

宏观研究/动态点评

2018年09月24日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 11月是重要时间窗口》2018.09
- 2 《宏观: 信贷不及预期, 宽松概率提高》2018.09
- 3 《宏观: 关注缓和政策细化》2018.09

美元指数是否会持续趋弱?

海外大类资产笔记 146 期: 20180917-20180923

大类资产表现回顾: 美元延续趋弱, 主要股指反弹

上周(9.17-9.23)全球主要股指大都呈现回升, 其中日经股指和沪深300指数当周累计涨幅分别为+5.9%和+5.2%。9月27日美联储三季度议息会议基本确定会再次加息, 但该信息此前已被市场充分预期; 欧央行三季度议息会议如期决议年内结束QE、可能在明年中段开启加息, 市场之前对欧元区、日本经济增长和货币政策的预期过低, 近期逐渐有修复迹象, 美元指数上周累计下跌0.8%, 收于94.2。上周布伦特油价都在78-80美元区间窄幅震荡, 短期并未呈现快速上行突破, 收于78.8美元。

9月联储议息会议, 需重点关注其对未来中性利率水平的预期引导

目前联邦基金期货隐含的9月加息概率已经打满, 而预期全年加息三次/四次的概率分别为24%和74%。对于9月美联储议息会议, 需关注的重点是联储官员是否会修正联邦基金利率中性水平的预期, 以及是否预期明后两年加息会超过该中性水平。今年6月FOMC投票点阵图显示联邦基金利率中性水平将在2.9%附近(当前联邦基金利率区间为1.75%-2%, 如今年下半年再有两次加息, 今年末联邦基金利率将达到2.5%附近), 而对明后两年联邦基金利率的预期中位数分别是3.1%和3.4%。如联邦基金利率中性水平的预期引导发生修正, 美债10年期收益率中枢可能也将对应调整。

美国对自华进口2000亿美元商品加征关税, 税率将分“两步走”

美国将从9月24日起对2000亿美元自华进口产品加征10%关税。该税率将从明年1月1日起提升至25%, 我们认为初期执行较低税率主要是特朗普中期选举“求稳”的考量。对此, 中国商务部按预定方案反制, 对由美进口600亿美元商品分档加征关税, 我们认为中美贸易摩擦局势仍是未来外贸局势和资本市场风险偏好的重要影响变量。我们在此前报告中测算, 对美进口大豆加征25%关税对国内CPI影响约为0.2个百分点。本轮600亿反制清单涉及的商品当中农产品较少, 我们认为其对国内通胀的影响幅度可能不会超过之前的500亿美元商品清单。

11月中期选举将是美元指数是否继续趋弱的重要观察节点

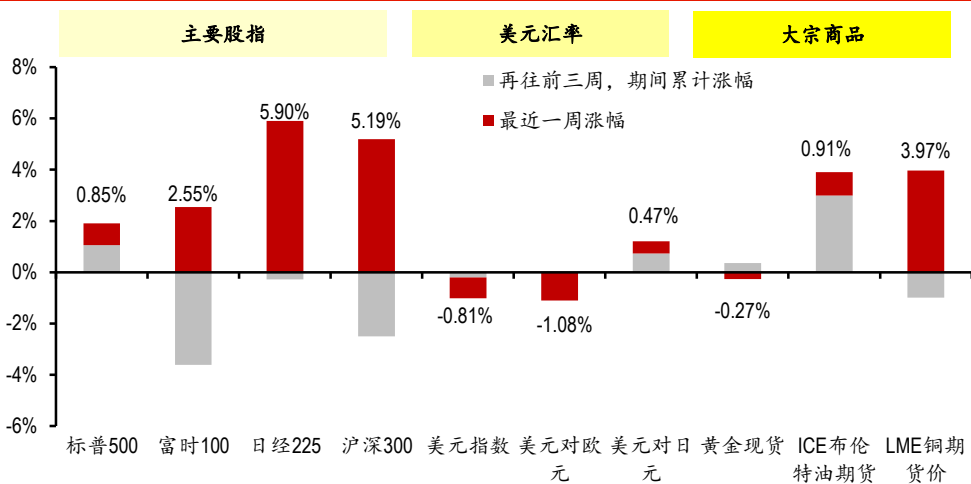
在美国经济数据较强、预计联储年内继续加息、贸易摩擦推升避险需求等因素推动下, 美元指数8月中旬曾接近过97的高点, 但最近一个多月来逐渐回落。利空美元的因素既包括特朗普“通俄门”升级, 其支持率下降、中期选举可能失利等政治因素, 也包括NAFTA谈判进展不顺, 欧央行逐渐推动货币收紧等经济、货币因素。我们仍维持本轮美元反弹高点在94-97之间的判断, 11月份中期选举将是重要观察节点, 如特朗普在选举中失利, 基建、财政刺激大概率无法兑现, 美国经济很难独立走向强势复苏, 随着欧日央行货币政策收紧, 美元指数大概率重新转为趋弱。

