃升为 2.9%，而欧元区实际 GDP 增速则显著下降为 1.9%；分季度看，2018 年四个季度美国实际 GDP 增速分别为 2.9%、3.2%、3.1% 与 2.5%，同期欧元区实际 GDP 增速则依次为 2.3%、2.4%、1.7% 与 1.4%；进入 2019 年，美国实际 GDP 增速前两个季度分别为 2.7% 与 2.3%，而同期欧元区则仅为 1.1% 与 1.0%。从制造业 PMI 走势上看，美欧制造业 PMI 从 2018 年初开始分化，欧元区制造业 PMI 持续回落，而美国制造业 PMI 维持高企，两者之间差距持续拉大；虽然美国制造业 PMI 自 2018 年四季度开始高位回落，但欧元区制造业 PMI 仍在持续下行过程中；在 2019 年 2 月，欧元区制造业 PMI 下破 50 的荣枯线水平，同期美国制造业 PMI 仍高居 54.2；欧元区制造业景气度一路下行至 2019 年 7 月的 46.5，同期美国制造业 PMI 仍为 51.2 的景气水平。

但是，随着 2019 年 8 月经济数据的公布，延续超过一年半的美强欧弱格局迎来了挑战。

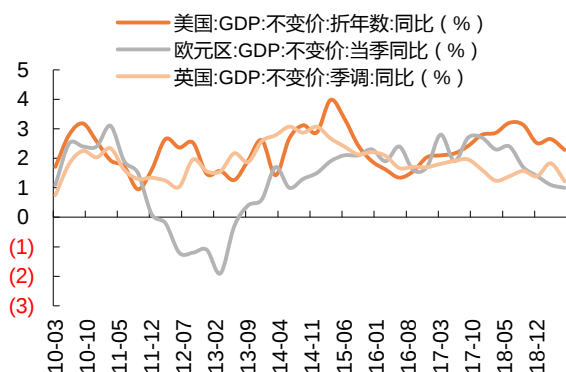
首先看美国方面，支撑美国经济持续强劲的最大动力——消费在 8 月开始显露颓势，8 月零售销售环比大幅回落，叠加此前公布的美国消费者信心指数有所回落显示美国消费端的韧性可能有所弱化；加上 8 月非农不及预期，失业率底部略微回升，劳动力市场也可能面临景气逐渐回落的风险，这将导致消费端的同步下行。另外，美国投资端仍然疲弱，无论是工业产出数据的持续回落，还是制造业 PMI 跌破 50 的荣枯线水平，均显示美国投资端尚未企稳。整体看，美国消费强投资弱的经济格局可能逐渐转为消费与投资双弱，美国经济温和回落的态势也可能转变为加速下行。

再来看欧洲，欧元区经济在 2019 年 8 月出现了企稳迹象。一方面，制造业 PMI 下行趋势得到缓解，7 月 46.5 的底部水平也回升至 8 月的 47.0；服务业与综合 PMI 也分别从 53.2 与 51.5 回升至 53.5 与 51.9 的水平。法德等核心国与意大利等边缘国的制造业 PMI 均同步回升，且 8 月法国制造业 PMI 重新回到景气区间，达到 51.1。此前一直处于震荡下行的通胀也开始企稳。加上欧元区即将开展的量化宽松与可能推出的大规模财政刺激，欧元区经济有望在四季度迎来企稳。

若美国经济加速下行与欧元区经济逐渐企稳在四季度得到经济数据的验证，那么此前一直高企的美元指数将面临高位回落。我们认为美元指数的高位回落可能将从 2019 年四季度开始，但是在全球经济增速下行、贸易摩擦蔓延升级、地缘政治风险波动加剧的背景下，美元指数拥有的较强避险属性将给美元指数带来一定的支撑，这导致 2019 年四季度美元指数下行的空间也不会很大。综合来看，美元指数在 2019 年四季度可能面临高位回落格局，但大幅下行的概率也不大，四季度波动中枢将从当前的 98 回落至 96-97。但从 2020 年起，美元指数跌至 90 以下的概率将会显著上升。

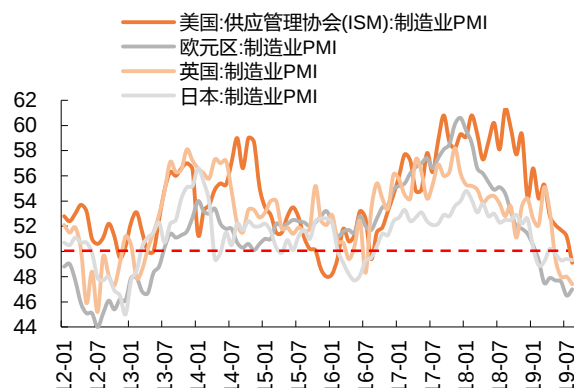
基于对美元指数将于 2019 年四季度面临高位回落拐点的判断，我们看好以黄金为代表的贵金属价格在近期调整后于四季度再次迎来上行局面，在美联储持续降息、全球经济增速下行以及地缘政治局势升温三大因素的共振刺激下，金价大概率将重新震荡上行。极端天气增加将给农产品带来较好的投资机会。但是受制于需求的持续弱化，工业类大宗商品恐难逃波动下行的走势，其中有色金属受供给偏紧支撑，中短期表现或优于能源与黑色金属。

图表1 从实际 GDP 增速上可以明显看出美强欧弱格局



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 美欧制造业 PMI 之间出现收敛迹象



资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 美国消费端颓势初现，通胀与核心通胀有所分化

美国 8 月份零售销售环比数据高于预期。具体数据方面：美国 8 月零售销售月率为 0.4%，高于预期值 0.2%，但低于前值 0.7%；同比增长 4.6%，高于前值 3.6%；8 月美国核心零售销售数据环比 0.0%，低于预期值 0.1%及前值 1.0%。8 月零售销售环比数据好于预期虽然说明美国消费端表现尚可，但零售销售环比与核心零售环比大幅低于前值显示出美国消费端开始出现颓势。从细分项看，美国消费端环比主要受油气能源、家具、家电、食品、饮料、服装等居民基本消费分项拖累，机动车及零部件、建筑材料、保健护理、运动娱乐环比表现较好，显示出美国消费端后劲乏力，四季度消费端可能逐渐走弱。另外，美国 8 月工业产出数据继续回落，显示出美国制造业投资分项弱势延续。

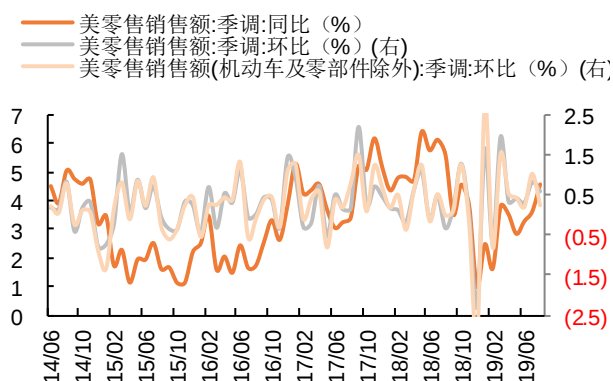
美国 8 月 CPI 月率为 0.1%，持平于预期，但低于前值 0.3%；美国 8 月核心 CPI（不计食品和能源）月率上升 0.3%，高于预期值 0.2%，但持平于前值 0.3%；美国 8 月 CPI 年率上升 1.7%，低于预期及前值 1.8%；美国 8 月核心 CPI 年率

上升 2.4%，高于预期 2.3% 及前值 2.2%。美国 8 月 CPI 有所回落，但核心 CPI 同比持续上行并位于 2.0% 的目标位以上。从分项看，美国 8 月 CPI 同比回落主要受能源、交运、计算机、IT 拖累，而医疗保健与住宅分项则表现强劲。CPI 与核心 CPI 同比走势的分化是油价下行带来能源及与其密切相关的交运行业价格下行的结果。考虑到油价 9 月剧烈震荡且中枢略有抬升，四季度价格料维持震荡，CPI 与核心 CPI 的走势将逐渐收敛，且 CPI 会向核心 CPI 靠拢，这将带来通胀水平的整体抬升，进而压制美联储进一步的货币宽松政策的推行。

整体来看，美国经济此前投资弱消费强的格局出现了细微的变化，投资端弱势延续，但消费端开始出现颓势，美国经济年初以来的温和回落趋势可能在四季度开始逐渐加速。此前我们预计 2020 年上半年美国经济加速下行的时点可能提前到来。由于四季度美国经济相比欧盟、日本等其他发达经济体的相对优势开始缩窄，**美元指数四季度可能面临高位回落格局**。但是考虑到当前欧元区与日本等其他发达经济体企稳复苏迹象尚不明显，且全球经济下行、贸易摩擦蔓延、地缘政治动荡仍会导致避险需求高企给美元指数带来一定支撑，所以美元指数在四季度回落的空间也不会太大，**四季度美元指数震荡中枢预计为 96-97**。可以预期的是，当前美元指数处于牛熊转换的拐点，2020 年上半年可能迎来美元指数的长期熊市的开启。

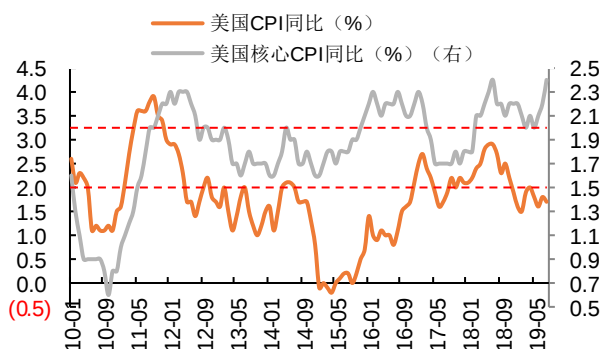
欧元区经济下行趋势出现缓和。具体来看，8 月欧元区制造业景气度自 7 月底部 46.5 回升至 47.0，8 月服务业与综合 PMI 均小幅回升至 53.5 与 51.9。这主要是法德等欧元区核心国景气度回升所致，其中，法国制造业景气度已回升至 50 以上，德国制造业景气度仍然低迷；意大利等边缘国景气度虽略微反弹，但仍然偏弱。欧元区 8 月通胀水平持平上月，通胀同比 1.0% 与核心通胀同比 0.9% 距离 2.0% 的中枢位置较远，欧元区经济下行趋势虽然缓和，但仍然弱势。展望未来，尽管英国脱欧与贸易摩擦持续干扰欧元区经济，但随着脱欧僵局边际好转，欧元区经济有可能在四季度迎来小幅好转。

图表3 美国 8 月零售销售环比超预期但低于前值



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 美国 8 月通胀与核心通胀有所分化



资料来源: WIND, 平安证券研究所

海外经济跟踪

■ 沙特油田遭袭致油价剧烈震荡，油价未来震荡回落概率大

9 月 14 日，沙特 ABQAIQ 和 KHURAI 的石油设施遭到无人机攻击，致使沙特 50% 的原油供应出现困难，并引发油价剧烈波动。

点评：沙特油田遭袭击后油价大幅上涨，而后在沙特表态会在 9 月底之前恢复所有产能后油价又迅速自高位大幅回落。尽管美国与沙特均已认定伊朗为沙特油田的袭击方，但美方也仅仅以制裁伊朗央行作为应对沙特遭袭的回击，美伊之间爆发战争的可能性再次显著下降。展望未来，全球经济下行叠加贸易摩擦蔓延仍会给原油的需求带来压制，中东局势在沙特遭袭后并未显著升级，只是之前美伊之间可能存在的和谈会继续拖延。需求萎缩与供给充足的背景下油价大概率将震荡回落，中东地缘政治的动荡则会提升油价的波动率。

■ 联储如期再度降息，内部分歧持续加大

北京时间9月19日凌晨2点,美联储宣布下调联邦基金目标利率25个基点至1.75%-2.00%,并下调超额准备金率(IOER)至1.7%。

点评：美联储此次降息25个基点符合预期，点阵图显示年内再次降息的可能性下降，态度“偏鹰”，联储内部对降息路径仍存分歧。美联储调升了2019与2021年的经济增速预期，并上调了2019年的失业率预期，维持通胀预期不变。鲍威尔发言中性，摒弃了降息临时操作的说法，并表示在经济走软的情况下，降息将继续进行，释放了较强的扩表信号。鲍威尔表示会采取适当行动来进行妥善应对短期市场融资压力，还表达了财政政策需发挥更大作用以及不会考虑使用负利率的态度。我们认为，在未来一段时间，贸易摩擦蔓延升级、海外经济疲弱拖累、投资下滑—失业增加—消费回落的链条传导、美股下行压力增加压制消费均会导致美国经济加速回落，年内美联储仍存继续降息可能。整体看，在全球经济下行持续、贸易摩擦蔓延、地缘政治升级、负利率持续蔓延的环境下，中期看，上述避险资产的表现仍将好于风险资产，亚洲新兴市场的风险资产表现将优于发达市场。

海外市场跟踪

图表5 海外金融市场跟踪

	最新值 (2019.9.20)	分位数	本周均值 (2019.9.16-20)	周涨跌	月涨跌	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	26935.1	99.6%	27072.91	-1.05%	2.01%	15.47%
标普 500 指数	2992.1	99.6%	3001.85	-0.51%	2.24%	19.36%
纳斯达克指数	8117.7	99.4%	8163.50	-0.72%	1.94%	22.34%
富时 100 指数	7344.9	92.9%	7331.44	-0.31%	1.91%	9.17%
CAC40 指数	5690.8	92.1%	5637.65	0.62%	3.84%	20.29%
DAX 指数	12468.0	95.2%	12413.65	0.00%	4.43%	18.08%
恒生指数	26435.7	87.9%	26714.71	-3.35%	2.76%	2.28%
美元指数	98.48	79.3%	98.45	0.28%	-0.36%	2.50%
欧元兑美元	1.10	22.7%	1.10	-0.51%	0.24%	-3.91%
英镑兑美元	1.25	2.5%	1.25	-0.21%	2.55%	-2.21%
美元兑日元	107.55	43.4%	108.06	-0.52%	1.19%	-1.85%
美元兑人民币（离岸）	7.12	58.4%	7.09	1.05%	-0.57%	3.64%
美国十年期国债利率	1.74%	5.0%	1.80%	-16.0bp	24.0bp	-95.0bp

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_9981

