

近期影响海外市场的三个事件

报告摘要

● 主题评论：近期影响海外市场的三个事件

- 上周海外市场最重要的事情有三个：一是美联储公布7月议息会议纪要；二是美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话；三是中美之间的贸易冲突再度升级。
- **1、美联储7月议息会议纪要。**会议纪要值得关注的内容包括：
 - (1) 对于7月降息25个基点，政策制定者有三种看法，其中两票反对，两票赞成降息50个基点，预计9月份的议息会议上，美联储内部的分歧大概率会继续存在下去；
 - (2) 美联储官员认为，7月份降息的理由有三个：经济减速、风险管理和通胀过低，金融市场对降息的影响美联储没有提到；
 - (3) 投票决定降息的美联储官员一致认为，此次降息“是政策立场调整的一部分，或者是周期中期调整的一部分”，相比较于7月底的决议实际上更加偏鹰派一些；
 - (4) 美联储在会议纪要中提及了6次资产购买，美联储重启QE已经是很大概率的事情，考虑到债券收益率曲线倒挂的问题，美联储可能会再投资一部分中短期的美国国债；
 - (5) 美联储多次提到贸易不确定性是经济面临的主要阻力之一，正在影响美国制造业和农业。
- **2、鲍威尔在全球央行年会的讲话。**对于货币政策，鲍威尔提到的关键点有：
 - (1) 全球经济增速放缓，贸易政策不确定性以及通胀情况不明令经济前景承压；
 - (2) 关税和其他因素正在导致经济增长放缓，其他因素包括英国硬脱欧的可能性越来越大以及意大利政府解散；
 - (3) 美联储将采取适当行动维持经济扩张，保持劳动力市场强劲且通胀率接近对称的2%目标；
 - (4) 没有提到收益率曲线倒挂、没有提到经济衰退。没有使用“周期中调整”这个词。总体来看，鲍威尔的发言重复了此前使用过多次的措辞，并没有更多的增量信息。
- **3、中美贸易冲突出现升级。**8月15日，美国政府宣布对自华进口的约3000亿美元商品加征10%关税，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施；8月23日，国务院宣布对从美国进口的约750亿美元的商品加征5%到10%不等的关税，分两批自2019年9月1日、12月15日实施；8月24日，特朗普宣布对中国进口的2500亿美元的关税从25%提到30%，自10月1日起实施，对剩余的3000亿美元的关税从10%提高到15%，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施。
- 贸易冲突的升级对市场形成了很大影响，标普500周五下跌了2.59%。但从鲍威尔的表态来看，美联储已经将贸易作为一个变量纳入到了政策框架中，受贸易冲突升级的影响，美联储年内继续降息是非常大概率的事情，这有利于美股估值的提升。因此，对美股年内的表现，我们仍然持不悲观的态度。黄金和白银的配置价值仍然存在，短期的避险情绪和长期的货币宽松都将推动黄金继续上涨，白银的主要逻辑则在于金银比价处于历史高位，估值相对于黄金更有优势。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、主题评论：近期影响海外市场的三个事件	3
二、海外重点事件追踪	5
1、美国公布 7 月新屋开工和营建许可数据	5
2、澳洲联储公布 8 月政策会议纪要	6
3、意大利总理孔特宣布辞职	6
4、美国公布货币政策会议纪要和 8 月份 PMI 数据	6
5、欧洲公布货币政策会议纪要和 8 月份 PMI 数据	7
6、印尼央行宣布降息	7
三、大类资产走势回顾	7
1、汇率：美元指数下降至 97.65	7
2、商品：原油价格保持平稳	7
3、股债：美股出现明显下跌	8
四、资产配置建议	8

