

# “松货币”支撑市场

## ——2019年9月全球市场动态

海外月报

**美国：**8月非农就业数据稳健，但制造业PMI与消费者信心回落，其中制造业PMI自2016年以来首次跌破50的枯荣线，表明增长下行压力上升。美联储9月FOMC会议在即，再次降息预期较高，市场关注美联储对未来降息路径的表态。受关税影响，8月美股大幅震荡，但9月中美贸易摩擦缓和后有所上行。贸易摩擦边际改善也令避险资产承压。

**欧元区：**欧元区8月失业率保持稳定，通胀走弱，德国出口进一步下滑。消费者信心下降，制造业PMI持续下行。考虑到欧元区经济复苏放缓、通胀疲软、以及英国脱欧前景不明等原因，欧央行降息并重启QE。欧洲经济基本面仍未改善，但货币宽松支撑欧洲股市表现。

**日本：**8月数据进一步走弱，制造业PMI连续第二个月位于枯荣线下方，消费者和投资者信心疲弱，出口增速继续下滑，机械订单负增长。日央行继续扩张性货币政策。

**新兴市场：**8月以来新兴市场经济数据震荡回升，但仍处于较低水平。新兴市场货币经历了7月的企稳后在8月大幅贬值，股市回落。美联储在7月底下调联邦基金利率，新兴市场的货币政策空间一定程度上有所扩大。7月以来印度、土耳其、墨西哥、俄罗斯央行均有下调政策利率以应对经济疲软。向前展望，未来中美贸易摩擦若继续升级，全球贸易环境不确定性会继续增加，会对新兴市场带来更大的经济下行压力，会进一步面临汇率贬值、资本外流的风险。

**港股市场：**中资股暂时对人民币汇率波动脱敏。本地局势对港股市场的困扰在8月内达到新高，但港股市场内部表现差异也开始加大。香港本地蓝筹股因本地局势困扰，未能从美元利率大幅下行中受益；而中资股却从下旬开始逐渐获得支撑，甚至未受到人民币兑美元汇率下行幅度加深的困扰。向前展望，香港本地蓝筹也有望适度修复估值，但空间有限。

**有色金属：**全球经济下行压制需求，但流动性宽松利好风险资产。行业配置上，中长线看好铜、钛品种价格趋势，短期关注铝、黄金、稀土等对冲品种。

**风险提示：**全球经济增速超预期下行，美联储货币宽松不及预期，中美贸易摩擦反复、升级。

### 分析师

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

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

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

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

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

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

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)  
021-52523806  
[liuzn@ebcn.com](mailto:liuzn@ebcn.com)

## 美国：就业有韧性，市场静待降息

**8月新增就业不及预期，但其他劳动力市场数据依旧良好（图1-2）。**美国6月新增非农就业13万，不及预期，其中与贸易相关的行业表现疲弱，比如制造业、采掘业、零售业等，这也体现了关税对美国的影响。但尚无证据显示关税对服务业有较大冲击。失业率依然保持在3.7%，小时工资同比增速3.2%，劳动参与率、就业率均回升，表明劳动力市场的需求仍在。2019年以来，月均新增就业15.8万，不及2018年的22万。不过，考虑到美国失业率已是历史低位，15.8万的月均新增就业已经非常不错了。

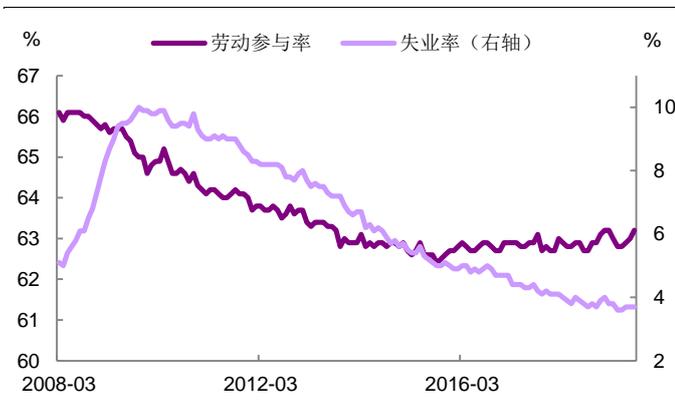
**受关税影响，8月消费者信心回落，ISM制造业PMI三年来首次跌破50的枯荣线（图3-4）。**8月密歇根消费者信心指数下滑至89，表明特朗普宣布的新一轮关税正在影响消费者的预期。我们的计算显示，在新一轮3000亿美元关税清单中，大约47%为消费品，这一比例也比之前几轮关税更多。制造业方面，ISM制造业PMI跌破50的枯荣线，为2016年以来首次，其中，出口新订单大幅下滑至43，体现了贸易摩擦的影响。

