

海外宏观双周报

8月非农不及预期，9月联储降息在即

■ 核心观点

第一，全球经济延续 2019 年以来的弱势，经济表现上美强欧弱态势尚未发生显著改变，近期高企的美元指数仍能得到较强的支撑。

第二，在消费数据走弱之前的这一段时间，美国经济整体仍具韧性。中美贸易谈判进程也会给美国经济前景带来较大扰动。但是，美联储货币政策转向宽松已成趋势，美元指数在四季度震荡中枢将逐渐回落至 96-97 之间。

第三，行情展望：9 月金融市场风险偏好会有所提升，全球股市可能整体向好，美元指数高企，无风险利率回升。四季度，美元指数震荡中枢略微下移；全球股市面临回落；黄金等避险资产在短期回调后仍具上行动力。

本周市场重点

■ 非农回落且不及预期，鲍威尔讲话未影响降息预期

全球经济弱势仍在延续，英国与欧元区经济仍面临脱欧问题的困扰，虽然欧元区制造业 PMI 略微抬升，但仍低于荣枯线水平，弱势震荡格局并未发生改变。美国经济年初以来消费端与投资端的分化也在持续，虽然消费信心指数有所回落，但两者走势由分化转为收敛并未得到数据的有力支撑。在消费端与投资端的分化背景下，劳动力市场的表现受到了市场更大的关注。周五公布的美国非农数据有所回落，且低于预期，但是 13 万的新增非农就业人数并不足以说明美国劳动力市场的疲弱，且时薪同比稳定、周薪同比回升还是显示了美国劳动力市场的韧性。经济表现上美强欧弱态势尚未发生显著改变，近期高企的美元指数仍能得到较强的支撑。

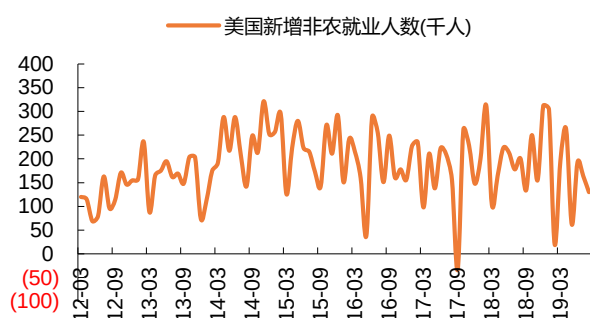
当前，美国经济景气指标出现显著回落，其中 ISM 美国制造业 PMI 已下行至 50 的荣枯线下方，制造业投资前景转为不景气；劳动力市场方面，失业率维持在 3.7% 的历史较低位置，非农新增就业量有所回落，且低于预期，导致市场在数据公布后对美国经济前景的担忧再次泛起。但是，时薪与周薪同比的较强表现以及非农数据公布后美联储主席鲍威尔的讲话给予了市场看淡非农不及预期且看好美国经济前景的信心。另外，此前中美贸易谈判局势好转并约定于 10 月初进行第十三轮谈判的消息也给市场注入了较强的乐观情绪，在该背景下，市场对美国经济前景的预期较过去几个月有明显好转，美元指数在过去一段时间的震荡上行后仍维持高位震荡格局，10 年期美债收益率也从 1.47% 的低位回升至 1.55% 以上。货币政策方面，市场对美联储 9 月降息 25 个基点的预期在鲍威尔静默期前最后一次讲话后并未发生显著改变，市场判断 FOMC 在 9 月 18 日议息会议上降息 25 个基点的概率仍大于 90%。考虑到当前全球各大央行降息潮已来临，美联储 9 月降息 25 个基点仅是符合市场预期，全球经济短期迅速回暖的概率并不高。考虑到当前的低利率环境，全球央行降息空间整体有限，宽松货币政策对经济的支撑可能较弱，全球经济下行仍未能看到有力支撑。短期看，尽管美联储降息预期会支撑美股等风险资产，但是一旦降息落地且后续降息节奏慢于市场预期，全球金融市场将面临震荡加剧甚至高位回落的风险。整体来看，2019 年中国外部