我们仍认为基本面因素不支持油价短期快速上行

在布伦特油价再度上行接近80美元的节点上, 高油价将加大美国通胀压力, 威胁特朗普中期选举的稳定性, 因而特朗普又一次在推特上“敦促”OPEC控制油价, 随后布油价格小幅回调。从影响油价的基本面因素来看, 我们此前分析过, 当伊朗原油出口面临美国制裁冲击的现实威胁时, 沙特、俄罗斯等产油国有较强意愿增产以抢占出口市场, 这一逻辑目前已初步验证。美国原油产能的扩张, 也使得其可能加入抢占国际原油出口市场的行列。在此背景下, 产油国限产协议很难在实际中完善执行, 我们仍然认为基本面因素不支持油价短期快速上行。

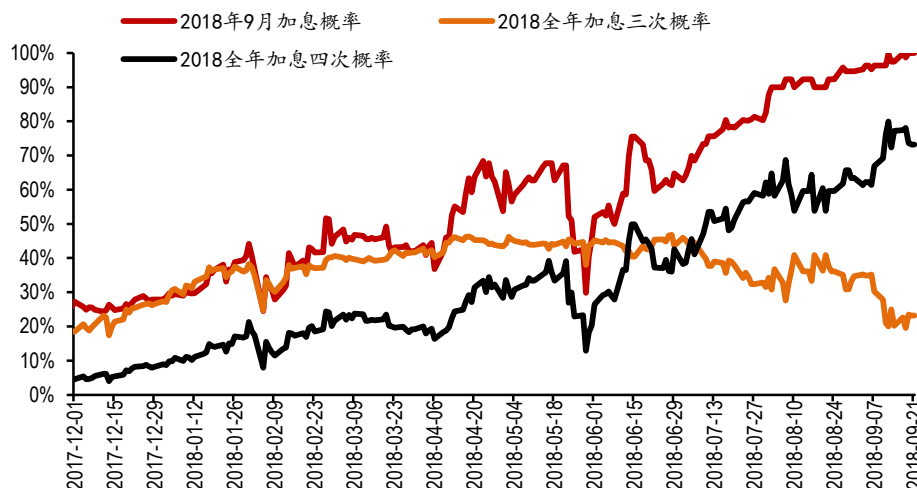
风险提示: 美联储加息节奏超预期, 贸易摩擦事态升级冲击市场风险偏好。

图表1： 大类资产表现综述：美元延续趋弱，主要股指反弹



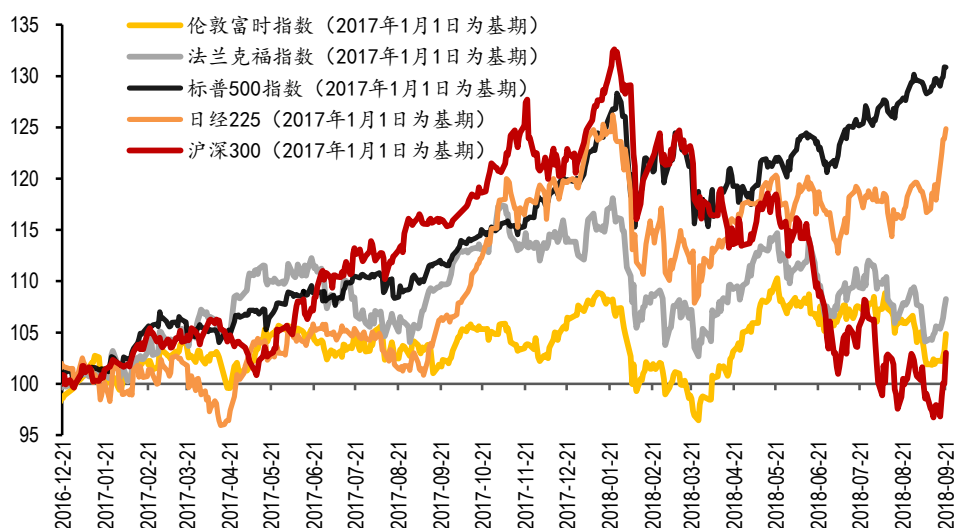
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 联邦基金利率期货隐含加息概率：9月再度加息基本已形成一致预期



