2020 年 09 月 20 日

宏观研究团队

人民币升值，或已近尾声

——宏观经济专题

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）
caojinqiu@kysec.cn
证书编号：S0790120080057

● **随着中美经济周期“错位”修复、中美利差收窄等，人民币升值或已近尾声**

中美不同疫情形势下、经济周期出现“错位”等，带动人民币汇率 6 月以来大幅升值。疫情爆发后，中国快速控制住疫情，有序推进经济重启；而美国疫情出现二次爆发，经济重启受阻。中国货币政策回归正常化、美国政策立场不变，进一步加大经济周期错位问题。受此影响，人民币兑美元汇率 6 月以来大幅走强。

中美利差的持续加速走扩，吸引外资大举流入中国、进一步推动人民币汇率走强。中美利差，能直接影响外资对人民币资产的配置行为。6 月以来，经济周期错位及货币政策分化背景下，中美利差持续加速走扩至 240bp 以上，刷新历史新高。受此带动，外资大举流入、加速配置人民币资产，进一步推升人民币汇率。

周期视角来看，在实际利率及库存水平降至历史低位后，美国经济已具备复苏条件。历史经验显示，历次美国经济走出衰退，与低利率环境支撑企业盈利反弹密切相关；同时，库存大幅下滑后，经济往往拥有较大反弹空间。此次疫情爆发后，伴随美联储放松货币、零售商等去库存，美国实际利率、库存水平已降至低位。

美国经济前期表现不佳，主要受疫情二次爆发拖累；最新情况来看，随着人口大州提升防控力度，以及疫苗研发顺利，美国疫情或已相对可控。疫情二次爆发后，美国各类线下活动持续降温，拖累经济表现。最新情况来看，美国主要人口大州已全面加强防控，疫情自 7 月中旬起持续改善；同时，疫苗最快可能年底入市。

伴随疫情可控，美国经济修复或将加速，通胀压力趋逐步显现；受此影响，长端美债收益率或进入上行通道。疫情可控下，美国各类经济活动或将加速恢复正常；库存周期也有望开启，推动经济复苏节奏进一步加快。随着美国经济增长加速，以及通胀压力逐步显现，长端美债收益率或将逐步脱离低位、进入到上行通道。

长端美债收益率的上行，可能导致美股及全球其他主要资本市场的波动不断加剧。4 月以来，受宽松流动性环境支持估值大幅提升带动，美股及全球其他主要风险资产大幅上涨。未来一段时间，随着长端美债收益率进入上行通道，美股等风险资产的估值或将开始承压。受此影响，美股等风险资产的波动或不断加剧。

伴随中美经济周期“错位”问题加速修复，人民币兑美元汇率升值趋势或已近尾声。疫情改善后，美国 8 月制造业 PMI 新订单指数飙升至 67.6%，远超中国的 52%。随着美国经济增长加速，推动中美经济修复节奏收敛、中美利差收窄，叠加海外市场波动加剧可能干扰外资行为等，人民币兑美元升值趋势或已近尾声。

● **风险提示：**种族矛盾激化，引发美国骚乱加剧，导致疫情再次扩散。

相关研究报告

目 录

1、 周度专题：人民币升值，或已近尾声 4
2、 大类资产回溯：全球主要发达股指普跌 11
3、 重点关注：美国 8 月耐用品订单数据 13
4、 数据跟踪：美国 8 月工业生产不及预期 13
4.1、 美国数据 13
4.1.1、 美国 8 月工业生产及地产开工数据均不及预期 13
4.1.2、 美国 8 月零售销售不及预期，9 月消费者信心指数创近 7 个月新高 14
4.1.3、 当周初请失业金人数略差于预期，当周 EIA 原油库存意外大减 14
4.2、 欧洲数据 14
4.2.1、 欧元区 9 月经济景气指数再创新高，7 月工业产出增速环比增速回落 14
5、 风险提示 15

图表目录

图 1： 6 月以来，美元兑人民币汇率持续、大幅下滑 4
图 2： 6 月以来，CFETS 人民币指数止跌反弹 4
图 3： 美元兑人民币汇率与美元指数走势高度正相关 4
图 4： 疫情爆发后，中国比美国更快摆脱了疫情的拖累 4
图 5： 疫情爆发后，中国制造业 PMI 比美国更快反弹 5
图 6： 疫情爆发后，中国工业生产比美国更快恢复正增长 5
图 7： 6 月以来，中美银行间同业拆借利率走势分化 5
图 8： 6 月以来，中美利差加速走扩、不断刷新历史新高 5
图 9： 外资配置中国国债行为与中美利差高度相关 5
图 10： 外资的大举流入，加速了人民币汇率升值 5
图 11： 美国经济走出衰退，与美联储放松货币紧密相关 6
图 12： 2008 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升 6
图 13： 美联储宽松货币政策下，美国实际利率大幅回落 6
图 14： 美国企业盈利同步指标资本品新订单持续反弹 6
图 15： 2 季度，库存对美国 GDP 的拖累刷新历史记录 7
图 16： 2 季度，美国库存同比增速大幅下滑 7
图 17： 6 月后，美国疫情出现二次集中爆发 7
图 18： 疫情二次爆发后，持续领先失业金人数下滑放缓 7
图 19： 疫情二次爆发后，美国餐饮消费增速由涨转跌 7
图 20： 受疫情二次爆发拖累，美国零售销售改善较慢 7
图 21： 7 月中旬以来，美国疫情二次爆发地区病例下滑 8
图 22： 7 月中旬以来，主要共和党人口大州疫情改善 8
图 23： 疫情的二次爆发，拖累了美国服务消费修复速度 9
图 24： 居民薪酬收入的反弹，将支撑美国私人消费改善 9
图 25： 美国库存增速领先指标库存销售比已大幅下滑 9
图 26： 近几个月来，多个制造业行业原材料库存反弹 9
图 27： 6 月以来，美国 CPI、核心 CPI 同比开始反弹 9
图 28： 美国 CPI 同比走势，滞后私人消费增速变化 9

图 29： 经历大幅提升后，美股估值已刷新历史新高 10
图 30： 美股和外资持有的 A 股金额关联密切 10
图 31： 疫情形势改善后，美国经济快速释放增长动能 10
图 32： 疫情形势持续改善下，美元指数贬值或近尾声 10
图 33： 当周，美元、欧元下跌，英镑、日元上涨 11
图 34： 当周，美元指数震荡下跌 11
图 35： 当周，主要国家 10Y 国债收益率多数下行 12
图 36： 当周，10Y 美债收益率震荡上行 12
图 37： 当周，全球主要发达股指普跌 12
图 38： 当周，纳斯达克指数、恒生指数双双下跌 12
图 39： 当周，WTI、Brent 原油价格大幅反弹 12
图 40： 当周，COMEX 黄金价格上涨 12
图 41： 美国 8 月工业产出环比增速继续回落 13
图 42： 美国 8 月营建许可、新屋开工双双回落 13
图 43： 美国 8 月零售销售环比增速继续回落 14
图 44： 美国 9 月密歇根大学消费者信心指数回升 14
图 45： 美国当周初请失业金人数略差于预期 14
图 46： 美国当周 EIA 原油库存意外大减 14
图 47： 欧元区、德国 9 月经济景气指数再创新高 15
图 48： 欧元区 7 月工业产出环比增速回落 15

