

海外宏观双周报

10月非农大超预期，美国经济尚存韧性

■ 核心观点

第一，尽管10月以来英国脱欧与中美贸易谈判均取得阶段进展，但全球经济的下行压力并未消除。全球经济维持弱势，美强欧弱态势仍在延续。

第二，美国经济短期尚具一定韧性，未来有可能加速回落。考虑到欧元区经济短期仍将弱势震荡，美元指数在11-12月将维持温和回落走势，震荡中枢将逐渐回落至96-97。2020年美元指数下行压力将有所加大。

第三，行情展望：11月全球股市可能整体向好，美元指数温和回落，无风险利率维持震荡。中期看，美元指数震荡中枢面临下移；全球股市上行可能遇阻；黄金等避险资产仍具上行动力。

本周市场重点

■ 非农回落但大超预期，鲍威尔暗示暂缓降息

尽管10月以来英国脱欧与中美贸易谈判均取得阶段进展，但全球经济的下行压力并未消除。英国与欧元区虽然达成脱欧协议，且欧盟同意英国脱欧延至2020年1月底，但12月英国议会提前大选以及大选后议会对脱欧协议的表决仍有不确定性，所以英国与欧元区经济仍面临脱欧问题的干扰。欧元区制造业PMI仍维持在45.7的低位，较荣枯线水平仍有较大差距，弱势震荡格局尚未发生改变。美国经济年初以来消费端与投资端的分化仍在持续，但两者走势有逐渐转为收敛的迹象——消费端，美国消费信心指数10月最后一周略微回落；投资端，美国制造业PMI在10月有所回升。作为投资端与消费端的中间市场，劳动力市场的表现受到了市场较大关注。11月1日公布的美国10月非农数据略微回落，但大幅高于预期。12.8万的新增非农就业人数说明美国劳动力市场韧性仍存，且时薪与周薪同比略微回升也验证了这一点。但之后公布的美国ISM制造业PMI低于预期又给市场的乐观情绪带来了一定的打击。**整体看，全球经济此前美强欧弱态势仍在延续，美元指数虽有所回落，但短期仍有一定支撑，未来1-2个月仍将维持温和回落走势。**

10月，美国制造业景气指标略有回升，但低于预期。其中ISM美国制造业PMI仍位于50的荣枯线水平下方，制造业投资前景延续不景气；劳动力市场方面，失业率略有反弹，但仍维持在3.6%的历史较低位置，非农新增就业量略微回落，但高于预期，时薪与周薪同比企稳且略有回升，导致市场在数据公布后对美国劳动力市场前景的信心有所回升。随后，美国10月ISM制造业PMI公布，48.3的最新值虽高于前值47.8，但低于预期49.0；此前非农超预期给市场带来的对美国前景的乐观情绪受到打击，美元指数在上行后迅速震荡回落，黄金价格也迅速回升至近期高位。整体而言，市场对美国经济前景的判断仍存分歧，这也是制造业不景气与劳动力市场韧性带来的矛盾所致。**我们认为，美国经济短期尚具一定韧性，未来有可能加速回落。考虑到欧元区经济短期仍将弱势震荡，美元指数在11-12月将维持温和回落走势，震荡中枢将逐渐回落至96-97。2020年美元指数下行压力将有所加大。**

货币政策方面，美联储在 10 月底的议息会议声明中宣布降息 25 个基点符合市场预期，是年内开启降息通道后三个月内的连续第三次降息。此次支持降息决定与不支持降息决定的人数之比为 8:2，对比上次投票结果 7:3，联储内部分歧有所缓和。联储删除了“将采取适当行动以维持经济扩张”的措辞，显示了“偏鹰”态度，但未明确提出年内不再降息的声明，所以鹰派程度不及预期。鲍威尔发言中性，缺乏实质内容，多是重申此前对于经济韧性、消费强劲、劳动力市场强劲以及通胀低迷的论调。但是通过其对经济前景的信心可以看出，美联储未来的降息节奏将有所放缓。我们认为，鉴于美国经济韧性尚存，美联储也需要为未来可能到来的经济衰退准备政策子弹，此次降息之后美联储将显著放缓降息节奏，未来降息频率将由此前的一月一次放缓为一个季度一次。**整体看，以黄金等贵金属为代表的避险资产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仍具中期配置价值，亚洲新兴市场的风险资产表现也将优于发达市场。**

