

美元走强，美股上涨，新兴市场如何应对？

——全球资产价格(2019.4.8-2019.4.21)

2019年4月25日

谢亚轩

86-755-83295524

xieyx@cmschina.com.cn

S1090511030010

刘亚欣

86-755-83584672

liuyaxin@cmschina.com.cn

S1090516100001

张一平

86-755-82944676

zhangyiping@cmschina.com.cn

S1090513080007

罗云峰

86-10-57601922

luoyunfeng@cmschina.com.cn

S1090518110003

林澍

86-755-83734406

linshu@cmschina.com.cn

S1090518110002

高明

gaoming3@cmschina.com.cn

S1090518010002

张秋雨

S1090519010001

zhangqiuyu@cmschina.com.cn

核心观点:

4月24日，美元指数收于98.1，创下2017年5月以来和触底88后重新走强以来的最高水平，3月20日以来，美元指数累计上升了2%。

从美国因素看，好于预期的基本面和上涨的美股是美元指数的主要支撑因素：

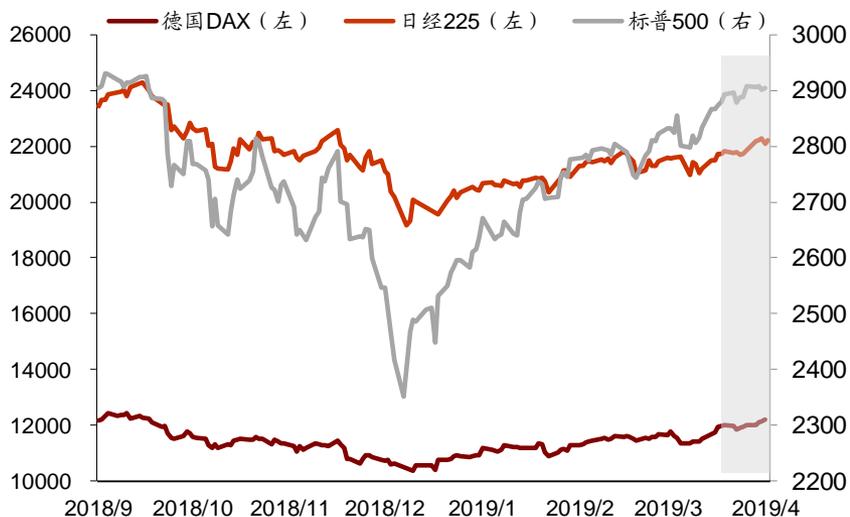
3月非农就业恢复正常，表明美国劳动力市场仍然稳健，零售销售同比、环比均强劲增长，改善了一季度美国GDP增长的预期，美国新屋销售创16个月最高，缓释了美国房地产面临的下行风险，油价持续上升对美国页岩油产业和美国整体通胀都有正向带动，在以上因素推动下，3月底以来美债收益率上行，美德利差走阔。

2018年12月以来，美股持续反弹，3月20日以来，发达市场中，德股表现好于美股，但美股表现好于日本和其他欧洲市场，4月23日，强劲的一季度财报推动美股股指创历史新高，VIX波动率指数震荡下行并接近2018年以来的最低水平。

从外部因素看，欧洲货币，特别是瑞士法郎、瑞典克朗的疲弱是美元指数强势的另一面。这主要反映了疲弱的经济数据和仍处于底部的欧洲基本面、悬而未决的脱欧问题和风险情绪好转对避险货币的压制。

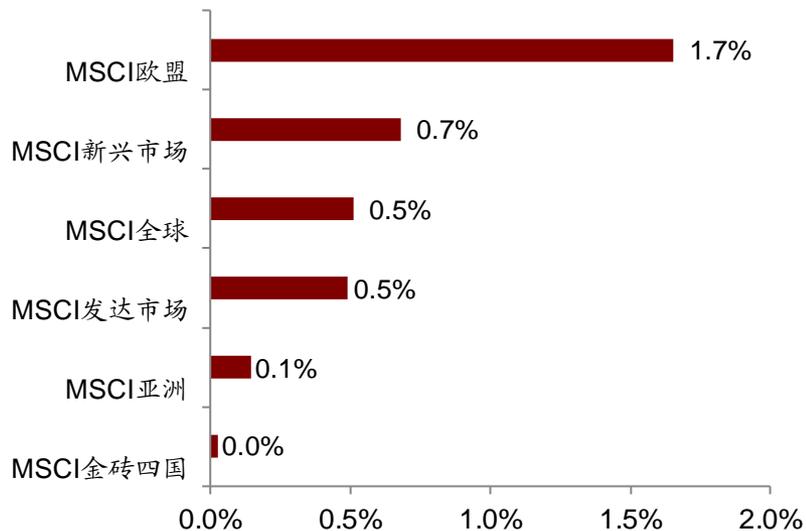
不过，此次强美元对于新兴市场的影响与前期不尽相同。3月20日以来，包括新兴市场在内的全球股票市场普遍出现上涨，原油、铁矿石和CRB综合指数均出现上升，新兴市场面临的资本流动形势和基本面背景均较为乐观。并且，新兴市场货币、人民币均较为强势，在美元指数上升2%的背景下，人民币汇率和MSCI货币指数均仅下降0.4%，而中美利差持续回升，已由1月18日低点的30BP回升至4月23日的83BP，离岸在岸汇差收窄甚至在个别交易日呈现正值，人民币汇率指数保持在95以上的高位。这表明，此次美元指数的强势更多反映了美欧之间的相对关系，对于美国与资源国、新兴市场之间的代表性不足（例如澳元仅贬值0.2%），暂不需要担忧强美元给新兴市场带来较大压力。

美德日股市均上涨



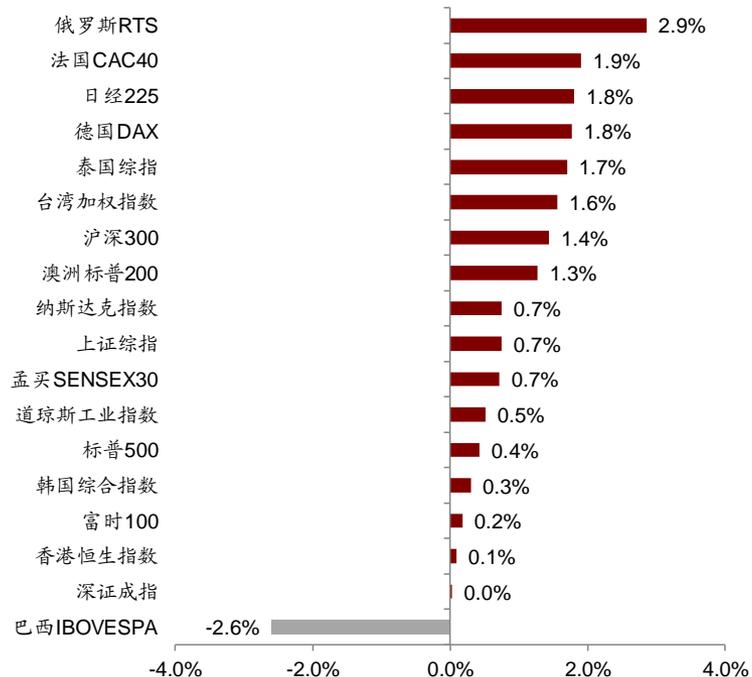
- 由于国内债市的调整和A股上涨的共同作用，国内股债回报比快速下降。
- 中国利率升幅较高，中美利差回升，美德利差回落。

