

2019年3月4日

## 宜信财富：当“春季躁动”遇上“两会”

### 每周观点聚焦

上周多国公布了重要经济数据，其中最值得关注的包括美国2018年四季度GDP数据、中国2月份制造业PMI数据以及韩国2月的出口数据。

美国去年四季度GDP增速为2.6%，较三季度的3.4%大幅回落，但略高于市场预期的2.2%。由于政府关门事件，该GDP数据延期近两个月发布，此前陆续公布的一些经济数据已经极大压低了市场对GDP增速的预期，所以上周数据公布后，市场情绪反而出现了靴子落地似的反弹，带动美股上周五跳空上涨。

中国2月官方制造业PMI为49.2，略低于预期，比上月回落0.3，第三个月在枯荣线以下运行。今年春节提前因素对2月的数据造成了一定的影响，但无论如何，经济不景气是不争事实。PMI数据中大型企业生产继续好转而小型企业继续走弱，更反映了经济结构中的问题。

与中国PMI数据相呼应的是韩国2月的出口增速，中国的2月新出口订单回落至45.2的十年低位，韩国出口也出现了连续第三个月负增长，2月出口增速降至-11.1%的近3年最低水平。作为全球贸易的高度敏感指标，韩国出口的连续负增长体现出全球经济需求依然偏弱，且没有改观的迹象。

如果从基本面的角度观察，就不难理解为何全球股市的这一轮上涨已经后劲不足——市场已经充分反映了美联储不加息甚至降息的预期，如果美联储没有更进一步鸽派的举措，股市将再次回归基本面驱动。但中国A股继续走出了独立行情，在“股市将成为国家重要核心竞争力”言论和MSCI提高A股纳入因子比例消息的影响下，“春季躁动”在上周充分发酵，上证综指收涨6.8%，已经逼近3000点关口。我们再次强调，躁动行情的持续需要有利好消息的不断刺激，上周六凌晨的科创板规则框架正式发布或再推动A股走强，更为关键的是本周的“两会”，股市能否继续突破关键点位，需要有更强的利好政策出炉。

本周关注的焦点：中国两会，中美贸易谈判的最新进展，欧洲央行货币政策会议；经济数据层面，中国2月进出口数据、通胀数据和美国非农就业数据值得关注。

李琳 博士  
首席经济学家  
资产配置策略研究负责人

夏天然 博士  
投资策略师

丁孟  
资深经济学家

## 重要经济数据分析

### 美国 GDP 数据大幅下滑，今年大概率继续走弱

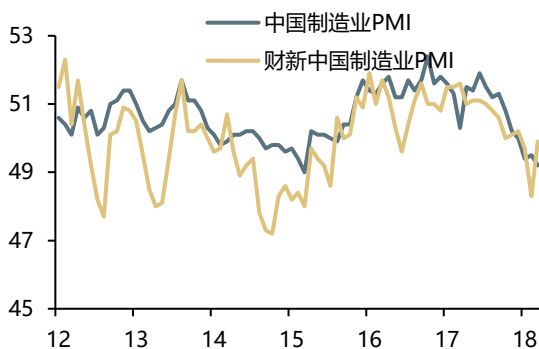
上周四（2月28日）美国商务部发布了2018年四季度美国GDP数据，数据显示，去年四季度实际GDP年化环比初值为2.6%，较第三季度的3.4%大幅回落，但略高于市场预期的2.2%。2018年全年，美国GDP增速为2.9%，略低于特朗普政府此前设定的3%的目标，更低于特朗普竞选时鼓吹的4%增速。

上周同时公布了另外几个较为重要的美国经济数据，包括个人收入、制造业PMI、消费者信心指数、贸易数据等。总体来看，数据并不理想。1月美国个人收入环比增速为-0.1%，是三年来首次下降，而去年12月的个人收入增速为1%，是6年来最大增幅。2月份ISM制造业PMI指数为54.2，低于预期的55.8和前值56.6，为2016年11月以来新低。2月份密歇根大学消费者信心指数为93.8，低于预期的95.9和前值95.5。去年12月美国商品贸易逆差扩大，贸易差额为-795亿美元，低于预期的-739和前值-772亿美元。

