

2019年1月28日

宜信财富：美国政府暂时开门 3 周

- 上周五特朗普与国会达成临时法案，美国政府暂时恢复开门 3 周，如果后续边境墙预算谈判无法达成，特朗普称将重新开启对抗或宣布国家进入紧急状态以获取修墙资金
- 中国 2018 年四季度 GDP 同比增速降至 6.4%，持平于 2009 年 1 季度创下的近 20 年季度增速低点
- 中国央行设立央行票据互换工具为银行发行永续债提供流动性支持
- 欧洲央行维持利率和前瞻指引不变，强调经济增长面临下行风险
- 全球股市整体收平，美联储提前结束缩表消息支撑美股

李琳 博士
宜信财富董事总经理
资产配置策略研究负责人

丁孟
资深经济学家

夏天然 博士
投资策略师

每周观点聚焦

上周五，特朗普与国会达成临时法案，美国政府暂时恢复开门 3 周。临时法案同意采取临时资金措施，这将允许联邦雇员重返工作岗位，但这个临时资金措施不包括特朗普在过去一个月中要求的希望用来修建边境墙的数十亿美元资金。特朗普提到，如果共和党人和民主党人无法在 2 月的最后期限之前就修墙的资金达成协议，他说他已准备好重新开始对抗或宣布国家紧急状态，以绕过国会获取修墙资金。

中国四季度 GDP 增速跌至近 20 年低位，欧洲央行也转为强调经济下行风险。面对这种经济放缓压力，主要央行都在货币政策上做出了进一步宽松或进一步宽松的暗示：欧洲央行继续承诺将低利率至少保持至 2019 年夏季；为缓解银行一级资本对于放贷的限制，中国央行设立央行票据互换工具为银行发行永续债提供流动性支持；上周五更有报道称美联储可能提前结束缩表。

全球重要央行相继传递出的鸽派信号扭转了全球股市在上周初的跌势。特朗普与国会达成临时法案，美国政府暂时恢复开门 3 周，也边际提升了市场的风险意愿。受美联储可能提前结束缩表报道的影响，美元指数大跌，美国国债收益率回落，黄金价格回升至 2018 年年中以来新高。

本周市场关注的焦点将是周三和周四刘鹤访美进行贸易战相关谈判。除此之外，中国 1 月 PMI，美国 1 月非农就业、四季度 GDP 和美联储利率决议同样值得关注。

重大政策事件追踪

国会通过临时法案，美国政府“暂时”恢复开门

上周六（1月26日）外媒报道，美国总统特朗普与国会达成共识，决定签署临时法案，在2月15日前为一系列联邦机构提供资金，持续了5周的政府关门事件得以告一段落。我们此前已经多次提及，创历史记录关门事件已经对经济造成了一定的影响，80万名政府雇员处于待业或无薪工作状态，特朗普的反对率也有所提升，采用临时法案恢复政府机构运转的可能性很高（详见《关门僵局或由临时方案打破》）。

但政府重新开门也只是暂时的，在2月15日之前，国会和特朗普之间仍需要就边境墙预算资金进行讨论，如果双方无法达成协议，政府可能再次关门。目前双方的态度依然很强硬，预计难以在三周内互相妥协。而据报道，白宫已为特朗普宣布南部边境进入紧急状态做准备，一旦三周后无法取得修墙资金，特朗普就会宣布进入紧急状态，并可绕过国会获得高达70亿美元的资金，这部分资金将从财政部、国防部、国土安全部等部门抽取，陆军工程兵团将被部署建造隔离墙。

我们认为，如果特朗普真的采取此行动，将极大恶化两党关系，当前对立的局面更加难以调节，后期特朗普推行的任何政策可能都会在国会受阻。两党之争是今年美国经济的不确定性因素之一，不排除影响扩大后会加速美国经济衰退的到来。

欧洲央行维持货币政策不变，强调经济面临下行风险

上周进行的欧洲央行货币政策会议上，欧洲央行维持利率和将把低利率至少保持至2019年夏季的货币政策前瞻指引不变，会议声明中对于经济增长前景的判断从12月会议的大致平衡转为经济下行风险增大，地缘政治因素带来的持续不确定性、贸易保护主义威胁、新兴市场脆弱性和金融市场的波动性上升是欧洲央行对于经济前景评估变化的主要原因。