**美联储9月继续降息概率较高。**8月非农就业稳健，但制造业PMI大幅不及预期，经济下行压力仍在。尽管美联储内部对是否进一步降息存在分歧，但边际走弱的数据会让其内部的鸽派观点占据上风，增加降息的概率。我们预计美联储可能在9月继续降息，幅度或为25bps。对于美联储9月降息的预期，市场已经充分价入，接下来市场比较关注的是9月FOMC会议传递出来的新讯息，比如美联储对经济增长的展望，和点阵图暗示的未来降息的路径。

**受关税影响，8月美股大幅震荡，但9月中美贸易气氛有所缓和，美股有所上行（图5-8）。**8月特朗普再次反复，宣布将对中国3000亿美元商品征税。受之影响，美国主要股指波动率上升。由于美国经济数据未大幅恶化，加上美联储继续降息预期强烈，整体上美股保持横盘状态。

美债方面，对全球经济下行的担忧令10Y收益率进一步下滑至1.5%，但中美经贸气氛缓和后反弹至1.9%。由于美国相对其他经济体表现仍然更好，美元指数保持相对强势。展望未来，美联储9月继续降息概率高，中国逆周期政策发力，全球流动性总体宽松，再加上中美将于10月重启谈判，总体上对风险资产较为有利。

图1：美国8月失业率维持在3.7%



资料来源：Wind，数据截至2019年8月

图2：美国8月时薪增长3.2%，表现良好



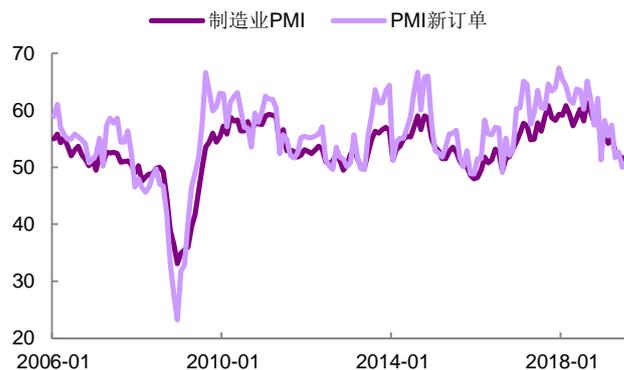
资料来源：Wind，数据截至2019年8月

图 3：美国 8 月消费者信心回落



资料来源：Wind，数据截至 2019 年 8 月

图 4：美国 8 月制造业 PMI 跌破枯荣线



资料来源：Wind，数据截至 2019 年 8 月

图 5：中美经贸气氛缓和后，美股上涨



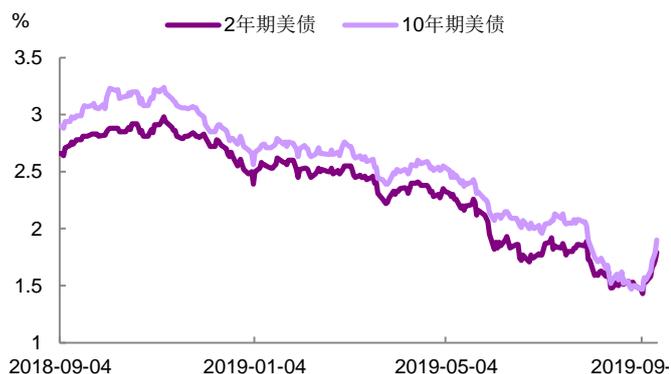
资料来源：Wind，数据截至 2019 年 9 月 16 日

图 6：纳指、道指上涨



资料来源：Wind，数据截至 2019 年 9 月 16 日

图 7：美债利率继续下行后大幅反弹



资料来源：Wind，数据截至 2019 年 9 月 16 日

图 8：美元指数保持强势



资料来源：Wind，数据截至 2019 年 9 月 16 日

## 欧洲：下行风险累积，降息预期强烈

**失业率保持稳定，通胀走弱，出口疲弱（图 9-11）。**7 月欧元区失业率为 7.5%，其中德国失业率为 3.1%，与前值持平。8 月欧元区 CPI 同比增速为 1.0%，与前值持平，为 2017 年以来新低。欧元区主要国家的通胀均呈下降趋势，其中意大利、德国降幅较为明显，英国小幅上行。出口方面，德国出口增长仍然疲弱，外需前景不乐观。