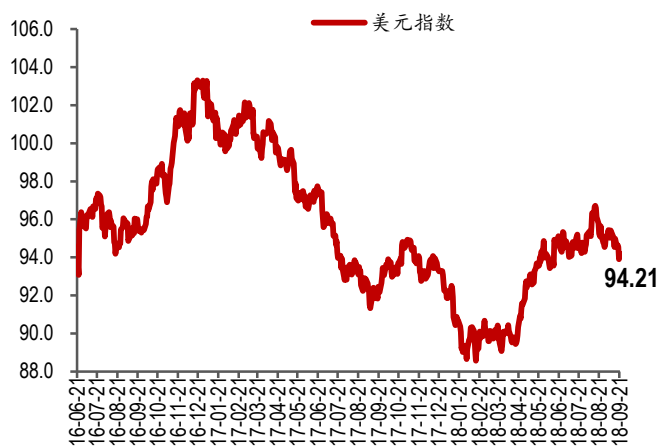
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表3： 全球部分股指走势对比（各股指均已换算为以2017年1月1日为基期，基期值=100的可比指数）



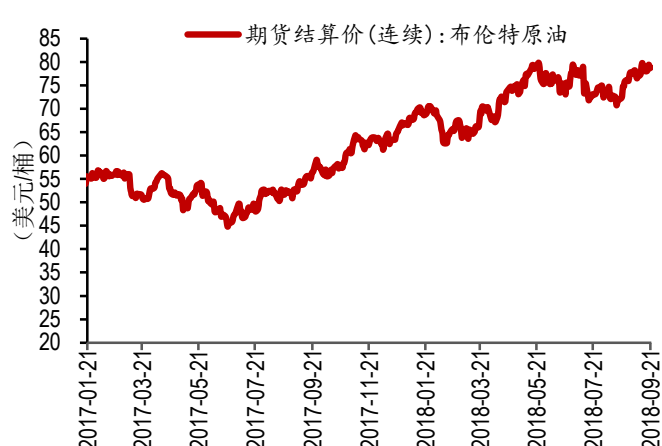
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4: 美元指数上周延续小幅回落



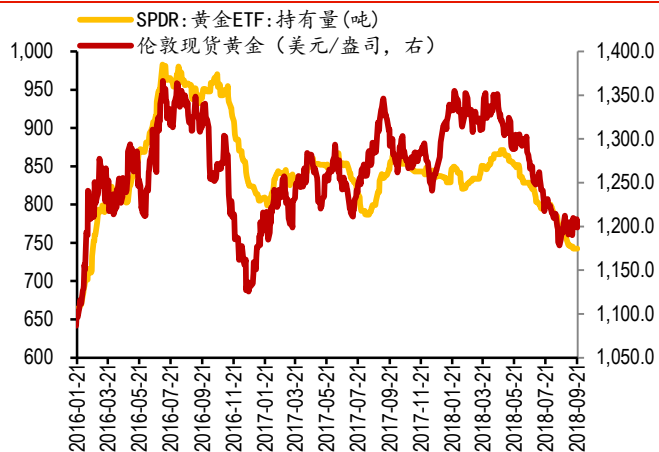
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 布伦特油价没有呈现短期快速上行



