

2019年2月18日

宜信财富：“躁动”之后，对A股需保持冷静

每周观点聚焦

上周主要国家均有重要经济数据发布，其中中美数据表现出一定差异：美国的零售销售、CPI、工业生产等数据走弱；而中国的一月份出口、包括银行信贷在内的社会融资总量数据均超出预期、外储也连续三个月回升。我们认为，1) 美国经济整体表现目前尚可，但其增长下行的方向已确定，这可能也是美联储近期持续不断地发表更为鸽派言论的原因；2) 超出预期的中国一月份出口增长很大程度上受到春节因素的推高，前瞻的看，基于我们对美国、欧元区等发达国家增长下行的判断和前期出口抢跑的负面效果的显现，2019年上半年的出口增长将恶化；3) 中国经济增长依旧处于下行轨道上。一月份下降到1.7%的CPI通胀、接近0的PPI通胀数据、以及-1.5%的进口增长反映了内需的疲弱。我们预期PPI或将在近期出现通缩，对企业盈利增长产生负面影响，但同时也给予了央行进一步宽松的通胀环境。

值得注意的是，上周主要国家股指均出现了明显的上涨，标普500和上证综指都有2.5%的涨幅。美股的上涨似乎和其经济数据关联不大，主要得益于美联储的鸽派态度和中美贸易摩擦缓解的预期；而A股的上涨或受到短期数据超预期表现的影响。在“躁动”结束后，市场关注企业盈利表现下，股市或再出现调整。

本周关注的焦点是1月份美联储的货币政策会议纪要，中美继续贸易谈判，美、日、欧多国公布2月制造业PMI初值，伯克希尔哈撒韦、沃尔玛等多个公司发布财报。

李琳 博士
宜信财富董事总经理
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

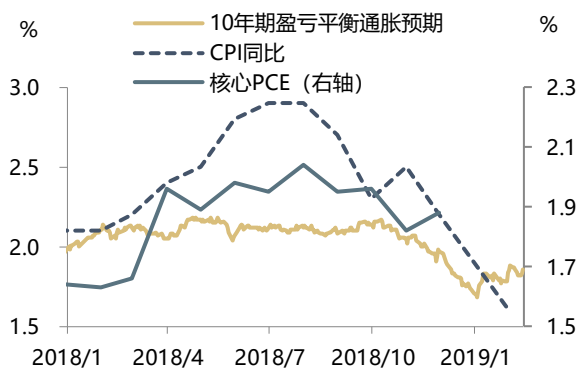
美国多项经济数据疲软

上周美国多项经济数据出炉，但均表现不佳。1 月份 CPI 同比上涨 1.6%，为 2017 年 6 月以来最低的涨幅，连续两个月位于 2% 的目标水平以下。去年 12 月零售销售环比增速为 -1.2%，为 2009 年 9 月以来最大跌幅，13 个主要零售类别中 11 类销售额都出现下滑。1 月工业产出环比下降 0.6%，为一年半最低增速。

以上数据重要性较高，这种集体偏弱的表现坐实了美国经济下行的走势。在上周的经济数据公布后，美国亚特兰大联储的 GDPNow 模型将 2018 年四季度美国 GDP 同比增速从 2.7% 大幅下修至 1.5%。美联储官员们上周的讲话也反映出对美国经济偏悲观的态度，多个官员已经暗示美联储今年可能不会加息，缩表的进程也可能停止。我们继续维持此前判断，即美国经济下行压力将会在年下半年加大，2020 年可能进入衰退。

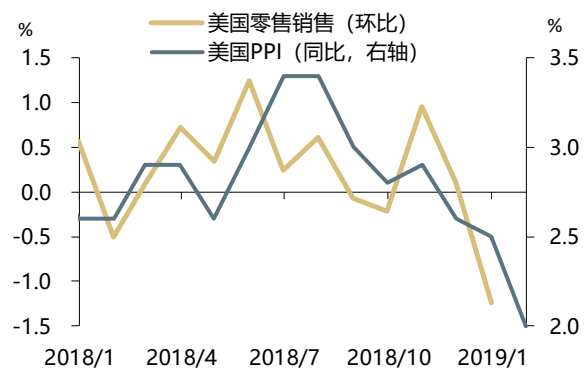
(注：GDPNow 不是亚特兰大联储的官方预测。它被视为基于当前季度可用数据对实际 GDP 增长的一个估计，没有主观因素的介入 - 估计仅基于模型的数学结果。)