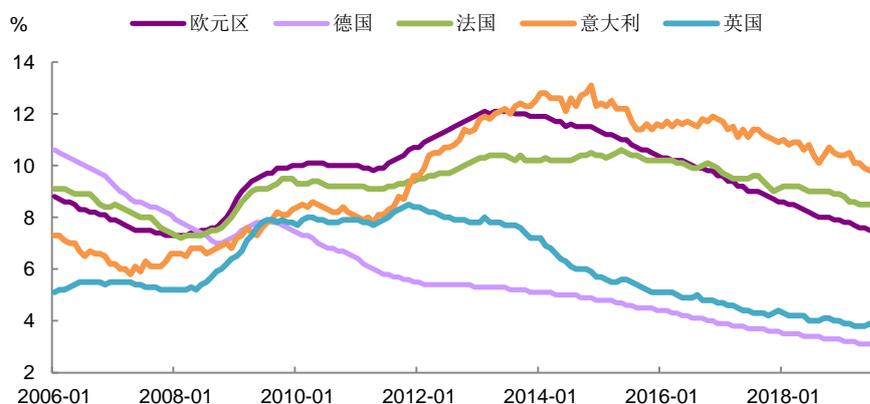
**消费者信心回落，制造业 PMI 略有改善（图 12-13）。**8 月欧元区主要国家消费者信心指数较 7 月回落，其中英国回落幅度最大。8 月制造业 PMI 为 47，较 7 月增加 0.5，同时超过预期的 46.2，但仍在荣枯线下。其中，法国 8 月制造业 PMI 为 51，重新回到扩张区间，成为欧元区主要国家中唯一一个站上荣枯线的国家；而德国制造业衰退持续，8 月制造业 PMI 仅为 43.5；英国制造业 PMI 下滑至 47.4，为 2012 年以来最低。

**欧央行货币政策持续宽松，降息并重启 QE。**欧央行宣布将政策利率从 -0.4% 下调至 -0.5%，符合预期。同时宣布重启 QE，每月购债额度为 200 亿欧元，超出市场预期。尽管欧元区的消费和投资体现了一定的韧性，但全球贸易环境恶化和英国脱欧问题仍然冲击着欧洲的进出口，消费和投资信心也受到更多波及。因此，欧央行进一步宽松是必要的应对。

展望未来，负利率对欧洲经济的刺激作用或有限。过去十年的经验表明，降低利率带来资产价格泡沫和债务高企，对实体经济增长和通胀的作用越来越弱。另一方面，负利率导致银行利差收窄，银行利润率受到挑战，增加金融不稳定。展望未来，货币刺激的边际效用递减，破局之道可能还在财政政策。但欧元区经济体受制于有限的财政空间，令欧洲经济前景更加暗淡。

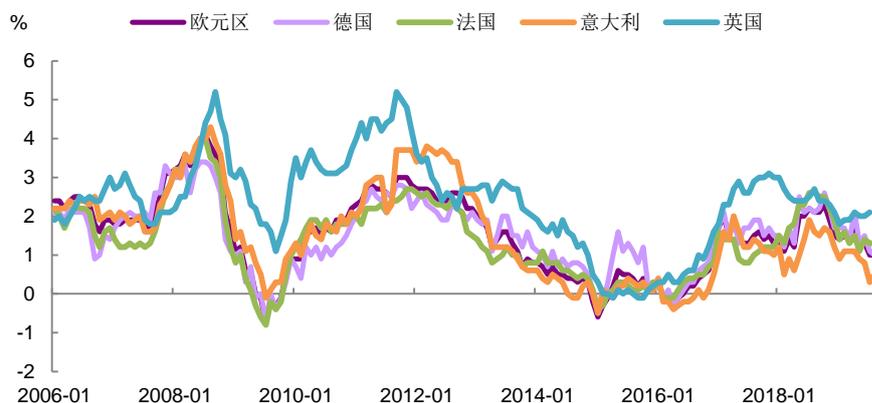
**9 月德国、英国国债收益率保持低位，欧洲主要股指反弹（图 14-15）。**8 月欧洲主要股指德国法兰克福 DAX、伦敦金融时报 100 指数震荡下行，但 9 月有所回暖。我们认为这主要是受益于宽松的货币环境。德国、英国 10 年期国债收益率保持低位，其中，德国主要债券收益率仍处在负区间。

