

宏观点评

春节宏观 8 看点：全球经济共振趋弱，全球政策共振趋松

事件：春节期间，特朗普发表国情咨文；美国 1 月非农就业超预期；欧盟多国下调经济增速预期；中美经贸磋商取得阶段性进展；2019 年地方两会召开；1 月国内制造业 PMI 仍低于荣枯线；央行“三定”方案出炉；美元大涨，债市普涨，股市分化。

一句话：2019 年，可以乐观点。

1、特朗普发表任内第二篇国情咨文。本次主题为“选择伟大”，其中边境安全、贸易、军事、基建等成关键词。特朗普呼吁两党团结，再次强调修建边境墙的必要性，呼吁国会通过新版美墨加贸易协议以替换现有的北美自贸协定，制定新的重要基础设施投资方案，并提及减少中东驻军、美朝会谈等内容。

2、美国 1 月非农就业超预期走强，美联储官员再度“放鸽”；加息节奏虽暂缓，但全面转向尚需等待。美国 1 月新增非农就业 30.4 万人，大幅超出预期值 16.5 万人，同时劳动参与率和失业率有小幅回升。1 月底的议息会议上，美联储表态可能暂停加息，但根据对核心通胀和就业的分析，我们认为政策全面转向尚需等待。

3、美欧 1 月 PMI 分化，多国下调经济增速预期。美国 1 月制造业 PMI 超预期回升，表明经济韧性仍强；欧元区 1 月制造业 PMI 连续第 6 个月下滑，表明经济下行压力仍大。此外，欧盟委员会、英国央行、澳洲联储均大幅下调经济增速预期。

4、中美经贸磋商取得阶段性进展。1 月 30-31 日中美华盛顿磋商讨论了贸易平衡、技术转让、知识产权保护等问题，取得了阶段性进展，并将于 2 月 14-15 日在北京举行新一轮磋商。我们预计，中美冲突阶段性缓和有望，但实质性缓解尚难看到。

5、2019 年地方两会悉数开完，逆周期调节是主基调。超 7 成省份下调 GDP 增速预期，多数省份大幅下调棚改计划目标。建议关注各省基建计划、差异化地产政策、稳就业措施、国企改革和财税金融改革、乡村振兴、民企支持方案。

6、1 月国内制造业 PMI 连续第 2 个月低于荣枯线，为 2010 年以来同期次低点。维持前期判断，2019 年我国经济走在艰难关口，9 大逆周期调控政策仍然可期，建议重点关注四大可能的超预期：货币派生机制转变、新经济发力、三大改革方向、各方积极性回升。

7、央行“三定”方案出炉，凸显“大管家”身份。2019 年央行“定职能配置、定内设机构、定人员编制”的方案存在以下四点变化：一是新设宏观审慎管理局，双支柱框架进一步完善；二是将金融委办公室设在央行，进一步做实金融委职能；三是央行职责发生转变，“十八”变“二十”，单设“职能转变”专项；四是更加注重研究，研究局职能加强。

8、大类资产股债分化：汇率方面，发达经济体货币中，美元大涨，日元微涨，英镑、欧元下跌；新兴货币中除印度卢比、墨西哥比索升值外，其余多数下跌。债市方面，主要国家 10Y 国债收益率悉数下行。股市方面，全球股市多数下跌，其中巴西 IBOV、日经 225、德国 DAX 跌幅超 2%。商品方面，除铜外，原油、黄金、白银均下跌。