我们在2019年年度报告中曾指出，2018年美国经济的良好表现得益于特朗普的减税政策刺激，但该刺激效果将在2019年逐渐减弱，如果美联储保持去年的政策趋势，则财政和货币政策对GDP的综合效应将转为负面。所以，在看到经济数据转弱之时，美联储迅速放弃了鹰派的态度，暂停了加息的步伐。按照美联储的预测，2019年一季度GDP增速只有0.88%（纽约联储），亚特兰大联储的GDP Now模型显示的增速仅为0.3%。

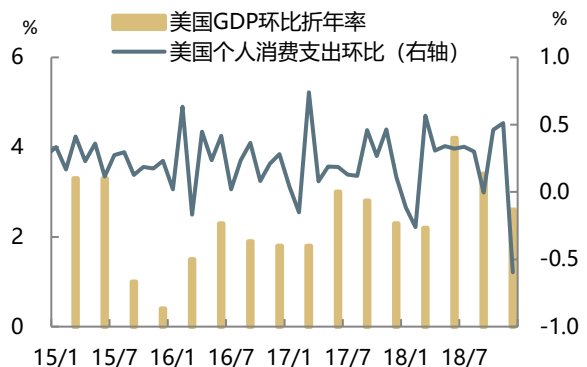
虽然美国经济走弱的趋势难以逆转，但幸运的是，离衰退尚有距离。从我们观测的私人投资、薪资增速等经济领先指标来看，均没有显示出衰退的兆头，确认衰退的到来或许还需要再观测半年的时间。按照当前两党在议会上争锋相对的形势推断，美国政府今年很难出台大规模刺激计划，且两党对立可能成为后期美国经济的重大风险点，并加速衰退的到来。

图表 1：中国制造业 PMI 连续三个月处于 50 以下



数据来源：Wind, 宜信财富

图表 2：美国耐用品订单增速不及预期



数据来源：Wind, 宜信财富

### 中国 2 月制造业 PMI 继续下滑，连续第三个月处于 50 以下

上周公布的中国2月官方制造业PMI为49.2（市场预期49.4），相比上月回落0.3，第三个月在枯荣线以下运行。春节季节性仍对本月数据产生扭曲效果，本月PMI部分指标与历史相比表现并不弱。具体而言，2月生产指数为49.5，回落1.4；新订单指数50.6，相比上月回升1。2月生产环比回落主要受春节影响，春节前后部分企业停工减产。与2019年除夕公历日最接近的是2011年(2月2日)和2016年(2月7日)，上述两年生产指

数分别环比下降 1.5、1.2，相比而言，2019 年 2 月生产指数的下滑仍在历史均值范围内。2 月新出口订单为 45.2，回落 1.7；进口指数为 44.8，回落 2.3。进出口指数显著回落，指向 2 月进出口增速可能继续下滑。

2 月原材料购进价格指数为 51.9，大幅回升 5.6；出厂价格指数为 48.5，回升 4。年初以来 OPEC+ 减产计划引发油价上涨与淡水河谷事故导致铁矿石价格走高均对近期国内工业原燃料价格产生明显推升效果，受此影响预计 2 月中国 PPI 环比增速将转为正值。

2 月制造业从业人员指数为 47.5，相比上月回落 0.3；非制造业从业人员指数为 48.6，环比持平。制造业从业人员指数回落仍很大程度上受春节日历因素影响。2 月政治局会议再次强调落实“就业优先政策”，我们认为就业问题是政策底线，决定逆周期调节力度与地产调控定力，仍需对就业指标保持高度关注。

### 韩国出口连续负增长，新兴市场股市仍有空间

上周新兴市场经济数据整体表现偏弱，主要新兴市场国家中，巴西和印度公布了去年四季度 GDP 增速，分别为 1.1% 和 6.6%，均不及预期和前值。虽然巴西已经连续两年实现正增长，但这样的增速显然不能令人满意。印度的经济增速则是创下 6 个季度最低，离莫迪总理的目标还很远。上周印巴冲突加剧，为后期经济走势蒙上阴影。