图表 1：美国通胀水平持续回落



数据来源：Wind, 宜信财富

图表 2：美国零售销售增速大幅下滑



数据来源：Wind, 宜信财富

英国 2018 年 GDP 增速下降至 6 年新低

2 月 11 日公布的数据显示，英国 2018 年四季度经济增速较三季度大幅放缓，2018 年全年增幅降至六年来最低：英国 2018 年四季度环比 GDP 增长由第三季度的 0.6% 降至 0.2%，低于英国央行之前一周发布的估计。2018 年全年 GDP 增幅由上年的 1.8% 跌至 1.4%，为 2012 年以来最低。

四季度经济增长主要由服务业推动，服务业整体环比三季度增长 0.4%，其中很大一部分增长来自脱欧相关的咨询业务。制造业出现较大幅度下滑，其中汽车及钢铁产品生产大幅下跌。从支出法角度衡量，四季度，家庭消费和政府支出对于经济增长有正贡献，投资和净出口负面拖累经济。

展望 2019 年，英国脱欧仍是经济面临的主要不确定性。海外需求放缓，特别是欧元区增长放缓将对英国外需产生负面冲击，预计英国 2019 年经济增速大概率进一步下降。

中国外储连续三月上升

2 月 1 日央行数据显示，2019 年 1 月份中国官方外汇储备 30879.24 亿美元，较前月增加 152.12 亿美元，连续第 3 个月正增长。

1 月份，美元指数由月初的 96.09 全月下跌 0.56%至月底 95.55；欧元兑美元由月初 1.1468 下跌 0.17%至月底 1.1448；美元兑日元由月初的 109.6 下跌 0.68%至月底 108.85。1 月份 5 年期美债收益率单月下跌 8BP 至 2.43%；5 年期德债全月下降 2BP 至-0.33%；5 年期日债全月下降 4BP 至-0.16%。

我们模型测算显示，汇率变动和全球高评级主权债券收益率变动对储备估值影响大约在 100 亿美元左右。剔除估值因素影响后 1 月外汇储备仍旧正增长，但增幅减小。

美联储加息步伐放缓本身减轻国内资本流出压力，但是，今年欧美经济增长下行的背景下，贸易顺差的潜在收窄可能会对中国外储产生负面冲击。另外，中美贸易冲突是外储规模提升面临的不确定性之一。

春节季节性因素推高 1 月中国进出口增速，前瞻的看，在外需的走弱下，出口面临提升的压力

2019 年 1 月中国以美元计价的出口同比增速从 2018 年 12 月的-4.4%转正至 9.1%，大幅高于市场估计的-3.3%。春节的季节性因素，推升了今年一月的出口值。2019 年的春节假期在 2 月 4 号到 10 号，2018 年的春节假期在 2 月 15-21 号，原本 2 月的出口会提前到 1 月份。

另外之前我们着重提到的，中美贸易战下出口抢跑的现象也反映在 1 月份的出口细节当中。从国别和地区来看，1 月中国对美国出口同比增速为-2.4%，增速略有回升但仍为负增长，显著小于中国对欧盟和日本分别为 15.3% 和 5.7%出口增长。新兴经济体中，对东盟、印度、中国香港、韩国出口同比增速在一月均有明显改善，分别为 12.5%、11.2%、1.8%、14.4%。

基于我们对美国、欧元区等发达国家增长下行的判断和前期出口抢跑的负面效果的显现，2019 年上半年出口增长将恶化。2019 年 1 月中国以美元计价的进口同比增速为-1.5%，虽较 2018 年 12 月跌幅收窄，但仍反映了内需的疲弱。从数量看，1 月我国进口原油和铁矿石同比增速分别回落至 5.1%和-9.1%，但进口集成电路、铜和大豆进口增速回升，分别为-9.7%、8.2%和-13%；从金额看，集成电路进口同比跌幅收窄，1 月同比增速为-7.6%，价格因素拖累 1 月进口原油和铁矿石同比增速下滑，分别为-2.4%和-6.5%。