欧盟市场表现最佳



资料来源：WIND，路透，招商证券

A股表现在主要市场中处于中游



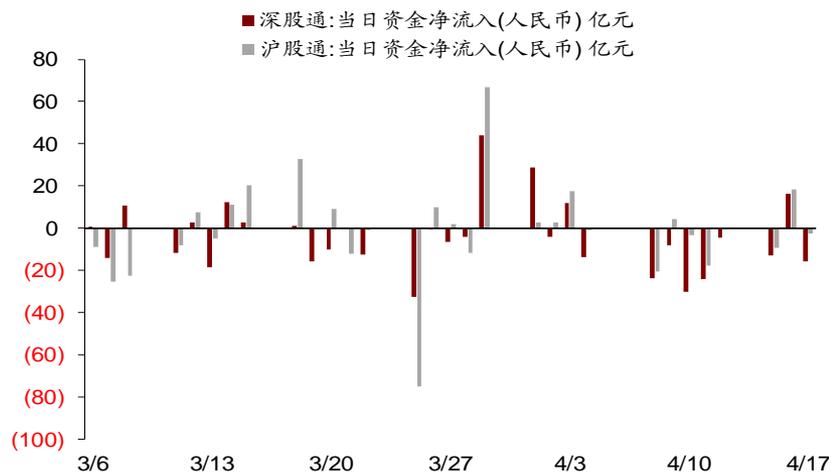
国内股债回报比快速下降



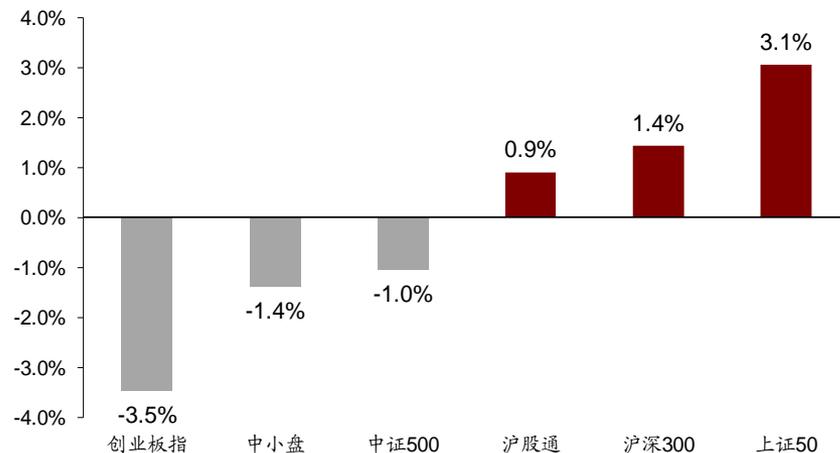
近两周MSCI中国指数偏向红筹和成长



陆股通资金波动加大



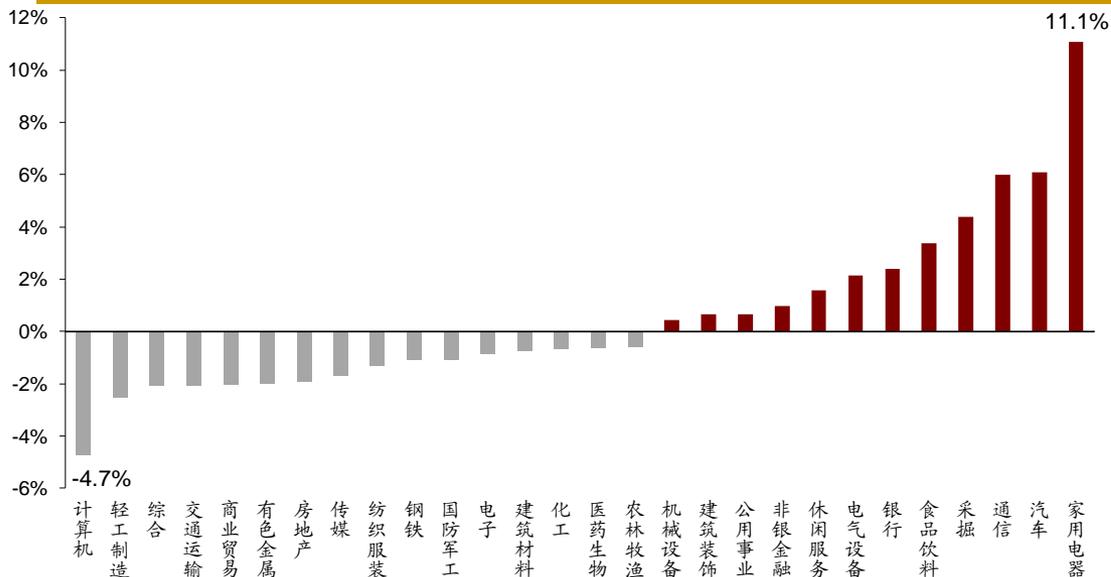
大盘股表现占优



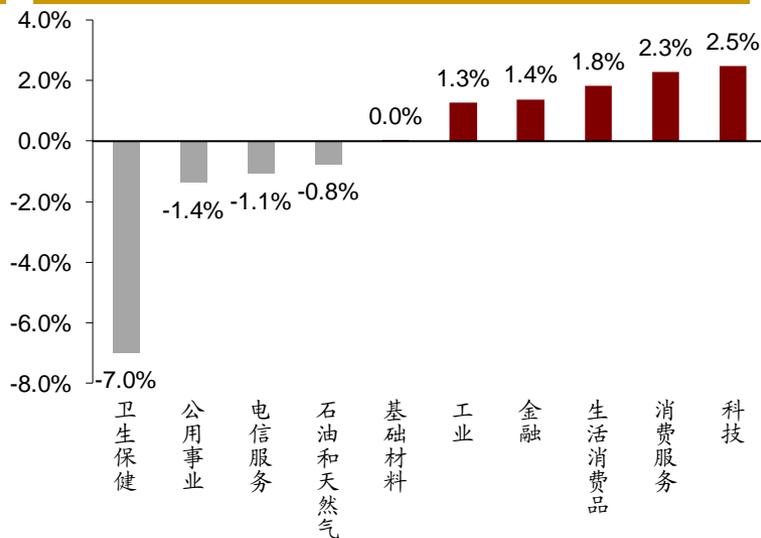
资料来源: WIND, 路透, 招商证券

A股、港股、美股风格比较

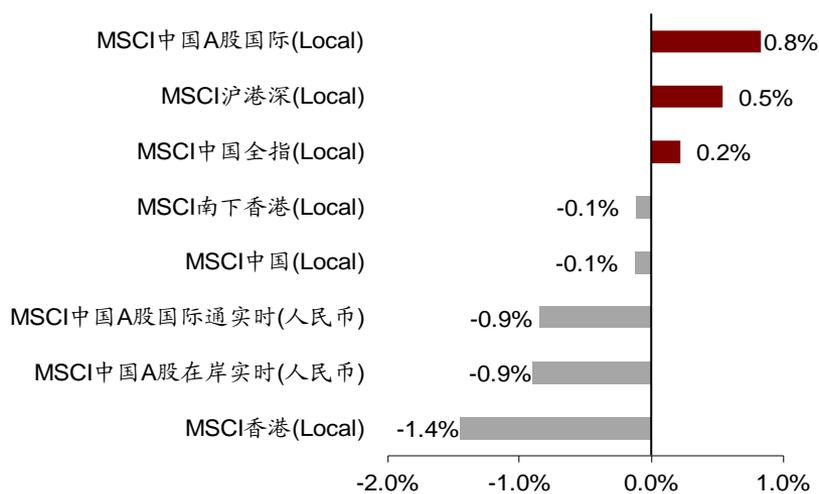
A股：消费、科技、金融涨幅较高



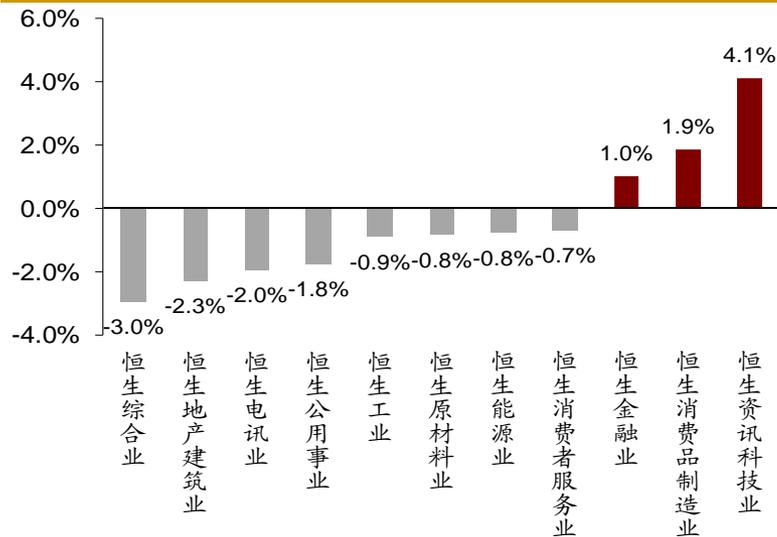
美股：科技、消费、金融涨幅居首



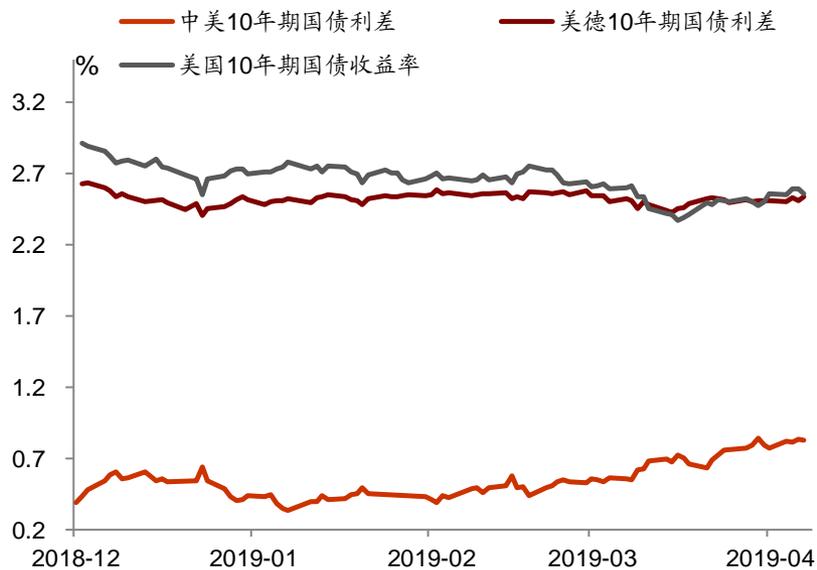
A股、港股海外表现



港股：科技、消费、金融涨幅较高