表 1： 中、美、英等三国的多款新冠病毒疫苗，已进入上市前的III期人体试验阶段 8
表 2： 海外重点数据发布日期情况 13

1、 周度专题：人民币升值，或已近尾声

事件：6 月以来，美元兑人民币汇率快速下跌至 7 以下，跌幅超 5 个百分点。

数据来源：Wind

点评：

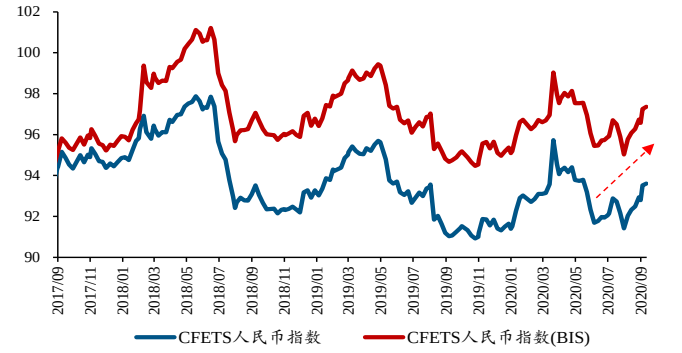
6 月以来，人民币汇率持续、大幅升值，引发市场广泛讨论。市场数据显示，6 月 1 日至 9 月 18 日，人民币兑美元汇率升值幅度超过 5 个百分点[①]，CFETS 人民币汇率指数也自低位反弹，由 91.69 升至 93.6。人民币汇率的持续、大幅升值，引发了市场的广泛讨论。部分市场观点认为，人民币汇率已进入趋势性升值通道。然而，事实是否真的如此？

图1：6 月以来，美元兑人民币汇率持续、大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

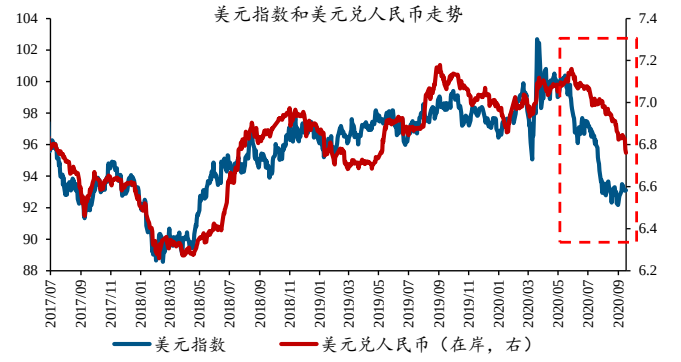
图2：6 月以来，CFETS 人民币指数止跌反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

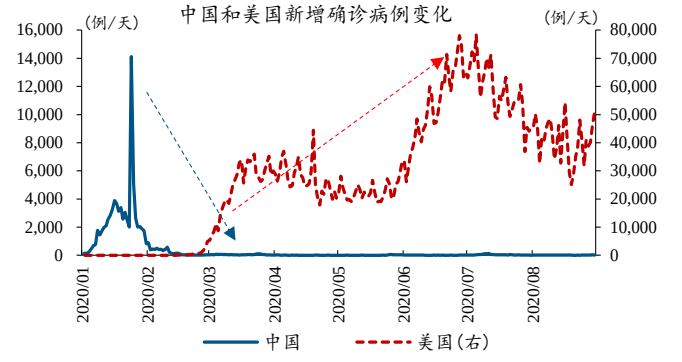
人民币汇率在过去 3 个月大幅升值，与疫情“错位”下，中美经济周期出现“错位”紧密相关。现实中，汇率走势主要受经济体之间的经济相对强弱程度影响。过去 3 个月，人民币兑美元汇率大幅升值背后，是中美疫情“错位”下，经济周期出现“错位”。具体来看，疫情在本土爆发后，中国快速控制住疫情发展，并有序推进经济重启。而美国方面，疫情出现了二次集中爆发，经济重启受阻。

图3：美元兑人民币汇率与美元指数走势高度正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

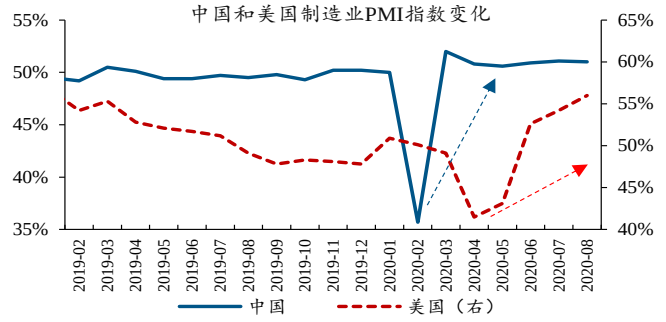
图4：疫情爆发后，中国比美国更快摆脱了疫情的拖累



数据来源：Wind、开源证券研究所

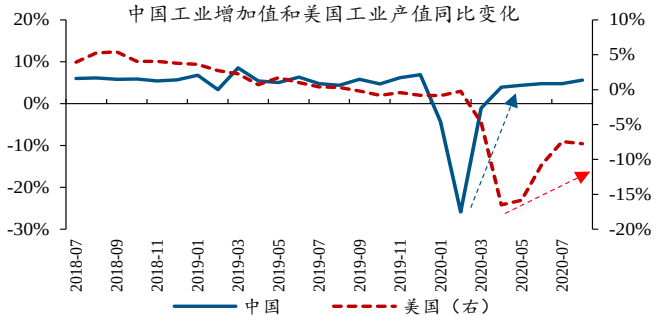
[①] 美元兑人民币汇率（在岸）由 7.145 下跌至 6.768，跌幅超 5 个百分点。

图5：疫情爆发后，中国制造业 PMI 比美国更快反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

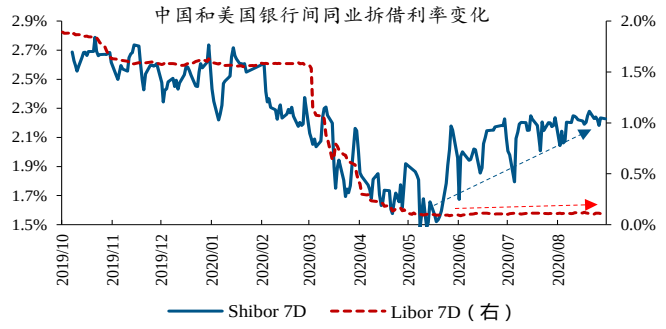
图6：疫情爆发后，中国工业生产比美国更快恢复正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

与经济周期“错位”相伴的，还包括中美利差持续加速走扩，不断刷新历史新高。随着中国快速走出疫情、经济持续有序修复，中国央行主动推动货币政策回归正常化。与中国央行不同的是，因美国经济表现不佳，美联储继续实施非常规货币政策，进行了大量的资产购买。伴随中美经济周期“错位”、货币政策方向分化，中美利差（10Y 中债-美债收益率）持续加速走扩。截至 9 月 18 日，中美利差已走扩至 240bp 以上，刷新历史新高。

图7：6 月以来，中美银行间同业拆借利率走势分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

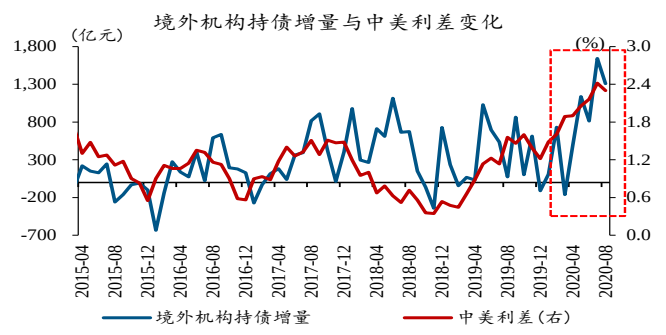
图8：6 月以来，中美利差加速走扩、不断刷新历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

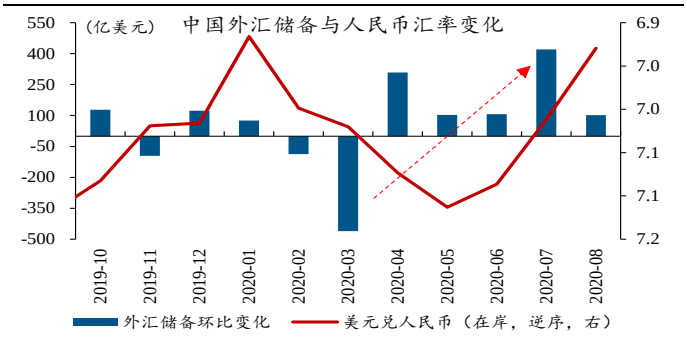
在中美利差大幅走扩的带动下，外资大举流入中国、加速配置人民币资产，进一步推动人民币汇率走强。中美利差，能直接影响外资对人民币资产的配置行为。例如，中美利差走扩时，外资往往增加人民币资产的配置。从最新市场数据来看，6 月以来，伴随中美利差大幅走扩，外资大举流入中国，加速配置中国国债等人民币资产。外资的大举流入，进一步强化了人民币升值预期，推动人民币汇率加速走强。