北京时间 11 月 1 日晚间，美国 10 月非农数据公布，失业率自 3.5% 的低位略有抬升，但仍处于 3.6% 的较低水平，劳动力参与率继续此前的缓慢抬升走势，当前为 63.3%，新增非农就业人数略微回落但高于预期；同时，薪资增速企稳并略微回升。数据显示：10 月非农就业人口新增 12.8 万，高于预期的 8.9 万，但低于前值 13.6 万。新增就业主要集中于食品、社会救助、金融，汽车及零部件对就业人数有明细冲击，这与 10 月底才结束的通用公司工人罢工事件有关。10 月劳动力参与率为 63.3%；平均时薪同比 3.03%，略高于前值 3.00%；平均周薪同比 2.74%，略高于前值 2.71%；失业率略微回升至 3.6% 的水平。此次非农数据高于预期，加上薪资增速的较好表现与维持低位的失业率体现了美国劳动力市场仍具韧性。另外，美国 10 月 ISM 制造业 PMI 略微回升至 48.3，高于前值 47.8，但仍低于 50 的荣枯线水平。在制造业 PMI 仍低于 50、非农高于预期、贸易谈判边际向好的多空交织环境下，美元指数自高位有所回落，黄金价格则企稳回升。

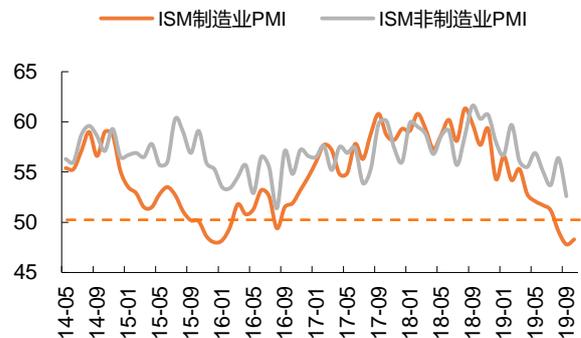
资本市场方面，短期美债收益率有所回落，而长期美债收益率震荡上行后有所回落，其中 10 年期美债收益率当前为 1.73%；美股震荡走强，主要受公司三季报盈利超预期与宽松货币政策驱动。我们认为，**当前美国经济虽自高位开始回落，但劳动力市场与消费尚具一定韧性，美国经济短期回落将较温和，美元指数在 11-12 月的震荡中枢将逐渐回落至 96-97 之间。**

图1 美国 10 月非农数据略微回落但大超预期



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图2 美国 10 月 ISM 制造业 PMI 企稳且小幅反弹



资料来源：WIND, 平安证券研究所

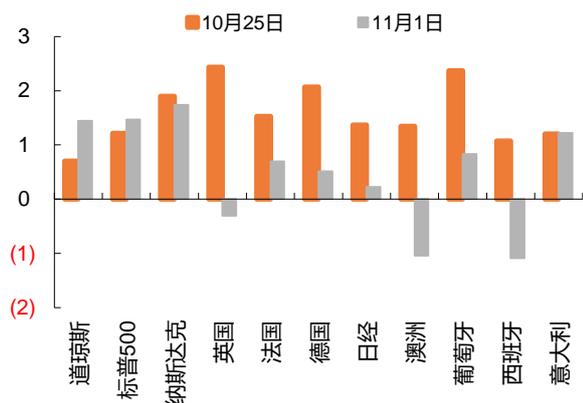
■ 三股力量短期偏多美股，中期上行遇阻或利好金价

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进入降息周期，美联储也已于 7 月底开启降息，且已连续三次降息，美联储及其他央行的宽松货币政策给金融市场带来了较强支撑；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边际变化也会给市场带来显著影响。当前来看，全球经济方面，欧元区景气度虽然企稳，但仍处于不景气区间，脱欧进程的不确定性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；美国经济依赖消费与劳动力市场的强支

撑，当前消费与劳动力市场韧性尚存，短期美国经济温和回落概率大，与此前并未有显著变化，第一股力量偏中性；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信号，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，显著缓和了持续紧张的贸易局势，第三股力量偏利多。

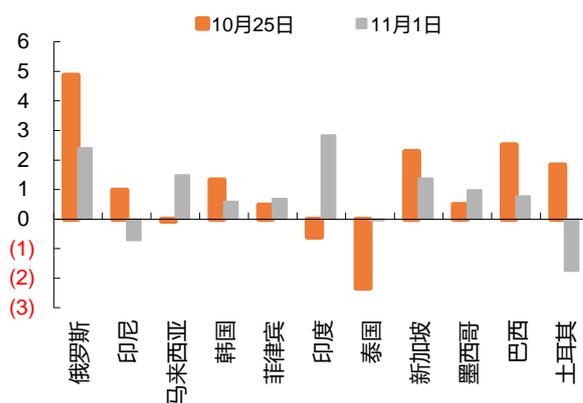
由于三股力量略微偏利多，且贸易局势变数仍存，所以我们判断，短期全球风险资产仍将维持当前的反弹格局，黄金等贵金属价格、美债等避险资产短期可能延续高位震荡走势，美元指数震荡温和回落。但在全球经济下行、地缘政治局势升温的大背景下，此轮风险资产的反弹料难持续超过一个季度，届时黄金等避险资产大概率将再现强劲走势。

