

2019年1月21日

宜信财富：全球风险偏好继续改善

- 中国 12 月进出口同比增速双双转负，反映前期进出口抢跑效应的副作用和内外需均现疲态
- 中国 12 月 M2 及社融增速小幅反弹，但主要仍受短期类贷款增加支撑
- 英国议会否决脱欧协议草案，但梅在随后的首相不信任案投票中胜出，爱尔兰与北爱尔兰边界问题仍将是新的英国脱欧协议草案谈判难点
- 美国政府关门时间接近一个月，目前仍没有解决的迹象，未来或出炉临时方案恢复部分政府功能
- 受中美贸易谈判前景向好、美联储鸽派言论等利好支持，市场风险偏好大增，全球股市连续三周收涨

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

每周观点聚焦

上周中国公布了去年 12 月的进出口和金融数据，前者远低于预期，而后者超出预期。以美元计价的出口同比增速两年来首次转负，进口增速同样大幅负增长，这部分反映出前期进出口企业“抢跑”行为带来的负面效应。

好于预期的金融数据并没有展现出结构上的改善，去年 12 月的社会融资总量和 M2 增速环比回升，但信贷部分的增长主要依靠居民短贷（是否短贷长用变相买房有待考证），企业中长期贷款偏低的情况没有好转。表外信托和委托贷款继续萎缩，成为 2018 年全年社融增速的最大拖累。金融数据中的结构问题显示出“严监管”的威力仍在，企业的融资难度和银行的谨慎态度还没有明显改观，这将是 2019 年政府着力解决的难题。

与偏弱的经济数据相反的是，市场情绪在一月份有明显的提振，全球股市连续三周收涨。其中一个重要的原因在于人们对中美达成一致贸易协议的预期增加（去年 12 月“抢跑”现象的消退也与该预期有关）。从近期中美双方透露的消息看来，“90 天之约”确实有望达成，美方甚至有下调关税的可能。美联储持续发表鸽派言论也帮助缓解了全球投资者对流动性收紧的担忧。这两个利好因素有望支持全球股市在一月份继续上涨，需要注意的是美国政府关门事件会不会恶化。

本周需要重点关注的是：中国公布的 2018 年年度经济数据；英国首相特雷莎·梅将提交脱欧方案的“B 计划”，并仍将由下议院进行投票表决；美国政府关门问题的进展；2019 年达沃斯论坛；以及日本央行、韩国央行的利率决议。

重大政策事件追踪

英国议会否决政府与欧盟达成的脱欧协议草案

上周二英国议会以 432 票同意对 202 票反对的巨大差距拒绝了英国政府与欧盟达成的脱欧协议草案，但在随后一天进行的对于首相的不信任案投票中，梅以 19 票的差距惊险获得支持。上述两项投票之后，梅的政府将继续在接下来的时间代表英国与欧盟寻求新的脱欧协议草案。在对内方面，梅表示将与议会主要的政党和政见领袖进行会谈，以达成英国内部的统一意见。此后，梅的政府将与欧盟进行新的退欧协议草案谈判。从时间点来看，因为英国与欧盟的谈判仍需要时间，因此，3 月 29 日英国退出欧盟的日期不排除向后延期的可能性，从目前欧盟的立场来看，也是接受这一延期安排的。

接下来英国内部各政党之间协商和英国与欧盟协商的难点仍是北爱尔兰与爱尔兰边界问题：怎样达成英国议会和欧盟都能接受的北爱尔兰和爱尔兰边界安排后备计划，使得既达到欧盟希望的北爱尔兰和爱尔兰之间无硬边界，又实现英国议会希望的边界安排后备计划有明确的结束日期。

目前来看接下来最可能发生三个情景是：一、英国和欧盟重新达成妥协后的脱欧草案，并分别在英国议会和欧洲议会通过，最终英国无协议脱欧。二、英国与欧盟始终不能达成一致，英国无协议脱欧，即硬脱欧。三、英国重新进行脱欧公投。我们认为情景一发生的可能性最高，并且对于金融市场的负面影响也将是最小的。

美国政府关门僵局持续，或出炉临时解决方案

自 2018 年 12 月 22 日美国政府正式关门以来，这次关门事件已经持续了 29 天，目前仍没有解决的迹象。上周六（1 月 19 日）特朗普发表提议，表示希望本周就提供 57 亿美元、覆盖 230 英里边境线的钢铁栅栏融资方案进行参议院全体表决。但该方案与原本方案没有本质区别，两党就此达成和解的可能性很低。

我们认为美国政府关门背后的根本原因是两党之间的角力，特朗普将修建边境墙视为 2020 年竞选时的重要政绩，民主党则希望借此打压共和党，尤其是在民主党掌控了众议院后，该事件已经成为两党两院的首要矛盾。