图表目录

图表 1：2019 年至 2022 年美联储的轮值主席	3
图表 2：美联储的资产负债表规模	4
图表 3：金银比价处于历史高位	5
图表 4：3M 美债收益率基本围绕联邦基金目标利率波动	错误!未定义书签。
图表 5：2Y-3M 美债利差与美联储降息预期是负相关关系	错误!未定义书签。
图表 6：10 年期美债与 2 年期美债的分时走势	错误!未定义书签。
图表 7：10 年期与 2 年期美债倒挂幅度的时间分布	错误!未定义书签。
图表 8：10Y-3M 和 10Y-2Y 利差倒挂后，美国经济均出现衰退或者大幅下滑	错误!未定义书签。
图表 9：上周美元指数下降至 97.65	7
图表 10：上周人民币明显贬值	7
图表 11：上周原油价格保持平稳	8
图表 12：上周黄金价格继续上涨	8
图表 13：上周全球股指均出现下跌	8
图表 14：上周美德、美日利差均收窄	8

一、主题评论：近期影响海外市场的三个事件

上周海外市场最重要的事情有三个：一是美联储公布7月议息会议纪要；二是美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话；三是中美之间的贸易冲突再度升级。

1、美联储7月议息会议纪要

首先来看美联储7月份的会议纪要。总体来看，会议纪要值得关注的内容包括：

(1) 对于7月降息25个基点，政策制定者有三种看法，其中两票反对，两票赞成降息50个基点，而在7月底的决议中，仅仅说明了两票反对，并没有提到两票赞成50个基点。投反对票的两位官员分别为堪萨斯城联储主席Esther George和波士顿联储主席Eric Rosengren，根据美联储官员最新的讲话，这两位对9月降息仍然持反对意见，除此之外，达拉斯联储主席Robert Kaplan、和费城联储主席Patrick Harker也表达了美联储没有必要进一步降息的观点。再加上之前的里士满联储主席Thomas Barkin、克利夫兰联储主席Loretta Mester、亚特兰大联储主席Raphael Bostic，不赞成进一步降息的官员已经达到了7位，其中2位是2019年票委、3位是2020年票委、2位是2021年票委，这意味着在9月份的议息会议上，美联储内部的分歧大概率会继续存在下去。

这些官员不赞成进一步降息的理由总结起来共有5点：一是美国经济状况依然保持良好，通货膨胀比人们想象的更接近目标；二是降息会强化市场对经济前景的负面看法；三是降息可能加剧金融失衡，放宽政策可能鼓励债务上升至令人担忧的水平；四是进一步降息可能会使下一次经济衰退更加严重，而且使美联储在必要时没有多少弹药来应对危机；五是美债是全球定价的资产，债券收益率反映出全球经济疲软，但不能通过降低美国的借贷成本来加以纠正。

图表 1：2019 年至 2022 年美联储的轮值主席

2019年	2020年	2021年	2022年
圣路易斯	克利夫兰	芝加哥	克利夫兰
芝加哥	费城	里士满	波士顿
堪萨斯城	达拉斯	亚特兰大	圣路易斯
波士顿	明尼阿波利斯	旧金山	堪萨斯城

资料来源：美联储，莫尼塔研究

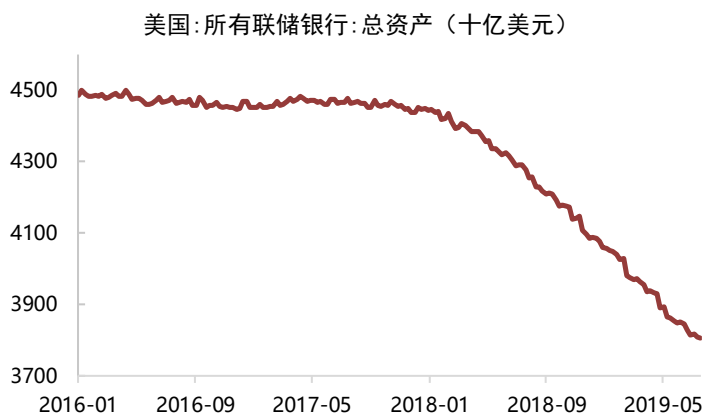
(2) 美联储官员认为，7月份降息的理由有三个：经济减速、风险管理和通胀过低。我们认为经济减速和风险管理是确实存在的，根据最新公布的8月份Markit PMI数据，8月份制造业PMI为49.9、前值50.4、预测值50.5，为2009年9月以来首次跌至50下方，服务业PMI为50.9、前值53、预测值52.8，大幅低于预期，经济确实出现了明显的减速，同时美国企业债务的风险也已经处于比较高的水平。但是，我们认为美国的通胀情况并不差，主要通胀指标大部分高于2%的目标值（详见：《怎么看美国通胀与7月降息？》）。另外，金融市场是美联储降息的另外一个重要原因，但美联储并没有提到。