图9：外资配置中国国债行为与中美利差高度相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

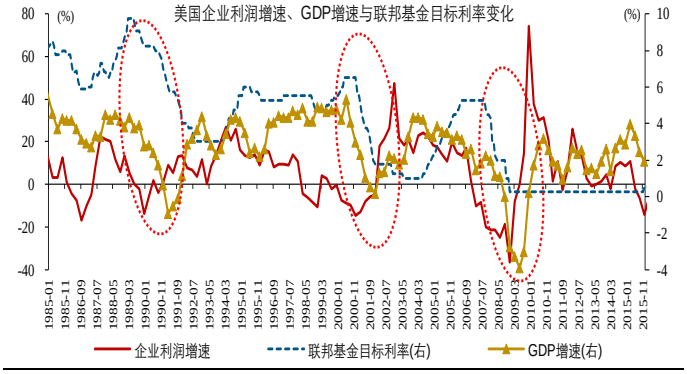
图10：外资的大举流入，加速了人民币汇率升值



数据来源：Wind、开源证券研究所

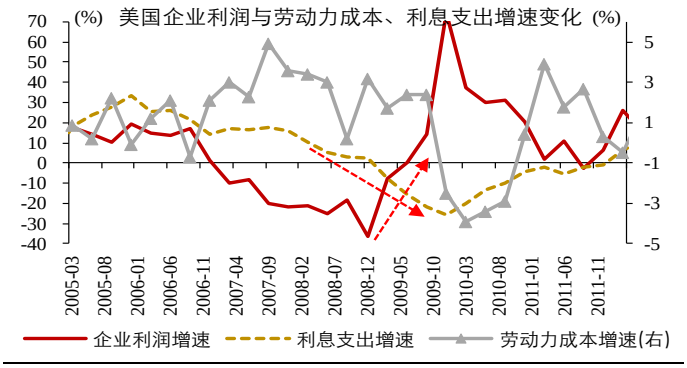
然而从周期视角来看，实际利率降至历史低位的背景下，美国经济已具备复苏条件。美国经济周期中，企业盈利是最核心的驱动力，领先私人投资、消费及 GDP 等变化。美国企业盈利，与劳动力成本和融资成本等高度负相关。回溯历史，历次美国经济由衰退转向复苏，与低利率环境降低融资成本、支撑企业盈利反弹紧密相关。3 月疫情在美国爆发后，随着美联储紧急降息及重启 QE 等，美国实际利率水平快速回落至历史低位。受此影响，美国企业融资成本显著下滑，企业盈利的多个同步指标自 5 月起大幅反弹。伴随着企业盈利改善，美国经济已具备复苏条件[②]。

图11：美国经济走出衰退，与美联储放松货币紧密相关



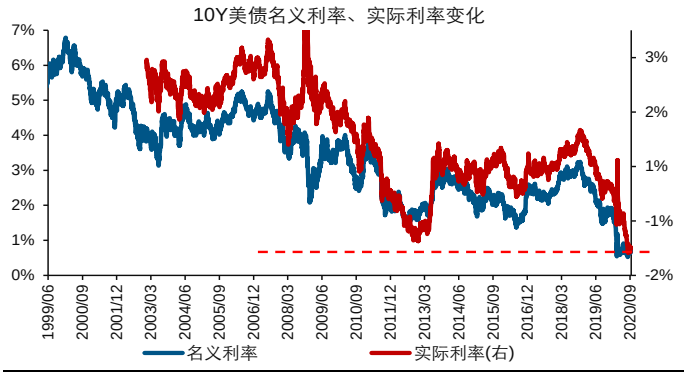
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2008 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升



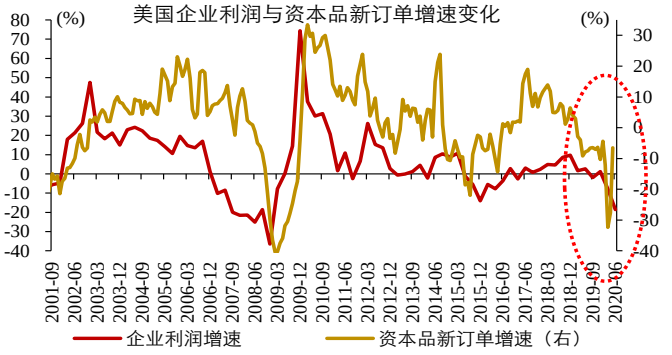
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：美联储宽松货币政策下，美国实际利率大幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：美国企业盈利同步指标资本品新订单持续反弹

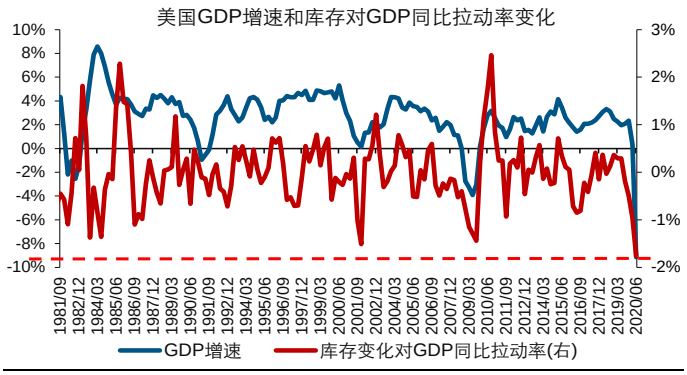


数据来源：Wind、开源证券研究所

库存同时降至历史低位，或意味着美国经济在走出衰退后，具有较大弹性。4 月以来，受疫情反复及随后出现二次集中爆发等影响，美国大部分州在复工过程中，复产进程较为缓慢。这一背景下，美国零售商及批发商库存持续、大幅下滑，并拖累私人部门整体库存水平降至历史低位。结合历史经验来看，库存降至历史低位后带来的潜在、巨大补库需求，或使美国经济走出衰退后、具有较大弹性。

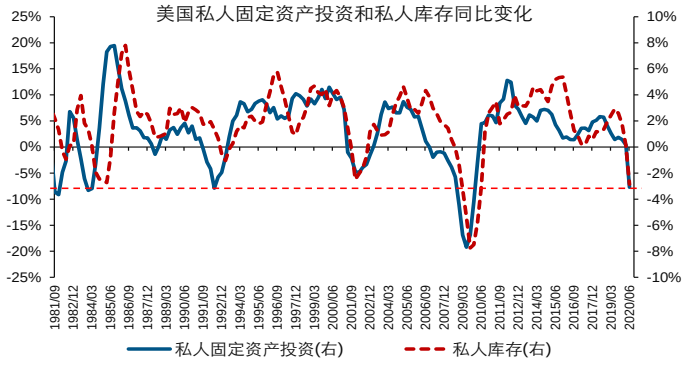
[②] 关于美国经济周期的详细分析，请参考我们已发布报告《美国经济之辩》。

图15：2 季度，库存对美国 GDP 的拖累刷新历史记录



数据来源：Wind、开源证券研究所

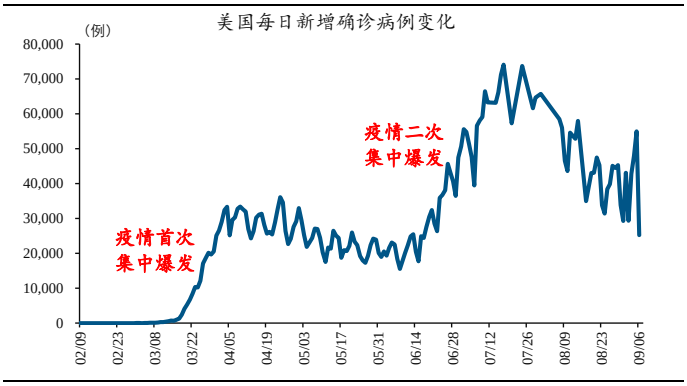
图16：2 季度，美国库存同比增速大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