德拉吉一如之前保持了对于经济的谨慎立场和对于货币政策的鸽派倾向。从会后新闻发布会透漏出的信息来看，本次会议内容着重于对于经济和货币政策的评估，而不是讨论可能的货币政策选项。我们预期对于经济增长前景的评估转弱可能会使欧洲央行在未来决定是否升息时更加谨慎。我们继续维持欧洲央行今年开始加息的概率小于50%的判断不变。

重要经济数据分析

中国四季度和12月经济数据综述：低位企稳，前景黯淡

上周中国公布了2018年12月和全年的宏观经济数据，2018年四季度中国GDP同比增速降至6.4%，持平于2009年1季度创下的近20年季度增速低点，全年GDP增速为6.6%，相比2017年下降0.2个百分点。12月月度经济数据相比前月略有企稳，但综合近期金融、外贸、企业盈利等数据，中国经济增长仍面临较大的下行压力。

2018年四季度中国GDP同比增速创2009年以来最低水平

2018年四季度中国GDP同比增长6.4%，创2009年一季度以来最低季度同比增速，全年四个季度GDP同比增速逐季下滑，分别为6.8%、6.7%、6.5%、6.4%。

分三大产业来看，第二产业GDP同比增速上升至5.8%，但第一产业和第三产业GDP增速分别下滑至3.5%和7.4%。

全年来看，2018年全年GDP增长6.6%，从支出法角度，对比2017年，消费对于GDP增速的拉动从4.1%上升至5%，资本形成总额对于GDP增速的拉动下降至2.1%，货物和服务的净出口对于GDP的拉动从0.6%下降至-0.6%。预计已有的减税政策和可能推出的更多减税和鼓励消费的政策将部分抵消收入下滑、房价和股市

低迷对于消费的负面影响。房地产投资和基建投资反弹力度有限，未来仍需政策放松支持。外需走弱和贸易战环境下，外需对于经济的贡献预计难有起色。

工业生产增长 12 月份数值低位企稳，全年工业生产增速下降 0.4 个百分点

12 月工业增加值同比增长 5.7%，相比 11 月同比增速上行 0.3 个百分点。分项来看，制造业同比增速从 5.6% 小幅下滑至 5.5%，包括电力、燃气和水的生产的公用事业同比增速从 9.8% 下滑至 9.6%，采矿业生产有较大提升，同比增速从 2.3% 上升至 3.6%，分产品来看，主要工业品涨跌互现：发电量、水泥、乙烯同比增速有所回升，钢材、有色同比增速下降，工业核心设备——金属切削机床、工业机器人的生产同比增速都在下降。2018 年全年工业增加值同比增速从 2017 年的 6.6% 下滑至 6.2%，制造业月度平均同比增速从 2017 年的 7.15% 下降至 2018 年的 6.18%，是拖累 2018 年工业增加值同比增速走低的主要原因。

前期公布的官方和财新 PMI 均下滑至 50 的荣枯分界线以下，进出口数据显示外需走弱，PPI 同比增速大幅回落表明工业品价格下行压力大，工业企业利润同比增速转负，预计近期工业生产增速难有大幅反弹。

社会零售消费反弹，但全年居民收入增速创两年新低

12 月社会零售总额同比增长 8.2%，相比 11 月略微提升 0.1%，但仍处年内次低点。分产品种类来看，消费增速提升主要来自于必需品消费上升。粮油食品、饮料、烟酒服装鞋帽、日用品销售、家电、家具和中西药销售有所改善，建筑材料、石油制品以及化妆品、珠宝是拖累增速的主要原因。

2018 年全年社会零售销售增长 9%，比 2017 年增速下降 1.2%，增速为 2002 年以来最低。而实际居民消费增速更低：2018 年，全国居民人均消费支出实际增长 6.2%。其中，城镇居民人均消费支出实际仅增长 4.6%。2018 年，全国居民人均可支配收入实际增长 6.5%。其中，城镇居民人均可支配收入实际仅增长 5.6%，增速为 2016 年 12 月以来最低。实际居民收入增长和消费支出增长的速度弱于社会零售销售。