中国一月下跌的 CPI 通胀以及 PPI 通胀数据反映了内需的疲弱。PPI 通胀前景或将抑制企业盈利增长

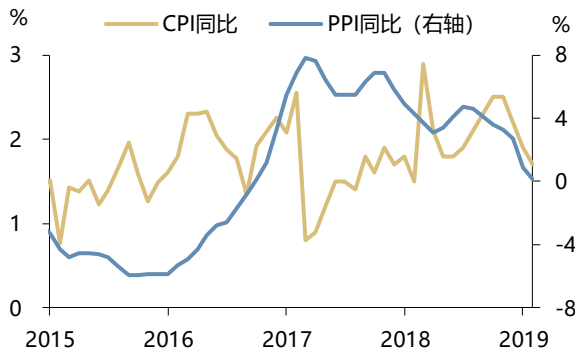
1 月中国 CPI 同比涨幅下降 0.2 个百分点至 1.7%，核心 CPI 环比抬升 0.4%，同比小幅抬升至 1.9%。CPI 环比上涨 0.5%。食品价格环比涨幅扩大 0.5 个百分点至 1.6%，春节因素推动鲜菜与鲜果价格环比分别上涨 9.1%、2.3%。此外水产品、羊肉、牛肉价格环比涨幅也靠前，分别为 2.0%、1.8%、1.7%。猪肉价格环比下跌 1%，主要受到部分区域生猪禁运解禁导致供应有所加大的影响。非食品价格环比由负转正上涨 0.2%，假期出行增多支撑旅游价格环比上涨 5.5%，家庭服务项环比上涨 3.9%，主要受到城市务工人员返乡的影响。国内成品油价格调整相对国际油价有所滞后，汽油与柴油价格 1 月环比分别下跌 3.7%、4.0%，对非食品价格形成拖累。

我们认为：1) 今年 2 月初春节的季节性因素对于 1 月消费品需求形成有力支撑，对拉升物价有积极作用。去除了春节季节性因素的影响，1 月 CPI 通胀将会有更大幅度的下降。2) 1 月 PPI 同比增速继续下降 0.8 个百分点至 0.1%，在未来几个月，可能重新回到 PPI 价格收缩的状况。对企业盈利带来负面影响。

1 月 PPI 同比增速继续下降 0.8 个百分点至 0.1%，略低于市场一致预期，石化产业链价格的下跌仍是主因。PPI 环比跌幅收窄 0.4 个百分点至-0.6%。生产资料上中下游环比均出现负增长，采掘工业、原材料工业、加工工业价格环比分别下降 1.2%、1.5%、0.4%。生活资料价格环比延续 0 增长。分行业来看，1 月环比降幅最大的仍为石化产业链，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业环比分别为-6.1%、-4.5%。

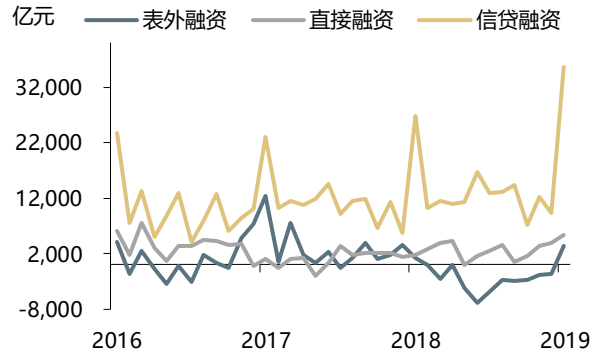
国内石化相关价格的惯性下跌在 CPI、PPI 中均有所体现，但考虑到国际油价已从去年末开始出现明显反弹，布伦特原油近月期货合约价格目前已回升至 60 美元/桶上方，后续石化产业链对于通胀的拖累将明显减弱。目前中国通胀仍处于低位，不会对货币政策宽松形成掣肘。

图表 3：中国通胀水平弱于预期



数据来源：Wind, 宜信财富

图表 4：中国 1 月社会融资大幅增长



数据来源：Wind, 宜信财富

中国一月社会融资规模增量为 4.64 万亿元、但难以持续

1 月份社会融资规模增量为 4.64 万亿元，同比增速为 10.4%，其中，人民币贷款增加 3.57 万亿元；外币贷款折合人民币增加 343 亿元；委托贷款减少 699 亿元；信托贷款增加 345 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 3786 亿元；企业债券净融资 4990 亿元；地方政府专项债券净融资 1088 亿元；非金融企业境内股票融资 293 亿元。1 月末广义货币 M2 同比增长 8.4%，增速比上月末高 0.3 个百分点；狭义货币 M1 同比增长 0.4%，增速与上月末低 1.1 个百分点。信贷放量增长贡献了 1 月社融增长的大部分，整体来看，一月社融高增长受到票据和信贷年初冲量、专项债提前发行等一次性因素影响，未来仍有很大概率回落。