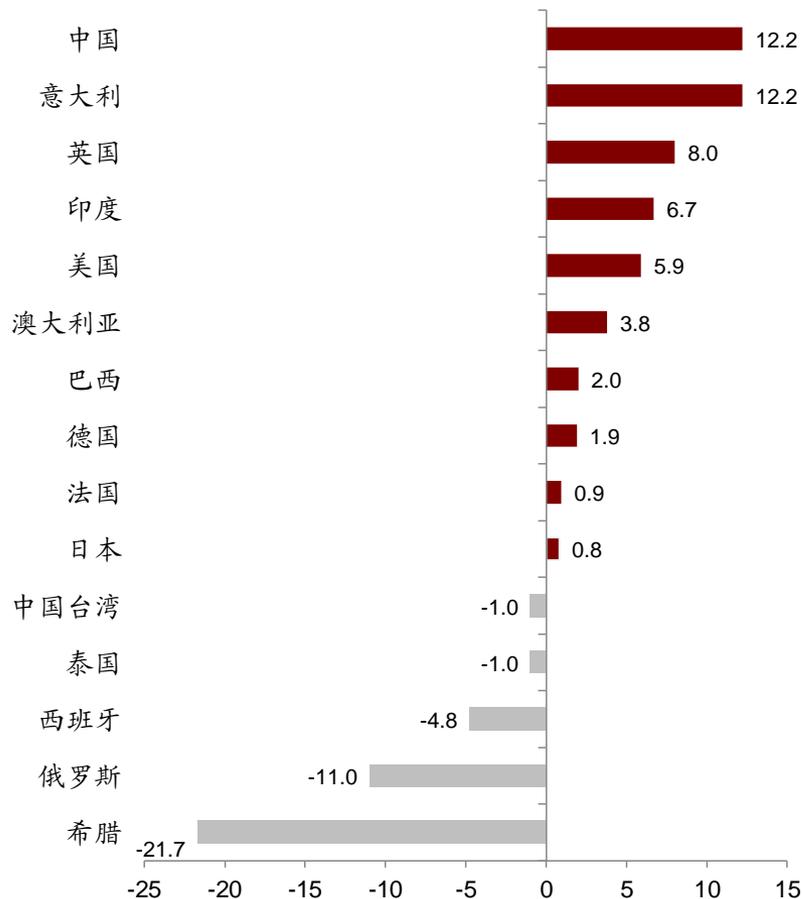
中美利差持续回升



截至4月18日各地10年期国债收益率水平

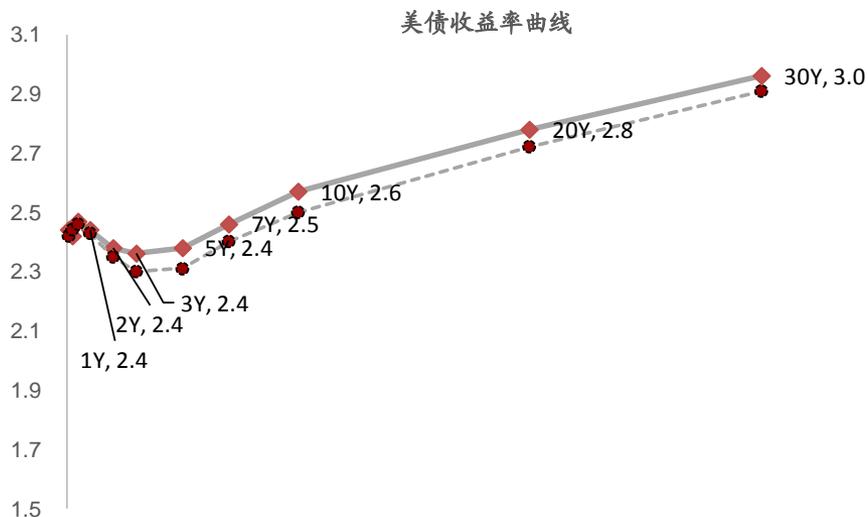


各国家/地区利率表现分化

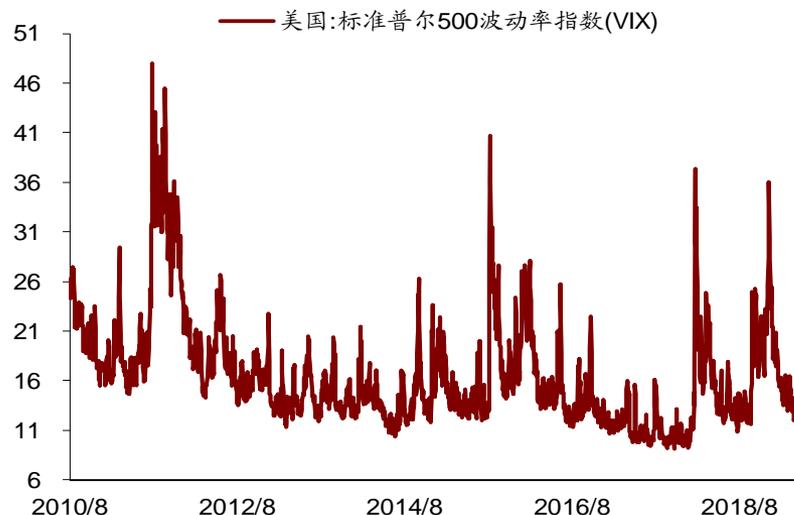


资料来源: WIND, 路透, 招商证券

近两周美债收益率曲线小幅上移



标普500VIX波动率处于年内低位



3月美国通胀反弹，长端利率小幅回升



美股上涨、美债下跌

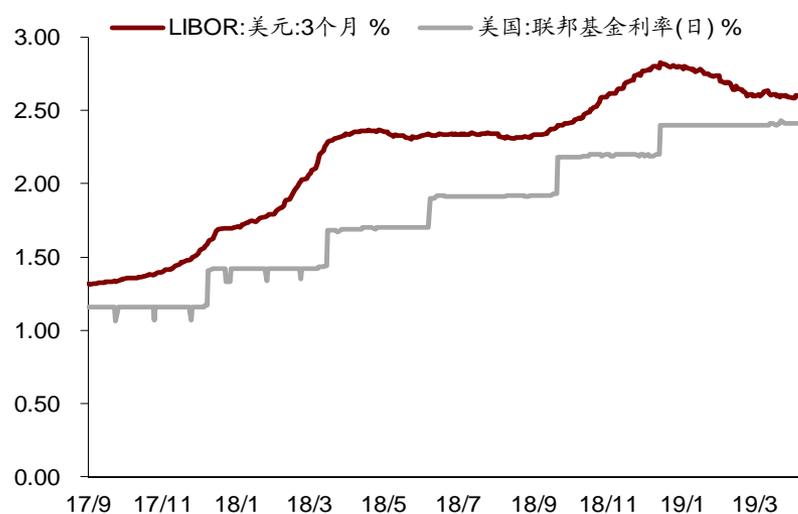


12月以来外国投资者持续增持美债

港美利差回落，港元走强



美国3M LIBOR平稳



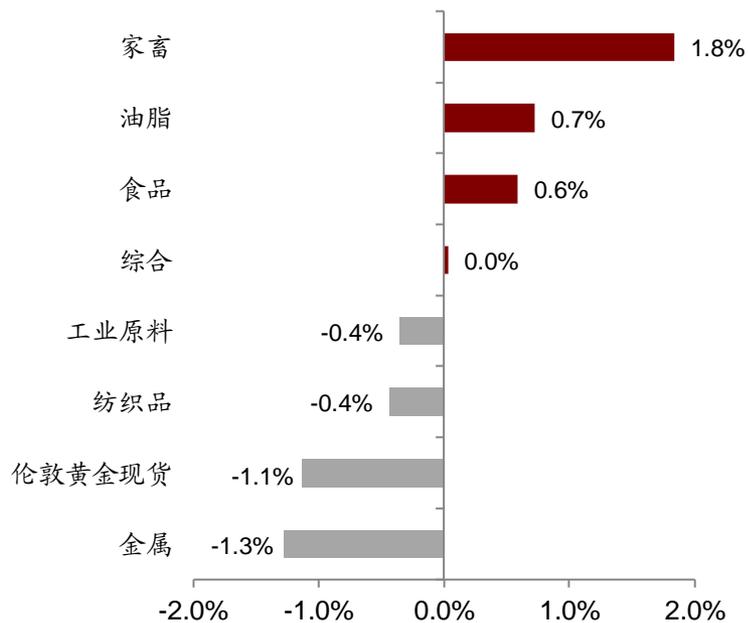
2月外国投资者净增持美债507亿美元



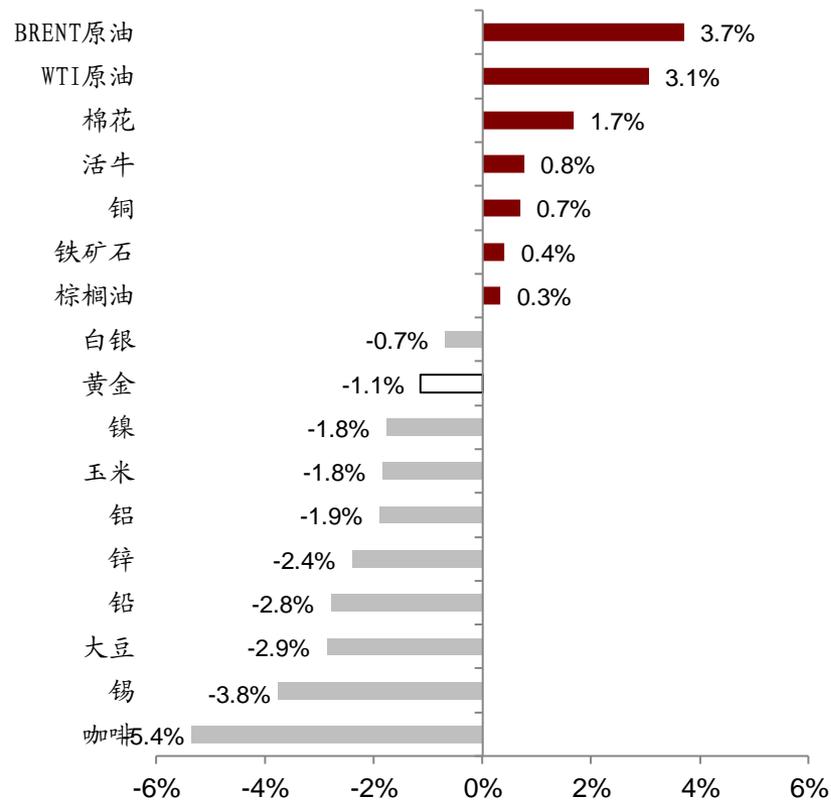
3月美国短期国债净到发行840亿美元/月



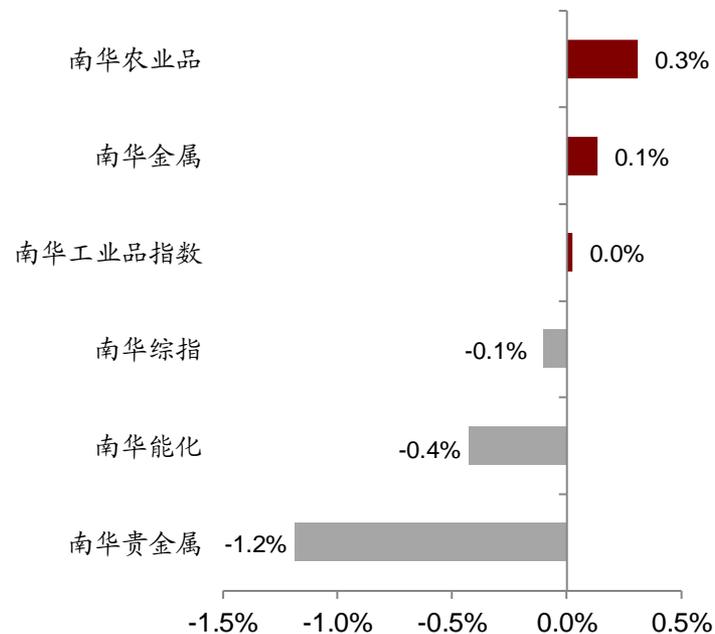
家畜、油脂、食品价格上涨



