

央行转鸽，风险资产受益

——2019年3月全球市场动态

海外月报

美国：2月新增就业不及预期，但失业率下降，工资加速上行，劳动力市场依然紧俏。消费者信心反弹，但ISM制造业PMI回落，通胀温和。美联储一季度将暂停加息，同时暗示将提前结束缩表，为市场提供充足储备金。2月市场情绪继续修复，美股上行。美、欧、日央行先后放“鸽”令美债收益低位震荡。欧元区政治风险上升，美元依旧保持坚挺。展望未来，消费扩张叠加恐慌情绪消散，美国2季度经济有望反弹，通胀也可能继续温和上行，美元指数或窄幅波动。

欧元区：2月制造业PMI继续下滑，但消费者信心有所回暖，经济总体未见企稳迹象。英国脱欧风险增加、法国“黄背心”运动的影响仍在，德国经济前景不确定性增加。欧央行推迟加息，计划于9月重启TLTRO。往前看，在核心国家趋弱的背景下，欧洲边缘国家的增长仍然表现出一定的韧性。这意味着，宽松的政策环境叠加劳动力市场的好转，2019年欧洲的经济仍然存有希望。

日本：1月通胀和出口增速继续回落，2月制造业PMI自2016年8月以来首次跌破枯荣线。日本央行在3月议息会议上按兵不动，同时下调对全年经济增长的预期。

新兴市场：新兴市场整体经济数据弱于预期，2月制造业PMI为50.6%（前值为49.5%），但服务业PMI连续第3个月下行至52.1%，可能是导致花旗经济意外指数月底大幅下行的重要原因。年初美联储释放鸽派信号逐步被市场消化，以及新兴市场经济基本面并未明显改善，2月新兴市场对美元汇率较1月小幅升值0.3%。此外新兴市场国家内部分化进一步加大，巴西经济维持较高热度，而俄罗斯由于加征增值税等原因通胀持续上行，年内或有货币紧缩的可能，新兴市场或将进一步分化。

有色金属：有色行业整体偏向乐观，基于金属品种产能周期不同，基本金属我们长期看好矿山产能投放高峰已过的铜，以及上游供给出清的，需求放量的钛。短期，受云海海关事件影响，中重稀土价格有望上涨。

港股市场：过去一个月内，中美贸易风险下降和各国央行积极态度共同支持了对风险资产的乐观情绪。但推动海外资金流入中国股票的短期刺激因素也阶段性地从对MSCI增加A股权重的中长期价值前景，转为人民币升值和中国股票反弹的中短期投机机会，从而可能加重短期波幅。近期应紧密关注香港离岸人民币汇率，港元利率和汇率等影响资金流动性的指标变化情况，注意规避短期逐利资金套现离场可能带来的波动风险。

风险提示：全球经济下行超预期，中美贸易谈判不及预期，英国硬脱欧。

分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）

021-52523808

zhangwenlang@ebsec.com

李伟峰（执业证书编号：S0930514050002）

021-52523820

liweifeng@ebsec.com

陈治中（执业证书编号：S0930515070002）

86-0755-23946159

chenzhz@ebsec.com

周子彭（执业证书编号：S0930518070004）

021-52523803

zhouzhipeng@ebsec.com

邓巧锋（执业证书编号：S0930517100005）

021-52523805

dengqiaofeng@ebsec.com

刘慨昂（执业证书编号：S0930518050001）

021-52523821

liuka@ebsec.com

联系人

刘政宁

021-52523806

liuzn@ebsec.com

美国：经济增速放缓，但基本面稳固

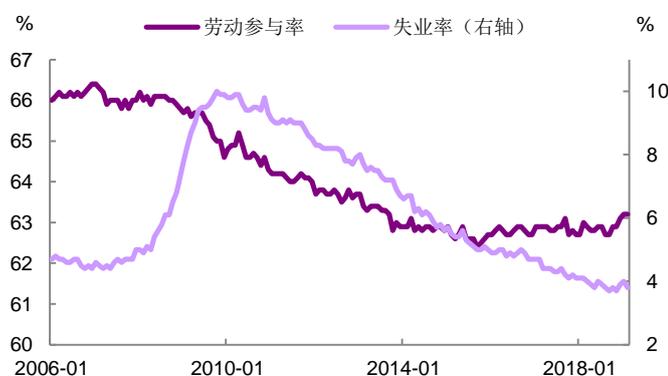
就业放缓，失业率回落，工资加速上行（图 1-2）。美国 2 月新增非农就业 2 万人，大幅不及预期，但前 3 个月平均新增就业仍有 18.6 万，仍然不错。失业率回落至 4%，小时工资加速上行，同比增速达 3.4%，为十年以来最高水平。1 月职位空缺数进一步上至 755 万人，表明劳动力市场仍然处于紧绷状态。总体上，2 月新增就业不及预期或为暂时现象，之后将改善，而劳动力市场收紧仍将推升工资上行。好的方面是，2 月通胀较为温和，表明工资压力尚未传导至通胀。