固定资产投资增速持平上月，全年增速创 2000 年以来新低

2018 年 12 月固定资产投资累计同比增速 5.9%，创 2000 年以来新低。相比 2018 年 11 月，三大类投资中，制造业投资累计增速持平在 9.5%；不包含电力的基础设施投资增速小幅上升至 3.8%；房地产投资累计增速微降至 9.5%。

制造业投资增速下半年反弹是固定资产投资增速不至于更大幅度滑坡的重要原因，2017 年低基数效应是重要原因。但在工业企业利润同比增速转负，外需开始走弱的背景下，制造业增速预计将逐步回落。

作为稳增长的主力，基建投资未来能否受益于政策放松而企稳值得关注。中央经济工作会议提出积极财政政策要加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券的规模；人大授权国务院提前下达部分地方政府债务额度，显示稳增长仍很大程度上依赖于基建投资稳定。预计，在政策支持下，基建投资增速将逐渐提升。

房地产数据喜忧参半，未来不排除政策放松

房地产相关数据喜忧参半：房地产销售方面，房屋销售面积增速下滑 0.1 个百分点，销售额上升 0.1 个百分点；房地产投资方面，土地购置面积下降 0.1 个百分点，新开工、施工同比增速均有所上升，竣工面积同比降幅收窄；资金到位增速显著下行 1.2 个百分点，连续三个月下行，显示房地产企业仍面临较大的资金压力。

从中央经济工作会议至今，全国已有多地给楼市松绑：杭州和珠海放松对于购房时连续社保缴纳的要求、广州放开对商业服务类物业项目销售对象的限制、佛山放宽入户条件、深圳市四大银行降低首套房贷上浮利率、山东菏泽取消限售政策，合肥松绑限购，北京、银川、广州和福州放松对于提取和受用公积金的手续或要求。

以在固定资产投资中占比分析，房地产和基建对于投资的直接拉动作用相当，考虑到房地产对于上下游投资和消费的间接拉动，其对于稳增长贡献更大。经济下行压力下，不排除 2019 年为稳增长进一步放松房地产政策的可能。

中国多省下调经济增速目标

中国多个省份相继公布了 2018 年全年经济增速和 2019 年经济增长目标。在总量和增速方面，江苏和西藏 GDP 成绩比较亮眼：其中，江苏省 2018 年 GDP 总量达 9.2 万亿元，增长 6.7% 左右，这是全国第一个宣布 GDP 突破 9 万亿元大关的省份。西藏自治区 2018 年 GDP 增长 10% 近 5 年保持两位数增长。而天津 2018 年 GDP 增速仅为 3.6%，在各省 GDP 增速中为最低。

在已公布 2019 年 GDP 增长目标的 13 个省份中，有 8 个省份下调了经济增速目标，新疆降幅最为明显，GDP 增速目标从 7% 下调到 5.5%。北京、河南、福建、安徽和湖北采用经济增速目标区间，北京、河南、福建和安徽目标区间上限为 2018 年经济增长目标，区间下限则较之下调 0.5 个百分点；只有湖北目标区间设定为 2018 年经济增速目标为下限，上限则较之上调 0.5 个百分点。

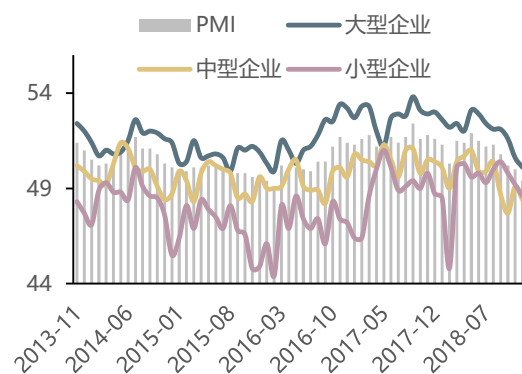
地方两会往往被认为是全国两会的风向标，预计面临经济下行压力，今年全国 GDP 增速目标也将在 3 月两会上有所下调。