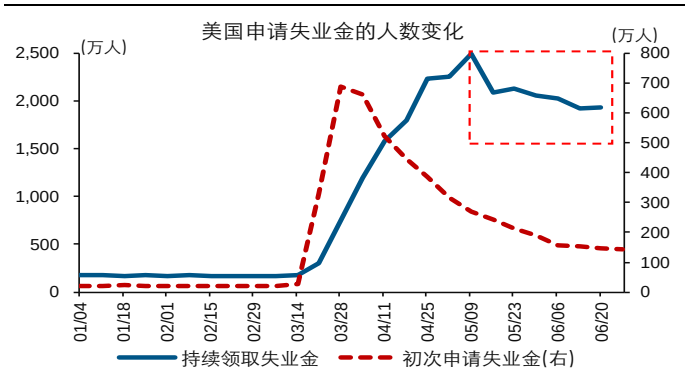
美国经济前期一直表现不佳，主要与疫情二次爆发、拖累私人部门资产负债表修复进程有关。美国经济走出衰退后的复苏节奏，受私人部门资产负债表的修复进程等影响较大。6 月以来，美国经济持续表现不佳，主因疫情出现二次爆发、拖累私人部门资产负债表修复进程。具体来看，受部分共和党人口大州激进复工、放松甚至取消防控措施等影响，美国新增确诊病例自 6 月起，由 2 万例/天左右激增至 7 万例/天以上。伴随疫情二次爆发，美国持续领取失业金人数下滑速度显著放缓，餐饮消费增速等由涨转跌，各类线下经济活动持续降温。

图17：6 月后，美国疫情出现二次集中爆发



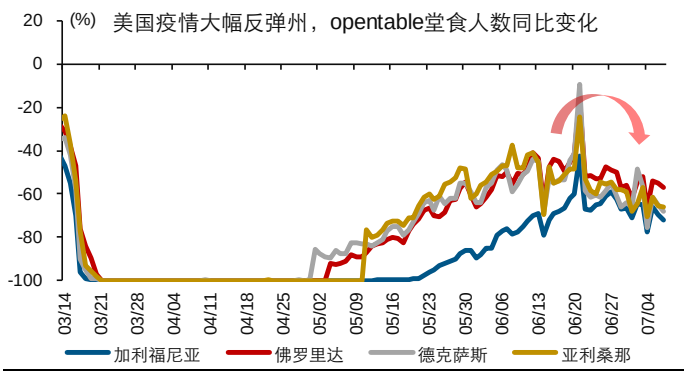
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：疫情二次爆发后，持续领先失业金人数下滑放缓



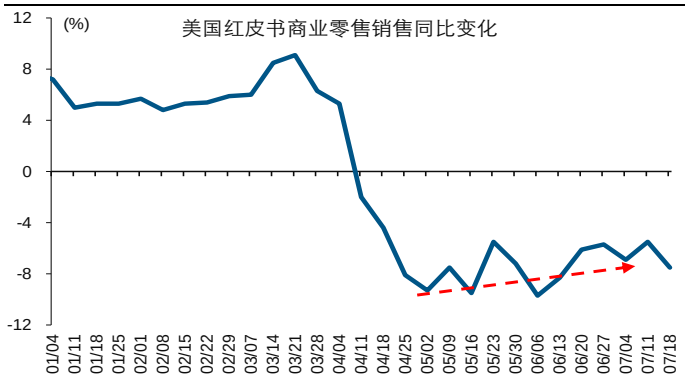
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：疫情二次爆发后，美国餐饮消费增速由涨转跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

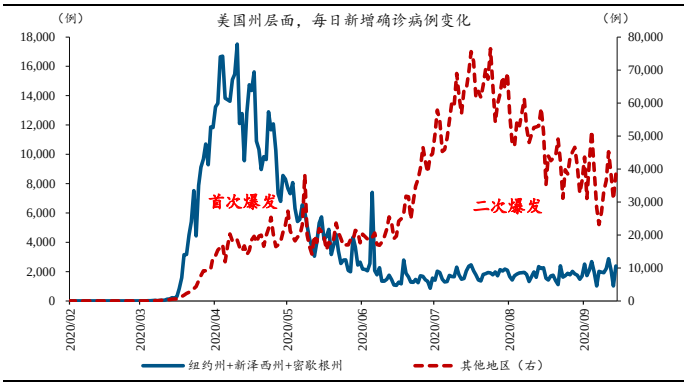
图20：受疫情二次爆发拖累，美国零售销售改善较慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

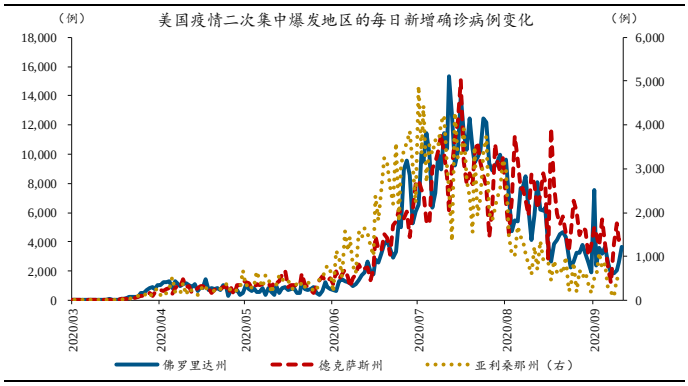
最新情况来看，随着主要人口大州全面提升防控力度，以及疫苗研发进展顺利，美国疫情或已相对可控。疫情二次爆发后，美国主要人口大州全面提升防控力度，逐步控制住疫情发展。疫情数据显示，自 7 月中旬起，美国新增确诊病例见顶回落，开始趋势性下滑。与此同时，美国、中国等新冠疫苗的研发进展也十分顺利；根据美国疾病控制和预防中心(CDC)的预测，美产疫苗最快可能在年底或 2021 年年初上市。**（关于美国疫情的详细分析，请参考我们已发布报告《美国疫情，至暗时刻或已过》。）**