风险提示：中美贸易冲突超预期，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 王梅卿

邮箱：wangmeili@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

1、《2019 年地方两会 8 大看点：逆周期调节是主基调》2019-02-01

2、《美联储释放“强鸽”信号，全面转向尚需等待——2019 年 1 月 FOMC 会议点评》2019-01-31

3、《关注 2019 年库存周期变化和民企加杠杆——兼评 2018 年工业企业利润数据》2019-01-29

4、《寻找超预期：2019 年宏观经济展望（40 页 PPT）》2019-01-25

5、《2018 年中国经济弱势收官，2019 年关注四大超预期》2019-01-22



内容目录

看点 1: 特朗普发表国情咨文, 贸易、军事、基建成关键词	3
看点 2: 美国 1 月非农就业超预期, 美联储官员再度“放鸽”; 加息节奏虽暂缓, 但全面转向尚需等待	4
看点 3: 美欧 1 月 PMI 分化, 多国大幅下调经济预期	6
看点 4: 中美贸易冲突动态: 华盛顿磋商取得阶段性进展, 期待 2 月 14-15 磋商结果	6
看点 5: 2019 年地方两会悉数开完, 逆周期调节是主基调	7
看点 6: 1 月国内制造业 PMI 连续第 2 个月低于荣枯线, 关注四大超预期可能	9
看点 7: 央行“三定”方案出炉, 凸显“大管家”身份	10
看点 8: 大类资产表现: 美元大涨, 主要国家 10Y 国债收益率普遍下行, 全球股指、大宗商品普跌	11
风险提示	13

图表目录

图表 1: 美国新增非农就业人数和失业率走势	4
图表 2: 美国劳动参与率和时薪增速走势	4
图表 3: 美国各行业新增非农就业人数	4
图表 4: 历史上美联储通常在失业率出现回升后结束加息	5
图表 5: 美国核心 CPI 同比滞后于 GDP 同比 1-2 年	5
图表 6: 美国新增非农就业人数拐点领先失业率拐点 1 年左右	5
图表 7: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI 走势	6
图表 8: 欧元区制造业与服务业 PMI 走势	6
图表 9: 各经济体经济增速预期的下调情况 (单位: %)	6
图表 10: 中美贸易冲突发酵过程	7
图表 11: 重点省市政府工作报告中关于“基建投资”的表述	9
图表 12: 2005 年以来仅有 2 年的 1 月份 PMI 指数触及年内低点	10
图表 13: 春节期间主要货币汇率表现 (2.4-2.8)	12
图表 14: 春节期间主要经济体 10Y 国债收益率表现 (2.4-2.8)	12
图表 15: 春节期间主要股指表现 (2.4-2.8)	13
图表 16: 春节期间主要大宗商品表现 (2.4-2.8)	13

看点 1: 特朗普发表国情咨文, 贸易、军事、基建成关键词

事件: 2月5日, 特朗普在国会发表国情咨文。按照美国惯例, 每年年初, 现任总统都要在国会做年度报告, 阐述政府的施政方针, 被称为“国情咨文”。经过两百多年的演变, “国情咨文”已经变成总统驾驭与国会关系的一个基本手段和发挥国家领导作用的有力方式, 特别是电视直播的出现, 使“国情咨文”从空洞的政策演说演变成一项重大的游说宣传。本次特朗普国情咨文的主题为“选择伟大”, 其中边境安全、贸易、军事等成关键词, 重点内容包括以下几个方面:

