

经济预期内下行，关注贸易磋商结果

研究员

王陆心 (F3048090)

Tel: 021-61701587

地址：上海市浦东新区陆家嘴
环路958号华能联合大厦23层

【要点】

- 中美贸易磋商进展顺利
- 2018 四季度 GDP 如期下滑，2019 一季度稳中有降
- 外储回升，未来人民币贬值压力不大
- 12 月物价指数回落，2019 或有通缩风险
- 1 月官方制造业 PMI 反弹，但仍在荣枯线下方
- 一月央行多项举措释放流动性
- 一月美元下行，人民币贬值压力有所缓解
- 美联储 1 月 FOMC 会议未做调整，释放鸽派信号
- 美国政府春节前结束停摆
- 特朗普在国情咨文演讲中力推加强边境管控
- 美国 1 月非农数据表现亮眼
- 欧元区 PMI 再度验证经济下行
- 英国及欧洲央行按兵不动
- 澳洲联储降息可能性增大

【评论】

国内：一月公布的各项经济数据体现了我国经济的下行压力。具体表现在工业生产，消费，出口等各项方面。1 月 PMI 虽止跌，但仍处荣枯线下方。经济数据虽表现不佳，但在预期之内。另外，国内逆周期调节政策不断发力，中美贸易磋商进展顺利，美联储鸽派言论等均使得经济下行压力边际改善。综上，目前并不必要过度悲观，关注贸易磋商结果。

国际：数据方面，欧元区经济下行被 1 月 PMI 数据再度验证；美国工业生产在 11 月低迷后有所回暖，且非农数据亮眼，但仍存潜在下行压力。春节前夕，美国政府暂时终止了政府停摆，但春节期间特朗普公开讲话中对边境问题态度强硬，所以美国政府因边境问题再度停摆的可能仍存在，关注 2 月 15 日的结果。英国脱欧并没有结论性进展。

【月关注点】

- 2 月 14 - 15 日：中美经贸高级别磋商
- 2 月 15 日：美国政府停摆进程

一、中美经贸磋商进展顺利

据新华社报道，1月30日至31日，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤带领中方团队与美国贸易代表莱特希泽带领的美方团队在华盛顿举行经贸磋商。双方在两国元首阿根廷会晤达成的重要共识指引下，讨论了贸易平衡、技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、实施机制以及中方关切问题。双方就一些问题达成了原则共识，并约定于2月14-15日在北京进行新一轮高级别磋商。

二、经济数据

2.1 12月中国经济数据

表 1：1月公布中国经济数据

指标名称	频率	2018-12	2018-11	变化方向
四季度 GDP 同比	季	6.4	6.5 (三季度)	下降
CPI: 当月同比	月	1.90	2.20	下降
PPI: 全部工业品: 当月同比	月	0.90	2.70	下降
规模以上工业增加值: 当月同比	月	5.70	5.40	上升
固定资产投资完成额: 累计同比	月	5.90	5.90	持平
社会消费品零售总额: 当月同比	月	8.20	8.10	上升
贸易差额: 当月同比	月	10.83	13.62	下降
进口金额: 当月同比	月	-7.60	2.70	下降
出口金额: 当月同比	月	-4.40	5.70	下降
M2: 同比	月	8.10	8.00	上升
金融机构: 新增人民币贷款: 当月值	月	10,800.00	12,500.00	下降
金融机构: 新增人民币贷款: 当月值: 同比	月	84.8	11.61	上升

2.1.1 2018 四季度 GDP 如期下滑，2019 一季度稳中有降

1月21日，国家统计局公布我国2018年四季度GDP同比6.4%，回落至近10年低点。2018年整年四个季度的GDP同比增速呈阶梯式下降。

从投资，消费及出口三驾马车的角度分析如下：投资方面，房地产投资完成额持续回落；规模以上工业增加值数据虽不错，但仅受采矿业支撑，其余工业生产分项增速下滑；基建低位回稳，成为投资以打支柱。出口方面，贸易战带来的抢出口效应消失，中国12月进出口（按美元计）双双出现负增长，不及预期。目前中美谈判边际放缓或对出口有良性影响，但抢出口消失为主逻辑，未来出口将放缓。消费方面，从社零数据可以看出，其在房地产拖累下预计表现疲软。2019年一季度，预计我国经济增速稳中有降，期待政策进一步发力。

2.1.2 外储回升，未来人民币贬值压力不大

2018年12月，美元指数下滑1.16%，主要国家债券收益率下行。受此影响，我国2018年12月外储较上月增加110亿元，连续第二个月回升；较去年年末减少672.37亿元。外管局称，2019年，我国外汇储备规模有望保持总体稳定。另外，自2016年10月之后，2018年12月我国黄金储备首次增多。全球经济下行压力下，黄金成为目前全球热门避险资产。外储回升表明人民币贬值压力不大。此外，虽然中美贸易磋商在两轮之后并无实质性进展，但释放的利好信号也使人民币汇率压力有所缓解。