(3) 投票决定降息的美联储官员一致认为，此次降息“是政策立场调整的一部分，或者是周期中期调整的一部分”，不应被视为未来降息有“预先设定的路线”的迹象。在7月底的新闻发布会上，鲍威尔首次提到了“周期中的调整”，此次的增量信息在于所有投票决定降息的美联储官员均一致认为降息是周期中的调整，实际上是更加偏鹰派的。

(4) 美联储在会议纪要中提及了6次资产购买，美联储明确表明，在标普500指数低于历史高位不到5%的时候，就已经在考虑下一轮QE了。在7月底的议息会议中，美联储决定于8月1日起结束缩表，比原定的9月末提早了2个月。此次纪要公布后，美联储重启QE已经是很大概率的事件，唯一的不确定

是QE的资产类别，考虑到债券收益率曲线倒挂的问题，美联储可能会再投资一部分中短期的美国国债，这样可以直接修复收益率曲线。

图表 2：美联储的资产负债表规模



资料来源：Wind，莫尼塔研究

（5）美联储多次提到贸易不确定性是经济面临的主要阻力之一，正在影响美国制造业和农业。贸易确实已经对美国经济形成了压力，最新公布的PMI数据中，新出口的下滑速度创2009年8月以来最快。另外根据调查，79%的美国制造业企业和60%的服务业企业都表示，关税直接或间接地导致它们的成本上升，其中大约14%的制造业企业和12%的服务业企业表示成本上升非常显著；45%的制造业企业表示，受投入成本上升的影响，今、明两年它们产出商品的定价将上调；51%的制造业企业表示，加征关税将导致它们2019年的利润降低，47%的制造业企业预计明年的利润也将缩水。

2、鲍威尔在全球央行年会的讲话

其次来看鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上的讲话。本次年会欧央行行长德拉吉和日本央行行长黑田东彦都不出席，鲍威尔就成为了市场最为关注的焦点。在鲍威尔的发言中，鲍威尔首先回顾了本轮超长复苏周期的经济成果，此后回顾了中央银行货币政策变迁的三个重要时期，并指出未来中央银行将会面对什么样的困难和挑战。

对于货币政策，鲍威尔提到的关键点有：（1）美国经济处于有利地位，但也面临“重大风险”，全球经济增速放缓，贸易政策不确定性以及通胀情况不明令经济前景承压；（2）关税和其他因素正在导致经济增长放缓，地缘政治事件在新闻中占据主要版面，包括英国硬脱欧的可能性越来越大以及意大利政府解散；（3）美联储将采取适当行动维持经济扩张，保持劳动力市场强劲且通胀率接近对称的2%目标；（4）鲍威尔没有提到收益率曲线倒挂、没有提到经济衰退。没有使用“周期中调整”这个词。总体来看，鲍威尔的发言重复了此前使用过多次的措辞，并没有更多的增量信息。美股在鲍威尔发言后出现了小幅的反弹，但反弹幅度并不大。