更为重要的数据是韩国的出口数据，上周公布的韩国 2 月出口增速仅为 -11.1%，大幅低于预期和前值，这是韩国出口连续第三个月负增长。从主要出口商品来看，半导体和通用机械出口量下滑明显，此前下滑较大的还有储存芯片。作为全球经济的“金丝雀”（能够较为准确地反映全球贸易前景），韩国出口数据一直被市场高度重视，连续 3 个月的负增长说明全球经济下行的压力确实很大。

新兴市场近期数据的低迷也反映在股市上，MSCI 新兴市场指数上周明显跑输发达市场指数。不过，从中长期来看，美国经济的走弱将增加新兴市场的吸引力，且美联储的鸽派态度也令资金有意流向风险更高的市场。如果后期新兴市场国家效仿中国和印度央行，陆续启动货币宽松政策，则新兴市场股市还有很大上涨空间。

### 欧元区 2 月核心通胀同比增速下滑至仅为 1%

上周公布的欧元区 2 月通胀同比增速小幅回升至 1.5%，但是剔除能源和食品后的核心通胀同比增速从上月的 1.1% 进一步下滑至仅有 1%。通胀下降将给欧洲央行保持现有的低利率提供更大的空间。从近期欧洲央行货币政策委员会委员的货币政策立场表态来看，就连一向的鹰派委员德国央行行长魏德曼也表示有必要保持现有的低利率政策，显示欧元区，特别是长期以来作为区内经济发动机的德国经济增速趋缓正让欧洲央行的货币政策变得越来越偏向鸽派。我们继续维持之前关于欧洲央行在今年加息的概率低于 50% 的预测不变。

## 重大政策事件追踪

### 科创板规则框架发布，半年后或正式推出

上周六凌晨（3 月 2 日），证监会发布了《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等文件，上交所、中证登等相关文件也同时发布，这标志着科创板规则框架的正式出炉，为后期科创板的推行做好了铺垫。从 1 月 30 日向社会公开征求意见至科创板制度正式实施，仅用了一个月时间，足见高层对科创板的重视程度之高。

在正式版本中，较征求意见稿有了四个方面的调整和优化：进一步明确红筹企业上市标准，扩大了可上市公司的范围；进一步优化股份减持制度，放宽了部分人员减持要求；进一步明确信息披露审核内容和要求；进一步合理界定持续督导职责边界。总体看来，科创板和注册制的正式规则较原意见稿在上市方面更为宽松，弹性加强，但审核和披露等监管要求并未降低。值得注意的是，在退市制度上，科创板设计非常领先，不仅大为简化退市流程，还取消了暂停上市、重新上市等制度，大大降低了退市的不确定性。

从科创板正式规则出炉到正式推出可能需要大半年时间，本月内预计将会有企业开始申报。我们认为，科创板的推出是自股权分置改革以来最重要的资本市场改革计划，对进一步完善我国资本市场定价机制以及发挥资本市场在金融体系中的重要性都有重大的意义。投资者在享受改革红利的同时，需要注意两个方面问题：第一，虽然科创板上市标准较高且监督严格，但正式推出时不可避免会对主板和创业板等造成一定的资金分流效应。第二，科创板推出初期可能会被炒作，并出现较大幅波动。因此，投资者需要与时俱进改进投资方法，投资前进行深入研究和尽职调查，以避免亏损。

### 英国工党转而支持英国对于“脱欧”发起第二次全民公投

在工党提交的“脱欧”计划在议会投票失败后，工党领袖科尔宾表示他的反对党将正式支持进行有关英国“脱欧”的第二次公投。目前工党将计划在3月12日英国会议对于修改后的“脱欧”方案进行表决时提出进行二次公投的修正案。这是英国“脱欧”公投以来首次有大型政党支持进行二次公投。虽然从工党在议会中的席位数量来看，其提出的二次公投的修正案通过的可能性很低。但是工党对于第二次公投的支持可能鼓励保守党中对于欧盟持友好态度的党员争取一个与欧盟未来建立更加密切关系的“脱欧”协议。

另一方面，英国今年3月29日的“脱欧”最终期限很有可能将延后，延后英国“脱欧”期限也基本上得到了欧盟的认可。这意味着有关英国“脱欧”谈判的不确定性将继续困扰市场更长时间。