图21：7 月中旬以来，美国疫情二次爆发地区病例下滑



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

图22：7 月中旬以来，主要共和党人口大州疫情改善



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

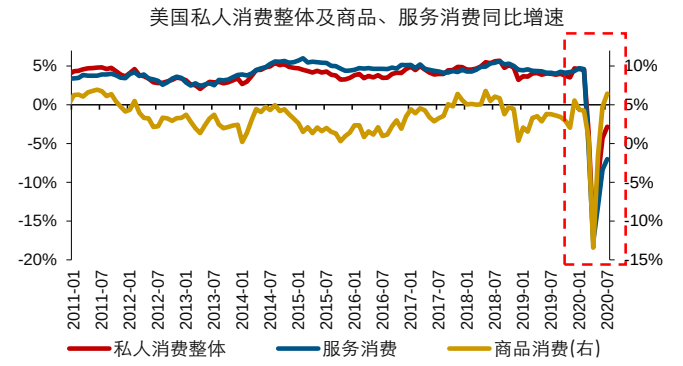
表1：中、美、英等三国的多款新冠病毒疫苗，已进入上市前的Ⅲ期人体试验阶段

国家	公司/机构	疫苗类型	临床进度
中国	武汉生物所/国药集团	灭活病毒疫苗	Ⅲ期人体试验
	科兴生物	灭活病毒疫苗	Ⅲ期人体试验 早期/限制使用阶段
	北京生物所/国药集团	灭活病毒疫苗	Ⅲ期人体试验
	康希诺&中国军事医学科学院	重组病毒载体疫苗	Ⅲ期人体试验 早期/限制使用阶段
美国&德国&中国	美国辉瑞公司 PfizerInc&德国 BioNTech SE &中国复星医药	核酸疫苗(mRNA)	Ⅱ期至Ⅲ期人体实验
美国&新加坡	加州的 Arcturus 治疗公司和新加坡杜克大学医学院	核酸疫苗(mRNA)	Ⅰ期/Ⅱ期人体试验
美国	莫德纳公司（Moderna Inc.）	核酸疫苗(mRNA)	Ⅲ期人体试验
	强生（Johnson & Johnson）	重组病毒载体疫苗	Ⅰ期/Ⅱ期人体试验
	诺瓦克斯 Novavax	蛋白质疫苗	Ⅰ期/Ⅱ期人体试验
英国	阿斯利康、康希诺与牛津大学	重组病毒载体疫苗	Ⅱ期/Ⅲ期人体试验
	帝国理工学院	核酸疫苗(mRNA)	Ⅰ期/Ⅱ期人体试验
	俄罗斯卫生部 Gamaleya	重组病毒载体疫苗	Ⅲ期人体试验 早期/限制使用阶段

资料来源：WHO、新华社、CNN、开源证券研究所

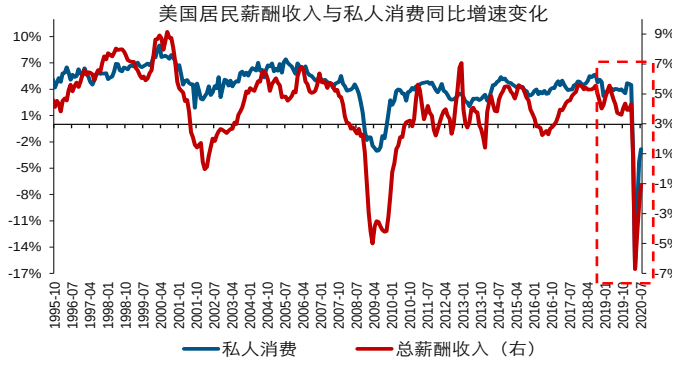
伴随疫情相对可控，美国库存周期或将开启，带动经济复苏节奏显著加快。疫情的二次爆发，导致美国私人消费、尤其是服务消费修复缓慢，拖累了整体经济复苏进程。展望未来，疫情相对可控下，美国服务消费及私人消费的修复或将加快。与此同时，伴随以私人消费为代表的内生需求扩张，美国库存周期或将进入到补库存阶段，而这将推动整体经济复苏节奏进一步加快。最新数据显示，美国库存增速的领先指标，库存销售比已大幅下滑；美国制造业中，基本金属、服装及电气设备等多个行业的原材料库存增速已止跌反弹。

图23：疫情的二次爆发，拖累了美国服务消费修复速度



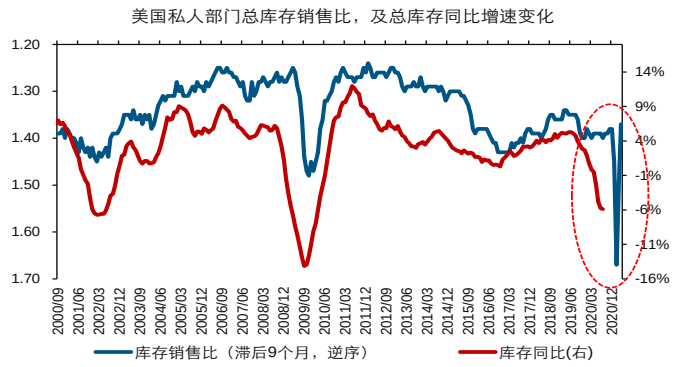
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：居民薪酬收入的反弹，将支撑美国私人消费改善



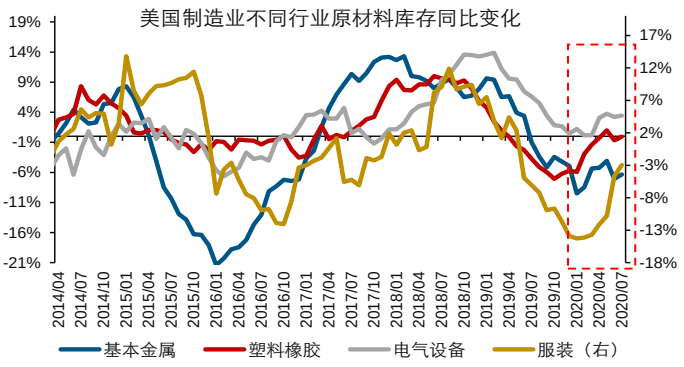
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：美国库存增速领先指标库存销售比已大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

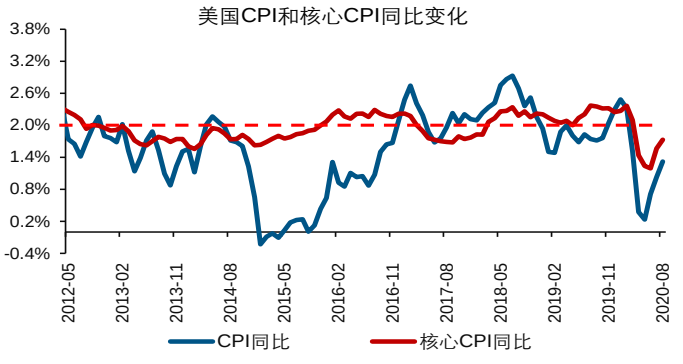
图26：近几个月来，多个制造业行业原材料库存反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

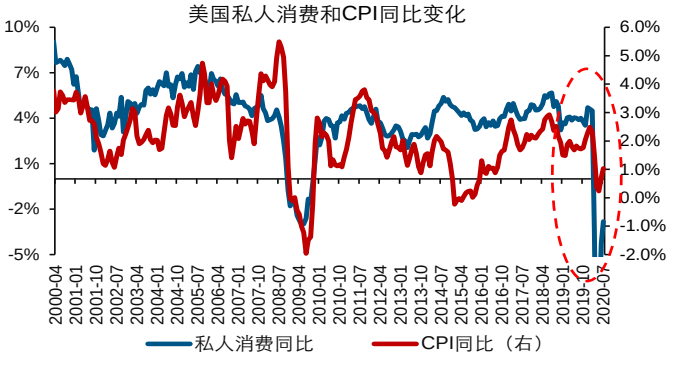
经济加速增长及通胀压力逐步显现环境下，长端美债收益率或将开始进入到上行通道。历史经验显示，美国通胀压力显现、经济预期持续改善阶段，长端美债收益率往往“易上难下”。由于通胀滞后经济变化，伴随着私人部门开始补库存、推动经济复苏节奏加快，美国通胀压力趋逐步显现。对于长端美债而言，在经济加速增长及通胀压力显现环境下，或将逐步脱离低位、进入到上行通道。

图27：6月以来，美国CPI、核心CPI同比开始反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：美国CPI同比走势，滞后私人消费增速变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

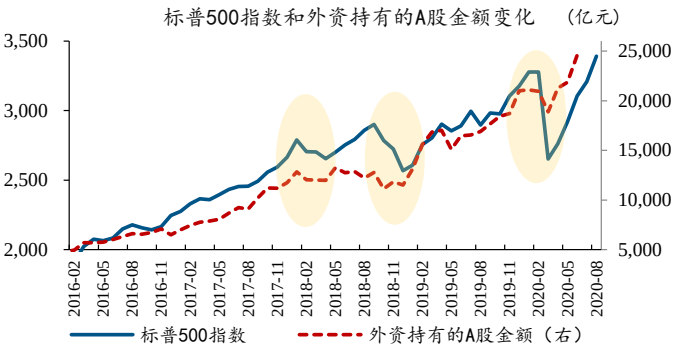
长端美债收益率的上行，可能导致美股及全球其他主要资本市场的波动不断加剧。4 月以来，受宽松流动性环境支持估值大幅提升带动，美股及全球其他主要风险资产大幅上涨。未来一段时间，随着长端美债收益率进入上行通道，美股等风险资产的估值或将开始承压。受此影响，美股等风险资产的波动或不断加剧。