2 月 15 日央行数据显示，1 月份人民币贷款增加 3.23 万亿元，同比增速 13.4%，高于市场预期，并远好于上月。分部门看，住户部门贷款增加 9898 亿元，其中，短期贷款增加 2930 亿元，中长期贷款增加 6969 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 2.58 万亿元，其中，短期贷款增加 5919 亿元，中长期贷款增加 1.4 万亿元，票据融资增加 5160 亿元，非银行业金融机构贷款减少 3386 亿元。对比去年同期，1 月新增金融机构贷款同比多增 3284 亿元。居民部门贷款同比多增 700 多亿元，其中短期贷款同比少增 170 多亿元，而中长期贷款同比多增 900 亿元；企业部门新增贷款同比多增约 8000 亿元，结构上，企业中长贷和短贷分别同比多增 1000 多亿和 2000 多亿，出现一定改善，但票据融资同比多增约 4800 亿元，仍是最大贡献。对比去年同时期和上月，尽管 1 月信贷总量大增，但分项数据来看，新增信贷中票据贴现占比仍高，其对实体经济的支持效果要弱于中长期贷款。

重大政策事件追踪

特朗普宣布美国进入国家紧急状态

上周五（2 月 15 日）美国总统特朗普在白宫宣布，他将签署一项法案宣布美国进入国家紧急状态。按照美国法律，总统确实有权宣布国家进入紧急状态，但必须明确说明这一决定基于哪些法律条款。并将接受议院每隔 6 个月的重新审议，以决定是否有必要维持紧急状态。众所周知的是，特朗普此举并非针对美国南部边境的安全

问题，因为墨西哥经济正不断改善，非法越境的移民已经较以往大幅减少，且美国执法人员和反恐专家认为，美国目前最大的安全威胁是右翼极端分子制造的恐怖主义事件。

特朗普希望用这种方式为修建边境墙提供充足资金，而这是兑现其竞选承诺的重要一步。虽然在 2 月 14 日，美国参众两院已经通过了一份总额达 3330 亿美元的边境安全和联邦支出法案，但该法案只提供 13.8 亿美元资金修建边境墙，与特朗普要求的 57 亿美元相去甚远。特朗普同意该法案是为了避免政府在本周继续关门，但显然不满意其资金安排。

然而，进入国家紧急状态也未必能够修墙。一方面，该决策可能会因为法律依据不牢靠而受到法院的阻碍；另一方面，该决策会调用已经下拨的军款和赈灾款，可能引起军方官员不配合和民众的抗议，导致计划搁置。

一个严峻的问题是，特朗普此举必将进一步加大两党之间的矛盾。特朗普对修墙的“执念”已经导致本届美国政府创下历史最长的关门期，国家紧急状态将再次引起民主党人的反击。众议院议长、民主党领袖南希·佩洛西已经警告称，如果共和党人支持特朗普宣布国家进入紧急状态的决定，那么下一任民主党总统会在枪支问题上采取同样的做法，“枪支暴力才是全国性的紧急情况”。参议院民主党领袖表示这是“滥用总统权力”，甚至共和党领导人麦康奈尔也告诫特朗普不要宣布“国家紧急状态”以避免引发先发危机。我们多次强调，在美国经济面临下行压力的背景下，两党之间的矛盾可能成为危机导火索。从当前局势来看，两党矛盾可能会超过金融市场风险、债务压力等危机指标，成为 2019 年投资者的头号关注点。

中美贸易谈判本周继续

上周进行的中美贸易谈判中双方仍未达成协议，谈判将在本周继续。新华社通稿称习近平表示，我和特朗普总统在阿根廷会晤，达成重要共识，两国要共同推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系。希望双方团队按照我同特朗普总统确定的原则和方向，加强沟通、聚焦合作、管控分歧，推动中美经贸合作和两国关系健康稳定向前发展。对于贸易谈判，中国新华社发布的报道表示，中美双方认真落实两国元首阿根廷会晤共识，对技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等共同关注的议题以及中方关切的问题进行了深入交流。