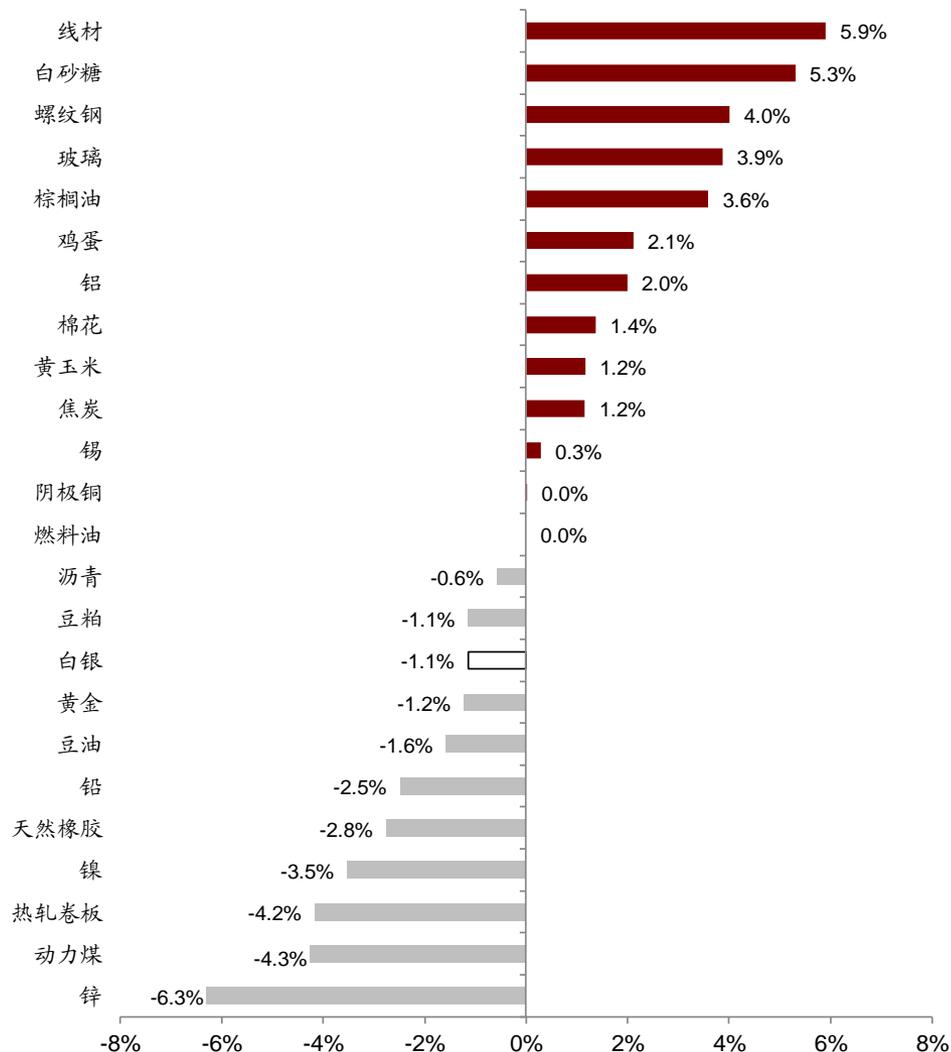
近两周国际大宗商品价格变化



农产品、金属、工业品小幅上涨

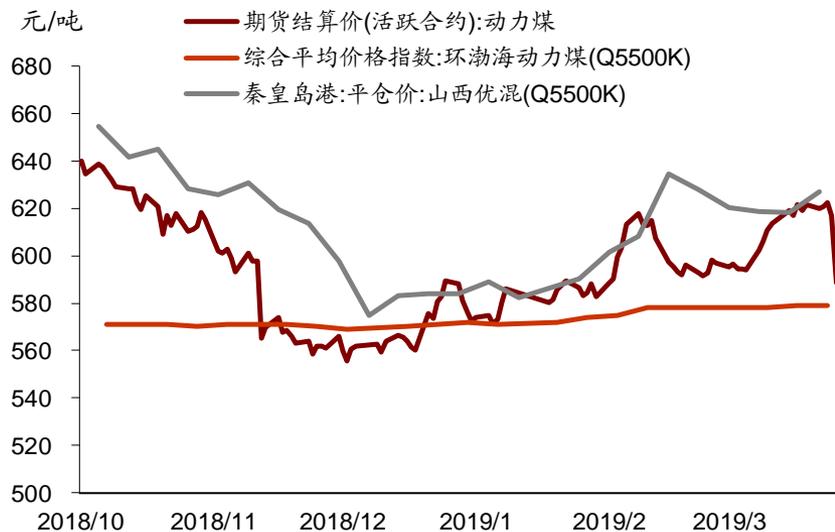


近两周国内大宗商品期货价格变化



动力煤期货价格大跌，煤钢涨势趋弱

动力煤期货价格大跌



焦煤期货价格上涨，现货价格下跌



钢铁价格先涨后跌



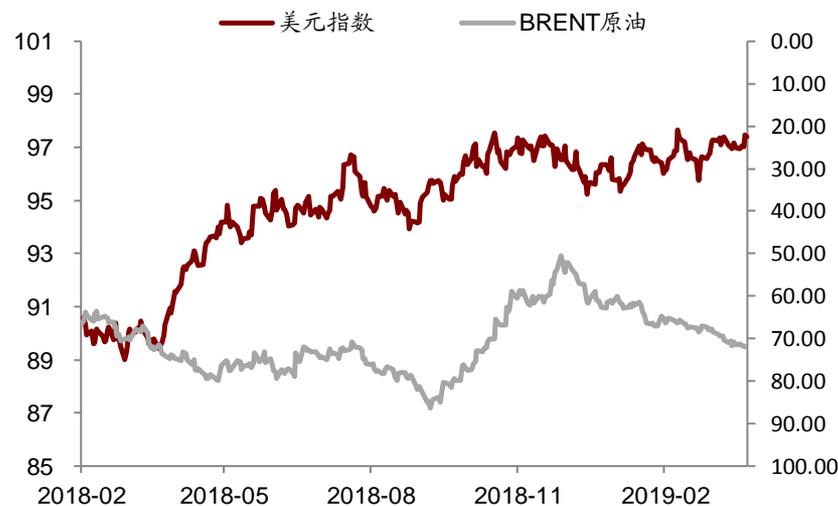
焦炭期货价格震荡，现货价格下跌



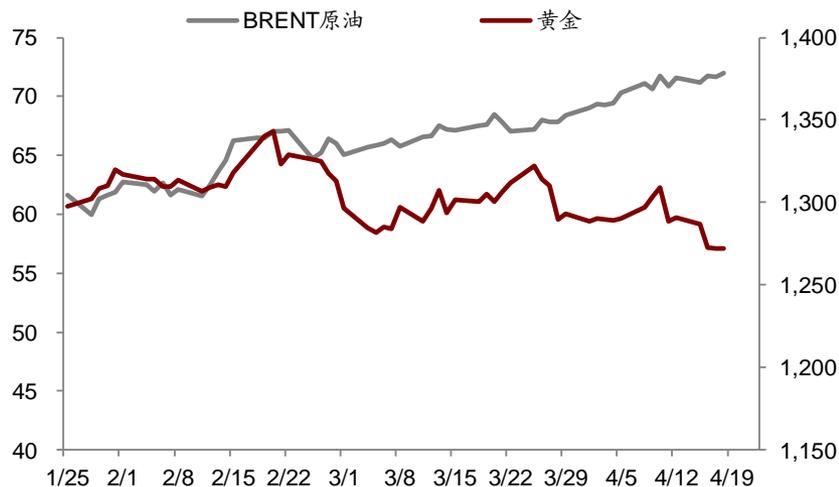
美国不再延长对伊朗原油进口的豁免

- ▶ 4月22日美国白宫声明，不再延长对伊朗原油进口的暂时性豁免，这些豁免于5月1日到期，美方要将伊朗原油出口“清零”，其严格程度超出市场预期，而伊朗官员曾表示，若伊朗被禁止使用霍尔木兹海峡，该国将关闭这一重要原油运输通道。油价当日跳涨近3%。
- ▶ 声明特别提到，美国、沙特、阿联酋这三大能源生产国已经同意采取“及时行动”，确保在伊朗石油全部撤出市场之际，保证全球原油的“适当供应”。