- **两党关系:** 特朗普在演讲中呼吁两党团结, 表示提出的议程不是共和党议程或民主党议程, 而是美国人民的议程, 呼吁摒弃“冤冤相报”并结束“荒谬的党派调查”。目前, 特朗普仍在接受“通俄门”的调查, 据美国媒体 NBC 的报道, 美国“通俄门”特别检察官 Mueller 可能最早将于 2019 年 2 月中期向司法部长递交调查报告。
- **边境墙:** 特朗普再次强调墨西哥边境“建墙”的必要性, 明确表示“我会把它建成”。特朗普表示已经向国会提交一份“很有道理”的计划书以结束南部边境危机, 提醒国会还有 10 天的时间来通过开支法案。此前, 由于白宫与国会在边境墙问题上存在分歧, 美国政府出现长达 35 天的史上最长“关门”纪录, 随后 1 月 25 日国会两院达成临时开支法案, 美国政府重新开门 3 周直至 2 月 15 日。这意味着, 如果 2 月 15 日前国会未能批准为边境墙提供资金的议案, 美国政府或将再度停摆。
- **贸易:** 特朗普表示正在与中国达成新的贸易协议, 但它必须是真实的结构性变革, 包括结束不公平贸易行为, 减少长期贸易逆差, 保护美国就业机会。同时, 特朗普呼吁国会通过“美国—墨西哥—加拿大协定”(USMCA)以取代北美自由贸易协定。此外, 特朗普还呼吁国会通过“美国互惠税则法”, 该法案规定当其它国家对美国产品征收不公平关税, 美国可以对其同类产品征收同等关税。
- **军事:** 特朗普称“伟大的国家不打没完没了的仗”, 认为伊拉克和叙利亚境内的极端组织“伊斯兰国”已被基本消灭, “是时候让在叙利亚的美军士兵回家”。特朗普同时表示, 将加快同阿富汗各组织, 包括塔利班组织的谈判, 以减少美驻阿军队人数。值得注意的是, 在特朗普国情咨文讲话之前, 美国参议院通过一项议案, 要求特朗普不得从叙利亚、阿富汗撤军。去年 12 月, 特朗普宣布从叙利亚撤军的消息后, 遭到美军方国会多位高官强烈反对。
- **基建:** 特朗普在演讲中提出要“重建和振兴我们国家的基础设施”, 并指出“国会目前迫切希望通过一项基础设施法案, 我也渴望与你们在立法方面共同合作, 制定新的重要基础设施投资法案”。此前特朗普团队提议利用 2000 亿美元财政支出撬动 1.5 万亿美金的私人投资和州政府地方政府筹资, 但是两党对于计划细节仍存分歧, 因此通过较为缓慢。我们认为, 中期选举民主党取得众议院, 可能对特朗普基建计划形成一定掣肘, 且当前的基建计划特点在于希望通过联邦资金尽最大可能撬动私人部门资金的流入, 所以能否达到预期效果还要取决于私人投资的参与情况。
- **其它内容:** 朝鲜问题上, 特朗普表示将继续历史性地推动朝鲜半岛的和平, 将于 2 月 27 日和 28 日在越南进行美朝领导人会面。此外, 特朗普还提及进一步降低医疗和药品价格、推出禁止晚期堕胎的法案、在 10 年内消除美国艾滋病毒流行等内容。

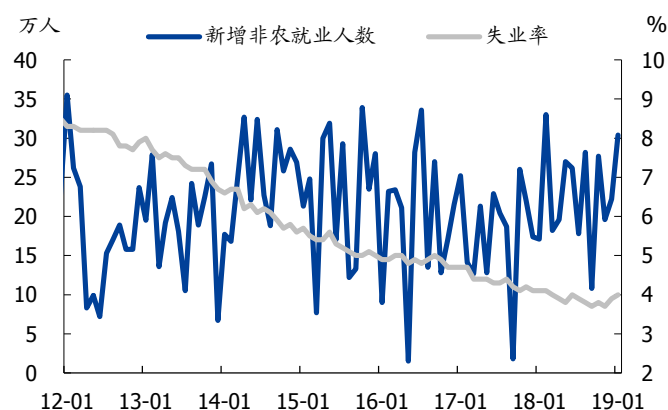
根据华盛顿 2 月 5 日电, 从现场反应来看, 当特朗普对边境墙问题表态后, 包括众议院议长佩洛西在内的多位民主党人频频摇头, 预示着该议题仍难以获得国会民主党人的支持, 美国政府 2 月 15 日之后仍有较大的停摆可能性。加强基础设施建设、降低药品价格、防治艾滋病等成为少数获得共和党和民主党共同支持的议题, 包括佩洛西在内的所