消费者信心反弹，ISM 制造业 PMI 走弱（图 3-4）。3 月密歇根消费者信心指数反弹至 97.8，为近三个月来最高水平。这可能表明股市回调与政府关门对消费者的影响已逐渐消退。2 月制造业 PMI 下滑至 54.2，其中新订单指数下滑至 55.5。由于欧元区政治风险上升，全球贸易环境没有明显改善，中国经济尚未企稳，预计美国制造业景气度还将继续受到影响。

美联储将在一季度暂停加息，或提前结束缩表。从近期美联储官员的表态来看，一季度暂停加息是大概率事件。此外，由于通胀仍然较为温和，加上其他经济数据有放缓迹象，美联储加息将保持耐心，二季度加息的门槛也会比较高。另一方面，考虑到金融机构对储备金的需求比预期更大，美联储将着手提前结束缩表，为市场提供充足的流动性。我们预计缩表最快在三季度结束，合意的储备金规模在 1~1.2 万亿美元左右。

2 月以来市场情绪继续修复，美股上行（图 5-6）；美债收益低位震荡，美元继续保持相对强势（图 7-8）。2 月以来，中美贸易谈判转暖，加上美联储不急于加息，整体风险偏好有所改善，提振股市。经济数据方面也没有出现太多的负面信号，市场对美国经济陷入衰退的担心减弱。美联储暗示提前结束缩表，叠加欧央行重启 TLTRO 并推迟加息，令美债受益。10 年期美债利率下行的空间未被打开，短期内仍将在 2.6~2.7% 的区间横盘震荡。美联储态度软化一度令美元走弱，但欧央行放鸽又令美元反弹。在欧元区经济未见企稳信号、英国脱欧风险没有解除之前，美元仍将保持坚挺。