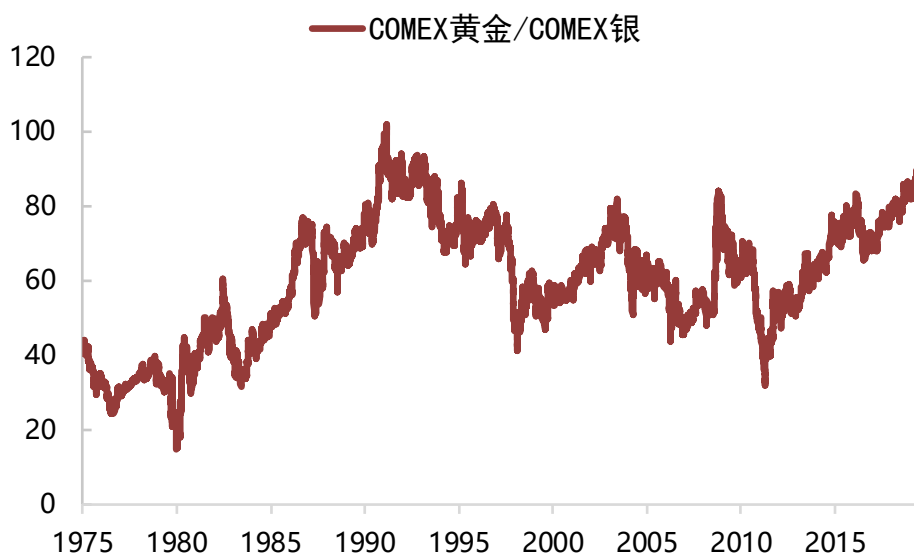
在议息会议机发布和鲍威尔发言后，特朗普均第一时间在Twitter上表达了不满情绪。8月21日议息会议纪要发布后，特朗普称“我们面临的唯一问题就是鲍威尔和美联储”；8月23日鲍威尔讲话后，特朗普称“像往常一样，美联储什么也没做”。我们在此前多次强调过美联储的降息态度与贸易争端之间的关系，此次美方宣布对中国继续加征关税，除了中方的反制因素外，可能也有鲍威尔发言偏中性的原因（详见：《港股美股向何处去？》、《美债收益率倒挂难修复》）。

3、中美贸易冲突出现升级

最后来看中美之间的贸易冲突。8月15日，美国政府宣布对自华进口的约3000亿美元商品加征10%关税，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施；8月23日，国务院宣布对从美国进口的约750亿美元的商品加征5%到10%不等的关税，分两批自2019年9月1日、12月15日实施；8月24日，特朗普宣布对中国进口的2500亿美元的关税从25%提到30%，自10月1日起实施，对剩余的3000亿美元的关税从10%提高到15%，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施。贸易冲突的升级比较符合我们之前的预期，即从现在开始到国庆节前，可能会是本轮中美贸易谈判最艰难的时刻。

贸易冲突的升级对市场形成了很大影响，标普500周五下跌了2.59%。但从鲍威尔的表态来看，美联储已经将贸易作为一个变量纳入到了政策框架中，受贸易冲突升级的影响，美联储年内继续降息是非常大概率的事情，这有利于美股估值的提升。因此，对美股年内的表现，我们仍然持不悲观的态度，黄金和白银的配置价值仍然存在，短期的避险情绪和长期的货币宽松都将推动黄金继续上涨，白银的主要逻辑则在于金银比价处于历史高位，估值相对于黄金更有优势。

图表 3：金银比价处于历史高位



资料来源：Wind，莫尼塔研究

二、海外重点事件追踪

1、美国公布 7 月新屋开工和营建许可数据

16日晚间，美国商务部公布新屋开工和营建许可数据。7月新屋开工为119.1万套，环比下跌4%，低于市场预期的0.2%和前值-1.8%；但是7月份营建许可达到133.6万套，环比增长8.4%，高于市场预期的3.1%和前值的-5.2%。

新屋开工数据已经连续3个月出现下滑，不断下降的抵押贷款利率并没有能够传导到地产市场中，主要原因包括以下几点：（1）劳动力和材料成本上升一定程度上削弱了对住房建设的需求；（2）分结构看，单户住宅开工7月份增长了1.3%，升至1月以来的最高水平，但多户住宅开工继续大幅下滑，拖累了整体的开工水平；（3）分地区看，东北部、西部和中西部的独栋房屋开工增加，但在人口众多的南部地区，房屋建设下降了3.9%，可能是受到热带风暴“巴里”的影响。