有议员起立鼓掌。

看点 2: 美国 1 月非农就业超预期, 美联储官员再度“放鸽”; 加息节奏虽暂缓, 但全面转向尚需等待

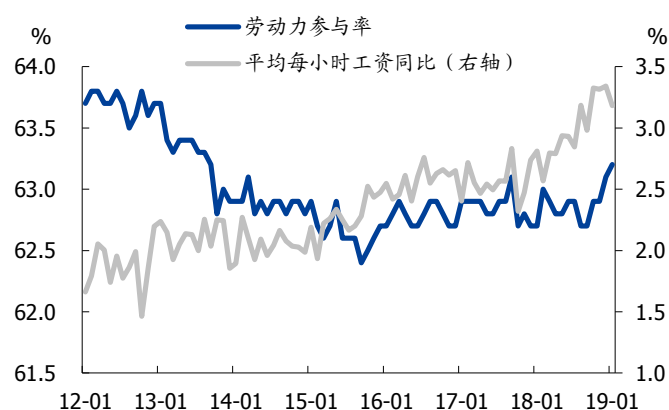
事件: 2月1日, 美国公布1月非农就业数据。美国1月新增非农就业30.4万人, 大幅超出预期值16.5万人, 前值由增加31.2万人修正为增加22.2万人; 1月失业率为4.0%, 高于预期值和前值3.9%; 1月平均每小时工资同比3.2%, 符合预期, 前值由3.2%修正为3.3%; 1月劳动力参与率63.2%, 高于预期值63%和前值63.1%。
具体来看, 1月新增非农就业人数表现良好, 主因建筑业、零售业、运输仓储业、休闲和酒店业新增就业人数较上月大幅增加。失业率有所回升, 主要因为美国政府长达35天的“关门”, 以及劳动力参与率的提升(更多人加入劳动力市场)。平均每小时工资同比虽小幅低于前值, 但仍处于近年来的高位, 表明美国劳动力市场依然强劲。

图表 1: 美国新增非农就业人数和失业率走势



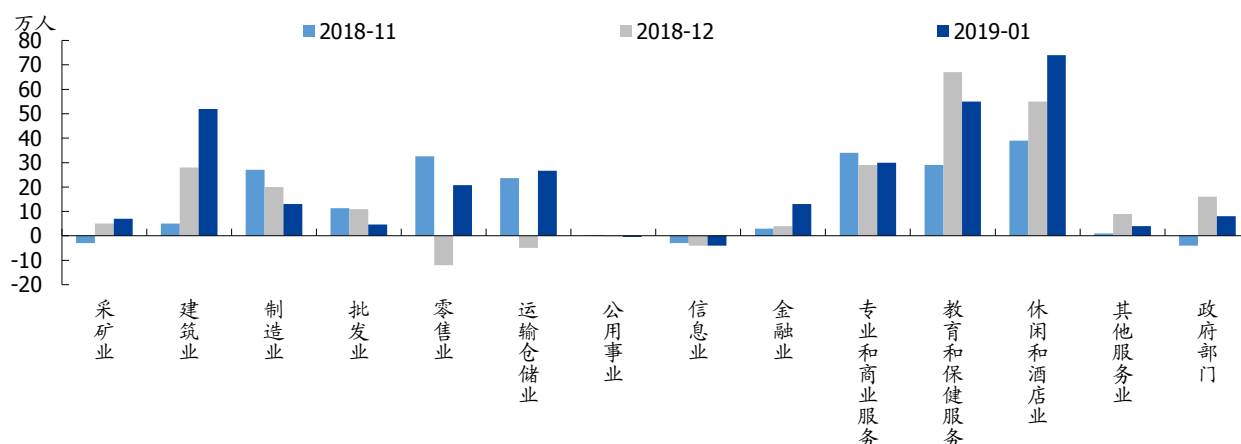
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 美国劳动参与率和时薪增速走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 美国各行业新增非农就业人数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1月FOMC会议上, 美联储释放了暂停加息的信号。1月31日, 美联储公布1月利率决议: 维持联邦基金目标利率区间2.25%-2.50%不变, 维持每月缩表上限500亿美元不