目前，这次创下历史记录政府关门事件已经对经济造成了一定的影响，特朗普的反对率也有所提升。预计经过较为曲折的争论后，最终双方会达成折衷协议，而在最终协议达成前，可能会出炉临时方案，恢复部分政府功能（详见《关门僵局或由临时方案打破》）。

重要经济数据分析

中国 12 月进出口增速双双转负

发达国家需求减弱，特别是前期对美国“出口抢跑”导致后续对美出口乏力，2018 年 12 月以美元计值的中国出口同比增速自 2016 年 12 月以来首次转负，延续连续 3 个月出口同比增速放缓的态势。考虑到 2019 年 1 月至今全球经济增长环境并未出现大的变化，中美贸易战谈判尚未达成协议，一月以来人民币对美元升值，预计中国出口近期难有改善。

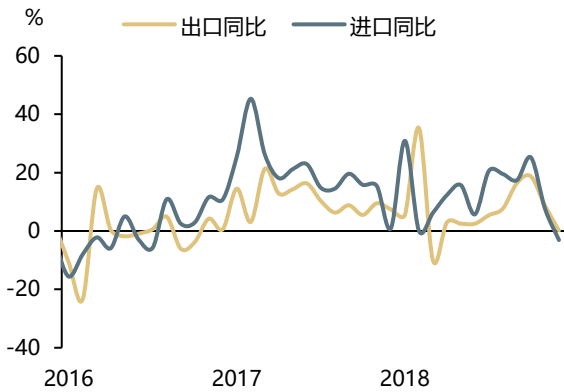
2018 年 12 月，中国以美元计值的进出口同比增速双双回落至负增长，其中 12 月出口同比增速下降至-4.4%，进口同比增速下降至-7.6%。前期对美国“出口抢跑”效应开始对中国对美出口产生负面影响，在对发达国家出口中，中国对美出口增速下降幅度最大，中国对美出口 12 月同比增速从 11 月的 9.8% 下降至-3.5%。中国对其他主要发达国家出口同样转入负增长，其中对日本出口同比增速从 4.8% 下滑至-1%，对欧盟出口同比增速从 6% 下滑至-0.3%。在主要出口商品方面，以美元计，中国机电、高新技术产品和集成电路出口同比增速转负，分别降至-6.8%、-10.3%和-2.6%。传统劳动密集型产品出口增速放缓，服装、鞋、包出口增速分别下滑至-4.5%，-5.1%和-0.9%。

内需走弱拖累 12 月中国进口增长，2018 年 12 月中国美元计价的进口同比增速转负至-7.6%，较出口下滑幅度更大，12 月贸易顺差回升到 570.6 亿美元。自美国的进口同比增速从-25%进一步下滑至-35.8%。对于主要资

源出口国俄罗斯、巴西、澳大利亚进口增速均下降。分产品进口量来看，除原油、铁矿石进口增速上升外，其他主要大宗商品进口同比增速均有明显回落：煤及褐煤进口1023万吨，同比大幅下跌55%；铜矿砂进口146.3万吨，同比增速为-11.3%；钢材100.6万吨，同比增速为-16.2%。天然气923.3万吨，同比增速下降至17%。受到国内汽车消费持续下滑影响，汽车及汽车底盘进口量继续走弱，进口增速为-28.2%。高新技术产品进口下滑较为明显，集成电路、半导体进口量同比增速由上月的1.8%和-6.8%继续大幅回落至-16.9%和-21.6%。

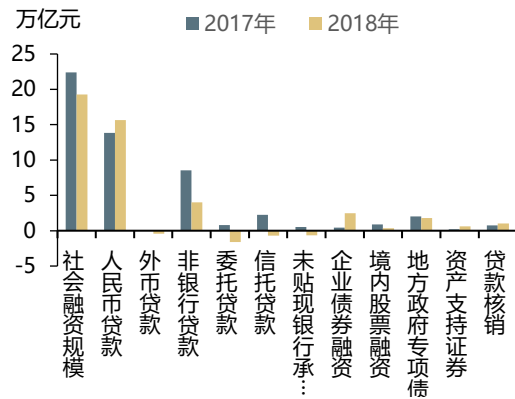
2018年全年贸易顺差3518亿美元，相比2017年下降16%，预计随着中国落实关于购买更多美国产品的承诺和中国对美出口“抢订单”对于未来出口的负面影响显现，中国对美国顺差可能大幅压缩，从而使得中国整体贸易顺差进一步下降。