但是营建许可数据却表现良好，创下了今年以来的新高。从历史数据上来看，新屋开工与营建许可大部分时间是同向的走势，如果二者发生背离，一般营建许可会领先于新屋开工1-2个月，换句话说，

下个月新屋开工数据上升、营建许可下降的可能性比较高。同时，15日公布的建筑商信心调查显示，房屋建筑商在8月份对住房市场的信心有所增强，主要原因是市场对单户住宅的需求强劲，但建筑商也表示，由于经济不确定性导致利率下降，较低的借贷成本并没有推动住房市场。而且房地产行业面临着过度监管、用人长期短缺以及可建土地缺乏等问题，而这些问题到最后还会引发建筑成本上升。

2、澳洲联储公布8月政策会议纪要

北京时间8月20日上午，澳洲联储公布货币政策会议纪要，纪要显示，利率在较长时间维持在低位是合理的，若有必要将考虑进一步宽松政策，但在采取进一步行动之前将评估全球及国内状况。澳洲联储此前曾在6月和7月分别降息25个基点，并在8月6日的议息会议上维持基准利率在1%不变，主要原因可能包括两点：一是澳洲联储的降息空间已经不大；二是近期的澳洲经济呈现出一定的向好迹象。具体来看，澳洲政府已经通过减税政策，7月末参众两院批准了联邦政府提出的总额1580亿澳元个人所得税减免计划，将分三个阶段在10年里完成；房价出现小幅上扬，悉尼和墨尔本领涨，持续两年的房地产市场滑坡有望结束；6月澳大利亚零售销售数据稳健上升到2.55%；得益于铁矿石价格的高企以及煤炭出口量的回升，6月贸易顺差扩大30%，达到80亿澳元（约合54.3亿美元），二季度贸易顺差达到198亿澳元，均创下了历史新高。目前市场已经降低了对澳洲联储降息的预期，预计9月和10月降息的概率分别为12%和68%，预计下一次降息的时间可能在今年年底左右。

3、意大利总理孔特宣布辞职

当地时间8月20日下午，意大利总理孔特在参议院发表讲话，宣布将辞去总理一职，解散现任政府。孔特当选总理本就是妥协的产物，2018年意大利大选后，联手组阁的两大民粹主义政党——联盟党与五星运动党为争夺政府主导权各不相让，最终两党实现结盟并推举局外人孔特担任总理，但政府的实质控制权仍在担任副总理的联盟党领导人萨尔维尼和五星运动党主席迪马约手中。在今年5月的欧洲议会选举中，联盟党的得票率高达34.4%，比去年大选的得票率翻了一番，而五星运动党得票则从32%暴跌至17%，这成为了此次事件的直接导火索。联盟党与五星运动党由于得票率的差异，从合作开始走向了分裂。萨尔维尼8月初宣布，退出与五星运动党组成的执政联盟，并发起对孔特的不信任动议，意大利参议院20日对此项不信任动议进行审议，于是孔特当天在参议院发表讲话时宣布辞职。意大利总统马塔雷拉需要同参众两院及各政党代表协商组建过渡政府，如果组建失败，意大利最早将在10月27日举行大选，目前民调显示，联盟党的支持率高达37%，五星运动党的支持率则掉到了17.8%，提前大选很可能让联盟党实现单独执政。目前意大利经济仍然面临着增长放缓、失业率高、债务和财政赤字庞大的问题，提前大选将使得意大利的经济更加雪上加霜，尤其是之前闹得沸沸扬扬的财政预算案，目前的政府很快就需要敲定2020年预算草案，提前大选将使得预算案不得不延后，为此意大利可能会面临着欧盟35亿欧元的罚款。