图 1：美国失业率回落至 3.8%



资料来源：Wind

图 2：美国时薪增速加速上行



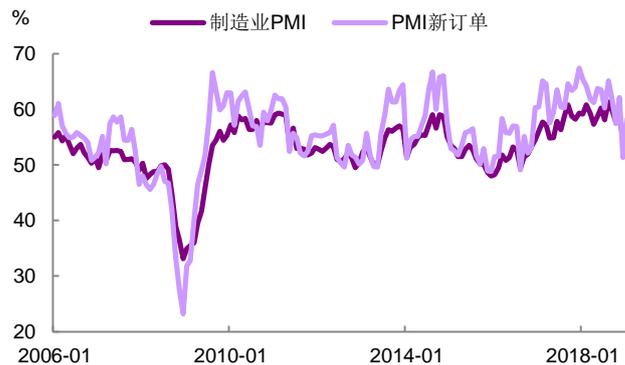
资料来源：Wind

图 3：美国消费者信心反弹



资料来源：Wind

图 4：美国 ISM 制造业 PMI 继续走弱



资料来源：Wind

图 5：VIX 指数走低，美股继续上涨



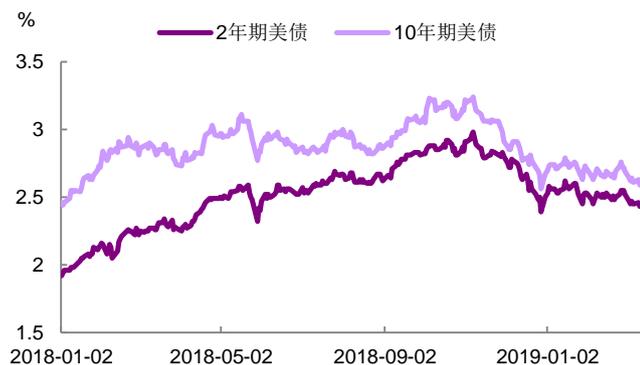
资料来源：Wind

图 6：道指和纳指也在上行



资料来源：Wind

图 7：美债利率低位横盘震荡



资料来源：Wind

图 8：美元依旧保持坚挺



资料来源：Wind

欧洲：政治风险上升

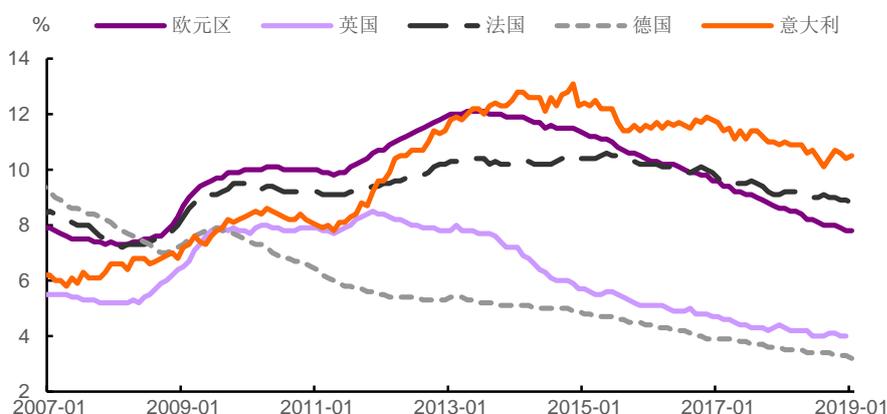
失业率下降，通胀分化，出口下滑(图 9-11)。1 月欧元区失业率为 7.8% 与前值持平，其中德国和法国失业率较 12 月均下降 0.1 个百分点，意大利则由 10.4% 上升至 10.5%。受能源和食品价格加速上涨的影响，2 月欧元区 CPI 同比增速为 1.5%，较 1 月上升 0.1 个百分点。而英国 CPI 同比增速下降至 1.8%，较 12 月下降 0.3 个百分点。德国出口同比增速继续下降，表明外需仍未改善，以美元计价的增速已降至 2017 年 4 月以来最低点。

消费者信心略有改善，德国制造业 PMI 跌破枯荣线后继续下行(图 12-13)。经济疲软令欧元区消费者信心保持低位，但仍好于 2010 年欧债危机时期。受“黄背心”运动影响，法国消费者信心下降最快，但近期有所企稳。制造业景气度也在下降，各主要经济体制造业 PMI 继续下行，德国 PMI 继 1 月跌破 50 荣枯线后继续下跌至历史低点 47.6，法国 PMI 则小幅回升至 51.5。

欧央行推迟加息预期，计划实施 TLTRO 释放流动性。欧央行在 3 月 7 日的会议上宣布维持三大基准利率不变，并预计至少在 2019 年底之前关键利率将保持在目前水平。欧央行还宣布，将于 2019 年 9 月至 2021 年 3 月推出新一轮期限为两年的“定向长期再融资操作(TLTRO)”。欧央行重启 TLTRO 一方面由于去年 12 月欧央行结束量化宽松计划，商业银行面临流动性危机。另一方面由于全球贸易摩擦和英国脱欧的不确定性导致欧元区工业生产 and 出口萎缩，银行有限制信贷的倾向，而这将进一步强化经济放缓的趋势。欧央行希望通过为银行提供新的廉价长期贷款，阻止暂时的经济放缓演变成长期的经济衰退。

市场方面，2 月欧洲主要股指延续涨势，国债收益率走低(图 14-15)。受全球风险情绪改善影响，法兰克福 DAX、巴黎 CAC40、伦敦金融时报 100 指数在 2 月均延续 1 月涨势。与此同时，欧央行推迟加息利好债市，德国 10 年期国债收益率 2 月底收跌 0.15%。