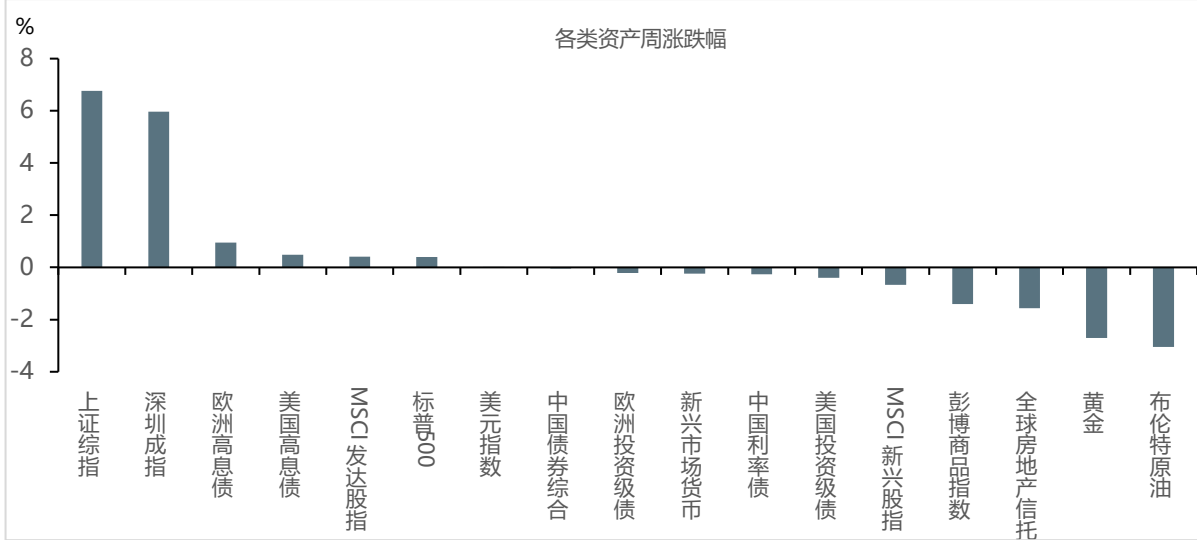
## 大类资产走势回顾

### A股继续领涨全球市场，关注本周两会消息

上周全球股市继续上涨，但涨幅收窄，MSCI全球指数上涨0.4%，MSCI新兴市场指数下降0.6%。标普500指数上周窄幅震荡，全周涨幅为0.4%，道琼斯工业指数小幅收跌，结束了连涨9周的势头。美股上周的震荡意味着这一轮由鸽派货币政策推动的行情基本结束，市场已经充分反映了美联储不加息甚至降息的预期，如果美联储没有更进一步鸽派的举措，股市将再次回归基本面驱动。当前美国经济和企业盈利表现均显疲态，美股存在下跌风险。

中国A股上周继续领涨全球资产，上证综指上涨6.8%，深圳成指上涨6%。A股的上涨主要受到两个利好消息刺激：上周一（2月25日）中证报头版评论引用最高领导人发言，表示“股市将成为国家重要核心竞争力”，直接点燃股民信心，导致上周一上证综指单日创下5.6%的三年半最大单日涨幅。上周一流传MSCI提高A股纳入因子比例的消息，该消息也在上周五得到了官方确认，MSCI将分三步把A股纳入因子从5%提高至20%，根据各机构测算，会在今年为A股带来约4000亿增量资金。我们此前就表示，这一轮A股的上涨依然是躁动行情，只要利好消息不断，股市依旧会上涨，但当前面临着利好出尽的危险局面，如果本周的两会没有更多利好股市的政策出炉，A股或将迎来调整。

图表 3: A 股继续领涨全球各类资产



数据来源: Bloomberg, 宜信财富

### 股债跷跷板

上周美联储主席鲍威尔在国会针对货币政策发布半年度证词并没有给市场传递更多新的关于联储货币政策走势的信息, 特朗普与金正恩第二次首脑峰会无果而终, 中美贸易谈判尚未达成最终协议, 缺少消息面和重要经济数据刺激, 美国国债表现以盘整为主。全周来看, 美国十年期国债收益率上涨 10 个 bps, 收于 2.75%, 两年期国债收益率上涨 6 个 bps, 收报 2.55%, 利率曲线陡峭化。