2.1.3 物价指数回落，2019 通缩压力显现

2018年12月我国CPI与PPI回落至相对低点。主要原因或有二，一是黑色系价格下滑，二是原油价格下滑。2019年初期，在OPEC减产推高油价，以及国内节庆拉高需求的影响下，预计一二月份我国物价水平会有所回升。但较长期来看，货币政策预计进一步宽松，叠加全球经济下行，物价指数整体会呈下滑趋势。我国或面临通缩压力。

2.2 1月官方制造业 PMI 反弹，但仍在荣枯线下方

1月31日公布的中国官方制造业PMI较12月历史低点略有反弹，录得49.5，前值49.4。分项来看，原材料库存堆积与价格上涨为本次制造业PMI超预期回暖的两大推力。但总体来看，制造业整体仍然疲软，服务业保持扩张趋势。预计一季度该项指标维持偏低水平。

2.2.1 订单减少，原材料库存堆积，生产疲软。

1月制造业PMI的原材料库存分项上涨1至48.1，新订单分项继续恶化0.1至49.6；同时生产分项仅上涨0.1至50.9，仍在历史低位徘徊。新订单减少使得企业生产动力不足，原材料库存消耗速度放缓。

生产指数小幅上涨或受到来自新出口订单的推动。3月1日，中美关税的豁免期到期，1月新出口订单收缩速度放缓可能是小部分企业为规避届时如期加征关税风险而适当提前订单造成的。或是由于近期中美谈判进展顺利，提振了企业的信心。但2018年底的抢出口已经消耗了大部分需求，该项动力只是暂时，后续关注刘鹤访美谈判结果以及美方关于3月2日起的关税征收决议。

2.2.2 企业信心不足，持续去库。

企业对未来经营活动的预期较为悲观。产成品库存与采购量同时收缩显示出企业在悲观预期下的去库行为没有停止。从业人员指数不断下降或也表现出制造业整体不景气的现状。另外，仅大企业制造业PMI回暖，中小企业的制造业PMI则在荣枯线以下继续恶化。对小微企业的支持政策效果不明显，预计未来政策有可能继续放宽。

2.2.3 节日因素拉高物价，但或无通胀风险。

物价分项显示，制造业与商务活动的成本价和销售价格相比其它分项基本有较大程度的上升。这可能是受春节来临，需求增加的影响。但从历史数据来看，各项价格指数均处在近五年的中值附近，且大部分仍在50荣枯线以下。本周美联储1月FOMC议息会议释放强鸽派信号，会议声明或暗示美联储将停止加息；此外，原油价格回落，我国房地产相对疲软等因素，均对通胀水平有抑制作用。总体来看，虽然目前节日因素暂时拉高物价，但未来我国通胀压力不大，货币政策仍有较大空间。

2.2.4 服务业持续扩张，建筑业高位回落

春节在拉高商品及服务价格的同时提振了服务业。1月服务业PMI上涨1.3至53.6，加速扩张。但建筑业有62.6的高位回落至60.9。总体来看，非制造业目前仍处扩张区间。