图 9：欧元区与英国调查失业率继续改善



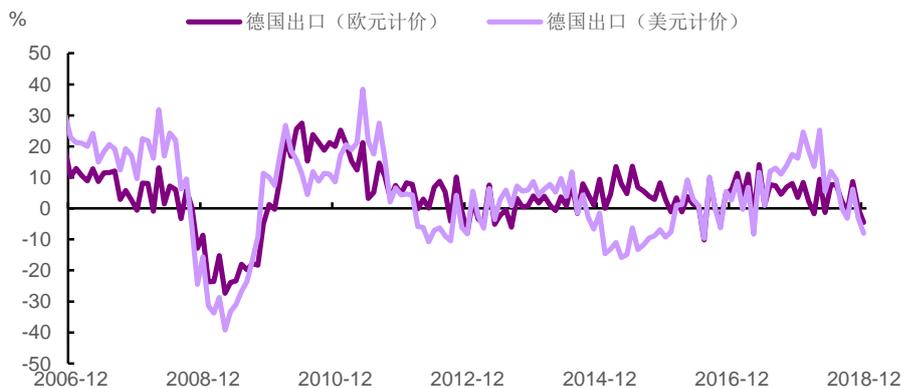
资料来源：Wind

图 10: 欧元区与英国通胀走势分化



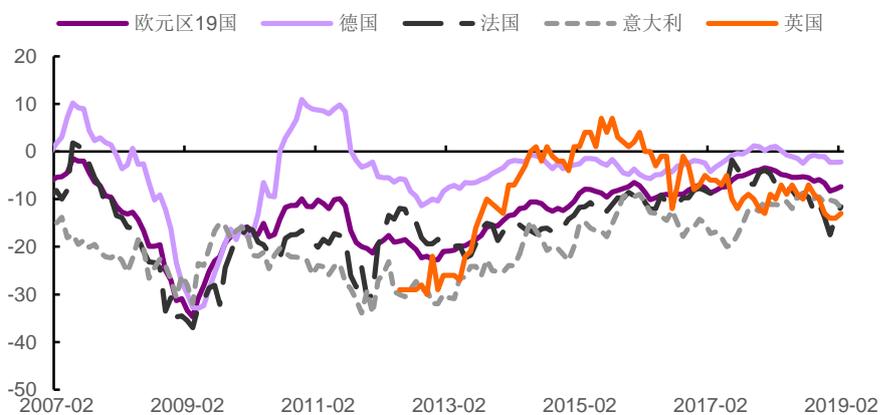
资料来源: Wind

图 11: 德国出口同比增速



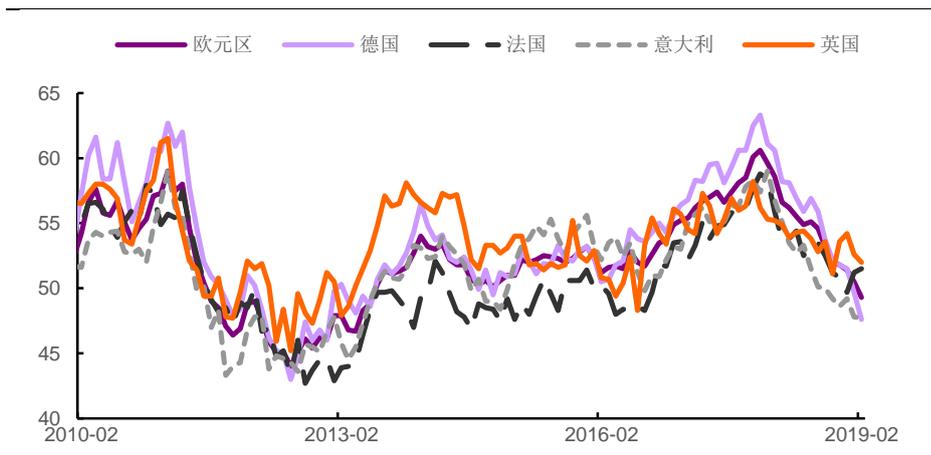
资料来源: Wind

图 12: 欧元区和英国消费者信心不足



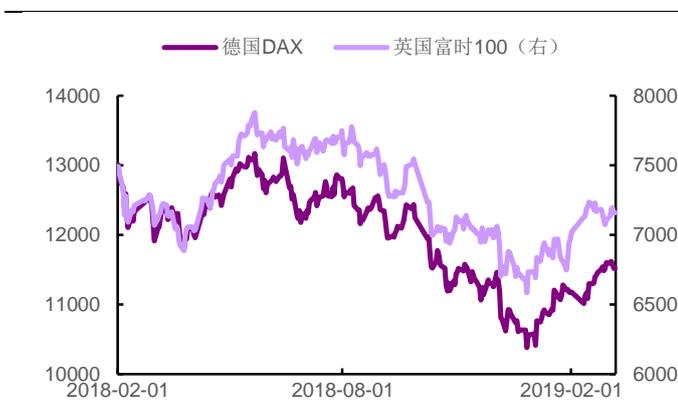
资料来源: Wind

图 13: 制造业 PMI 继续下行



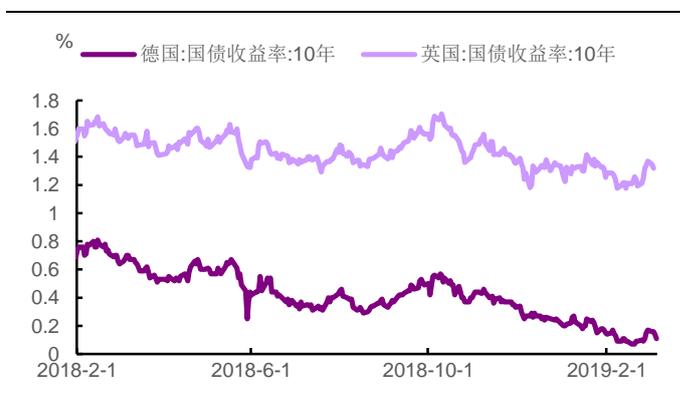
资料来源: Wind

图 14: 德国、英国股指走势



资料来源: Wind

图 15: 德国、英国 10 年期国债利率走势

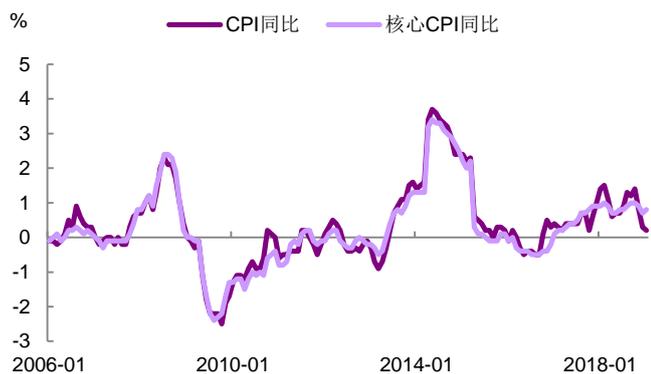


资料来源: Wind

日本: 制造业 PMI 跌破枯荣线

日本 1 月 CPI 通胀同比增速继续下降至 0.2% (前值 0.3%), 核心 CPI 通胀同比增速略有反弹至 0.8% (前值 0.7%) (图 16)。1 月出口增速走低至 -8% (前值 -3.8%), 表明外需仍然偏弱 (图 17)。