美方的声明则表示，详细且密集的讨论带来双方之间的进展。但是，依然有许多工作要做。2019 年 3 月 1 日之前，双方将就所有悬而未决的问题继续工作。美中官员已同意，任何承诺将列于两国之间的谅解备忘录中。会谈期间，美国代表团聚焦于结构性问题，包括强制技术转让、知识产权、网络盗窃、农业、服务业、非关税壁垒和货币。双方也讨论了中国采购美国的商品及服务，以缩小美国对中国巨额且持久的双边贸易逆差。

从双方的声明和之前声明的对比来看，上周的谈判并没有达成重大突破，对于美方要求的中国结构性改革，双方的谈判困难依旧很大。

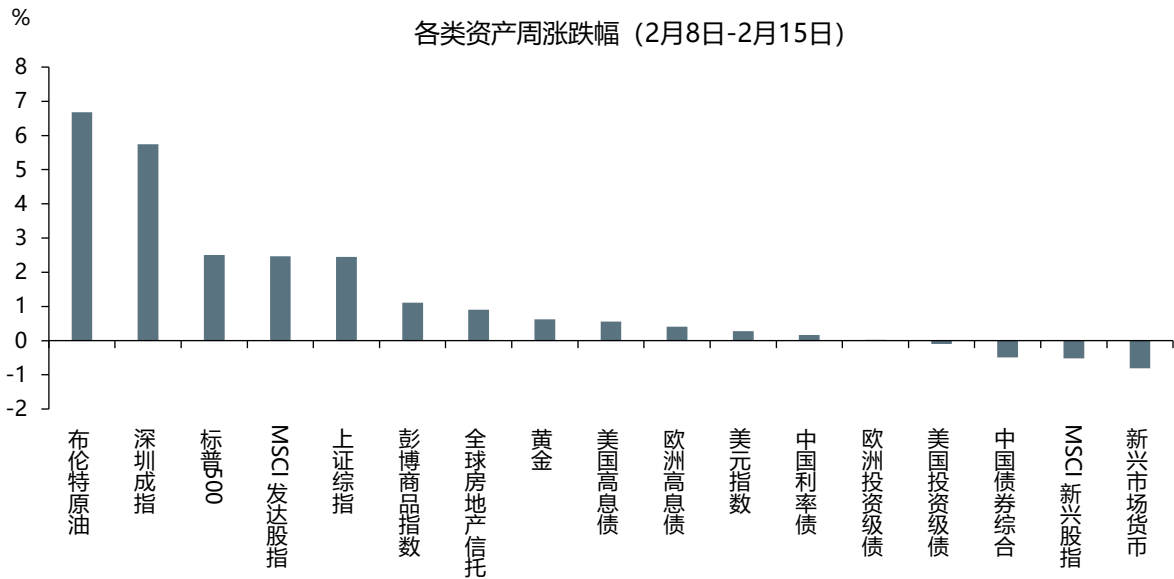
大类资产走势回顾

全球主要股指普遍上涨

上周全球主要股指均上涨，MSCI 全球指数上涨 2.3%，标准普尔指数上涨 2.5%，上证综指上涨 2.5%。美国股市的上涨是对前期行情的延续，主要是美联储鸽派态度和中美贸易摩擦缓解预期的推动。上周美联储多个官员表示支持暂缓加息，且宽松的倾向更加明显。中美贸易谈判也顺利进行，虽然没有达成一致协议，但磋商仍在持续。

中国 A 股的上涨则带有一定反弹属性，在缺乏基本面行情的支撑下，上周 A 股的连续反弹除了有中美贸易摩擦缓解和外资流入的影响，更是对一些板块的炒作，包括 OLED、券商等板块均有快速拉升的现象。当然，我们同样认为上周 A 股的上涨也是市场做多情绪的一次释放，在估值处于历史低位的背景下，躁动行情可能还会出现。需要注意的是，企业盈利并未出现明显好转，热情冷却后，股市可能迎来调整。

图表 5：上周主要股指普遍上涨



数据来源：Bloomberg, 宜信财富

美债收益率小幅上行

上周美债收益率小幅震荡，疲弱的美国经济数据和偏鸽派的联储态度没有明显反应在美债市场中，债市主要受到股债跷跷板效应驱动。美国十年期国债收益率全周上行 2.87bps，收于 2.66%。两年期国债收益率全周上行 4.91bps，收于 2.51%。但美联储鸽派倾向越来越重，上周美联储理事布雷纳德更是表示美联储缩减资产负债表的行动应该在今年年底前停止，本周美债收益率有下行的压力，