图表3 近两周发达经济体股市大多上涨



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

■ 美国众议院表决结果通过针对总统特朗普的弹劾调查程序决议案

10月31日，美国国会众议院以232票赞成、196票反对的表决结果，通过针对总统特朗普的弹劾调查程序的决议案。

点评：众议院表决通过对特朗普的弹劾调查程序决议案代表着针对特朗普的弹劾程序再进一步，也表明民主党与共和党之间的博弈再次升级。从投票结果看，除1名民主党议员与3名共和党议员弃权未投票外，所有共和党议员均投了反对票，而绝大部分民主党投了赞成票，但2名民主党议员投票反对弹劾，1名无党籍议员投了赞成票，这也是两党博弈激化的体现。此后，众议院的弹劾调查进入了公开听证的新阶段。展望弹劾案的前景，由于此前“通俄门”调查无疾而终，民主党只能抓住特朗普与乌克兰总统的“电话门”，但目前相关证据尚不确凿，加上共和党对特朗普的一致支持，弹劾案最终成功落地的概率较低，这也将给民主党的2020年大选带来冲击。

■ 欧央行行长换届，拉加德接任德拉吉

11月1日，拉加德接任德拉吉，担任欧央行新任行长。

点评：前IMF总裁拉加德成为新任欧央行行长，也成为了第一位女性欧央行行长。作为拥有法国第一位女财政部长、G7集团首位女财长、IMF史上首位女总裁等多项“第一位女性”称号的欧央行行长，拉加德似乎自上任之初就会给欧央行带来新的变化。但从其此前发言可以看出，拉加德在货币政策倾向与对财政政策诉求上与前任欧央行行长德拉吉相近。考虑到拉加德在国际政坛的丰富履历与经验，其上任有可能会加快欧洲财政政策的推出进度，有利于欧元区摆脱对宽松货币政策的依赖。但是，其缺乏经济学专业背景以及央行经验可能也会带来新的不确定因素。

海外市场跟踪

图表5 海外金融市场跟踪

	最新值 (2019.11.1)	分位数	本周均值 (2019.10.28-11.1)	周涨跌	月涨跌 (2019.10.1-11.1)	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	27347.4	100.0%	27148.48	1.44%	1.60%	17.23%
标普 500 指数	3066.9	100.0%	3045.51	1.47%	3.03%	22.34%
纳斯达克指数	8386.4	100.0%	8317.12	1.74%	4.84%	26.39%
富时 100 指数	7302.4	91.7%	7303.82	-0.30%	-1.43%	8.54%
CAC40 指数	5761.9	93.1%	5745.67	0.69%	1.48%	21.80%
DAX 指数	12961.1	98.2%	12923.88	0.52%	4.29%	22.75%
恒生指数	27100.8	89.5%	26870.64	1.63%	3.87%	4.86%
美元指数	97.22	74.8%	97.49	-0.64%	-2.20%	1.19%
欧元兑美元	1.12	26.3%	1.11	0.75%	2.38%	-2.54%
英镑兑美元	1.29	7.9%	1.29	0.82%	5.15%	1.38%
美元兑日元	108.18	45.8%	108.58	-0.52%	0.06%	-1.39%
美元兑人民币 (离岸)	7.04	57.3%	7.05	-0.33%	-1.49%	2.41%
美国十年期国债利率	1.73%	4.9%	1.78%	-7.0bp	5.0bp	-96.0bp
英国十年期国债利率	0.68%	1.0%	0.71%	-1.2bp	17.1bp	-65.4bp
法国十年期国债利率	-0.08%	1.4%	-0.07%	-0.1bp	19.5bp	-78.5bp
德国十年期国债利率	-0.40%	1.2%	-0.38%	-1.0bp	17.0bp	-60.0bp
意大利十年期国债利率	1.09%	0.9%	1.08%	4.2bp	26.1bp	-168.4bp
布伦特原油现货	59.42	47.8%	59.95	-4.05%	-2.73%	9.73%
WTI 原油现货	54.18	44.5%	55.15	-4.38%	0.20%	19.31%
伦敦现货黄金	1508.80	90.0%	1498.20	-0.31%	1.58%	17.72%

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_9268