图表 1：12 月工业生产增速低位企稳



数据来源：Wind，宜信财富

图表 2：制造业 PMI 跌至 50 下方



数据来源：Wind，宜信财富

大类资产走势回顾

提前结束缩表消息提振美股，利好政策或助力 A 股触底回升

上周美股震荡收平，标普 500 指数小幅下跌 0.2%，结束了连续 4 周上涨的态势。在没有较多重大消息刺激的背景下，上周初美股连续两日小幅回落，但有关美联储方面的消息刺激了美股在上周五上涨。据《华尔街日报》消息，美联储正接近于决定维持一个比两年前开始缩减资产负债表时预期的更大的国债投资组合，而不是像此前所说的让部分债券自然到期，且不进行再投资。这意味着美联储可能会提前结束缩表。联邦基金期货显示，市场对本周美联储议息会议上不加息的预期概率高达 99.5%，2019 年全年加息的概率仅为 29%，其中仅加息一次的概率为 25.4%。预计美联储会在本周的会议中继续发出明确的鸽派信号：保持“耐心”，直到不确定性消失。如果鸽派态度有所强化，美股将再度得到支撑。

连续上涨后，上周全球股市同样走平，MSCI 全球股指上涨 0.1%，新兴市场表现相对好，MSCI 新兴市场指数上涨 1.4%。A 股连续第四周收涨，上周上证综指上涨 0.2%。在贸易战有所缓和的背景下，A 股当前继续消化内部信息，近期高层政策频发，着力稳定经济和呵护市场，若货币政策进一步放松，将有利于 A 股在二季度触底回升。

风险意愿改善，美债收益率小跌

美国国会通过临时法案，暂时终结了政府关门和美联储可能维持一个更大的资产负债表的新闻提升市场风险情绪。全周来看，美国国债收益率变动不大，美国十年期国债收益率小幅下行 2.6 个 bps，收于 2.76%，两年期国债收益率下行 0.8 个 bps，收报 2.61%，利率曲线略微陡峭化。

中国央行推出央行票据互换工具助推银行永续债发行

中国央行上周宣布设立央行票据互换工具，满足最新季度末的资本充足率不低于 8%；最新季度末以逾期 90 天贷款计算的不良贷款率不高于 5%；最近三年累计不亏损；最新季度末资产规模不低于 2000 亿元；补充资本后能够加大对实体经济的支持力度五个条件的银行发行的永续债将视为可以进行央行票据互换操作的合格品种。公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据，同时将主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入中国人民银行中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、常备借贷便利(SLF)和再贷款的合格担保品范围。

在具体操作上，央行票据互换操作采用固定费率数量招标方式，面向公开市场业务一级交易商进行公开招标。中国人民银行从中标机构换入合格银行发行的永续债，同时向其换出等额央行票据。到期时，中国人民银行与一级交易商互相换回债券。银行永续债的利息仍归一级交易商所有。央行票据互换操作的期限原则上不超过 3 年，互换的央行票据不可用于现券买卖、买断式回购等交易，但可用于抵押，包括作为机构参与央行货币政策操作的抵押品。央行票据期限与互换期限相同，即在互换到期时央行票据也相应到期。在互换交易到期前，一级交易商可申请提前换回银行永续债，经中国人民银行同意后提前终止交易。根据央行公告，由于央行票据互换操作作为“以券换券”，不涉及基础货币吞吐，对银行体系流动性的影响是中性的。

永续债可以补充银行一级资本充足率。一级资本充足与否将直接影响商业银行能否通过银保监会 MPA 考核，是除存款来源和存款准备金外对于银行进行信贷投放最大的制约。从商业银行 2018 年 3 季报来看，系统性重要银行的一级资本充足率平均只比银保监会的要求高 2 个百分点，如果将来扩大信贷投放，必然将受到资本充足率的约束。央行此番政策意图在于通过为银行永续债发行提供流动性，扩大银行永续债的需求，为银行通过永续债发行改善银行资本充足率创造条件。间接起到提升银行放贷意愿的作用。属于央行疏通货币政策传导渠道的步骤。未来为对冲经济下行风险，在上述疏通货币政策传导渠道的结构类政策之外，央行还可能通过降准降息扩大宽松政策。