图表 1: 中国 12 月进出口同比增速双双转负



数据来源: Wind, 宜信财富

图表 2: 2018 年、2017 年社融结构对比



数据来源: Wind, 宜信财富

12 月新增贷款主要为居民短期贷款贡献，银行对于企业中长期放贷意愿无好转

中国 2018 年 12 月新增社会融资总量和 M2 货币供应增速相比 11 月略有上升，但贷款增长主要受益于居民贷款，特别是居民短期贷款增长推动，银行对于企业中长期贷款发放量增长缓慢的情况没有改变。中国 12 月 M2 货币供应同比 8.1%，略微高于 11 月 8% 的同比增速。12 月新增人民币贷款 10800 亿人民币，12 月社会融资规模增量 15900 亿人民币。

12 月人民币贷款增加 1.08 万亿元，同比多增 4956 亿元，但主要依靠票据和居民短期贷款增加支撑，贷款结构仍未改观。来自居民贷款达到 4504 亿，同比多增 1210 亿，其中主要靠短期贷款，12 月居民和企业中长期贷款合计占比大幅下降到 47%。宽信用政策导向下，企业贷款依然较弱，企业贷款占比 43% 较 11 月继续下降。而且票据仍是贷款主要支撑，12 月票据融资 3395 亿元，占当月贷款总量 31%，金额和占比在 18 年仅次于 8 月。反映银行对于发放企业中长期贷款的谨慎态度并无明显变化。

12 月社融新口径增量 1.59 万亿元，社融余额增速继续创新低。全年来看，2018 年社融新增累计 19.26 万亿元，比上年大幅减少了 3.14 万亿元。本月社融各分项来看，融资结构中依然是票据融资为主，扣除票据后的社融增量低于去年同期。此外，贷款核销创历史新高，高达 2518 亿元，是本次社融增长的另一个主要原因。委托贷款和信托贷款代表的非标融资和外币贷款仍然明显收缩，股票融资仍处于偏低水平。

2018 年全年来看，受金融去杠杆影响，全年社融呈现表内信贷为主的特点，人民币贷款、债券融资较去年明显增长，分别同比多增 1.83 万亿元和 2.03 万亿元；表内票据增加的同时，表外票据萎缩明显；信托和委托贷款减少是社融主要拖累，同比合计下降 4.56 万亿元。

2019年货币政策仍然强调贷款、债券和股票融资作为三支箭，预计，社会融资总量中表内融资占比上升的趋势不会改变。

大类资产走势回顾

多重利好推涨全球股市，月底前可保持乐观

上周美股表现靓丽，标普 500 指数涨幅达到 2.9%，从去年圣诞节前的最低点至今已经上涨 10.5%。美股的上涨依然延续了前两周的理由：美国经济数据表现良好——上周美国首申失业金数据好于预期，费城联储制造业指数好于预期；美联储保持鸽派态度——上周美联储三号人物威廉姆斯表示，加息需要“审慎、耐心、良好的判断”，若前景恶化，美联储会尽其所能帮助经济；中美贸易协议有望达成，提振市场情绪——上周有报道称美国官方正讨论降低对中国进口商品关税的可能性，美方邀请中国国务院副总理刘鹤于月底访问美国进行下一轮贸易谈判。

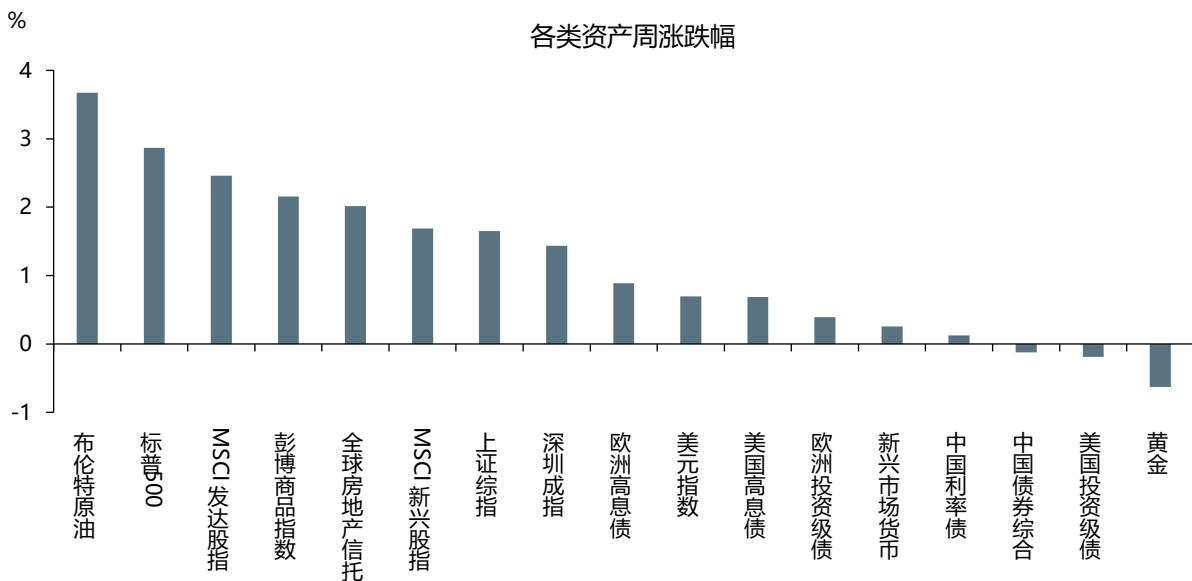
多重利好不仅支撑了美股，全球股市自年初以来也呈现普涨态势。上周全球股市继续上涨，MSCI 全球股指上涨 2.2%，MSCI 新兴市场指数上涨 1.7%。A 股连续第三周收涨，上周上证综指上涨 1.7%。在月底中美谈判结束之前，我们可以期待以上的利好继续推涨股市。