需求整体弱势格局并未显著好转，若贸易谈判一旦达成，会显著缓解此前贸易摩擦给我国外需带来的冲击。中长期看，内需仍将是中国经济的主要支撑。

北京时间9月6日晚间，美国8月非农数据公布，失业率仍维持在3.7%的历史较低水平，劳动力参与率略微回升至63.2%，新增非农就业人数有所回落并低于预期，延续了7月以来的下行态势；但是，薪资增速却表现较好。数据显示：8月非农就业人口新增13.0万，低于预期的15.8万及前值16.4万，且新增就业主要集中于专业和商业服务、政府临时工（为2020年人口普查准备）、教育、健康服务、金融、咨询和医疗行业，非农不及预期主要是由于零售业就业疲软。8月平均时薪同比3.23%，略低于前值3.28%；平均周薪同比2.93%，高于前值2.68%；失业率维持在3.7%的水平。此次非农数据虽然低于预期，但是薪资增速的较好表现与维持低位的失业率还是体现了美国劳动力市场的韧性，市场对美国经济前景的信心并未受到非农数据不及预期的显著冲击。另外，美国8月ISM制造业PMI继续回落并跌破50，但是之后中美贸易谈判局势出现好转提振了市场对美国经济前景的预期。在制造业PMI跌破50、非农不及预期但贸易谈判利好的多空交织环境下，美元指数维持在98以上高位震荡，黄金价格则自高位显著回落。

资本市场方面，长短期美债收益率较月初低点均有所回升，其中10年期美债收益率回升至1.50%以上；美股显著回升，主要受中美贸易谈判好转带来的风险偏好提升所致。当前，全球金融市场对美联储9月降息25个基点判断基本一致，也有少数机构认为非农不及预期将使得美联储在9月降息50个基点。对于年内降息则分歧明显。美联储内部也有较深的分歧。我们认为，当前美国经济高位回落趋势已现，但是当前消费与投资的分化尚未开始收敛，在消费数据走弱之前的这段时间，美国经济整体仍具韧性。另外，中美贸易谈判进程也会给美国经济前景带来较大扰动。但是，美联储货币政策转向宽松已成趋势，美联储9月降息25个基点是大概率事件，若当前经济延续走弱且消费并未大幅回落，12月可能还有一次幅度为25个基点的降息。在这种预设下，美元指数在四季度震荡中枢将逐渐回落至96-97之间。

图表1 美国8月非农数据有所回落



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表2 美元指数近期高位震荡



资料来源：WIND, 平安证券研究所

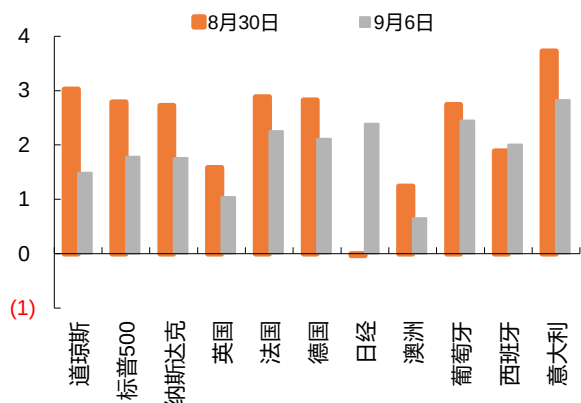
■ 三股力量短多长空，短期看好股市表现

年初至今，全球金融市场主要受三股力量的显著影响，一是全球经济的趋势性下行，在给风险资产带来压制的同时，局部地区经济的表现好转也会给市场带来提振；二是美联储为代表的全球各大央行的降息潮，当前大多数央行均已开启降息，美联储也已于7月底开启降息，9月可能再次迎来降息，美联储及其他央行的降息频率及前瞻指引与市场预期的差距也会导致市场的剧烈波动；三是以中美贸易谈判为代表的全球贸易局势，中美、美欧、美日、日韩等双边贸易关系的突发变化也会给市场带来显著冲击。当前来看，全球经济方面，欧元区景气度虽边际略微好转，但仍处于不景气区间，脱欧问题仍对欧盟与英国经济造成压制；中国经济逆周期调节加强，但年内仍存一定的下行压力；美国经济依赖消费的强支撑，但消费信心指数已有所回落，料消费端难以持续强劲，第一股力量偏利空。货币政策方面，美联储、欧央行等全球主要央行均表达了宽松诉求，料货币政策宽松程度不会显著低于市场预期，但也难以超出市场预期，第二股力量偏

中性；中美贸易谈判近期出现好转，第十三轮经贸磋商预计将于 10 月初进行，显著缓和了持续紧张的贸易局势，第三股力量偏利多。

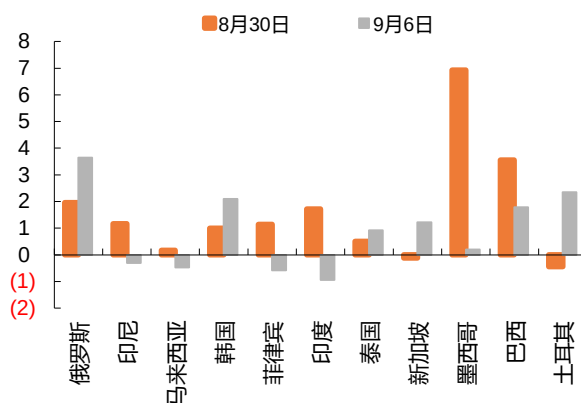
由于三股力量多空交织，且全球经济下行属于慢变量，而贸易局势属于快变量，所以我们判断，短期全球风险资产仍将维持当前的反弹格局，黄金等贵金属价格、美债等避险资产短期可能延续高位回落走势，美元指数维持高位震荡，无风险利率可能有所回升。但此轮风险资产的反弹不会持续太久，随着全球经济的持续走弱，在四季度，风险资产可能再次面临下行风险，美元指数震荡中枢也将略微下移，黄金等避险资产在短期回调后大概率将再现强劲走势。