图 9：欧元区 7 月失业率保持稳定



资料来源：Wind，时间截至 2019 年 7 月

图 10: 欧元区 8 月通胀延续下行趋势



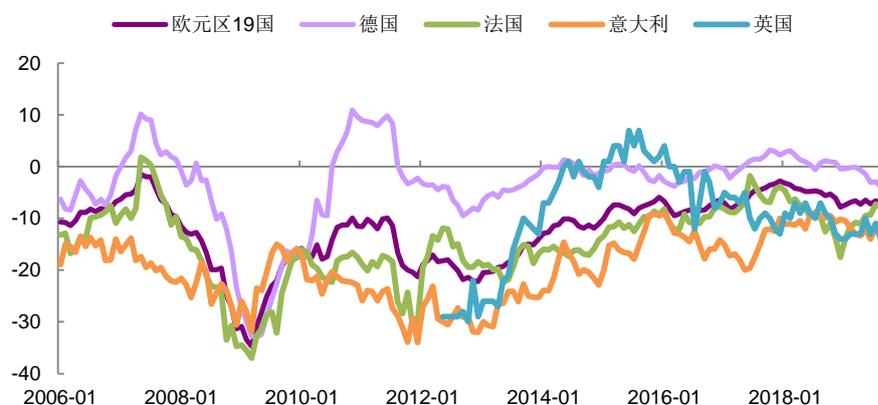
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 8 月

图 11: 德国 6 月出口同比增速回落



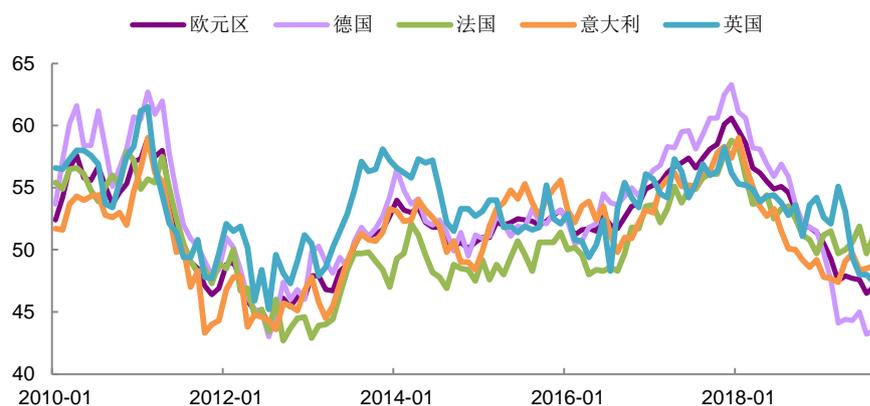
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 6 月

图 12: 欧元区 8 月消费者信心回落



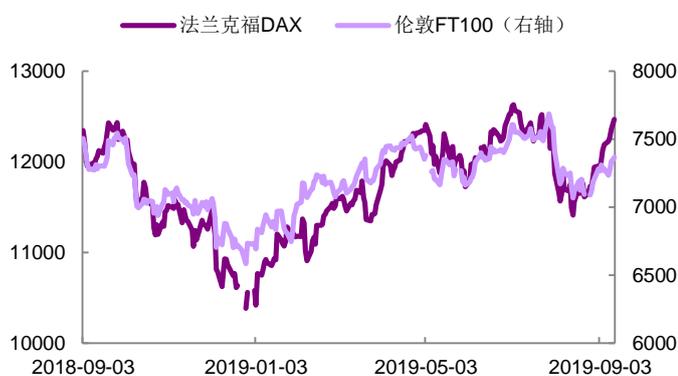
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 8 月