油价持续反弹



金价调整，油价上涨

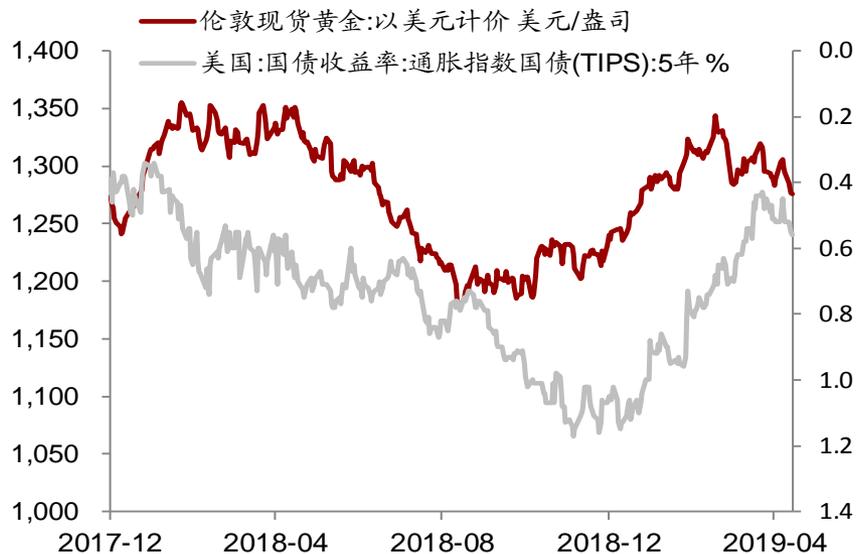


资料来源：WIND，路透，招商证券

4月金油比连续3个月回落



TIPS企稳回升施压金价



TIPS显示的通胀预期持平

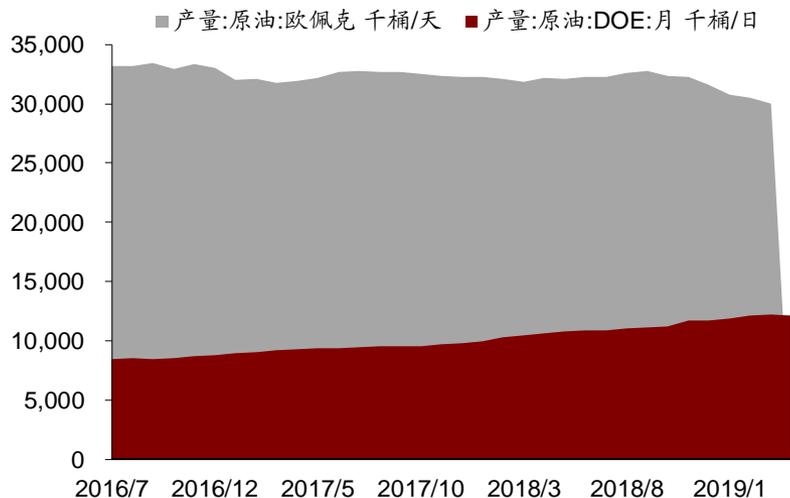


美元指数震荡，金价小幅回落

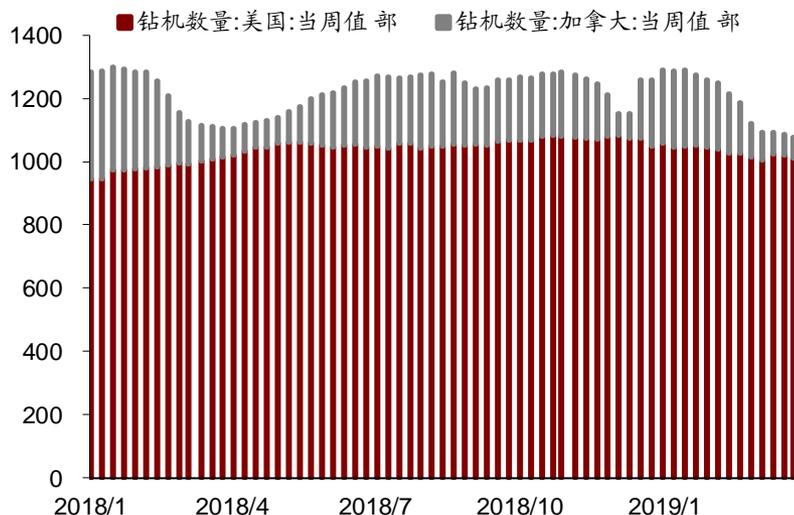


4月北美钻机数小幅下降

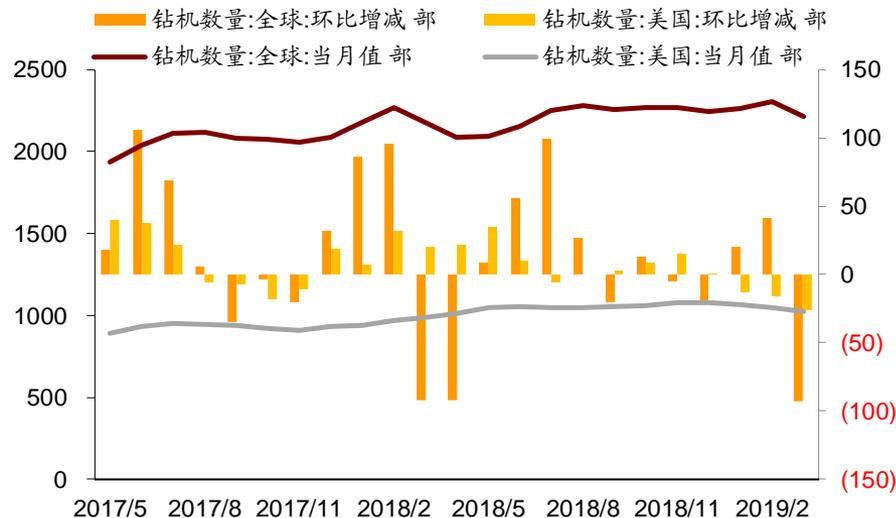
34月美国日均产量小幅下降至1210万桶



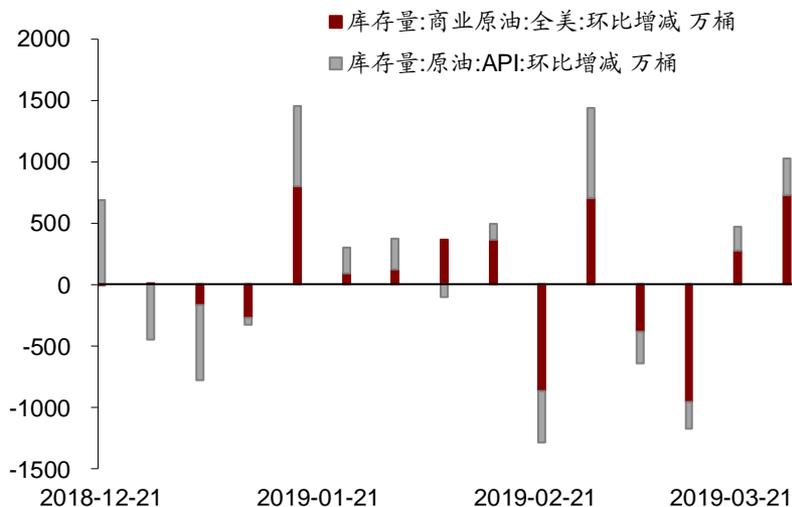
4月北美钻机数小幅下降



3月全球钻机数大幅减少

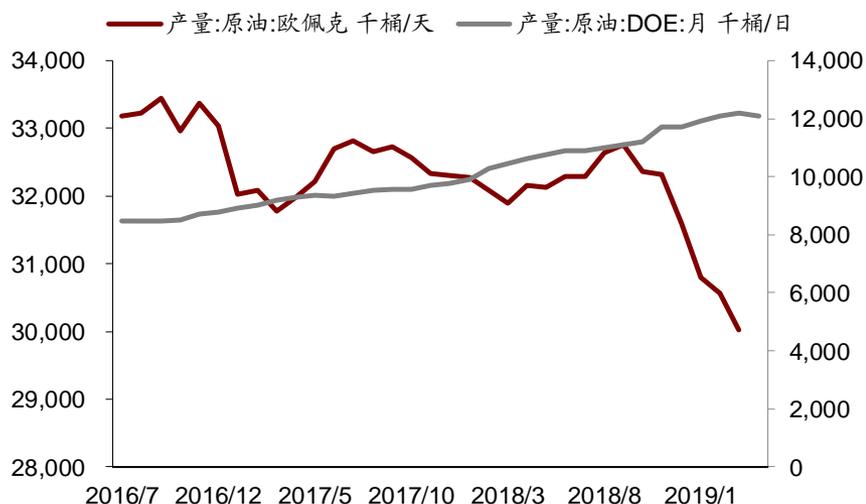


原油库存连续3周增长

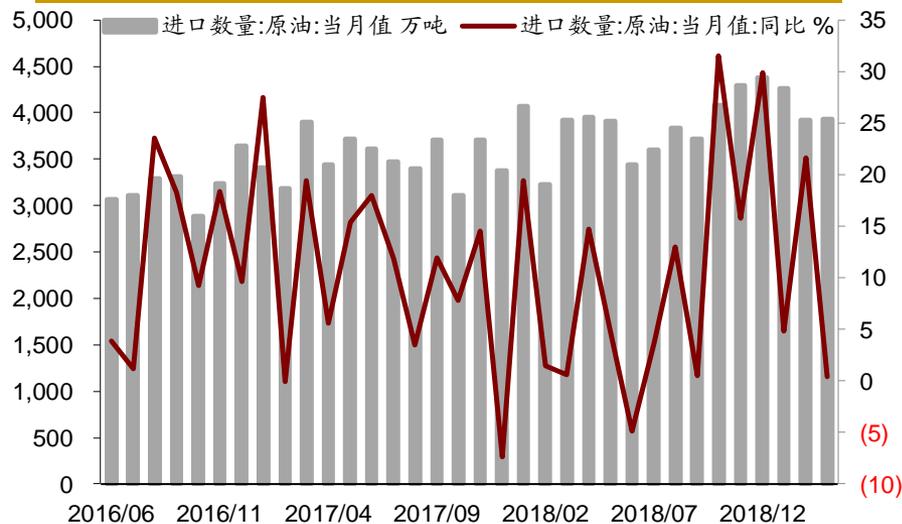


Opec日均产量连续5个月下降

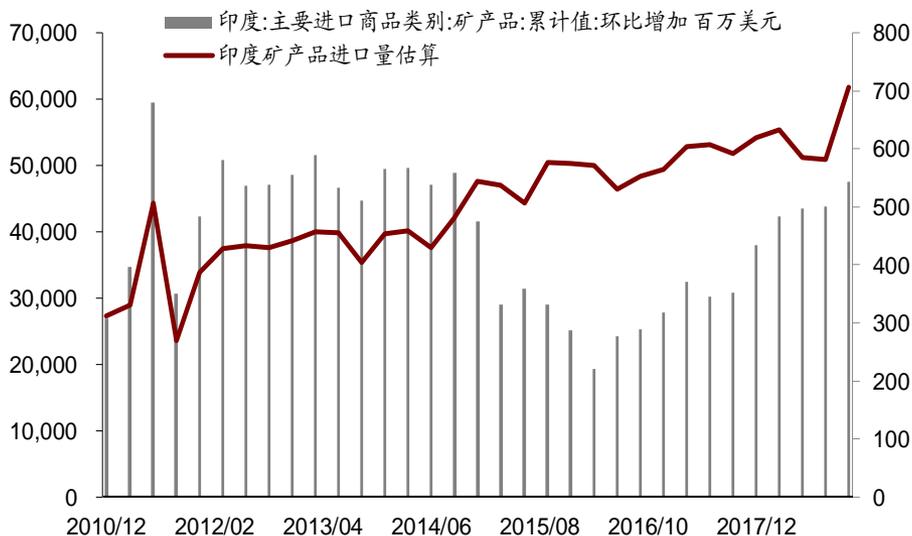
3月OPEC日均产量下降54万桶/日至3002万桶



3月中国原油进口量同比大幅回落



据估算，2018年Q4印度原油进口量同比大增14.1%

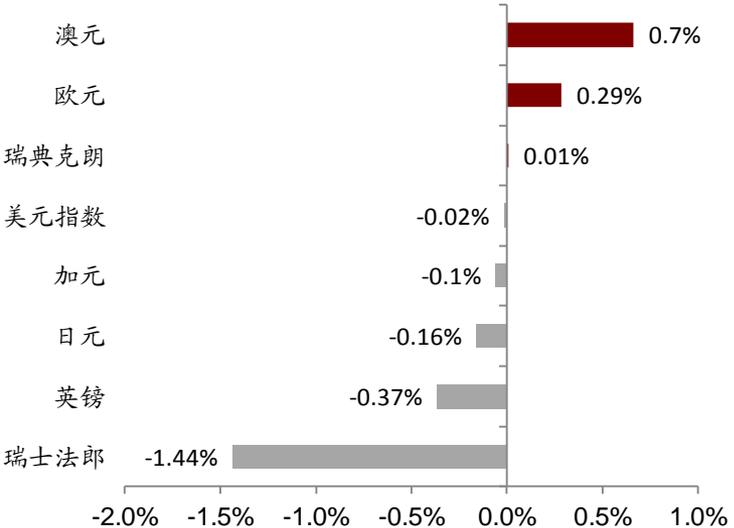


资料来源: WIND, 路透, 招商证券

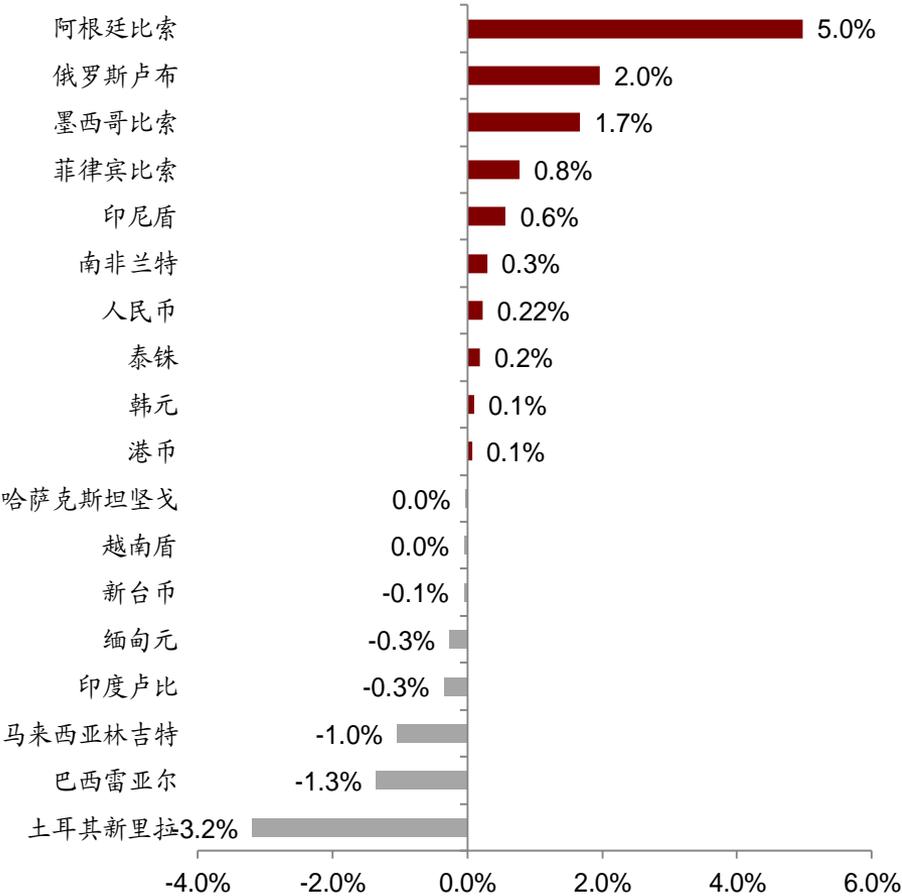
澳元强劲背后的原因

- 3月澳大利亚就业强劲增长，降低了市场对未来澳洲联储降息的预期，加之上周公布的中国一季度GDP强于预期，推动过去两周澳元升值。
- 不过，最新数据显示，澳大利亚一季度CPI同比1.3%，不及预期的1.5%，也远低于前值的1.8%，意味着澳洲联储货币政策转向的基础还不牢固。