图29：经历大幅提升后，美股估值已刷新历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

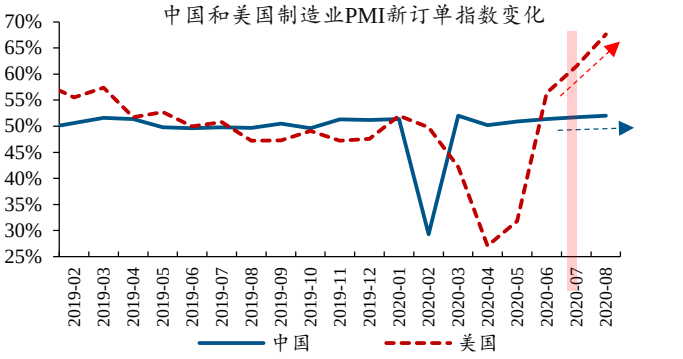
图30：美股和外资持有的 A 股金额关联密切



数据来源：Wind、开源证券研究所

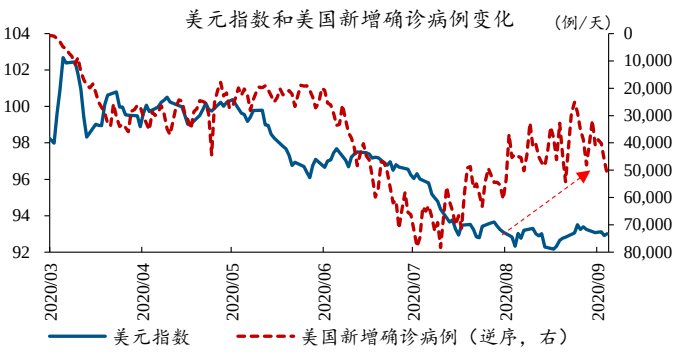
伴随中美经济周期“错位”问题加速修复，人民币兑美元汇率升值趋势或已近尾声。疫情改善以来，美国经济复苏节奏加快迹象不断显现。以 PMI 数据为例，美国 8 月制造业 PMI 新订单指数飙升至 67.6%，创 2010 年以来新高，并远超中国的 52%。随着美国经济增长不断加速，推动中美经济修复节奏收敛、中美利差收窄，叠加海外市场波动加剧可能干扰外资行为等，人民币兑美元汇率升值趋势或已近尾声。

图31：疫情形势改善后，美国经济快速释放增长动能



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：疫情形势持续改善下，美元指数贬值或近尾声



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

1）疫情爆发后，中国快速控制住疫情，有序推进经济重启；而美国疫情出现二次爆发，经济重启受阻。中国货币政策回归正常化、美国继续加码宽松，进一步加大经济周期错位问题。上述背景下，人民币兑美元汇率 6 月以来大幅走强。

2）中美利差，能直接影响外资对人民币资产的配置行为。6 月以来，经济周期错位及货币政策分化背景下，中美利差持续加速走扩至 240bp 以上，刷新历史新高。受此带动，外资大举流入、加速配置人民币资产，进一步推升人民币汇率。

3）历史经验显示，历次美国经济走出衰退，与低利率环境支撑企业盈利反弹密切相关；同时，库存大幅下滑后，经济往往拥有较大反弹空间。此次疫情爆发后，伴随美联储放松货币、零售商等去库存，美国实际利率、库存水平已降至低位。

4）美国经济前期表现不佳，主要受疫情二次爆发，拖累各类线下活动持续降温影响。最新情况来看，美国主要人口大州已全面加强防控，疫情自 7 月中旬起持续改善；同时，疫苗研发进展顺利，最快可能年底入市。

5）疫情可控下，美国各类经济活动或将加速恢复正常；库存周期也有望开启，推动经济复苏节奏进一步加快。随着美国经济增长加速，以及通胀压力逐步显现，长端美债收益率或将逐步脱离低位、进入到上行通道。

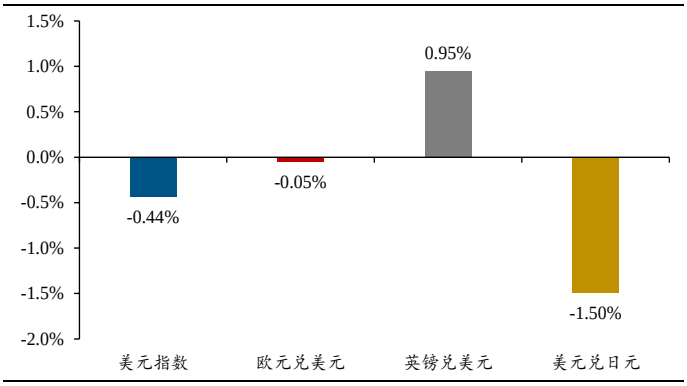
6）4 月以来，受宽松流动性环境支持估值大幅提升带动，美股及全球其他主要风险资产大幅上涨。未来一段时间，随着长端美债收益率进入上行通道，美股等风险资产的估值或将开始承压。受此影响，美股等风险资产的波动或不断加剧。

7）疫情改善后，美国 8 月制造业 PMI 新订单指数飙升至 67.6%，创近 10 年新高，并远超中国的 52%。随着美国经济增长加速，推动中美经济修复节奏收敛、中美利差收窄，叠加海外市场波动加剧可能干扰外资行为等，人民币兑美元升值趋势或已近尾声。

2、 大类资产回溯：全球主要发达股指普跌

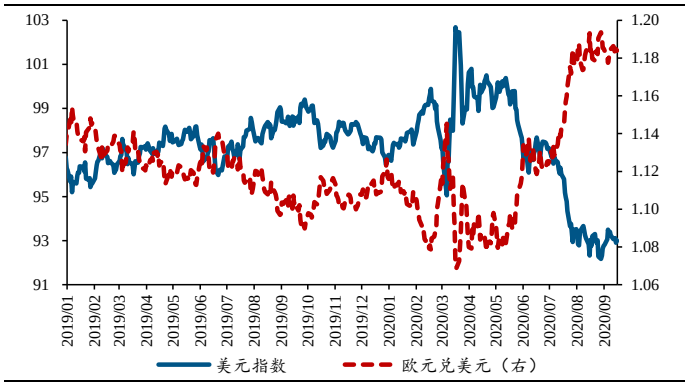
当周（9 月 14 日-9 月 18 日），美元、欧元下跌，英镑上涨。美元指数下跌 0.44%至 92.92。其他货币方面，欧元、英镑兑美元分别下跌 0.05%、上涨 0.95%至 1.18、1.29；日元汇率上涨，美元兑日元下跌 1.5%至 104.57。

图33：当周，美元、欧元下跌，英镑、日元上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

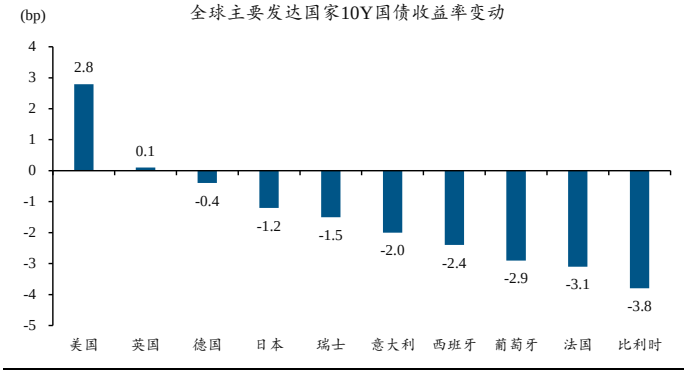
图34：当周，美元指数震荡下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