图 13: 制造业 PMI 虽小幅上行, 但仍显疲弱



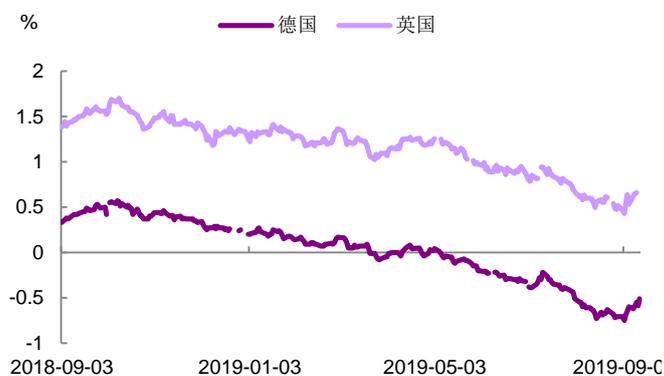
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 8 月

图 14: 货币宽松支撑欧洲股市



资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 9 月 16 日

图 15: 德国、英国 10 年期国债利率下行后回升



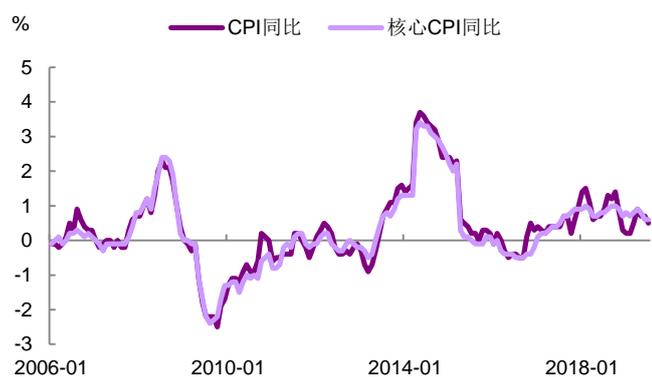
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 9 月 16 日

## 日本: 经济依旧疲弱

日本 7 月 CPI 通胀同比增速为 0.5%，较前值下滑，核心 CPI 通胀同比增速 0.6%，与前值持平，但低于年初的水平（图 16）。7 月出口同比下滑至 1.6%，下滑程度较年初有所收窄（图 17）。8 月制造业 PMI 下降至 49.3，连续 4 个月低于 50 的枯荣线（图 18）。

8 月消费者和投资者信心指数双双下滑，消费者信心为 2015 年以来最低水平，显示内需不足（图 19）。投资者信心骤降至 -5.4，为 2016 年以来最低。总体上，日本经济的前景依旧不乐观。受关税带来的避险情绪影响，8 月日元有所升值，不利于出口。政策方面，日本央行行长黑田东彦表示将继续实施宽松的货币政策。

图 16: 日本 7 月通胀疲弱



资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 7 月

图 17: 日本 7 月出口同比继续负增长, 但有所收窄



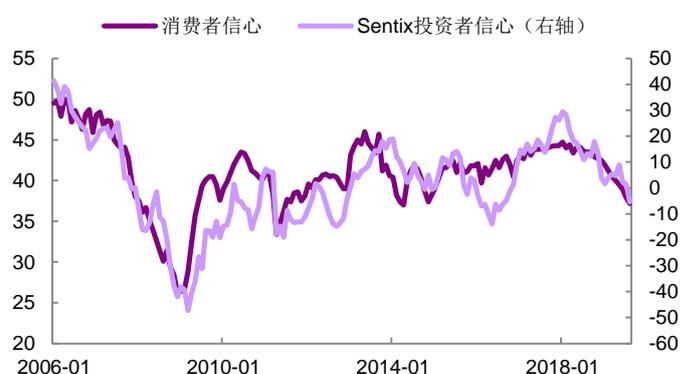
资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 7 月

图 18: 日本 8 月制造业 PMI 连续第四个月跌破枯荣线



资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 8 月

图 19: 日本 8 月消费者和企业信心下降



资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 8 月

## 新兴市场: 全球经济放缓影响显现

**8 月经济数据表现持续不佳。**花旗新兴市场经济意外指数在 8 月中上旬继续走低, 8 月 20 日达到本月最低点-25.6, 此后略有收敛但仍处在负区间(图 20)。**8 月制造业、服务业 PMI 均略有提高,**分别小幅上涨至 50.4% (前值 50.1%)、52.3% (前值 52.1%) (图 21)。