中澳超预期经济数据推升澳元

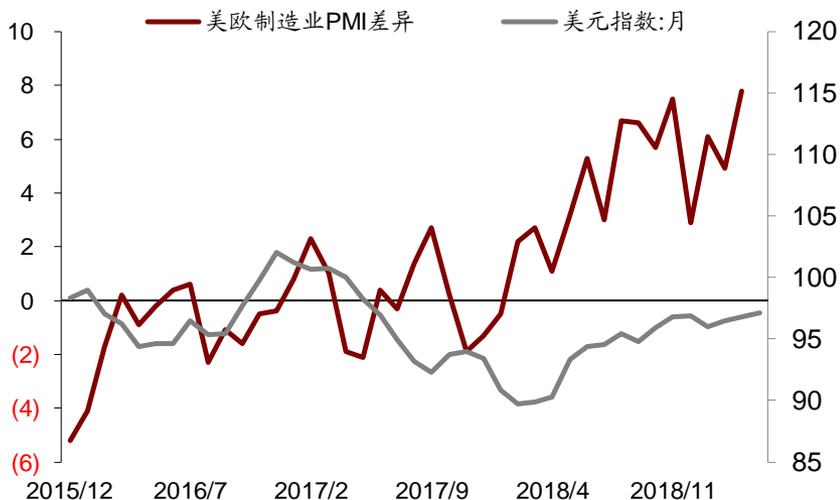


油价上涨推动产油国货币升值

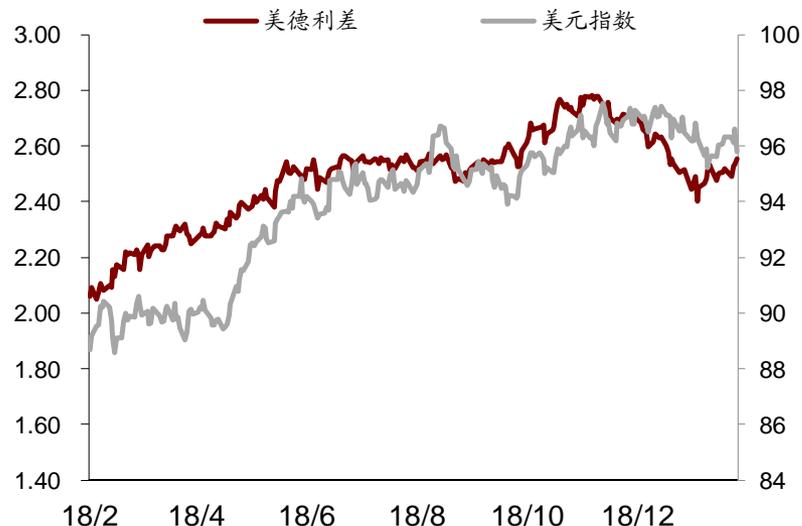


资料来源: WIND, 路透, 招商证券

3月美欧制造业PMI差异走阔



美德利差小幅回升，美元指数维持高位



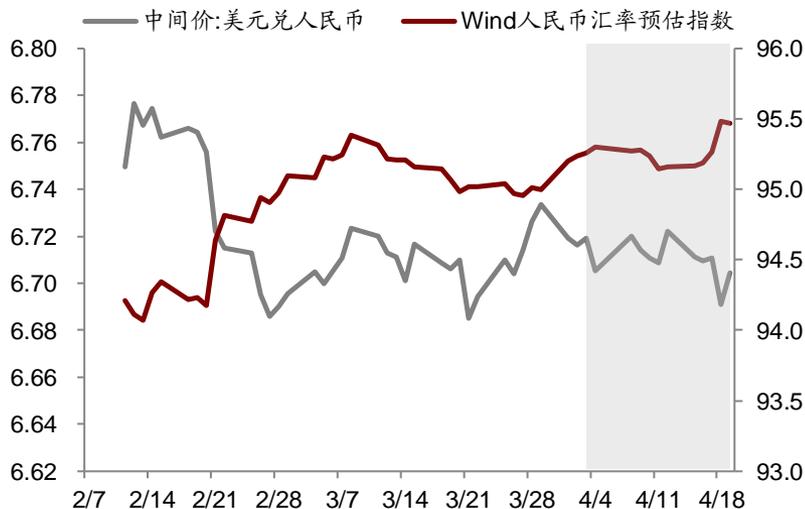
3月美欧核心通胀差距扩大



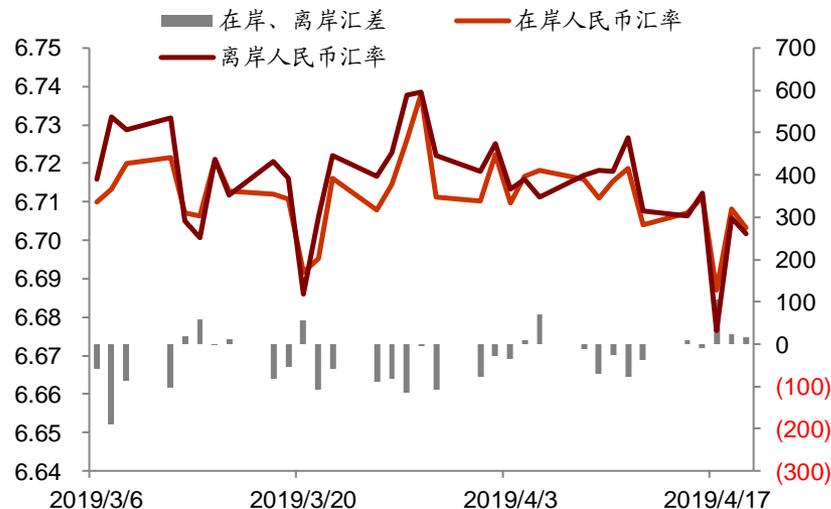
4月贸易加权美元指数小幅回落



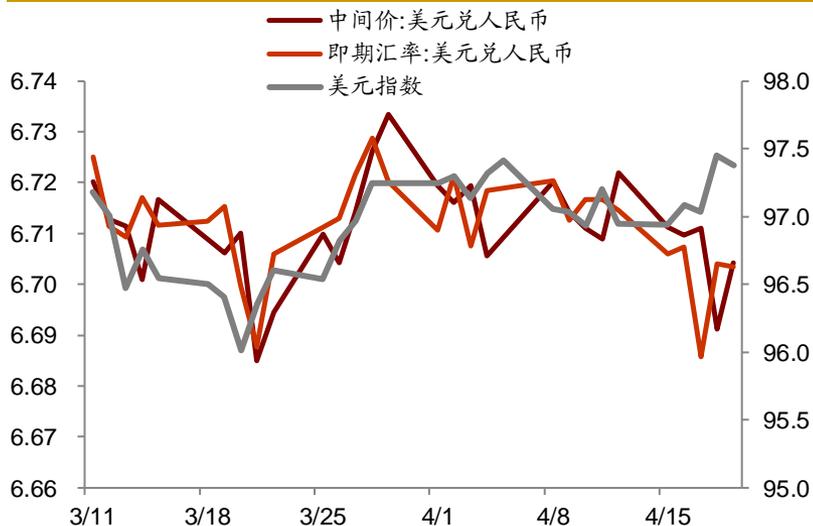
人民币汇率指数小幅上升



离岸、在岸汇差转正



美元指数高位震荡，人民币中间价总体持平

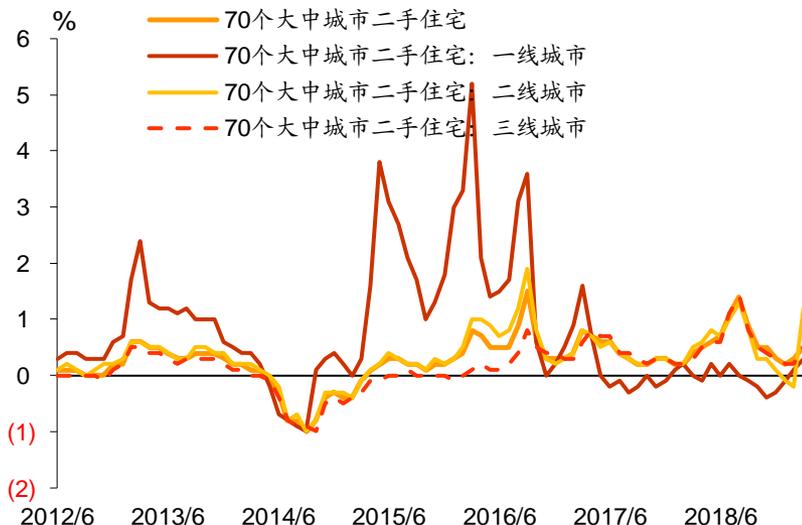


人民币升值0.2%，新兴货币指数上涨0.1%

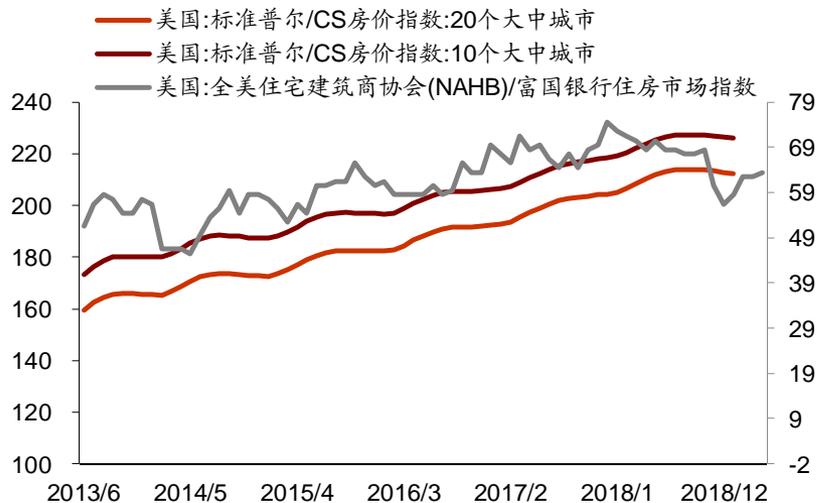


资料来源: WIND, 路透, 招商证券

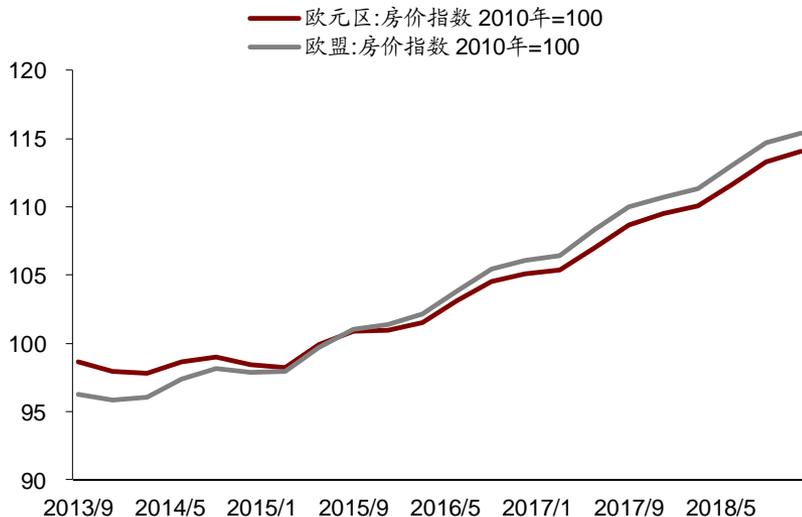
3月二线房价指数环比大幅上涨



2、3月美国住房市场指数企稳



2018年四季度欧洲房价涨势放缓



3月韩国房价同比继续回落



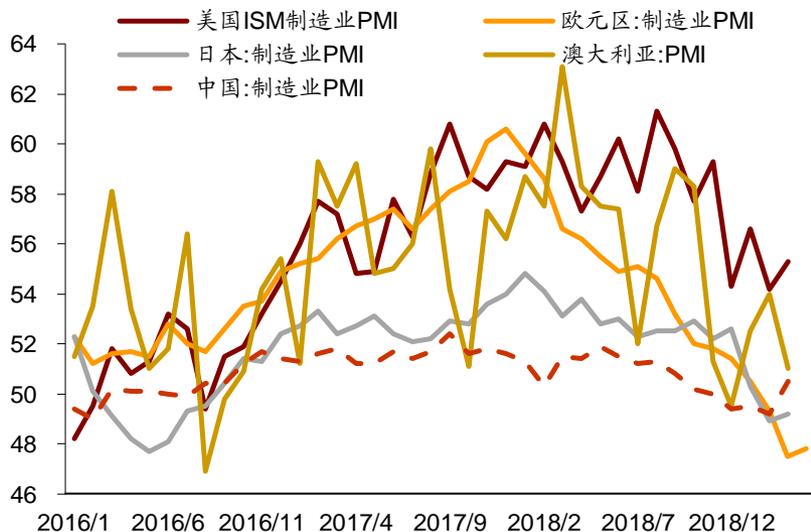
4月欧元区制造业PMI小幅回升

	制造业PMI					服务业PMI				
	18/12	19/01	19/02	19/03	19/04	18/12	19/01	19/02	19/03	19/04
美国	54.3	56.6	54.2	55.3		58.0	56.7	59.7	56.1	
日本	52.6	50.3	48.9	49.2		51.0	51.6	52.3	52.0	
欧元区	51.4	50.5	49.3	47.5	47.8	51.2	51.2	52.8	53.3	52.5
英国	54.2	52.6	52.1	55.1		51.2	50.1	51.3	48.9	
法国	49.7	51.2	51.5	49.7	49.6	49.0	47.8	50.2	49.1	50.5
德国	51.5	49.7	47.6	44.1	44.5	51.8	53.0	55.3	55.4	55.6
意大利	49.2	47.8	47.7	47.4		50.5	49.7	50.4	53.1	
西班牙	51.1	52.4	49.9	50.9		54.0	54.7	54.5	56.8	
澳大利亚	49.5	52.5	54.0	51.0		52.1	44.3	44.5	44.8	
中国	49.4	49.5	49.2	50.5		52.3	53.6	53.5	53.6	
俄罗斯	51.7	50.9	50.1	52.8		54.4	54.9	55.3	54.4	
巴西	52.6	52.7	53.4	52.8		51.9	52.0	52.2	52.7	
印度	53.2	53.9	54.3	52.6		53.2	52.2	52.5	52.0	
中国台湾	44.8	47.9	48.3	48.8		51.6	49.0	47.8	53.3	
越南	53.8	51.9	51.2	51.9						
韩国	49.8	48.3	47.2	48.8						
印尼	51.2	49.9	50.1	51.2						
南非	49.0	49.6	50.2	48.8						
沙特	54.5	56.2	56.6	56.8						
马来西亚	46.8	47.9	47.6	47.2						
土耳其	44.2	44.2	46.4	47.2						
捷克	49.7	49.0	48.6	47.3						
埃及	49.6	48.5	48.2	49.9						
全球	52.0	51.4	50.8	50.6	50.6	53.7	53.0	52.6	53.3	53.7

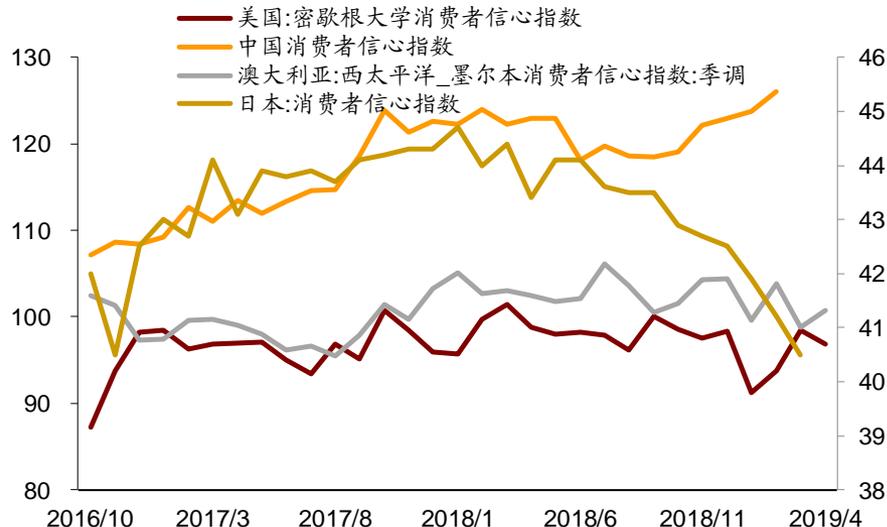
资料来源：WIND，招商证券

4月美国消费者信心小幅下降

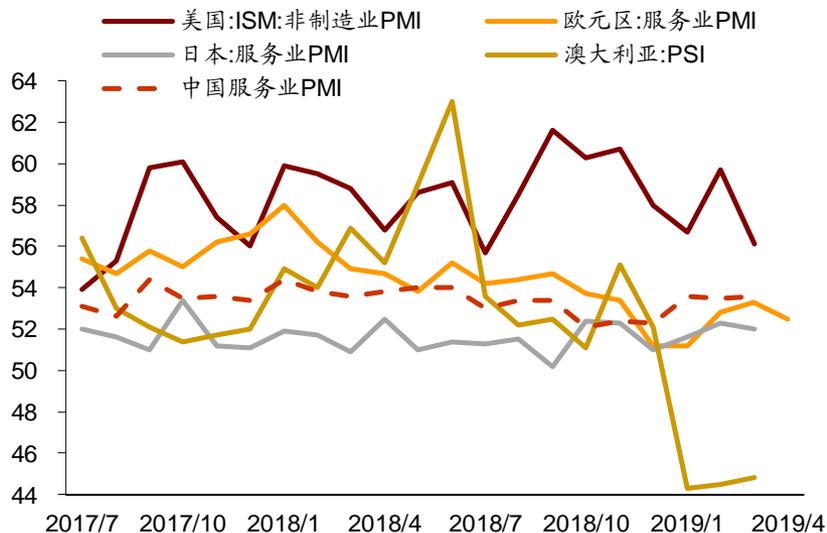
4月欧元区制造业PMI小幅回升



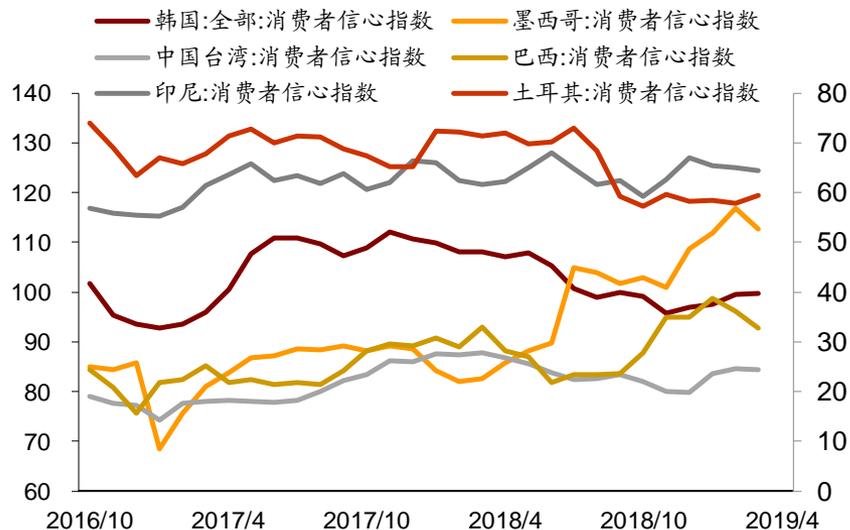
4月美国消费者信心小幅下降



4月欧元区非制造业PMI小幅下降



3月新兴市场消费者信心平稳



资料来源: WIND, 路透, 招商证券

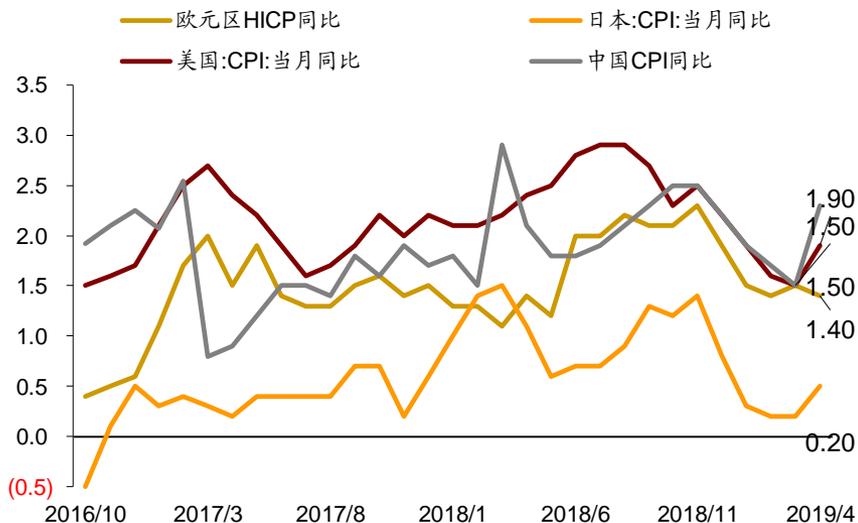
3月欧洲核心通胀下降

	CPI					核心CPI				
	18/11	18/12	19/01	19/02	19/03	18/11	18/12	19/01	19/02	19/03
美国	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0
日本	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5	0.9	0.7	0.8	0.7	0.8
欧元区	1.9	1.5	1.4	1.5	1.4	0.9	0.9	1.1	1.0	0.8
英国	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.8
法国	2.2	1.9	1.4	1.6	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6	0.3
德国	2.2	1.7	1.7	1.7	1.4	1.1	1.2	1.8	1.6	1.0
意大利	1.6	1.2	0.9	1.1	1.1	0.7	0.5	0.6	0.4	0.3
澳大利亚		1.8								
加拿大	1.7	2.0	1.4	1.5	1.9	1.5	1.7	1.5	1.5	1.6
中国	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8
俄罗斯	3.8	4.3	5.0	5.2	5.3					
巴西	4.0	3.7	3.8	3.9	4.6					
印度	4.9	5.2	6.6	7.0	0.0					
韩国	2.0	1.3	0.8	0.5	0.3	1.4	1.3	1.2	1.3	0.9
印尼	3.2	3.1	2.8	2.6	2.5					
泰国	0.9	0.4	0.3	0.7	1.2	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
马来西亚	0.2	0.2	-0.7	-0.4	0.0					
新加坡	0.3	0.5	0.4	0.5	0.0					
菲律宾	6.0	5.1	4.4	3.8	3.3	5.1	4.7	4.4	3.9	3.5
越南	3.5	3.0	2.6	2.6	2.7					
土耳其	21.6	20.3	20.4	19.7	19.7					
南非	5.1	4.4	3.9	4.1	4.5					

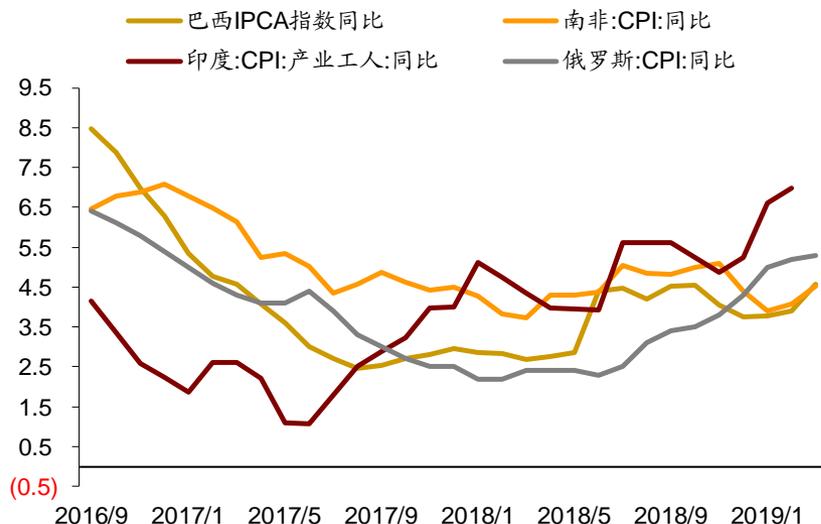
资料来源：WIND，招商证券

3月全球通胀压力上升

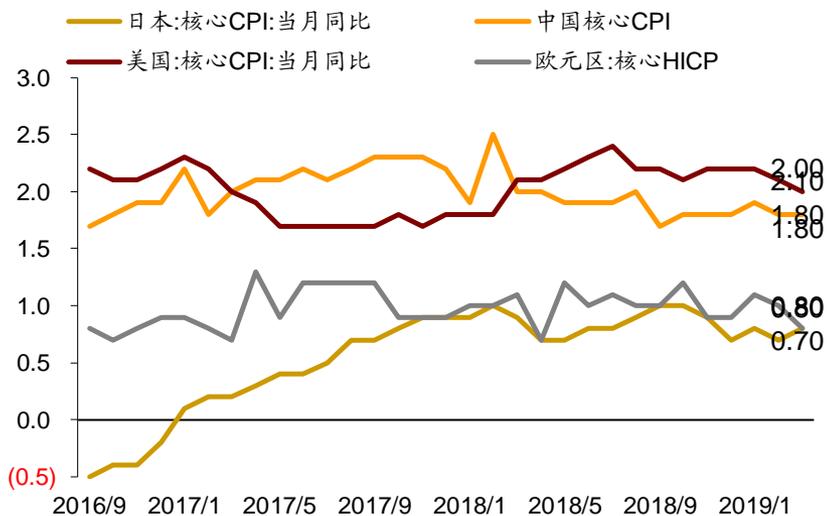
3月中美日通胀回升



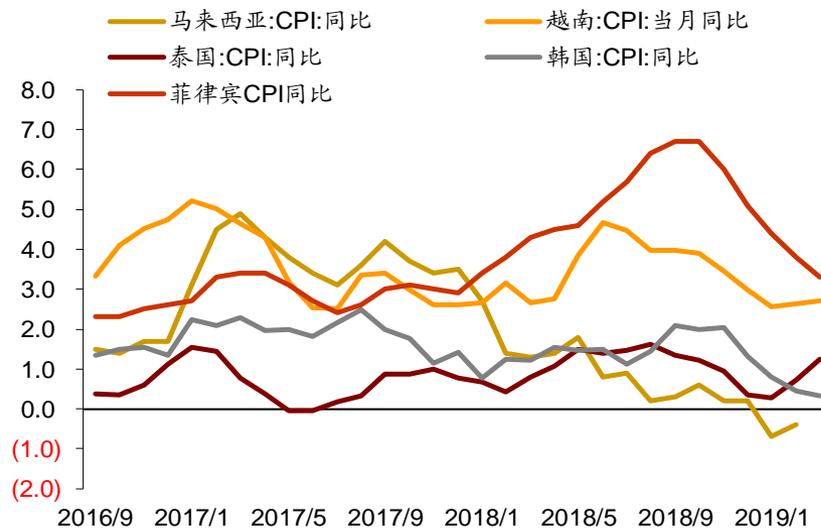
金砖国家通胀压力均上升



欧元区核心通胀回落



泰国、越南通胀上升



资料来源: WIND, 路透, 招商证券

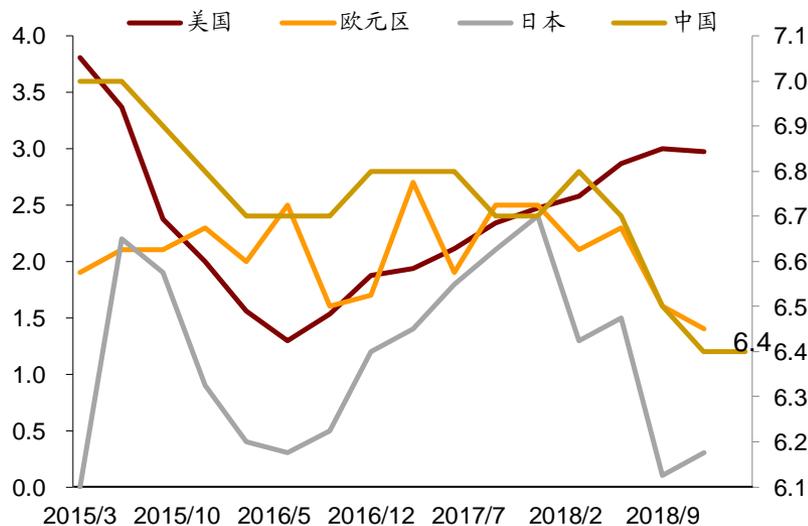
一季度中国经济增速企稳

	GDP					政策利率	
	18/03	18/06	18/09	18/12	19/03	变动时间	利率水平
美国	2.6	2.9	3.0	3.0		2018-12-20	2.50
欧盟27国	2.2	2.3	1.9	1.5		2016-03-16	0.00
日本	1.3	1.5	0.1	0.3		2016-02-16	-0.10
中国	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	2015-10-24	1.50
欧元区17国	2.1	2.3	1.6	1.4		2016-03-16	0.00
中国香港	4.6	3.5	2.8	1.3		2018-12-20	2.75
中国台湾	3.2	3.3	2.4	1.8		2016-07-01	1.375
韩国	2.8	2.8	2.0	3.2		2018-11-30	1.75
印尼	5.1	5.3	5.2	5.2		2018-11-15	6.00
泰国	5.0	4.7	3.2	3.7		2018-12-19	1.75
马来西亚	5.4	4.5	4.4	4.7		2018-01-25	3.25
新加坡	4.7	4.2	2.4	1.9	1.3		
菲律宾	6.6	6.2	6.0	6.1		2018-11-16	4.75
越南	7.4	6.7	6.8	7.1	6.8	2017-07-10	6.25
印度	7.7	8.0	7.0	6.6		2019-04-04	6.00
澳大利亚	3.0	3.1	2.6	2.1		2016-08-03	1.50
英国	1.2	1.4	1.6	1.4		2018-08-02	0.75
法国	2.0	1.7	1.6	1.1			
德国	1.4	2.3	1.1	0.9			
意大利	1.5	1.6	0.8	0.5			
俄罗斯	1.9	2.2	2.2	2.7		2018-12-17	7.75
土耳其	7.4	5.3	1.8	-3.0		2018-09-14	22.50
南非	0.7	0.1	1.3	1.1		2018-11-23	6.75
加拿大	2.2	1.7	1.9	1.6		2018-10-24	1.75
墨西哥	1.2	2.6	2.5	1.7			
巴西	1.2	0.9	1.3	1.1		2018-03-22	6.50
阿根廷	4.1	-3.8	-3.7	-6.2			

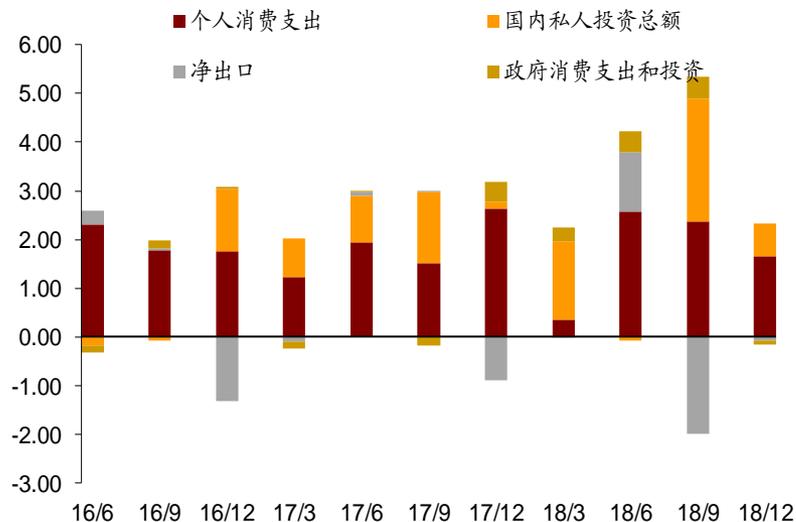
- 中国一季度数据除投资增速符合市场预期，GDP同比增速、工业增加值同比增速以及社零同比增速均好于市场预期，短期经济企稳预期得以实现。从需求端看，1季度经济增长超预期的动力源于房地产投资和消费的改善。从供给侧看，1季度经济增长超预期的主要驱动因素是制造业生产的明显回升。
- 新加坡一季度GDP同比增长1.3%，低于上一季度1.9%的增长幅度。分行业来看，制造业同比萎缩1.9%，而上一季度同比增长了5.1%；建筑业同比增长1.4%，扭转了去年第四季度萎缩1%和全年萎缩3.4%的颓势；服务制造业同比增长2.1%，比上一季度1.8%的增幅稍高。

一季度净出口给中国GDP带来大幅正贡献 CMS 招商证券

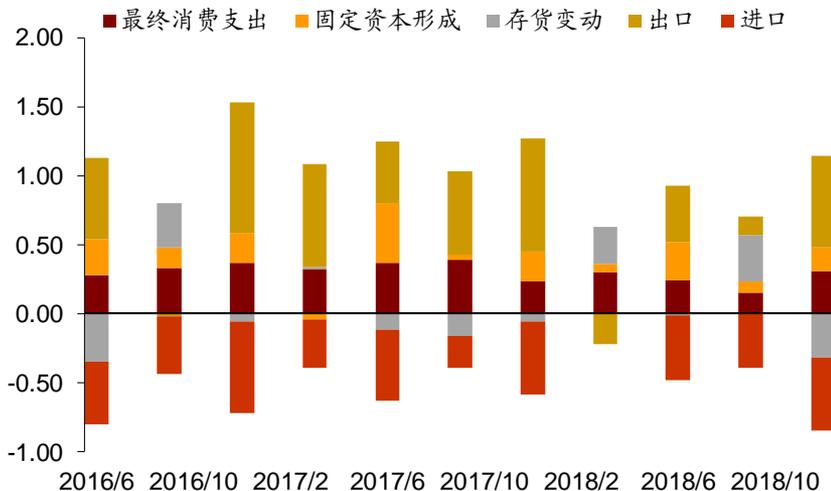
2018年四季度欧元区增长明显下滑



四季度美国私人投资贡献度明显下降



四季度存货变动显著拖累欧盟经济增长



一季度净出口给中国GDP带来大幅正贡献



资料来源: WIND, 路透, 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（执行董事），负责宏观经济研究。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经最佳分析师评选第五名，卖方分析师水晶球奖第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛分析师第四名，第一财经最佳分析师第四名。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

林 澍：中山大学金融学博士，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

高 明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师



投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数



重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



谢谢

Thank you !