

2019年2月25日

宜信财富：“经济差-政策松-股市涨”还能持续吗？

每周观点聚焦

上周重要经济数据较少，主要集中在欧美，其中，美国公布的经济数据延续了疲弱态势，1月成屋销售数据和去年12月耐用品订单数据均不及预期，欧元区2月制造业PMI大幅不及预期，并跌破枯荣线至49.2的水平。

这样疲弱的数据也推动了两个地区央行继续释放出鸽派言论：上周公布的美联储1月会议纪要显示，美联储很可能在今年早些时候停止缩减资产负债表，下一次加息也可能继续推迟；欧央行的货币政策会议纪要中则提到，其正在为向银行提供更多多年低息贷款做准备，以确保即使在经济放缓期间银行也能继续向经济提供信贷。

不仅欧美央行态度继续偏鸽，中国央行同样在维持宽松的政策方向。上周中国央行公布的《四季度货币政策执行报告》中，删除了“稳健货币政策要保持中性，松紧适度，把好货币供给总闸门”的提法，进一步增加了货币政策放松的想象空间。

在主要央行的“阵阵鸽声”影响下，全球股市继续保持了上涨的势头，美股已经连续9周上涨，A股则在上周用4.5%的涨幅（上证综指涨幅4.5%，深证成指涨幅6.5%）牛冠全球。但美股和A股都走向了“经济差-政策松-股市涨”的模式，市场的表现反映是央行宽松的预期，但似乎忽视了企业盈利增长预期的下降。

本周关注的焦点是：中美贸易谈判的最新进展，英国脱欧协议在下议院的关键性投票，美国2018年四季度GDP、个人消费支出、进出口增速等数据，中国2月官方和财新PMI数据。

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

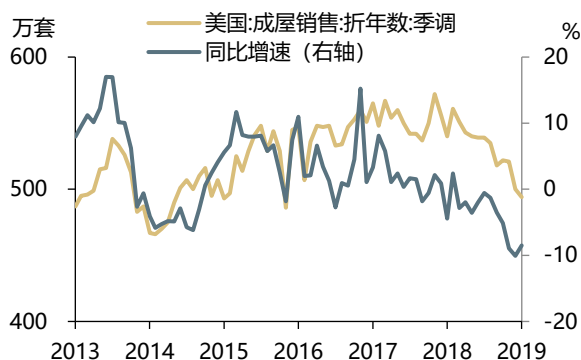
美国经济数据继续疲软

上周美国公布了部分重要数据，整体依然延续了 1 月数据疲软的态势。1 月成屋销售年化总数为 494 万户，低于预期的 500 万户和前值 500 万户，为 2015 年 12 月以来最低水平。虽然特朗普减税政策刺激美国经济在 2018 年继续上涨，但成屋销售水平自 2017 年底以来就保持连续下跌之势，房地产市场的降温已经成为美联储进行货币政策决议时考虑的重要问题。不过，从租售比、空置率等指标来看，美国房地产市场尚且健康，还不能得出地产行业成为下一次危机爆发点的结论。

因政府关门而延期公布的 2018 年 12 月耐用品订单数据上周公布，其环比初值为 1.2%，虽然好于前值 1.0%，但低于预期的 1.8%。同比增长 3.5%，为 2017 年 8 月以来次低水平。耐用品订单数据是制造业生产的领先指标，对投资数据也有一定的领先性，这或意味着去年四季度美国经济表现会低于预期。

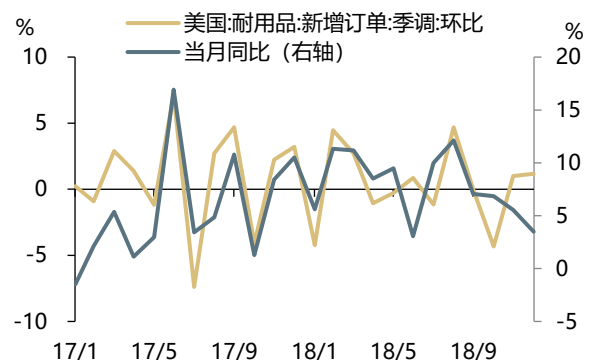
从近两周陆续公布的经济数据来看，美国经济在 2018 年四季度已经出现了明显的退坡，美股的大跌已经提前反应出来。经济表现的疲弱加大了决策者的担忧，近期美联储官员们不断释放出鸽派言论，刚公布的美联储 1 月份会议纪要已经强烈暗示今年会停止缩表计划。目前美国经济的主要前瞻指标还未出现危机的信号，但如果后期数据持续走弱，经济衰退的到来或将更为临近。

图表 1：美国成屋销售增速储蓄下滑



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

欧元区制造业 PMI 跌破荣枯分界线

欧元区 2 月制造业 PMI 下降至 49.2，大幅低于前月和市场预期。服务业 PMI 上升至 52.3，好于市场预期，并带动综合 PMI 上升至 51.4。自 2017 年末以来，欧元区制造业 PMI 持续处于下行通道中，并于 2019 年 2 月首次跌破荣枯分界线。

欧洲央行发布的货币政策会议纪要显示，欧洲央行对于欧洲经济前景的看法转为负面，将继续保持低利率至少 2019 年夏天。欧洲央行正在为向银行提供更多多年低息贷款做准备，以确保即使在经济放缓期间银行也能继续向经济提供信贷。我们继续保持认为今年欧洲央行加息的概率小于 50% 的观点不变。

重大政策事件追踪

中国发布“粤港澳大湾区”发展规划：金融开放和基建投资值得期待

2月18日中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，规划为大湾区2022年基本形成、2035年全面建成国际一流湾区和世界级城市群做出了长期的纲领性安排。规划明确了香港、澳门、广州、深圳的具体城市定位，提出构建极点带动、轴带支撑网络化空间格局。

我们认为，大湾区一条明确的投资主线是围绕粤港澳联通以及广东境内区域发展的基础设施建设。《纲要》旨在推动形成布局合理、功能完善、衔接顺畅、运作高效的基础设施网络，为大湾区经济提供有力支撑。基础设施建设将重点围绕以下四点展开：第一、建设世界级机场群，支持香港机场第三跑道建设和澳门机场改扩建。第二、完善综合交通运输通道，推进省内深圳中山通道，深圳茂名铁路等建设。第三、强化能源储运体系，加快推进珠三角大型石油储备基地建设。第四、推进旅游发展，建设潮州到湛江并连接港澳的滨海景观公路。基础设施建设改善将进一步扩大经济辐射，通过依托粤港澳大湾区为龙头，以珠江-西江经济带为腹地，进而带动中南、西南地区发展。

金融创新和对外开放是大湾区规划的另外一个重要内容。《规划》高度强调加快金融创新和对外开放，如提出支持澳门打造中国-葡语国家金融服务平台，建设成为葡语国家人民币清算中心；提出探索澳门社会保险在大湾区内跨境使用；支持深圳建设保险创新发展试验区，推进深港金融市场互联互通和深澳特色金融合作。提出研究优化香港澳门单牌机动车进入内地行驶政策，促进人员货物往来便利化。

除此之外大湾区规划还包括鼓励创新和发展制造业：

《规划》强调要探索有利于创新要素在粤港澳地区跨境流通的政策。具体包括：鼓励粤港澳机构参与国际科创合作，支持依托深圳国家基因库发起设立一带一路生命科技联盟；加强创新基础能力建设，在科研机构布局、科技计划参与方面支持大湾区，并对港澳有序开放广东省的科技基础设施；深化区域创新机制改革，鼓励科技和人才要素流动、开展知识产权证券化试点；促进科研成果转化、强化知识产权保护，支持香港私募参与大湾区科创企业融资，建立大湾区知识产权信息交换机制和信息共享平台，发挥广州知识产权法院在知识产权行政执法中的作用。

《纲要》强调加快湾区制造业发展；增强制造业核心竞争力，促使产业链上下游深度合作，建设具有国际竞争力的先进制造业基地；优化制造业布局，以珠海、佛山为龙头建设装备制造产业带，以深圳、东莞为核心在电子信息等领域打造制造业产业集群。同时加快制造业结构调整，推动制造业智能化以培育智能制造骨干企业，提升精细化水平做精做强，加快绿色化改造升级。

中国央行四季度货币政策执行报告：流动性闸门“消失”

央行上周四发布四季度货币政策执行报告。对比之前的报告，最大变化在于去掉了“稳健货币政策要保持中性，松紧适度，把好货币供给总闸门”的提法。从货币政策展望来看，2016年四季度至2018年三季度都有“闸门”的提法，但此次央行四季度货币政策执行报告中不再保留“闸门”的字眼。我们认为“流动性闸门”如果出现，意味着货币政策偏紧或者至少是中性的，反之则货币政策是朝放松方向发展。央行在货币政策执行报告的专栏五中专门阐述了如何理解稳健的货币政策，其中提到：“全球经济增长势头有所减弱，国内经济面临下行压力，内生增长动力有待进一步增强。货币政策有较大空间，但也面临艰巨挑战。”进一步增加了货币政策放松的想象空间。

关于是否会降低存贷款基准利率，我们认为在短期内不会。因为央行目前仍强调利率“两轨合一轨”。从利率水平看，目前存贷基准利率都是历史最低水平，但回购利率、债券利率、贷款利率、非标利率都远远没有到历史最低水平，市场化利率仍远高于存贷款基准利率。按利率两轨合一轨提法，我们认为更可能的路径是市场化利率先行下行，压缩市场化利率和基准利率之间的利差。在利差收缩后，如果经济和通胀仍有下行压力，再来考虑是否下调基准利率，继续引导市场化利率下行来刺激经济。从这个角度上来看，通过引导货币市场利率下行

(比如回购利率、存单利率)，从而引导票据、债券、贷款、非标等资产的市场化利率下行是更可能的政策选择。

美联储会议纪要显示年内或停止缩表

上周美联储公布了 1 月份货币政策会议的纪要，这份纪要透露出了美联储官员们在加息节奏和缩表问题上的观点。纪要显示，若有必要，美联储将会在经济和金融环境发生改变时对缩表计划的细节作出调整。几乎所有官员都认为，在今年晚些时候结束缩表计划是“可取的”，而且应该尽早宣布，这样的声明为美联储资产负债表规模正常化进程增加更多确定性。

对于加息计划，与会官员一致认为维持当前的基准利率水平是合适的，有必要对未来进一步调整货币政策保持耐心。但在重启加息的门槛上，官员们产生了分歧，一些官员表示视通胀水平而定，如果通胀高于预期，加息是必要的；一些官员则认为，如果经济增长符合预期，今年晚些时候加息比较合适；但多数官员没有确定性看法。

美联储从去年年底以来就一直展现出鸽派的倾向，这与去年四季度美股的大跌有关，在 1 月的会议纪要中，也提到了金融市场的波动，认为金融资产价格对国际贸易、财政政策和全球经济增长等信息都很敏感，因此需要继续监控金融市场，并评估其对经济前景的影响。

我们预计，美联储很可能会在 3 月份的会议上公布更新后的缩表计划，停止缩表的时间或将定于下半年或四季度。提前公布计划将稳定市场预期，并给市场带来信心。而加息的节奏可能比原计划的慢很多，例如只有一次或不加息。美股年初以来的上涨有很大程度上是因为美联储的鸽派态度，一旦后期美联储鸽派程度不及预期，市场或迎来一波调整。

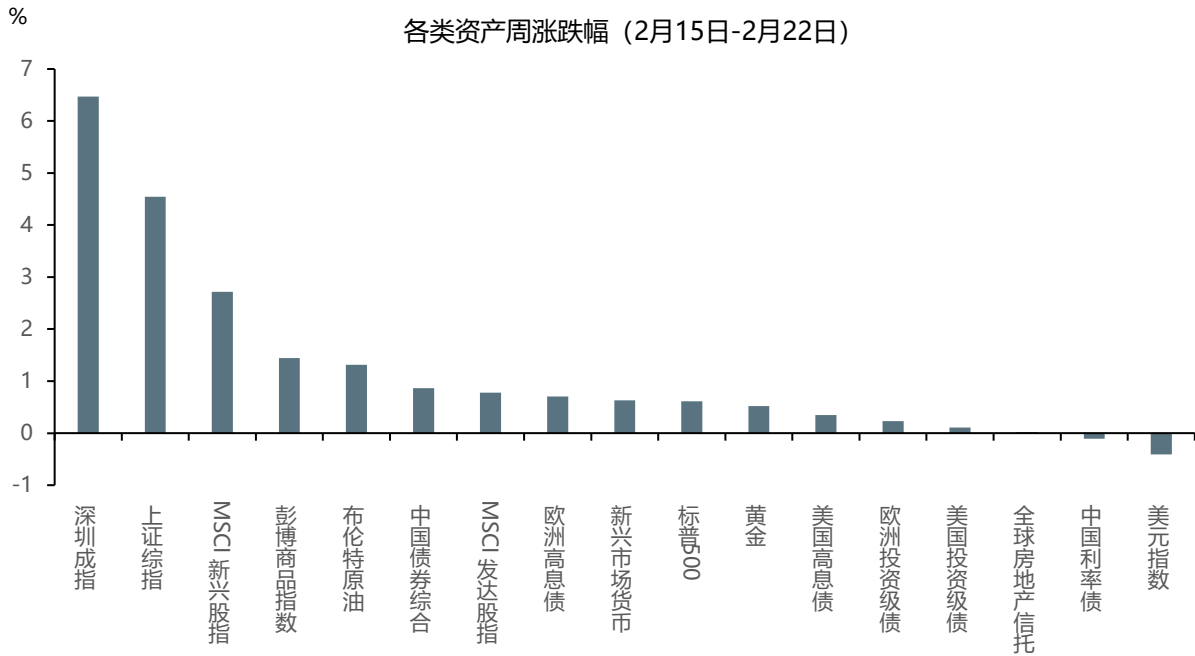
大类资产走势回顾

上周 A 股领涨全球股市

上周全球主要股指继续上涨，MSCI 全球指数上涨 1.0%，新兴市场股市整体表现好于发达市场，标准普尔指数上涨 0.6%，上证综指上涨 4.5%。自去年年底以来，美股的已经持续上涨 9 周，这一轮上涨行情的主要驱动力在于美联储鸽派声音。虽然美联储没有明确表示加息计划搁置，但华尔街已经 price in 了美联储不加息甚至降息的预期。上周美国经济数据再度疲弱，反而成为美股继续上涨的动力，因为市场预期美联储会因此保持鸽派。随着标普 500 指数逼近 2800 的关键点位，股市上涨动力也略有减弱。需要注意美联储后期鸽派程度不及预期的风险。

中国 A 股上周震荡上涨，周一大幅上周，随后三天小幅调整，上周五再度大涨，上证综指全周收涨 4.5%，深证成指收涨 6.5%。从上周 A 股的表现来看，确实有牛市前兆之感：板块轮动加速，柔性屏、券商等概念板块轮番上涨；成交额突破，上周五（2 月 22 日）沪深两市成交额突破 6000 亿，为一年新高；外资持续涌入，北上资金已经连续第 18 个交易日净流入，2019 年已经迈入 1121 亿元 A 股。但我们认为，A 股上周的上涨仍然属于“躁动”行情的延续，在货币政策继续宽松、贸易谈判顺利进行、外资稳定流入等利好不断释放的背景下，A 股投资者情绪转向乐观，而估值较低的 A 股本身就具有反弹的基础。我们仍提醒投资者，躁动行情的持续需要利好消息的不断刺激，如果经济下行压力不减、企业盈利状况没有恢复，股市难以大幅上涨。后期需要关注两会期间是否有更多利好出炉。

图表 3：上周 A 股领涨全球各类资产



数据来源: Bloomberg, 宜信财富

股债跷跷板

上周美国公布的多项经济数据均差于市场预期，其中 12 月核心资本品订单环比下降 0.7%，11 月的环比增速从环比下降 0.6%进一步下修为下降 1%；2 月衡量大西洋沿岸中部地区制造业活动的费城联储商业活动指数自 2016 年 5 月以来首次萎缩；1 月成屋销售跌至三年低点。全周来看，美国十年期国债收益率下跌 1 个 bps，收于 2.65%，两年期国债收益率下跌 2 个 bps，收报 2.49%，利率曲线略微陡峭化。

中国十年期国债收益率小幅上升至 3.14%，表现出明显的股债跷跷板效应。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，中国股市最近两周来的快速反弹成为影响债市表现得最大变量。但由于股市反弹实际上在很大程度上也是基于资金成本的下降，与债市走牛源自同一影响因素，因此我们并不认为这种短期内的股债跷跷板效应将延续。

图表 4: 上证综指重返 2800 点

股票-国家(当地货币)	% w/w	% m/m	% YTD
上证综合指数	4.5	8.6	12.4
香港恒生指数	3.3	6.7	11.5
台湾加权指数	2.6	4.8	6.1
韩国 KOSPI 指数	1.6	4.8	9.3
标普 500 指数	0.6	5.8	11.4
欧洲 Stoxx 600 指数	0.6	4.6	9.9
英国富时 100 指数	-0.8	4.9	6.7
日经 225 指数	2.5	4.0	7.0
澳洲 ASX 指数	1.7	5.5	9.2
加拿大 TSX 指数	1.1	5.3	11.8
印度 BSE 100 指数	0.8	-1.2	-1.8
股票-地区(美元)			
MSCI 全球	1.0	5.4	10.8
MSCI 亚洲(不包括日本)	3.2	6.3	10.0
MSCI 大中华	4.1	8.3	13.0
MSCI 新兴市场	2.8	4.8	9.8
MSCI 东盟	1.8	2.3	6.8

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	6.2	2.5	-16.3
美国	2.65	-1.1	-8.9	-3.2
德国	0.09	-0.7	-12.9	-14.5
英国	1.16	-0.2	-16.7	-11.8
日本	-0.04	-1.7	-4.3	-3.9
韩国	2.00	3.7	1.7	4.6
澳洲	2.10	-0.4	-18.4	-22.2
加拿大	1.89	-0.4	-7.9	-7.6
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)	67.12	1.3	9.8	24.8
黄金(美元/金 衡盎司)	1329.40	0.5	3.4	3.7
道琼斯商品 指数	624.41	1.6	4.3	9.0
铜(美元/吨)	6519.00	5.3	10.1	9.6

数据来源: Bloomberg, 宜信财富

图表 6: 人民币对美元收于大半年最高位

货币	汇率/指数	% w/w	% m/m	% YTD
美元兑在岸人民币	6.7137	-0.9	-1.2	-2.4
美元兑离岸人民币	6.7096	-0.9	-1.3	-2.4
人民币汇率指数	94.38	0.0	0.5	1.2
美元指数	96.51	-0.4	0.4	0.3
欧元兑美元	1.1335	0.3	-0.2	-1.0
英镑兑美元	1.3053	1.3	0.5	2.5
美元兑瑞士法郎	1.0004	-0.5	0.2	1.6
美元兑日元	110.69	0.2	1.0	0.6
美元兑韩圆	1,125	-0.3	-0.2	1.3
澳元兑美元	0.7129	-0.2	-0.1	1.0
新西兰元兑美元	0.6846	-0.3	0.8	2.0
美元兑加币	1.3135	-0.8	-1.4	-3.5
美元兑印度卢比	71.14	-0.1	-0.3	2.0
德银新兴市场货币指数	86.49	0.6	0.4	1.8

数据来源: Bloomberg, 宜信财富