变，删除“进一步逐步加息”和“经济前景风险大致平衡”的表述，新增“鉴于全球经济和金融形势的发展，以及通胀压力的减弱，在决定未来如何调整联邦基金目标利率时，委员会将保持耐心”的表述。事实上，1月以来，多名美联储2019年FOMC票委发表讲话，包括美联储主席鲍威尔在内，均认为美联储应在货币政策调整方面保持耐心，未来决策需等待更多经济数据，例如1月19日旧金山联储主席Daly倾向于美联储暂停加息；2月7日圣路易斯联储主席Bullard提出美联储不需要进一步提高利率来实现其就业和通胀目标，其实在1月10日，Bullard就坚定地认为“美联储已经走到了加息的尽头”。前美联储主席耶伦在2月6日接受外媒采访时甚至提出“如果全球经济增长放缓开始影响美国，美联储可能不得不降息”。

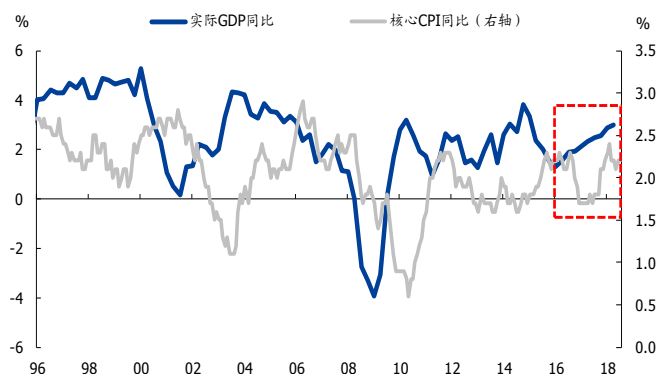
历史上美联储的加息往往始于通胀抬升，止于失业率回升。美联储对于整体通胀和核心通胀的目标值均是2%，尽管能源价格下跌导致CPI同比出现回落，但美国核心CPI同比仍处于高位，且已连续10个月高于2%的货币政策目标。根据历史经验，美国核心CPI同比滞后于GDP同比1-2年，因此2019年美国核心通胀仍有望维持高位。与此同时，美国新增非农就业人数的拐点领先失业率拐点1年左右，当前美国新增非农就业人数仍处于高位，尚未出现拐点，据此判断2019年美国失业率大概率将维持低位，不会出现明显的回升。鉴于核心通胀和就业的表现，我们认为美联储年内仍具备加息一次的可能，政策全面转向尚需等待。（关于美联储货币政策的详细分析，请参阅我们此前发布的报告《美联储释放“强鸽”信号，全面转向尚需等待》）

图表4：历史上美联储通常在失业率出现回升后结束加息



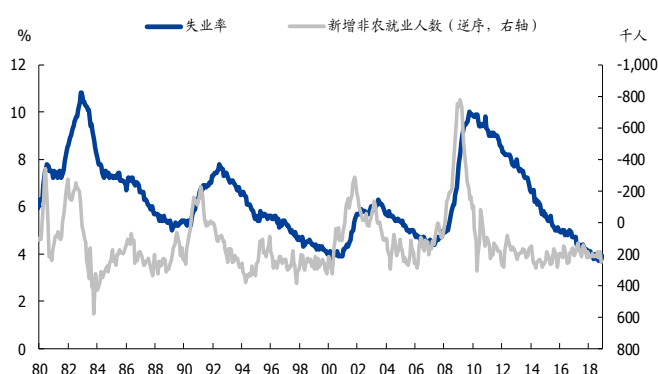
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：美国核心CPI同比滞后于GDP同比1-2年