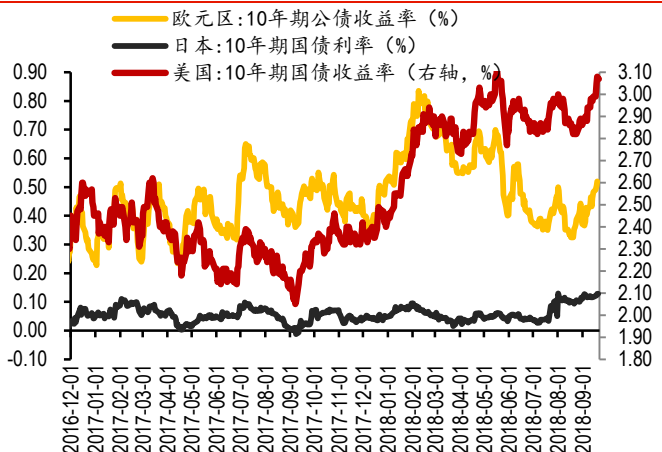
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 黄金价格仍在年内相对低位震荡



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 10年期美债收益率上行到3.1%附近



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

上周市场要闻（搜集自 Bloomberg 新闻）

9 月 18 日，美加 Nafta 谈判再现波折，加总理称将捍卫奶制品保护体系。加拿大外长 Freeland 本周前往华盛顿会见美国贸易代表莱特希泽，依旧致力于月底前达成 Nafta 协议。据路透社周一报道，加拿大总理特鲁多表示，加拿大在谈判中捍卫奶制品保护体系。外长 Freeland 表示，上周五与本国乳制品行业代表进行了“漫长且富有成效”的对话，她在周一也与莱特希泽沟通过，但重启本周谈判的日期尚未设定。

9 月 19 日，英国首相拒绝欧盟改进版脱欧方案。据《泰晤士报》19 日报道，英国首相特雷莎梅拒绝了欧盟首席脱欧谈判官 Barnier 有关爱尔兰边界问题的改进版脱欧提议，并警告其违背了英国的底线。但一位英国政府官员也向《泰晤士报》表示，Barnier 仍没有放弃将北爱尔兰视为独立于英国其他地区的关税管辖区域，可接受的方案必须尊重英国的“红线”，即爱尔兰海上不设海关边界。

9 月 20 日，商务部表示，正在评估美国对 2000 亿美元中国输美商品加征关税措施的影响。据新华社报道，商务部新闻发言人高峰 20 日说，对于美国此次对 2000 亿美元中国输美商品加征关税措施的影响，目前正在进行评估。初步看，涉及机电、轻工、纺织服装、资源化工、农产品、药品等六大类商品。在受影响的企业中，外资企业可能会占到近 50%。高峰表示，目前，中国政府正在研究有针对性的措施，适时公布实施，帮助在华中外资企业积极应对可能面临的困难和挑战。

9 月 20 日，安倍赢得自民党总裁选举，将成日本史上最长在位首相。人民日报报道，日本首相安倍晋三 9 月 20 日在自民党总裁选举中击败该党前干事长石破茂，成功当选自民党总裁。安倍晋三以 553 票对 254 票优势获胜，再获三年任期，这也意味着安倍未来将成日本在位时间最长的首相。未来三年，安倍预计将继续推行“安倍经济学”，推动社保改革，加强军备，修改“冰封”超 70 年的和平宪法，明确自卫队模糊的政治地位。同时，安倍面临的重大挑战接踵而来：日美贸易谈判、避免在朝核谈判中被边缘化、举办 2019 年 G20 峰会和 2020 年东京奥运会等。

9 月 21 日，OPEC 讨论增产可能，油价涨幅收窄。本周五，据路透社报道，石油输出国组织 OPEC 成员国与俄罗斯领导的其他产油国正在讨论增产 50 万桶/天的可能性，以抵消美国制裁引起的伊朗原油供应的减少。消息传出后，原油价格涨幅收窄。目前，布伦特油价已经接近每桶 80 美元的四年高位。本周日，OPEC+会议将在阿尔及利亚举行，会上将研讨当前的原油市场形势，并讨论四季度的供应和需求目标。此外，据俄罗斯塔斯社报道，Novak 称 OPEC 会议可能会讨论石油产量提高 100 万桶/日以上。