图 1. 中国官方制造业 PMI

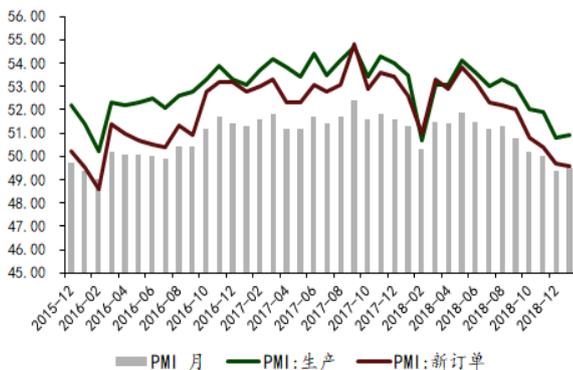


图 2. 大型企业扩张，中小型企业收缩

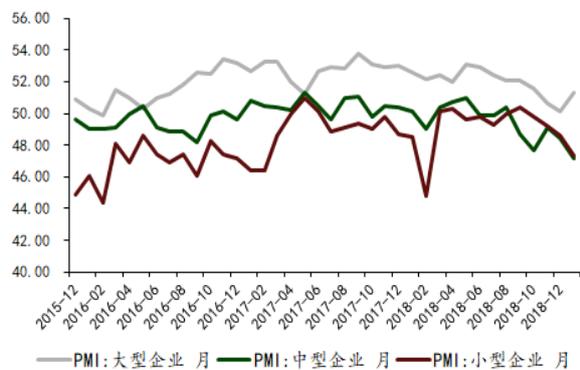


图 3. 价格指数分项走高

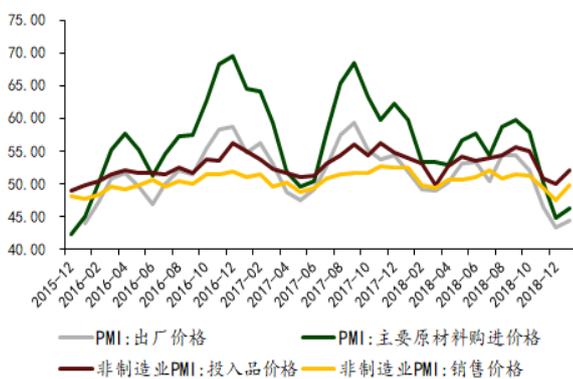
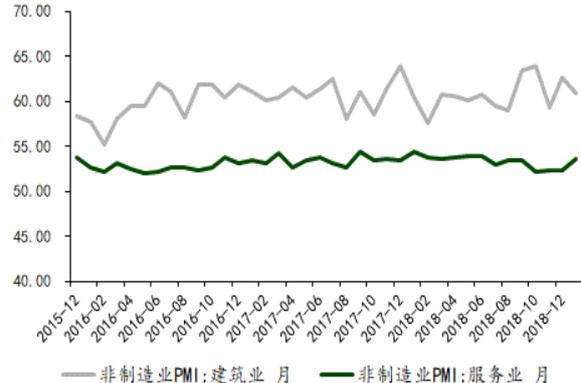


图 4. 服务业扩张，建筑业高位回落



数据来源：Wind, 中财期货研究院

数据来源：Wind, 中财期货研究院

三、金融市场

3.1 流动性：央行多项举措释放流动性

2019年1月中旬起，央行通过定向降准，定向中期借贷便利，央行票据互换等工具向市场释放流动性。1月23日，中国人民银行开展了2019年一季度定向中期借贷便利（TMLF）操作；24日创设CBS；25日开展2018年度普惠金融定向降准动态考核；并在15日及25日分别降准0.5个百分点。多项举措并举，为打通货币政策传导途径共同发力。

具体来看，2019年1月公开市场净投放1800亿元。1月截止1月31日，3个月SHIBOR下滑38.5bp至2.9；DR007上涨23.35bp至2.7014；一年期IRS下降6.61bp至2.5254。

图 5：信用利差

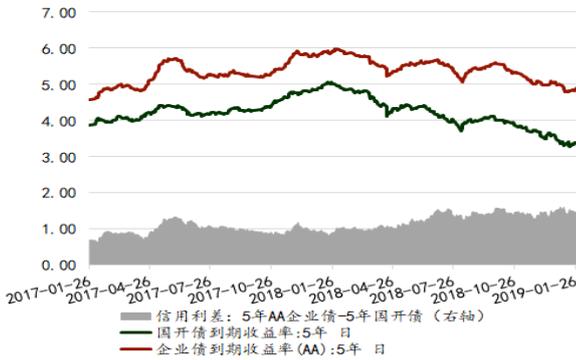


图 6：利率

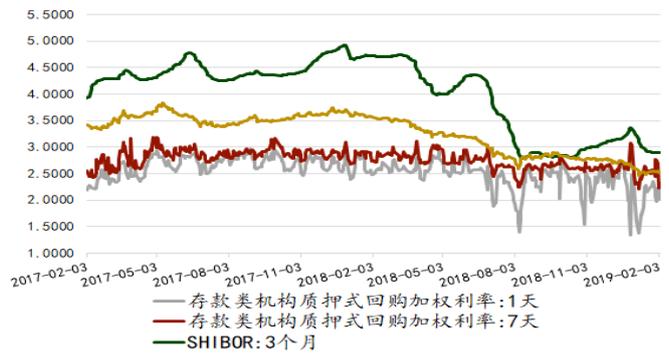
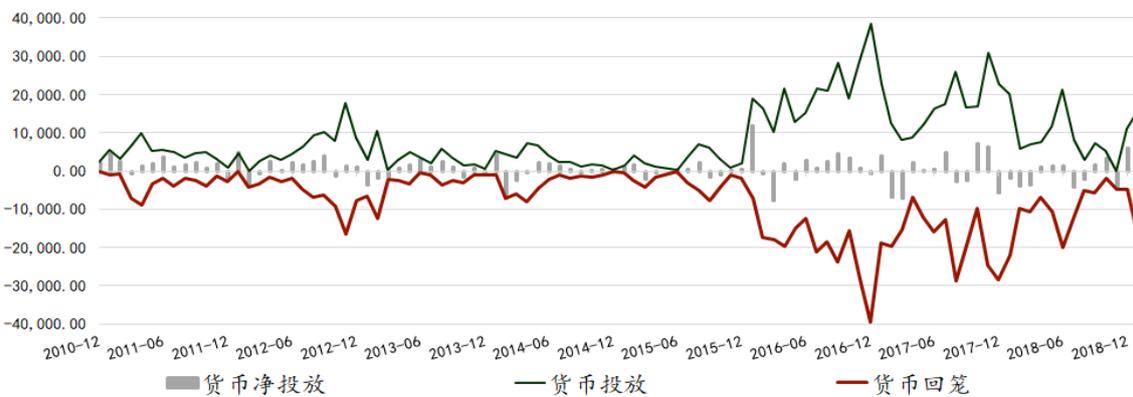