图表3 近两周发达经济体股市基本保持上涨



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表4 近两周新兴市场国家股市大多上涨



资料来源：WIND, 平安证券研究所

海外经济跟踪

■ 中美第十三轮经贸磋商定于十月初进行，贸易紧张局势迎来缓和

9月5日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，此前双方将保持密切沟通。

点评：中美经贸磋商重启缓和了此前持续紧张的贸易局势，提振了全球金融市场的风险偏好。预计9月股票市场将表现较好，同时，这也利多原油、有色金属、大豆、棉花等大宗商品。此前大幅上行的黄金、白银等贵金属价格可能会迎来短期的剧烈调整。但是，在全球经济下行以及各大央行宽松潮的环境下，黄金、白银等贵金属价格仍具有向上的空间。预计在短期回调后，金银等贵金属价格将重新回到向上的趋势中。

■ 约翰逊脱欧计划遭议会阻挠，无协议脱欧概率降低

9月4日，英国议会通过了一项有关延迟“脱欧”的议案，之后又否决了首相约翰逊提出的提前大选动议，在阻止政府寻求如期“无协议脱欧”方面取得了阶段性成果。

点评：约翰逊当选英国首相以来，一直坚持强硬的脱欧谈判倾向，并开始着手准备无协议脱欧的计划，这导致英国去协议脱欧由特丽莎·梅任上的小概率事件发展成为约翰逊任上的大概率事件。近期英国议会的多次关键性投票阻碍了约翰逊政府无协议脱欧的计划，并将无协议脱欧的权利抓在议会手中，这导致无协议脱欧的概率大幅下滑。展望未来，英国与欧盟进行脱欧谈判将再次回到相互协商的状态中，约翰逊政府大概率也会显著改善与欧盟的谈判态度。在该背景下，英国脱欧事件出现无协议脱欧的可能性已显著降低，市场的风险偏好将有所回升，避险情绪受此打击利空短期金银价格。

海外市场跟踪

图表5 海外金融市场跟踪

	最新值 (2019.9.6)	分位数	本周均值 (2019.9.2-9.6)	周涨跌	月涨跌	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	26797.5	99.6%	26480.48	1.49%	1.49%	14.88%
标普 500 指数	2978.7	99.6%	2945.04	1.79%	1.79%	18.82%
纳斯达克指数	8103.1	99.4%	8006.76	1.76%	1.76%	22.12%
富时 100 指数	7282.3	91.5%	7282.98	1.04%	1.04%	8.24%
CAC40 指数	5604.0	90.5%	5537.71	2.25%	2.25%	18.46%
DAX 指数	12191.7	92.4%	12041.64	2.11%	2.11%	15.46%
恒生指数	26690.8	88.6%	26176.78	3.76%	3.76%	3.27%
美元指数	98.42	79.2%	98.64	-0.42%	-0.42%	2.44%
欧元兑美元	1.10	23.0%	1.10	0.36%	0.36%	-3.73%
英镑兑美元	1.23	1.3%	1.22	1.03%	1.03%	-3.69%
美元兑日元	106.92	41.1%	106.48	0.58%	0.58%	-2.53%
美元兑人民币 (离岸)	7.11	58.3%	7.15	-0.67%	-0.67%	3.36%
美国十年期国债利率	1.55%	1.0%	1.51%	5.0bp	5.0bp	-114.0bp
英国十年期国债利率	0.55%	0.2%	0.52%	3.0bp	3.0bp	-78.8bp
法国十年期国债利率	-0.35%	0.3%	-0.36%	5.6bp	5.6bp	-106.4bp
德国十年期国债利率	-0.69%	0.1%	-0.70%	1.8bp	1.8bp	-89.2bp
意大利十年期国债利率	0.91%	0.0%	0.90%	-12.2bp	-12.2bp	-186.2bp
布伦特原油现货	61.78	51.4%	60.44	4.04%	4.04%	14.09%
WTI 原油现货	56.33	46.2%	55.53	2.23%	2.23%	24.05%
伦敦现货黄金	1506.58	90.1%	1529.12	-1.43%	-1.43%	17.55%

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_10271