4、美国公布货币政策会议纪要和8月份PMI数据

22日凌晨美联储公布了7月份议息会议的会议纪要，总体来看，纪要的内容值得关注的点包括：（1）对于7月降息25个基点，政策制定者有三种看法，其中两票反对，另外两票赞成降息50个基点；（2）7月份降息的理由有三个：经济减速、风险管理考量和通胀过低；（3）投票决定降息的美联储官员一致认为，此次降息“是政策立场调整的一部分，或者是周期中期调整的一部分”，不应被视为未来降息有“预先设定的路线”的迹象；（4）美联储多次提到贸易不确定性是经济面临的主要阻力之一，正在影响美国制造业和农业；（5）美联储在会议纪要中提及了6次“资产购买”，美联储明确表明，在标普500指数低于历史高位不到5%的时候，FOMC就已经在考虑下一轮QE了。会议纪要公布后，期货市场对今年美联储政策宽松幅度的预期几乎没有变化。

同时，22日晚间公布了8月份Markit PMI初值，8月份制造业PMI为49.9、前值50.4、预测值50.5，为2009年9月以来首次跌至50下方；服务业PMI为50.9、前值53、预测值52.8。分类来看，新出口下滑速度创2009年8月以来最快，显示出制造业企业持续受到全球经济放缓影响。根据相关研究报告，79%的美国制造业企业和60%的服务业企业都表示，关税直接或间接地导致它们的成本上升，其中大约14%

的制造业企业和12%的服务业企业表示成本上升非常显著；45%的制造业企业表示，受投入成本上升的影响，今、明两年它们产出商品的定价将上调；51%的制造业企业表示，加征关税将导致它们2019年的利润降低，47%的制造业企业预计明年的利润也将缩水。

5、欧洲公布货币政策会议纪要和 8 月份 PMI 数据

22日晚间欧洲央行公布7月份会议的会议纪要，纪要显示，欧洲央行担心经济增长甚至比此前预期的更为疲弱，一揽子措施可能是应对经济放缓的最佳方式，经验表明，一揽子措施，例如降息和资产购买相结合，比一系列选择性行动更有效。欧洲央行面临的选择包括降息、资产购买和修改利率指引，欧洲央行还可以为银行业提供更多支持，通过缓解欧洲央行的负利率，从而促使银行业将宽松的政策传递给实体经济。同时，22日下午欧洲公布8月份PMI初值数据，欧元区为47、前值46.5、预测值46.2；德国为43.6、前值43.2、预测值43；法国为51、前值49.7、预测值49.5。总体来看，8月份的PMI数据均超出了市场预期，但仍处于比较低的位置，近期有消息称德国计划出台财政刺激措施，可能会对欧洲经济有一定的支撑作用。

6、印尼央行宣布降息

22日下午，印尼央行宣布降息，将7天逆回购利率从5.75%下调至5.5%，超出了市场预期，此前市场普遍预计印尼央行会保持利率不变。这是印尼央行年内的第二次降息，第一次是在7月18日将7天期逆回购利率从6.00%下调至5.75%。印尼央行表示，降息决定将支持GDP增长，为经济提供缓冲，此前公布的数据显示，印尼二季度GDP增长5.05%，是2年以来的最低值。印尼央行认为，货币政策还有更大的调整空间。目前市场普遍预计印尼央行下个月可能暂停举动，然后第四季度将再次降息。

三、大类资产走势回顾

1、汇率：美元指数下降至 97.65

上周美元指数下降至97.65，主要受到美股下跌的影响，美元指数周五出现了大幅下挫（图表6）。人民币下跌1.30%，主要原因在于中美之间的贸易冲突升级；欧元上升0.47%，主要原因在于8月Markit PMI初值数据超出了预期；日元在周五出现了大幅的上涨，避险属性明显；其他主要货币中，澳元下跌0.36%、加元下跌0.09%、英镑上涨1.19%（图表7）。

图表 4：上周美元指数下降至 97.65

图表 5：上周人民币明显贬值

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_10458