图 7：公开市场操作



数据来源：Wind、中财期货研究院

3.2 汇率：人民币贬值压力有所缓解

2019 年 1 月，美元相对走弱，美元指数下跌至 95.5533，人民币贬值压力得到缓解。具体来看，截止 1 月 31 日，在岸、离岸人民币分别收至 6.7055、6.7094。一年期 NDF 下滑至 6.7440。中美贸易磋商目前进展顺利，我国外储回升，美联储或停止加息等因素均对人民币贬值压力有缓解作用，为未来我国的款搜是那个货币政策提供空间。未来人民币贬值压力不大。

图 8：人民币兑美元汇率

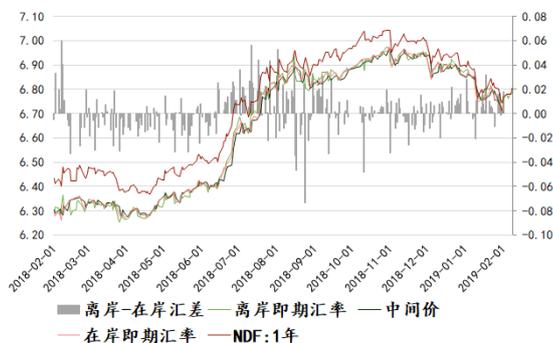


图 9：人民币汇率指数



数据来源：Wind、中财期货研究院

四、海外宏观

数据方面，欧元区经济下行被 1 月 PMI 数据再度验证；美国工业生产在 11 月低迷后有所回暖，且非农数据亮眼，但仍存潜在下行压力。春节前夕，美国政府暂时终止了政府停摆，但春节期间特朗普公开讲话中对边境问题态度强硬，所以美国政府因边境问题再度停摆的可能仍存在，关注 2 月 15 日的结果。英国脱欧并没有结论性进展。

4.1 美国：非农数据亮眼，美国政府或再度停摆

春节前公布的非农数据表现亮眼。虽然在美国政府停摆状况下，失业率有所上升，但新增非农就业人口达 30.4 万人，远超预期。强劲的就业对美国未来的需求提供支撑。近期，美国制造业数据有所回暖，但仍有潜在压力。美国 1 月 Markit 制造业 PMI 上涨至 54.9。12 月美联储工业产出数据也大超预期，基本各个行业的产出都有所上涨。但是，非农上涨主要是受到服务业就业增长的支撑，制造业就业增速有所放缓；另外，1 月消费者信心有所下滑或反映了未来需求下滑的可能。另外，美联储 1 月 FOMC 会议释放鸽派信号，也反应了美联储在外部不确定性等因素下，对经济前景判断的谨慎态度。美国经济未来增速预计有所放缓。

春节前，特朗普签署临时开支法案，暂时结束了美国政府停摆的局面。但是 2 月 5 日晚，特朗普在国会国情咨文演讲中力推加强边境管控，所以，2 月 15 日美国政府仍有因边境问题再度停摆的可能。

4.2 欧元区：PMI 表现不佳，经济步入下行

2019 年 1 月，欧元区及各国的制造业 PMI 仍未好转，德国制造业 PMI 跌破荣枯线，法国服务业超预期疲软。欧元区及英国央行在 1-2 月的议息会议中均按兵不动，保持利率及 QE 规模不变，并释放鸽派言论，下调未来两年的经济预期。另外，英国脱欧仍没有定局，为欧元区经济最大不确定性之一。整体来看，欧元区经济已步入下行区间，未来短期回暖可能性较小。

表 2：欧元区 PMI

国家	1 月制造业 PMI	12 月制造业 PMI	1 月服务业 PMI	12 月服务业 PMI
欧元区	50.5	51.4	51.2	51.2
德国	49.7	51.5	53	51.8
法国	51.2	49.7	47.8	49

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14318