中国十年期国债收益率收平，报 3.12%。一月创历史纪录的信贷释放和通胀处于低位表明中国货币政策仍有进一步宽松的意愿和空间，在宽松流动性引导下，中国国债收益率仍有进一步回落的空间。

原油价格创 3 个月新高

上周布伦特原油上涨 6.7%，收于 66.25 美元/桶，WTI 原油上涨 5.4%，收于 55.58 美元/桶，二者均创下 2018 年 11 月中旬以来最高水平。油价的大涨主要是因为沙特的减产水平超出预期。据 OPEC 余额宝显示，1 月份 OPEC 产油国实现减产 79.7 万桶/日，略小于减产协议中 81.2 万桶/日的目标。其中沙特减产 35 万桶/日，阿联酋、科威特等半数成员国完成了减产目标。沙特预计将在 3 月份至少减产至 980 万桶/日，当前产量为 1021 万桶/日。

但油价的上涨很难达到去年高位，因为美国的产量持续高增。根据美国能源信息署（EIA）的预测，2019 年美国石油产出将达到 1241 万桶/日（此前预测为 1207 万桶/日），2020 年将达到 1320 万桶/日（此前预测为 1286 万桶/日）。

图表 6: 全球主要股指普遍上涨

股票-国家(当地货币)	% w/w	% m/m	% YTD
上证综合指数	2.5	4.8	7.6
香港恒生指数	-0.2	4.3	8.0
台湾加权指数	1.3	2.8	3.5
韩国 KOSPI 指数	0.9	4.2	7.6
标普 500 指数	2.5	5.3	10.7
欧洲 Stoxx 600 指数	3.0	5.2	9.3
英国富时 100 指数	2.3	5.9	7.6
日经 225 指数	2.8	2.4	4.4
澳洲 ASX 指数	-0.1	3.7	7.4
加拿大 TSX 指数	1.3	4.1	10.6
印度 BSE 100 指数	-2.3	-2.8	-2.6
股票-地区(美元)			
MSCI 全球	2.3	4.6	9.7
MSCI 亚洲(不包括日本)	-0.3	3.1	6.6
MSCI 大中华	0.0	4.5	8.6
MSCI 新兴市场	-0.5	2.2	6.8
MSCI 东盟	-1.2	0.2	5.0

数据来源: Bloomberg, 宜信财富

图表 7: 中国国债收益率下行

10 年国债收益率 (%)	bp w/w	bp m/m	bp YTD	
中国	3.08	-2.3	0.1	-22.5
美国	2.66	2.9	-8.8	-2.2
德国	0.10	1.5	-14.0	-13.8
英国	1.16	0.9	-17.6	-11.6
日本	-0.03	0.7	-2.8	-2.2
韩国	1.97	0.3	-1.2	0.9
澳洲	2.10	-0.4	-18.1	-21.8
加拿大	1.89	1.5	-10.1	-7.2
印度	7.59	0.0	0.0	22.1
商品				
布伦特原油 (美元/桶)	66.25	6.7	8.3	23.1
黄金(美元/金衡盎司)	1322.49	0.6	2.4	3.1
道琼斯商品指数	614.61	2.0	2.4	7.3
铜(美元/吨)	6193.00	0.0	3.8	4.1

数据来源: Bloomberg, 宜信财富

图表 8: 美元指数小幅上涨

货币	汇率/指数	% w/w	% m/m	% YTD
美元兑在岸人民币	6.7732	0.4	0.0	-1.5
美元兑离岸人民币	6.7705	-0.2	-0.1	-1.5
人民币汇率指数	93.78	0.0	0.5	0.5
美元指数	96.90	0.3	0.9	0.8
欧元兑美元	1.1296	-0.2	-0.8	-1.5
英镑兑美元	1.2889	-0.4	-0.7	1.1
美元兑瑞士法郎	1.0052	0.5	1.1	2.4
美元兑日元	110.47	0.7	1.1	0.7
美元兑韩圆	1,129	0.4	0.6	1.2
澳元兑美元	0.7141	0.7	-0.7	1.3
新西兰元兑美元	0.6868	1.9	1.6	2.2
美元兑加币	1.3244	-0.3	-0.3	-2.9
美元兑印度卢比	71.23	-0.1	0.3	2.1
德银新兴市场货币指数	85.95	-0.8	-0.3	1.1

数据来源: Bloomberg, 宜信财富