对应地, 2 月制造业 PMI 下降至 48.9, 这也是 2016 年 8 月以来首次跌破枯荣线 (图 18)。其它方面, 2 月消费者信心指数继续下滑, 投资者信心指数有所回暖, 但总体仍然偏弱 (图 19)。在通胀低迷、外需不振的影响下, 日本央行在 3 月议息会议上按兵不动, 同时下调对 2019 年经济增长的预期, 释放鸽派信号。

图 16: 日本 1 月 CPI 与核心 CPI 通胀回落



资料来源: Wind

图 17: 日本 1 月出口增速继续下滑



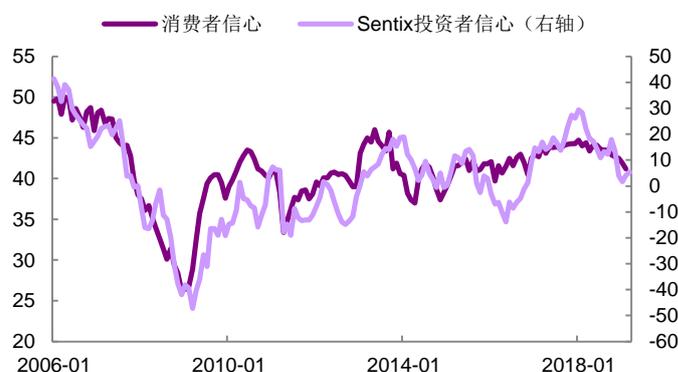
资料来源: Wind

图 18: 日本 2 月制造业 PMI 跌破枯荣线



资料来源: Wind

图 19: 日本消费者信心疲弱, 投资者信心回暖



资料来源: Wind

新兴市场: 内部分化进一步加大

经济数据持续弱于预期, 2 月下旬进一步走弱。花旗新兴市场经济意外指数仍持续为负值, 2 月均值为-10.2 (前值为-14.5), 其中 2 月下旬经济数据逆转回暖趋势进一步走弱 (图 20)。**服务业 PMI 较大幅回落。**2019 年 2 月, 新兴市场制造业 PMI 为 50.6% (前值为 49.5%), 但服务业 PMI 连续第 3 个月下行至 52.1%, 可能是导致花旗经济意外指数月底大幅下行的主要原因, 此外, 综合 PMI 持平前值 (图 21)。