当周（9 月 14 日-9 月 18 日），长端国债收益率多数下行。10Y 美债收益率上行 2.8bp 至 0.69%。其他债市方面，10Y 法、意、德债收益率分别下行 3.1bp、2bp、0.4bp 至-0.22%、0.96%、-0.49%。

图35：当周，主要国家 10Y 国债收益率多数下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

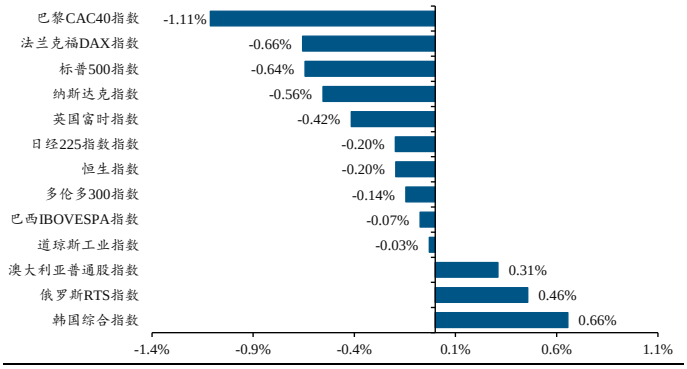
图36：当周，10Y 美债收益率震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

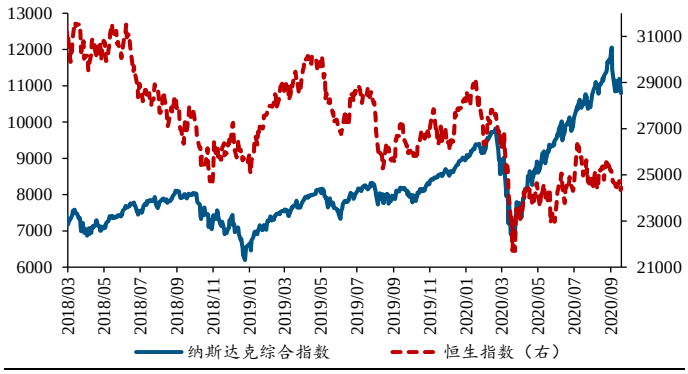
当周（9 月 14 日-9 月 18 日），全球主要发达股指普跌。美股方面，标普 500、纳斯达克、道琼斯分别下跌 0.64%、0.56%、0.03%。亚洲股指方面，恒生指数、韩国综指分别下跌 0.2%、上涨 0.66%。欧洲股指方面，德国 DAX、英国富时分别下跌 0.66%、0.42%。

图37：当周，全球主要发达股指普跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

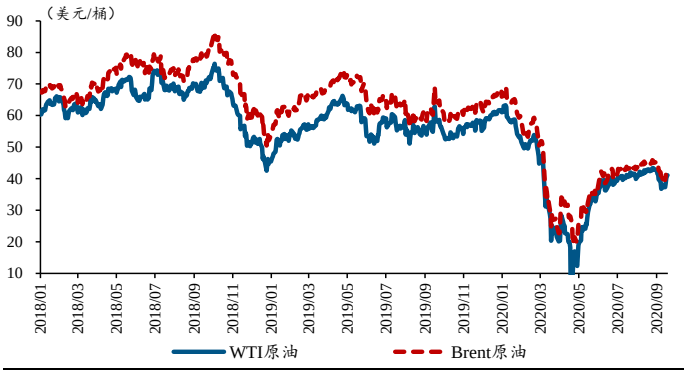
图38：当周，纳斯达克指数、恒生指数双双下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

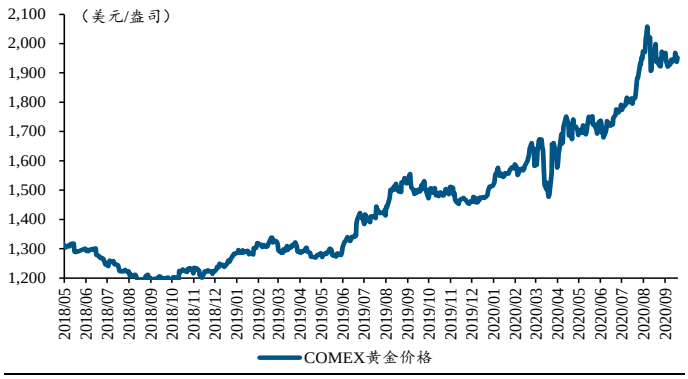
当周（9 月 7 日-9 月 11 日），WTI、Brent 原油分别下跌 6.14%、6.63%至 37.33 美元/桶、39.83 美元/桶。黄金方面，COMEX 黄金上涨 0.9%至 1938.7 美元/盎司。

图39：当周，WTI、Brent 原油价格大幅反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：当周，COMEX 黄金价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 重点关注：美国 8 月耐用品订单数据

表2：海外重点数据发布日期情况

地区	日期	经济指标	期间	调查值	前值
美国	9/22	成屋销售年化总数(万户)	8 月	600	586
	9/23	Markit 制造业 PMI	9 月	52.5%	53.1%
		Markit 服务业 PMI	9 月	54.5%	55%
		当周 EIA 原油库存(万桶)	9 月 18 日	--	-438.9
	9/24	新屋销售总数年化(万户)	8 月	88	90.1
		当周初请失业金人数(万人)	9 月 19 日	145	149.6
	9/25	耐用品订单月率	8 月	1%	11.4%
欧元区	9/22	消费者信心指数	9 月	-14.6%	-14.7%
	9/23	Markit 制造业 PMI	9 月	51.5%	51.7%
德国	9/23	Markit 制造业 PMI	9 月	52%	52.2%
	9/24	IFO 商业景气指数	9 月	93.9%	92.6%
法国	9/23	Markit 制造业 PMI	9 月	50.6%	49.8
英国	9/23	Markit 制造业 PMI	9 月	54.3%	55.2

资料来源：Wind、开源证券研究所

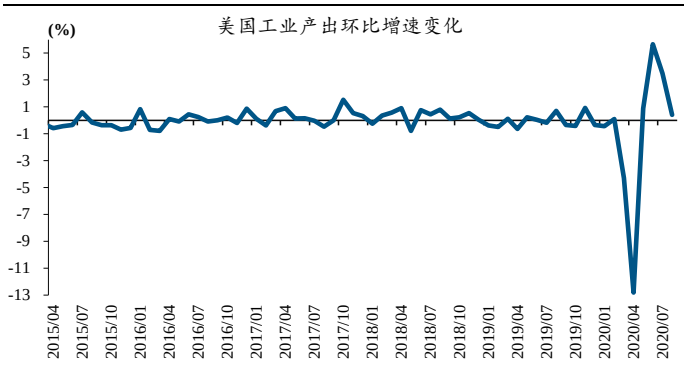
4、 数据跟踪：美国 8 月工业生产不及预期

4.1、 美国数据

4.1.1、 美国 8 月工业生产及地产开工数据均不及预期

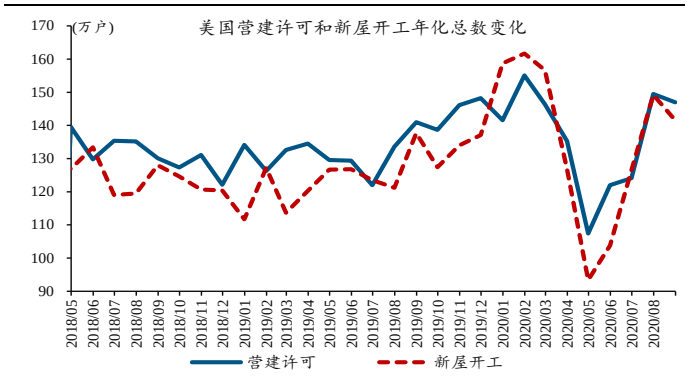
当周（9 月 14 日-9 月 18 日），美国公布了工业生产和地产开工数据。其中，8 月工业产出环比增长 0.4%，不及预期 1%和前值 3%；工业产出环比增幅下滑，与多个南部州的石油和天然气生产因飓风暂时关闭等有关。地产开工方面，8 月新屋开工 141.6 万户，不及预期 147.8 万户和前值 149.2 万户；8 月营建许可 147 万户，不及预期 151.2 万户及前值 148.3 万户。分地区来看，受飓风冲击的南部地区的地产开工及营建许可下滑，是主要拖累项。