目前银保监会尚未出台对于参与央行票据互换的银行永续债是否可以从永续债持有银行资产负债表上出表的认定，如果未来政策认可永续债参与央行票据互换后从持有银行的资产负债表上出表，将有利于商业银行通过互持永续债缓解一级资本不足的压力，有利于商业银行进行更多信贷投放。

此前银保监会允许保险公司投资银行发行的永续债，也为银行永续债增加了需求。

美元指数暴跌带动金价攀升

上周黄金价格大幅上涨，全周涨幅达到 1.8%，为各类资产中表现最佳。上周前四天，金价起伏较小，但上周五（1 月 25 日）当日大幅上涨，现货黄金价格涨幅近 1.9%，一举突破 1300 美元关口达到 1305 美元/盎司，为 2018 年年中以来最高。

金价当天的上涨主要得益于美元回落，上周五美元指数下跌 0.76%，跌破 96 关口。美元指数虽然受到美国政府暂时恢复开门的支撑，但美联储提前结束缩表的消息显然影响更大，因为其代表美联储立场的更进一步鸽化。

后期金价依旧受到一些不确定性因素的影响，包括中美贸易谈判的进展、美国国会关于修建边境墙的预算讨论、以及委内瑞拉与美国断交事件等，下周美联储的议息会议更值得高度关注，如果美联储维持鸽派，黄金价格有望维持在 1300 美元/盎司以上。

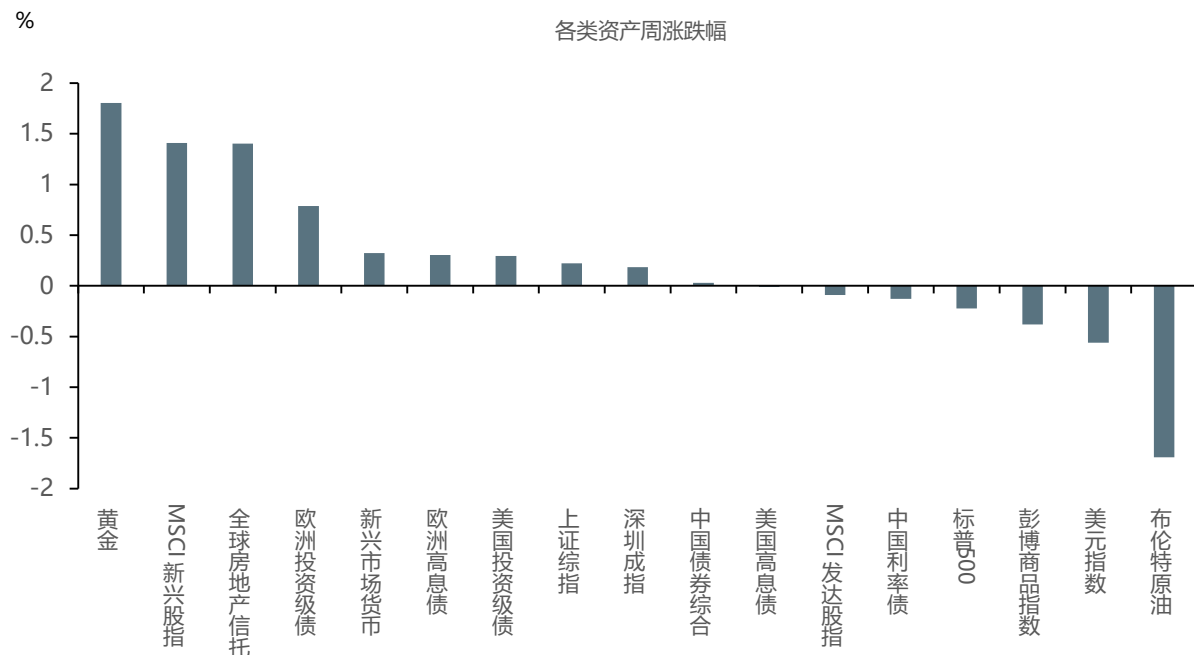
多重因素扰动油价，布油终结连涨

上周国际油价收跌，结束了此前连续三周上涨的态势。布油和美油分别下跌 1.7%和 0.8%至 61.5 美元/桶和 53.6 美元/桶。上周原油价格下跌的重要因素是美国原油产量的飙升。根据美国能源资料协会（EIA）的数据，截至 1 月 18 日当周美国汽油库存大涨 405 万桶，达到历史高位，原油库存也大涨 797 万桶。且美国原油产能也在增加，现在美国已经超过沙特和俄罗斯，成为全球最大的原油生产国，日产量高达 1200 万桶。