汇率呈震荡波动。1 月美联储释放鸽派信号带来新兴市场货币走强, 随着利好消息被市场消化, 以及新兴市场经济基本面并未明显改善, 2 月新兴市场汇率呈震荡波动, 从均值来看, 2 月新兴市场对美元汇率较 1 月小幅升值 0.3% (图 22)。**金融资产价格继续小幅上行 (图 23)。**

印度: 通胀下行助推货币政策宽松。印度央行的中期广义通胀目标中枢在 4% (目标区间为 2%-6%), 去年年底以来通胀水平一直在 2% 左右的水平徘徊 (图 24), 叠加印度经济放缓压力, 促使印度央行一改去年 12 月货币政策收紧 (Calibrated Tightening) 基调, 于 2 月上旬下调回购、逆回购政策利率 25 个 bp。**卢比兑美元汇率小幅贬值,** 2 月较 1 月均值贬值约 0.08%

(图 25)。而受益于货币宽松，经济活动有所扩张，2 月印度制造业和服务业 PMI 均小幅上行(图 26)。

越南：进出口增速小幅反弹，前 2 月出口增速同比 5.9% (前值-1.3%)，进口增速同比 7.5% (前值 3.1%) (图 27)，若进出口持续回稳有望带动制造业生产。**制造业扩张进一步放缓**。2 月制造业 PMI 继续回落至 51.2 (前值 51.9)，制造业工业生产指数回落至 117.9 (前值 141.3，略高于去年同期 104.1)，制造业扩张速度放缓(图 28)。**通胀率继续保持低位，不会形成货币政策掣肘**。2 月 CPI 同比为 2.64% (前值 2.56%)，核心 CPI 同比为 1.82% (前值 1.83%)，远低于越南央行 4% 的通胀目标(图 29)。2 月越南股指小幅反弹(图 30)，越南盾兑美元汇率小幅贬值 0.2%。

俄罗斯：受食品价格和增值税上调影响，2 月 CPI 继续上升，可能会在未来倒逼政策利率提升。2 月 CPI 同比增速继续上升至 5.29% (前值 4.98%)，其中食品分项为 5.93% (前值 5.46%)、非食品分项为 4.59% (前值 4.45%)，高于俄罗斯央行 4% 的通胀目标(图 31)。2018 年年底俄罗斯央行已经将政策利率 (Key Rate) 上调 25bp 至 7.75%，而根据俄罗斯央行行长 Elvira Nabiullina 的预测，2019 年上半年 CPI 同比增速可能会有 6% 的高点，但央行仍可能会在 2019 年年末至 2020 年初实行货币宽松¹。但从 2019 年年内来看，我们预计如果 CPI 继续上升，则央行会有进一步提高政策利率的可能，进而对经济形成一定冲击。此外，俄罗斯 M2 同比增速已有所下行，今年 1 月下月滑至 9.9% (前值为 11.0%，2 月数据暂未披露)，卢布兑美元汇率有小幅升值(图 32)。**油价下跌和货币收紧的负面影响开始显现**。1 月俄罗斯出口贸易差额回落至 133.7 亿美元 (前值 188.6 亿美元)，同比下滑 21.0% (目前 2 月暂未披露)，而制造业 PMI 回落至 50.1% (前值 50.9%)，再次接近荣枯线(图 33)。

巴西：经济复苏持续，制造业保持扩张。2 月巴西制造业 PMI 回升至 53.4% (前值 52.7%)，服务业 PMI 亦小幅回升至 52.5% (前值 52.0%) (图 34)。**通胀较为稳定，货币收紧压力不大**。2 月广义消费者物价指数 (IPCA) 同比为 3.89% (前值 3.78%)，远低于央行通胀目标 (中枢 4.0%，区间为 [3.0%，6.0%]) (图 35)。2 月巴西长短端国债利率均小幅下行，雷亚尔兑美元汇率有小幅升值，但 2 月整体商品贸易量有所回落，可能有季节性因素，未来有待观察。

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_13577