图41：美国 8 月工业产出环比增速继续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：美国 8 月营建许可、新屋开工双双回落

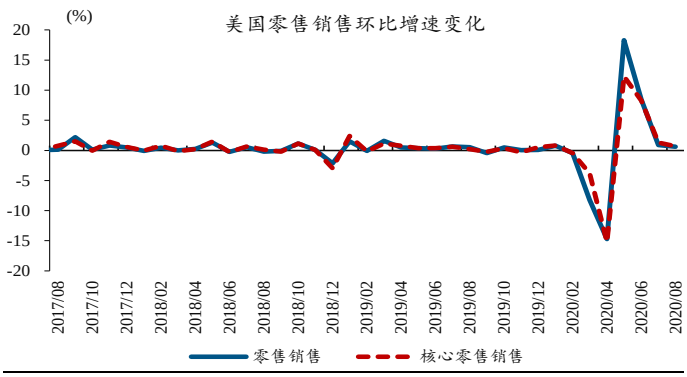


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2、 美国 8 月零售销售不及预期，9 月消费者信心指数创近 7 个月新高

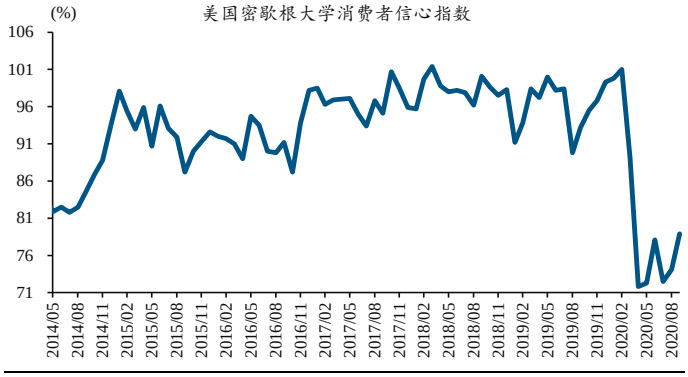
当周（9 月 14 日-9 月 18 日），美国公布了 8 月零售销售和 9 月密歇根大学消费者信心指数数据。经历连续几个月的快速增长后，8 月零售销售环比增长 0.6%，较预期的 1%和前值 0.9%有所回落。虽然零售销售小幅回落，但在居民收入继续改善带动下，消费端景气依然向好。9 月消费者信心指数为 78.9%，高于预期 75%、前值 74.1%，创近 7 个月新高。

图43：美国 8 月零售销售环比增速继续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：美国 9 月密歇根大学消费者信心指数回升

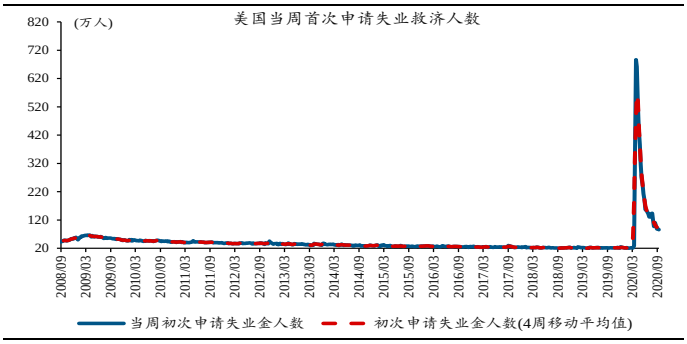


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.3、 当周初请失业金人数略差于预期，当周 EIA 原油库存意外大减

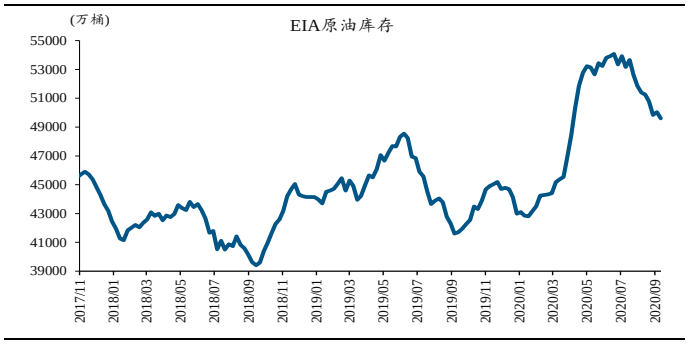
当周（9 月 14 日-9 月 18 日），美国公布了至 9 月 12 日当周初请失业金人数、至 9 月 11 日当周 EIA 原油库存数据。其中，当周申请失业金人数由 89.3 万人回落至 86 万人，虽然略差于预期的 85 万人，但已连续 3 周稳定在 100 万人以下，显示就业市场景气继续处于回升状态。当周 EIA 原油库存减少 438.9 万桶，预期为增加 127.1 万桶，前值为增加 203.3 万桶。

图45：美国当周初请失业金人数略差于预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：美国当周 EIA 原油库存意外大减



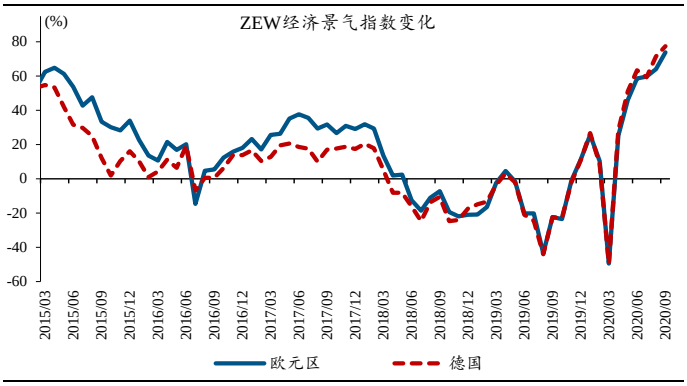
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 欧洲数据

4.2.1、 欧元区 9 月经济景气指数再创新高，7 月工业产出增速环比增速回落

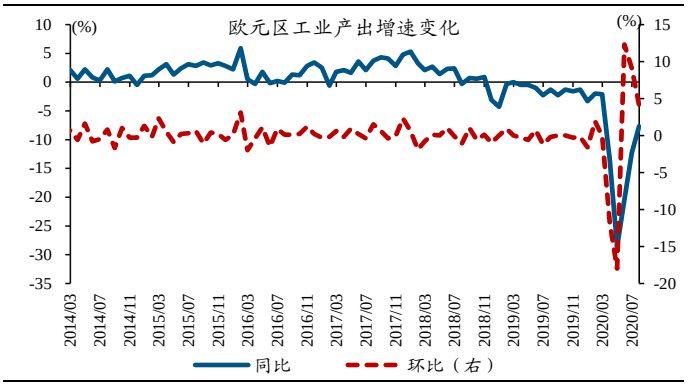
当周（9 月 7 日-9 月 11 日），欧元区公布了 9 月 ZEW 经济景气指数和 7 月工业生产数据。其中，欧元区 9 月经济景气指数为 73.9%，高于前值 64%；作为欧洲经济的火车头，德国 9 月经济景气指数为 77.4%，高于预期 69.8%、前值 71.5%。工业生产方面，欧元区 7 月工业产出环比增速由 9.1%回落至 4.1%，但高于预期 4%；7 月工业产出同比降低 7.7%，好于前值的降低 12.3%。

图47：欧元区、德国 9 月经济景气指数再创新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：欧元区 7 月工业产出环比增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

种族矛盾激化，引发美国骚乱加剧，导致疫情再次扩散。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn