

2019年1月14日

宜信财富：中国将提升普惠性减税降费力度

- 中国财政部长刘昆表示 2019 年将进一步减税，同时扩大科创、三农等领域支出，削减三公经费支出
- 2019 年 1 月 9 日，持续三天的中美新一轮副部长级贸易磋商结束，预计本次磋商将为未来中美高层会谈奠定基础，但中美如何在美方关注的结构性问题上达成一致的可执行的协议值得关注
- 美联储主席鲍威尔再次展现鸽派态度，似乎旨在降低市场对美联储过度紧缩的担心。但他不认为美国在 2019 年会有衰退风险，更担心的是全球经济放缓对美国的冲击
- 受油价回落影响，中国 2018 年 12 月物价水平回落，通胀不会成为中国未来货币政策放松的掣肘
- 上周人民币对美元的大幅升值主要由两重利好带动：市场对中美双方贸易协议达成的预期；美联储的鸽派态度造成美元指数下跌。未来关于中美贸易谈判的走向将继续对于人民币汇率产生重大影响

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

上周全球投资者关注的焦点均集中在中美贸易谈判上，但这次“加时磋商”并没有带来一个明确的结论。从中美双方发出的声明中，我们能看出会谈的基调相对乐观，双方交流较为充分。这就为未来双方高层的进一步谈判做了很好的铺垫，但**双方如何在强迫技术转让、知识产权保护等美方最关注的问题上达成一致协议还存在很大未知数。**

不过，**市场对贸易冲突的关注度和担忧度显然已经不那么强，上周全球股市的普涨有一部分推动因素就是对中美达成一致协议的预期。**更为影响市场走势的是美国和中国各自的国内政策：**美联储再现鸽派态度，推动美股连涨 5 日；除了中国央行的全面降准政策，上周中国财政部长刘昆表示 2019 年将进一步减税，同时扩大科创、三农等领域支出，削减三公经费支出，财政货币两宽松为 A 股年初以来已有近百点的反弹行情。**但美股和 A 股年初以来的反弹缺乏企业盈利方面的支撑，尚不能就此扭转震荡走弱的趋势。

下周需要重点关注特朗普如何解决已经打破历史记录的政府关门僵局，过长时间的政府停摆可能会对经济造成实质冲击。1 月 15 日英国议会对脱欧协议投票、欧洲央行和英国央行行长的讲话也会影响市场。

重大政策事件追踪

中国财政部长刘昆谈减税：将深化增值税改革和降低社保费率

2019 年 1 月 11 日，中国财政部长刘昆接受专访时对于 2019 年减税措施做出预期和解释：

减税的具体举措：刘昆表示，在 2019 年 1 月 1 日新个税全面实施基础上，我国 1 月 9 日再次决定推出一批针对小微企业的普惠性减税措施，涉及 1798 万家企业，占全国纳税企业总数的 95% 以上，其中 98% 是民营企业，预计每年可以为小微企业减负约 2000 亿元。下一步还将深化增值税改革，研究制定降低社保费率的综合方案。

如何理解减税规模：刘昆表示，我国 2018 年的减税降费规模达到了 13000 亿元，其占 GDP 的比重高于世界上任何国家。根据宜信测算，该金额约相当于 2017 年名义 GDP 的 1.57%。

除减税措施以外，刘昆表示对于三大攻坚战、科技创新、供给侧结构性改革、三农、民生等领域的资金投入将有大的提高。而对于三公经费的支出将有所下降，一般性的支出将比去年下降 5% 以上。

中美达成贸易协议预期升温，但仍需时日

2019 年 1 月 9 日，持续三天的中美新一轮副部长级贸易磋商结束，北京时间 1 月 10 日，中美双方各自发布了简短声明，确认双方进行了充分的意见交流。预计本次磋商将为未来中美高层磋商奠定基础。

本次美国贸易代表团访华是对中美双方首脑之前在 G20 峰会上达成的协议内容的落实步骤之一。从各方在会谈前后的表态来看，本次会谈基调相对乐观，给未来中美更高层的会谈奠定了初步的基础，例如美国总统特朗普发布推文称“与中国的谈判进展顺利”，中国外交部发言人陆慷在会后表示，北京方面将很快就磋商发表声明，并且补充说，会谈延长一天表明双方对谈判都很认真。但预计缺乏会谈细节显示最终协议仍需时日，并且双方在结构性问题上的谈判仍是难点。

相比中方声明仅提到双方就贸易和结构性问题进行了广泛、细致交流，美方声明一方面强调双方讨论了未来的任何协议都需要有明确的有效实施方案；另一方面更清楚地列示了具体的结构性问题和贸易问题，包括：结构性问题：中国在强迫技术转让，知识产权保护，非关税壁垒，网络入侵和网络窃取商业、农业和服务业领域做出必要的结构性改变；贸易问题：中国承诺从美国购买大量农业、能源、制造业和其他产品和服务。

现阶段中美贸易谈判主要围绕贸易和结构性问题两大领域，相比中国在贸易领域更多购买美国产品，预计关于中美双方如何在结构性问题上，即美国关心的中国强迫技术转让、知识产权保护，非关税壁垒，网络入侵和窃取商业机密领域达成美方强调的有约束的并能够有效执行的协议是目前谈判面临的最棘手的问题。

鲍威尔再度展现鸽派态度

2019 年 1 月 10 日（周四），美联储主席鲍威尔在美国华盛顿俱乐部与凯雷集团联席执行董事长 David Rubenstein 对话，在连续多位美联储官员发表鸽派言论之后，市场对美联储主席的这次讲话没有太高的预期，事实上，在货币政策的方向上，鲍威尔确实表现出了与其他官员一致的鸽派态度。他的讲话中多次强调“耐心”和“观望”，并表示美联储会“快速”且“灵活”地转变政策，如果经济环境需要。似乎旨在降低市场对美联储过度紧缩的担心。

值得注意的是，鲍威尔并不认为美国经济在 2019 年会有衰退风险，他更担心的是全球经济放缓对美国的冲击。我们认为，鲍威尔的讲话反映了他的立场，但美国经济的下行才可能是带领全球经济放缓的重要原因，预计美国经济下行的压力在下半年显著加大。

重要经济数据分析

中国外汇储备上升，但估值因素是主要原因

1月7日，中国公布2018年12月外汇储备数据，其中外汇储备相比11月增长110亿美元至30727亿美元，相比2017年末，全年外汇储备下降672.37亿美元。

美元走弱和美债价格上涨带来外储估值上升是12月外汇增长的主要原因：12月全月美元指数下跌1.13%，欧元对美元上涨1.17%，英镑对美元下跌0.07%，日元对美元上涨3.54%。两年期美国国债收益率下行33个bps，十年期美国国债收益率下行28.55个bps。

外储小幅上升将给央行在稳定人民币对美元汇率方面更大的操作空间，叠加美国加息节奏变缓，美元可能有所回落。预计12月央行外汇占款仍可能小幅为负，但央行降准和1月将进行定向中期借贷便利（TMLF）操作情况下，银行间市场流动性仍将保持充裕。

油价回落带动中国物价降幅超预期

1月10日，中国公布了2018年12月CPI和PPI，其中CPI同比增速从11月的2.2%回落至1.9%，PPI同比增速从12月的2.7%大幅回落至0.9%。油价下跌拖累PPI和CPI相关分项价格回落是CPI和PPI同比增速回落的主要原因。

12月CPI环比0%，分项来看，食品项强于非食品项，食品价格环比增长1.1%，非食品价格环比下跌0.2%，非食品项下滑拖累整体CPI增速。食品分项中，鲜菜环比涨幅最大，上涨3.7%，猪肉环比上升0.7%。非食品方面，受国际原油价格下跌拖累，发改委12月3次调降成品油价格，交通和通信项分项环比下跌1.9%，是跌幅最大的非食品分项。

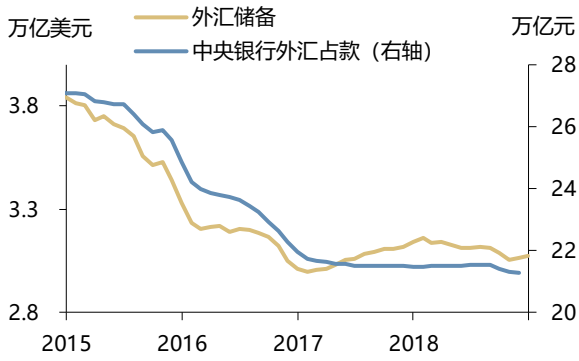
展望未来CPI变动，居民消费等经济内生因素之外，建议关注猪肉价格变动是否受到非洲猪瘟影响出现大幅攀升。非食品方面，12月我国开始推进国家组织药品集中采购，在试点的十一个城市中，药品拟中选价格平均下降52%，建议关注政策在2019年对于医疗保健价格分项的影响。

12月PPI同比增速仅为0.9%，大幅低于11月和市场估计水平。其中生产资料同比1.0%，较上月回落2.3个百分点，是带动PPI同比增速下降的主要原因；生活资料同比0.7%，较上月回落0.1个百分点。分行业看，油价下跌是导致PPI大幅下降的主要原因，石油和天然气开采业出厂价格环比下降12.9%；石油、煤炭及其他燃料加工业，环比下降7.6%，是分行业中环比下降幅度最大的行业。2018年冬季环保限产对于PPI的影响远远小于之前一年，从经济自身变动的因素以外，建议关注油价对于PPI的外生冲击。

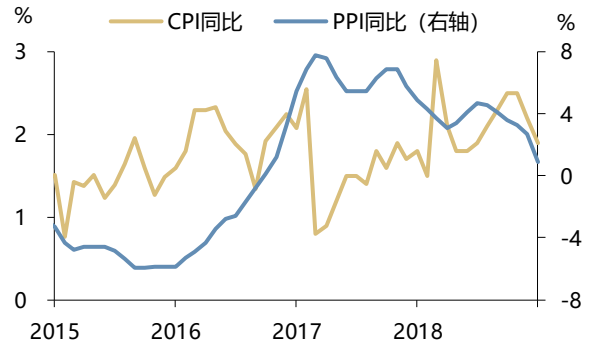
总体来看目前国内通胀上升压力小，不会成为货币政策放松的掣肘。

图表 1：中国外汇储备稳中有增

图表 2：CPI 和 PPI 双双回落



数据来源: Wind, 宜信财富



数据来源: Wind, 宜信财富

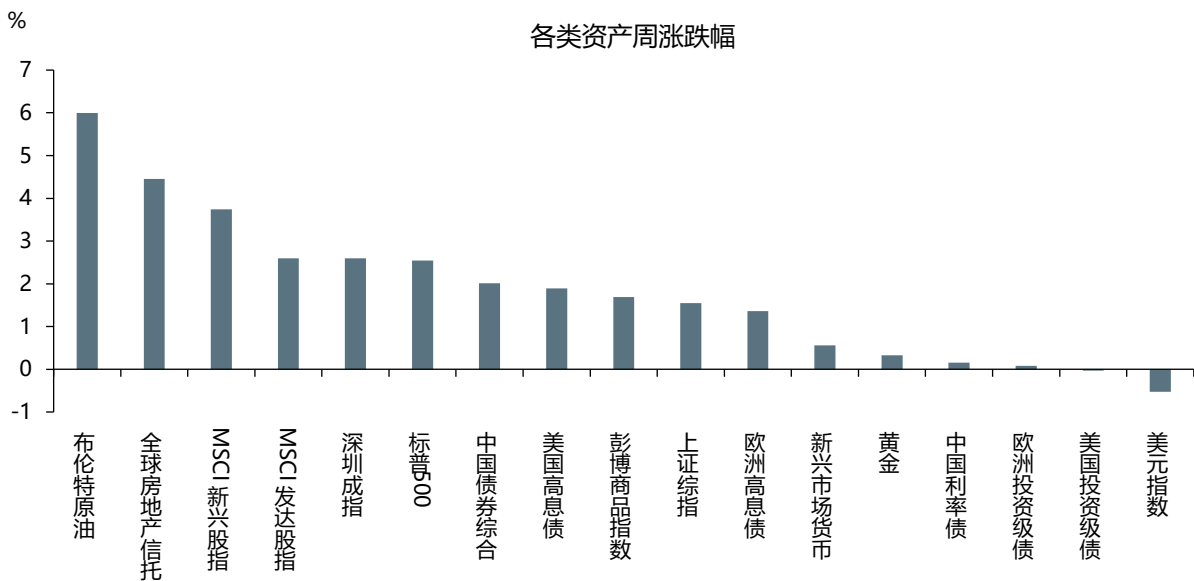
大类资产走势回顾

全球股市再上涨，A股投资需精选板块个股

上周全球股市再度普涨，MSCI 全球股指上涨 2.8%，MSCI 新兴市场指数上涨 3.8%，部分受到中美达成贸易协定预期的影响。在前一周良好经济数据和联储官员鸽派讲话的影响下，上周美股连续上涨，仅周五小幅收跌，标普 500 全周涨幅达到 2.5%。虽然上周也有一些不利于美股的消息，例如美国政府关门时间已经持续超过 21 天，刷新历史记录，但负面影响不大。美股近期的反弹并没有企业盈利的坚实支撑，如果 2018 年四季报偏弱，美股可能还会再次下跌。

A 股上周走势震荡，最终小幅收涨，上证综指上涨 1.5%。前一周全面降准的消息并未继续刺激股市大涨，A 股每日均小幅波动。从 A 股当前偏低的成交额来看，大多投资者仍处于谨慎观望的状态。我们认为，A 股的筑底可能还会持续，因为整体盈利增速回落势头没有发生变化。投资者需要更多关注一些盈利弱周期或有明确政策支持支持的板块，例如军工、游戏、5G 等，自下而上精选个股和板块可能是 2019 年 A 股投资的主要逻辑。

图表 3：布伦特原油再度领涨全球资产



数据来源: Bloomberg, 宜信财富

美国国债收益率触底回升

受中美达成贸易协议预期升温带动，全球股市反弹，全球风险情绪改善减弱了对于美债的避险需求。全周来看，美国十年期国债收益率全周上行 3.3 个 bp，收于 2.7%。

从上周公布的美联储会议纪要和包括美联储主席鲍威尔在内的委员们对于货币政策的表态来看，美国升息越来越接近顶点，并且不排除在升息中出现暂停。暂停或延缓升息将进一步利好美国国债，特别是短期限国债价格。

央行降准后，银行间市场资金面延续宽松，全周来看，中国十年期国债收益率从 3.15% 下降至 3.1%。上周公布的中国通胀数据显示无论上游和下游，都没有出现物价上升的压力，通胀压力小有助于央行继续保持相对宽松的货币政策立场，利好中国国债价格。

人民币对美元大幅升值

上周人民币对美元大幅升值，人民币对美元全周上涨 1.85%。两重利好带动人民币上涨：第一，中美副部长级贸易磋商增加了市场对于双方贸易协议达成的预期；第二，美联储越来越多释放出可能延缓加息的信号，美元指数下跌。未来关于中美贸易谈判的走向将继续对于人民币汇率产生重大影响。

图表 4: 全球股市再度上涨

股票-国家(当地货币)	% w/w	% m/m	% YTD
上证综合指数	1.5	-1.9	2.4
香港恒生指数	4.1	1.8	3.2
台湾加权指数	4.0	-0.6	0.3
韩国 KOSPI 指数	3.2	-0.3	1.7
标普 500 指数	2.5	-2.1	3.6
欧洲 Stoxx 600 指数	1.7	-0.2	3.4
英国富时 100 指数	1.2	0.6	2.8
日经 225 指数	4.1	-5.8	1.7
澳洲 ASX 指数	2.8	2.1	2.3
加拿大 TSX 指数	3.6	1.1	4.3
印度 BSE 100 指数	0.6	0.7	-0.7
股票-地区(美元)			
MSCI 全球	2.8	-0.9	3.9
MSCI 亚洲(不包括日本)	4.1	1.2	2.6
MSCI 大中华	4.8	0.3	3.1
MSCI 新兴市场	3.8	2.5	3.7
MSCI 东盟	3.6	4.8	4.6

数据来源: Bloomberg, 宜信财富

图表 5: 美债收益率回落

10 年国债收益率 (%)	bp w/w	bp m/m	bp YTD	
中国	3.11	-2.1	-17.2	-19.4
美国	2.70	3.3	-20.9	1.6
德国	0.24	3.1	-4.0	-0.2
英国	1.29	1.3	1.1	1.3
日本	0.01	5.6	-3.9	1.6
韩国	2.00	2.8	-1.2	3.9
澳洲	2.31	7.2	-14.0	-1.1
加拿大	1.96	2.6	-17.5	-1.0
印度	7.59	13.2	15.4	22.1
商品				
布伦特原油	价格	% w/w	% m/m	% YTD
(美元/桶)				
黄金(美元/金衡盎司)	60.48	6.0	0.5	12.4
道琼斯商品	1290.2	0.3	3.6	0.6
指数	5			
铜(美元/吨)	594.96	1.9	-2.4	3.9

数据来源: Bloomberg, 宜信财富

图表 6: 美元指数震荡回落

货币	汇率/指数	% w/w	% m/m	% YTD
美元兑在岸人民币	6.7630	-1.5	-1.7	-1.7
美元兑离岸人民币	6.7601	-1.5	-1.6	-1.6
人民币汇率指数	93.03	0.0	-0.2	-0.3
美元指数	95.67	-0.5	-1.4	-0.5
欧元兑美元	1.1469	0.6	0.9	0.0
英镑兑美元	1.2844	1.0	1.7	0.7
美元兑瑞士法郎	0.9835	-0.4	-1.0	0.1
美元兑日元	108.48	0.0	-4.2	-1.1
美元兑韩圆	1,116	-0.7	-1.1	0.0
澳元兑美元	0.7215	1.4	-0.1	2.4
新西兰元兑美元	0.6832	1.5	-0.4	1.7
美元兑加币	1.3267	-0.8	-0.6	-2.7
美元兑印度卢比	70.50	1.1	-2.1	1.0
德银新兴市场货币指数	86.16	0.6	1.3	1.4

数据来源: Bloomberg, 宜信财富