美国国债收益率曲线陡峭化

上周美国公布的首次申请失业救济人数下滑，市场风险情绪的改善延续。全周来看，美国十年期国债收益率反弹 8.35 个 bps，收于 2.784%，两年期国债收益率上升 7.31 个 bps，收报 2.614%，利率曲线略微陡峭化。

中国十年期国债收益率从去年年底的 3.3% 下降至 3.09%。中国央行上周三进行 3500 亿 7 天逆回购和 2200 亿 28 天逆回购，当日净投放 5500 亿，显示央行对于春节期间资金面维稳开始提前布局。预计降准和公开市场大量净投放之下，春节前后中国银行间市场资金面将继续保持平稳。我们维持年度展望关于中国债市的观点，即中国利率债价格仍有上升空间。

图表 3：美股连续两周反弹



数据来源：Bloomberg, 宜信财富

图表 4: 全球股市继续反弹

股票-国家(当地货币)	% w/w	% m/m	% YTD
上证综合指数	1.7	2.4	4.1
香港恒生指数	1.6	5.7	4.8
台湾加权指数	0.8	1.7	1.1
韩国 KOSPI 指数	2.3	3.1	4.1
标普 500 指数	2.9	8.2	6.5
欧洲 Stoxx 600 指数	2.2	6.1	5.7
英国富时 100 指数	0.7	3.8	3.6
日经 225 指数	1.5	1.3	3.3
澳洲 ASX 指数	1.8	6.8	4.1
加拿大 TSX 指数	2.4	8.2	6.8
印度 BSE 100 指数	0.8	-0.7	0.0
股票-地区(美元)			
MSCI 全球	2.2	7.4	6.2
MSCI 亚洲(不包括日本)	1.6	4.8	4.3
MSCI 大中华	1.9	5.9	5.1
MSCI 新兴市场	1.7	6.3	5.4
MSCI 东盟	0.7	6.2	5.4

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	3.09	-1.5	-22.5	-20.9		
美国	2.78	8.4	-2.2	10.0		
德国	0.26	2.4	3.4	2.2		
英国	1.35	6.2	8.6	7.5		
日本	0.01	-0.2	-1.3	1.4		
韩国	2.01	1.7	7.8	5.6		
澳洲	2.32	0.8	-2.7	-0.3		
加拿大	2.04	8.0	2.3	7.0		
印度	7.59	0.0	32.4	22.1		
商品	价格	% w/w	% m/m	% YTD		
布伦特原油	(美元/桶)	62.70	3.7	15.4	16.5	
黄金(美元/金	衡盎司)	1282.1	1	-0.6	1.8	0.0
道琼斯商品	指数	607.89	2.2	3.8	6.1	
		6029.5				
铜(美元/吨)		0	1.8	0.9	1.4	

数据来源: Bloomberg, 宜信财富

图表 6: 美元指数略有回升

货币	汇率/指数	% w/w	% m/m	% YTD
美元兑在岸人民币	6.7778	0.2	-1.6	-1.5
美元兑离岸人民币	6.8034	0.6	-1.3	-1.0
人民币汇率指数	93.35	0.0	0.1	0.1
美元指数	96.34	0.7	0.1	0.2
欧元兑美元	1.1363	-0.9	-0.7	-0.9
英镑兑美元	1.2872	0.2	1.7	0.9
美元兑瑞士法郎	0.9954	1.2	0.8	1.4
美元兑日元	109.78	1.2	-1.3	0.1
美元兑韩圆	1,122	0.5	-0.5	0.5
澳元兑美元	0.7168	-0.7	0.8	1.7
新西兰元兑美元	0.6743	-1.3	-0.5	0.4
美元兑加币	1.326	-0.1	-1.8	-2.8
美元兑印度卢比	71.19	1.0	2.1	2.0
德银新兴市场货币指数	86.38	0.3	1.6	1.6

数据来源: Bloomberg, 宜信财富