9 月 21 日，欧元区 9 月制造业初值回落至 53.3，创两年新低。本周五，法国、德国、欧元区陆续更新了 9 月 PMI 初值。法国制造业 PMI 初值低于预期，创下三个月新低，该国私营部门的产出增长也降至 2016 年 12 月以来最低水平。德国 9 月制造业 PMI 初值低于预期和前指，创 25 个月新低。欧元区 9 月制造业 PMI 回落至 53.3，不及预期，创两年新低。IHS Markit 首席商业经济学家 Chris Williamson 评论称：“出口近乎停滞，导致欧元区经济在 9 月出现了两年来最糟糕的表现。贸易摩擦外加英国脱欧，全球需求下降（特别是汽车行业），避险情绪日益加剧，去库存化以及欧元区内部和其他地区政治不确定性上升，都加剧了商业活动的放缓。”

上周经济数据回顾

图表8： 上周经济数据回顾

日期	指标/事件	前值	预测值	实际值
09/19/2018 04:00	美国 长期净 TIC 流量 2018/07	-\$36.5b	-	\$74.8b
09/19/2018 19:00	美国 MBA 抵押贷款申请 2018/09	-1.80%	-	1.60%
09/19/2018 20:30	美国 经常项目余额 2018/06	-\$124.1b	-\$103.4b	-\$101.5b
09/20/2018 20:30	美国 首次失业人数 2018/09	204k	210k	201k
09/20/2018 20:30	美国 持续领取失业救济人数 2018/09	1696k	1705k	1645k
09/20/2018 21:45	美国 彭博经济预期 2018/09	57	-	57.5
09/21/2018 21:45	Markit 美国制造业采购经理指数 2018/09	54.7	55	55.6
09/21/2018 21:45	Markit 美国服务业采购经理指数 2018/09	54.8	55	52.9
09/21/2018 21:45	Markit 美国综合采购经理指数 2018/09	54.7	-	53.4
09/17/2018 17:00	欧元区 CPI 同比 2018/08	2.00%	2.00%	2.00%
09/19/2018 14:00	欧元区 EU27 新车注册 2018/08	10.50%	-	31.20%
09/19/2018 16:00	欧元区 欧洲央行经常项目经季调 2018/07	23.5b	-	21.3b
09/20/2018 22:00	欧元区 消费者信心指数 2018/09	-1.9	-2	-2.9
09/21/2018 16:00	Markit 欧元区制造业采购经理指数 2018/09	54.6	54.5	53.3
09/21/2018 16:00	Markit 欧元区服务业采购经理指数 2018/09	54.4	54.4	54.7
09/21/2018 16:00	Markit 欧元区综合采购经理指数 2018/09	54.5	54.5	54.2
09/19/2018 16:30	英国 CPI 同比 2018/08	2.50%	2.40%	2.70%
09/19/2018 16:30	英国 PPI 投入（未经季调）同比 2018/08	10.90%	9.10%	8.70%
09/19/2018 16:30	英国 PPI 产出（未经季调）同比 2018/08	3.10%	2.90%	2.90%
09/19/2018 16:30	英国 房价指数 同比 2018/07	3.00%	2.70%	3.10%
09/21/2018 16:30	英国 公共财政 (PSNCR)2018/08	-19.2b	-	3.1b
09/21/2018 16:30	英国 中央政府净现金要求 2018/08	-13.8b	-	5.2b
09/21/2018 16:30	英国 政府净借款额 2018/08	-2.9b	3.0b	5.9b
09/21/2018 15:30	Markit/BME 德国制造业采购经理指数 2018/09	55.9	55.7	53.7
09/21/2018 15:30	Markit 德国服务业采购经理指数 2018/09	55	55	56.5
09/21/2018 15:30	Markit/BME 德国综合采购经理指数 2018/09	55.6	55.4	55.3
09/19/2018 07:50	日本 贸易余额调整 2018/08	-¥45.6b	-¥144.1b	-¥190.4b
09/19/2018 10:47	日本 日本央行政策利率余额利率 2018/09	-0.10%	-0.10%	-0.10%
09/19/2018 10:47	日本 日本央行 10 年期收益率目标 2018/09	0.00%	0.00%	0.00%
09/21/2018 07:50	日本 外资买进日本股票 2018/09	-¥1063b	-	-¥1481.7b
09/21/2018 12:30	日本 所有产业活动指数月环比 2018/07	-0.80%	0.10%	0.00%
09/21/2018 13:30	日本 全国百货商店销售同比 2018/08	-6.10%	-	-0.20%

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示：美联储货币政策可能超预期收紧，美股未来仍存在继续波动调整的风险，贸易摩擦事态升级冲击市场风险偏好。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com