但油价得到另一个因素的支撑，即委内瑞拉动荡的政局。反对派领导人瓜伊多上周被美国、巴西、哥伦比亚等多国承认为“临时总统”，且美国表示可能对委内瑞拉的石油出口实施制裁，此举遭到现任总统马杜罗的强烈抗议，并宣布与美国断绝关系。委内瑞拉政局的动荡导致市场预期其石油产量会大幅下降，可能从当前的 100 万桶/日快速下降至 70 万桶/日，这也是上周后两日油价出现回升的重要原因。

短期内，原油走势主要取决于委内瑞拉局面，若美国正式实施制裁，油价还有上涨的动力。但考虑到全球原油充裕的供给以及全球经济下行导致的需求不足，原油难形成有效突破。

图表 3：金价创 2018 年年中以来新高



数据来源：Bloomberg, 宜信财富

图表 4: 欧美股指震荡收平

股票-国家(当地货币)	% w/w	% m/m	% YTD
上证综合指数	0.2	4.1	4.3
香港恒生指数	1.8	7.5	6.7
台湾加权指数	1.4	5.2	2.5
韩国 KOSPI 指数	2.5	7.4	6.7
标普 500 指数	-0.2	8.0	6.3
欧洲 Stoxx 600 指数	0.2	6.7	6.0
英国富时 100 指数	-2.3	1.8	1.2
日经 225 指数	0.5	7.5	3.8
澳洲 ASX 指数	0.4	7.5	4.6
加拿大 TSX 指数	0.4	11.5	7.3
印度 BSE 100 指数	-1.3	0.0	-1.3
股票-地区(美元)			
MSCI 全球	0.1	8.2	6.3
MSCI 亚洲(不包括日本)	1.4	7.2	5.8
MSCI 大中华	1.7	8.0	6.8
MSCI 新兴市场	1.4	8.9	6.9
MSCI 东盟	0.3	7.6	5.7

数据来源: Bloomberg, 宜信财富

图表 5: 美债收益率小幅下行

10 年国债收益率 (%)	bp w/w	bp m/m	bp YTD	
中国	3.14	4.4	-16.5	-16.5
美国	2.76	-2.6	-4.9	7.4
德国	0.19	-7.0	-5.6	-4.8
英国	1.30	-4.7	4.4	2.8
日本	-0.01	-1.6	-2.4	-0.2
韩国	2.00	-1.0	6.5	4.6
澳洲	2.21	-10.4	-15.2	-10.7
加拿大	1.98	-5.9	-0.5	1.1
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)	61.64	-1.7	13.2	14.6
黄金(美元/金 盎司)	1305.2	1.8	3.0	1.8
道琼斯商品 指数	606.11	-0.3	4.2	5.8
铜(美元/吨)	6037.5	0.1	1.8	1.5

数据来源: Bloomberg, 宜信财富

图表 6: 美元指数回落

货币	汇率/指数	% w/w	% m/m	% YTD
美元兑在岸人民币	6.7483	-0.4	-2.0	-1.9
美元兑离岸人民币	6.7536	-0.7	-2.0	-1.7
人民币汇率指数	93.87	0.0	1.0	0.6
美元指数	95.79	-0.6	-1.3	-0.4
欧元兑美元	1.1406	0.4	0.5	-0.5
英镑兑美元	1.3196	2.5	4.5	3.5
美元兑瑞士法郎	0.9939	-0.2	-0.2	1.2
美元兑日元	109.55	-0.2	-1.6	-0.1
美元兑韩圆	1,121	-0.1	-0.4	0.5
澳元兑美元	0.7179	0.2	1.6	1.8
新西兰元兑美元	0.6839	1.4	1.6	1.8
美元兑加币	1.3218	-0.3	-2.6	-3.1
美元兑印度卢比	71.18	0.0	1.6	2.0
德银新兴市场货币指数	86.66	0.3	2.2	2.0

数据来源: Bloomberg, 宜信财富