中国十年期国债收益率上升至 3.19%, 受缴税、地方债密集发行等影响, 资金面有所收敛, 但是整体仍保持宽松。利率债在风险偏好回升、股债跷跷板效应下收益率整体上行, 中长端上行幅度较大。2月25日股市收盘大涨后债市大跌。从资金面上看, 股市对于债市资金的挤出效应明显, 25至26日A股保持每日1000亿以上的融资买入额, 对应于资金面指标 R007 大幅抬升, 27日股市融资额下滑后, 债市资金面重回宽松。在经济增速下滑和货币政策放松已经成为市场共识情况下, 短期内股债跷跷板效应仍将在很大程度上影响利率债走势。三月将迎来2019年以来中国信用债市场第一个到期和回售高峰, 到期与回售合计约9000亿元, 特别是非国企和低评级信用债同步迎来到期高峰, 再融资压力下低评级信用债表现值得关注。

图表 4: 上证综指逼近 3000 点

股票-国家(当地货币)	% w/w	% m/m	% YTD
上证综合指数	6.8	14.4	20.1
香港恒生指数	0.0	3.2	11.5
台湾加权指数	0.6	4.6	6.8
韩国 KOSPI 指数	-1.6	-0.4	7.6
标普 500 指数	0.4	3.6	11.8
欧洲 Stoxx 600 指数	0.8	4.0	10.8
英国富时 100 指数	-1.0	1.2	5.6
日经 225 指数	0.8	3.9	7.9
澳洲 ASX 指数	0.4	5.6	9.7
加拿大 TSX 指数	0.3	3.6	12.2
印度 BSE 100 指数	0.9	-0.5	-0.9
股票-地区(美元)			
MSCI 全球	0.4	3.3	11.3
MSCI 亚洲(不包括日本)	0.0	2.4	10.0
MSCI 大中华	0.6	4.7	13.6
MSCI 新兴市场	-0.6	0.3	9.1
MSCI 东盟	-1.8	-1.7	4.9

数据来源: Bloomberg, 宜信财富

图表 5: 美债收益率上行

10 年国债收益率 (%)	bp w/w	bp m/m	bp YTD	
中国	3.19	5.4	9.3	-10.9
美国	2.75	10.1	6.9	6.9
德国	0.18	8.8	1.7	-5.7
英国	1.30	13.8	4.9	2.0
日本	-0.01	3.1	0.9	-0.8
韩国	2.73	0.0	0.0	0.0
澳洲	2.15	5.6	-5.4	-16.6
加拿大	1.94	4.7	-2.0	-2.9
印度	7.59	0.0	0.0	22.1
商品	价格	% w/w	% m/m	% YTD
布伦特原油 (美元/桶)	65.07	-3.1	3.7	20.9
黄金(美元/金 盎司)	1293.44	-2.7	-1.9	0.9
道琼斯商品 指数	615.86	-1.4	1.4	7.5
铜(美元/吨)	6525.00	0.1	6.7	9.7

数据来源: Bloomberg, 宜信财富

图表 6: 美元指数收平

货币	汇率/指数	% w/w	% m/m	% YTD
美元兑在岸人民币	6.7062	-0.1	-0.6	-2.5
美元兑离岸人民币	6.714	0.1	-0.6	-2.3
人民币汇率指数	94.85	0.0	0.7	1.7
美元指数	96.53	0.0	1.0	0.4
欧元兑美元	1.1365	0.3	-0.8	-0.9
英镑兑美元	1.3202	1.1	0.9	3.5
美元兑瑞士法郎	0.9993	-0.1	0.4	1.8
美元兑日元	111.89	1.1	2.2	2.0
美元兑韩圆	1,124	-0.1	0.5	0.8
澳元兑美元	0.7079	-0.7	-2.4	0.4
新西兰元兑美元	0.68	-0.7	-1.4	1.2
美元兑加币	1.3297	1.2	1.5	-2.5
美元兑印度卢比	70.91	-0.3	-0.5	1.6
德银新兴市场货币指数	86.28	-0.2	-1.3	1.5

数据来源: Bloomberg, 宜信财富