**8 月新兴市场货币大幅贬值, 股市企稳, 9 月初略有反弹。**受 8 月以来美元升值影响 8 月新兴市场货币对美元被动贬值 4.1pct。MSCI 新兴市场指数 8 月企稳, 9 月初较上月小幅反弹 1.8pct (图 22-23)。

**印度: 经济增速走缓, 央行、财政部分别出台经济刺激政策。**8 月 7 日, 印度央行年内第四次下调回购利率 35 个基点至 5.4%。8 月制造业和服务业 PMI 均小幅回落, 其中制造业 PMI 回落至 51.4% (前值 52.5%), 服务业 PMI 回落至 52.4% (前值 53.8%, 图 24)。7 月出口小幅增长、进口小幅下降、贸易差额收窄(图 25)。7 月印度综合 CPI 同比涨幅 3.15% (前值 3.18%, 低于央行通胀目标中枢 4%, 图 26)。印度财政部 8 月 23 日宣布了向国有银行注资 7000 亿卢比、取消对外国证券投资者征收更高的资本利得附加费等一系列刺激经济增长的措施。印度股票市场 8 月呈震荡趋势, 9 月初孟买

敏感指数收于 36981.8 点，印度卢比兑美元汇率 9 月初较前月大幅贬值 4.1pct（图 27）。

**越南：出口增长，产业从中国向越南转移但边际速度放缓。**受中美贸易摩擦影响，越南正成为重要的出口地之一，前 8 月越南 FDI（来自中国大陆）项目总数和注册资金累计增速分别达 94.1%、260.1%（图 28）。前 8 月越南出口累计同比增速则略下行至 7.3%（前值 7.5%，图 29），8 月制造业季调 PMI 小幅回落至 51.4%（前值 52.6%），同时 8 月工业生产指数同比、环比增速分别升至 10.3%、7.5%（前值分别为 9.2%、7.8%）（图 30）。8 月 CPI、核心 CPI 同比增速分别为 2.26%、1.95%，远低于 4% 的通胀目标（图 31）。胡志明证交所股指 8 月较前月下跌 0.77%（图 32）。

**俄罗斯：经济放缓、通胀企稳，央行开启年内第三次降息。**8 月制造业 PMI 下滑至 49.1%（前值 49.3%）、服务业 PMI 上行至 52.1%（前值 50.4%，图 33）。前 6 月进出口累计增速均下降，贸易顺差走扩（图 34）。俄罗斯先后于 8 月 1 日和 9 月 1 日两次下调石油出口关税，主要是由于 8 月以来石油大幅增产、经济动能低迷石油需求不振以及美国产能强劲。8 月 CPI 同比增速为 4.3%（前值 4.6%，图 35），而 9 月 6 日俄央行在利率决议会议上对年末 CPI 预测调整至 4.0-4.5%，并预计 2020 年最初几个月通胀率回落至 3.5-4.0%，同时对 2019 年经济增速预测下调到 0.8-1.3%。同时俄罗斯央行在 9 月初开启年内第三次降息，降息 25 个基点至 7%。

**巴西：2 季度 GDP 环比负增，央行降息、直接干预汇市。**8 月 1 日，巴西央行下调基准利率 50 个基点至 6%。8 月 12 日，巴西央行公布的数据显示第二季度巴西经济环比下降 0.13%。8 月巴西制造业 PMI 回升至 52.5%（前值 49.9%），服务业 PMI 回落至 51.4%（前值 52.2%，图 36）；8 月 CPI 升至 3.4%（前值 3.2%）。8 月进出口均回落，贸易差额走扩至 31.8 亿美元（前值 22.3 亿美元）（图 37）。前 8 月铁矿石发货量累计增速为 -18%，8 月单月发货量继续改善（图 38）。因雷亚尔兑美元接近纪录低位，巴西央行在 8 月下旬出手干预汇市，直接在现汇市场抛售美元，这是自 2009 年巴西央行首次直接出售美元，这一消息提振了雷亚尔，8 月末从本年最低点 4.18 升值至 4.13。

**土耳其：通胀回落，汇率稳定。**8 月制造业 PMI（48.0%，前值 46.7%）和消费者信心指数（58.3，前值 56.5）均有小幅反弹（图 39）。8 月 CPI 同

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\\_10069](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10069)