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：美国新增非农就业人数拐点领先失业率拐点1年左右

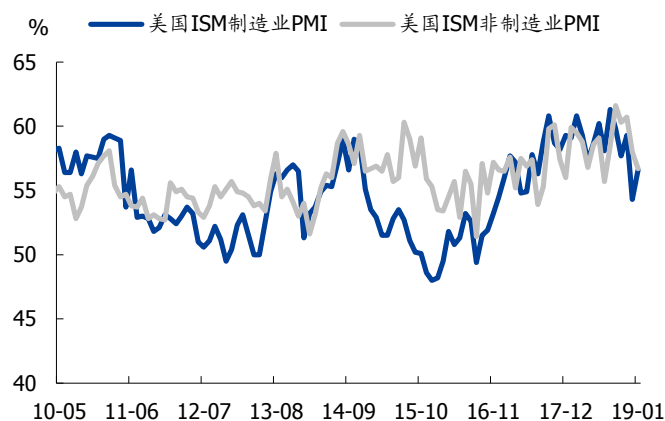


资料来源：Wind，国盛证券研究所

看点 3: 美欧 1 月 PMI 分化, 多国大幅下调经济预期

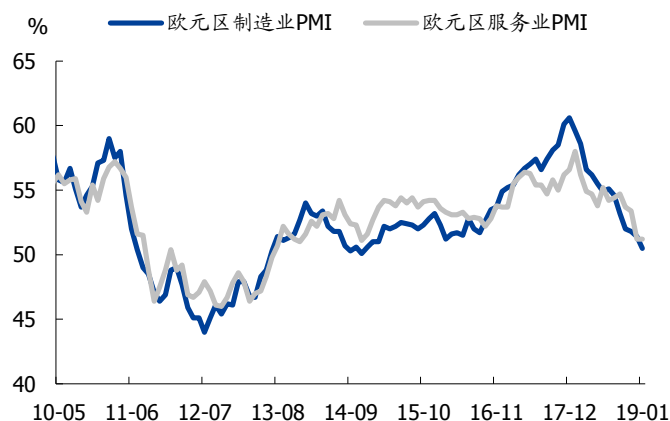
事件: 美国和欧元区公布 1 月 PMI 数据。其中, 美国 1 月 ISM 制造业 PMI 为 56.6, 高于预期值 54 和前值 54.3; 1 月 ISM 非制造业 PMI 为 56.7, 低于预期值 57.1 和前值 58。欧元区 1 月制造业 PMI 终值为 50.5, 符合预期, 低于前值 51.4; 1 月服务业 PMI 终值为 51.2, 高于预期值 50.8, 与前值持平。从 PMI 数据来看, 美国经济仍具有较强的韧性, 而欧元区经济下行压力依然较大。

图表 7: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI 走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 欧元区制造业与服务业 PMI 走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

欧盟、英国、澳大利亚纷纷大幅下调经济增速预期。2月7日, 欧盟委员会将 2019 年欧元区经济增速预期从 1.9% 下调至 1.3%, 将 2020 年预期从 1.7% 下调至 1.6%; 将 2019 年欧盟 27 国经济增速预期从 2.0% 下调至 1.5%, 将 2020 年预期从 1.9% 下调至 1.8%。同日, 英国央行 MPC 会议维持利率和资产购买规模不变, 并将 2019 年英国 GDP 增速预期由 1.7% 下调至 1.2%, 2020 年预期由 1.7% 下调至 1.5%, 2021 年预期由 1.7% 上调至 1.9%。2月8日, 澳洲联储货币政策会议同样释放了鸽派信号, 并将 2018 年的平均 GDP 增速预期由 3.5% 下调至 3.0%, 将 2019 年预期由 3.25% 下调至 2.75%, 将 2020 年预期由 3.25% 下调至 2.75%。

图表 9: 各经济体经济增速预期的下调情况 (单位: %)

	2019		2020		2021	
	此前预期	调整后	此前预期	调整后	此前预期	调整后
欧元区	1.9	1.3	1.7	1.6	-	-
欧盟 27 国	2.0	1.5	1.9	1.8	-	-
英国	1.7	1.2	1.7	1.5	1.7	1.9
澳大利亚	3.25	2.75	3.25	2.75	-	-

资料来源: 欧盟委员会, 英国央行, 澳洲联储, 国盛证券研究所

看点 4: 中美贸易冲突动态: 华盛顿磋商取得阶段性进展, 期待 2 月 14-15 磋商结果

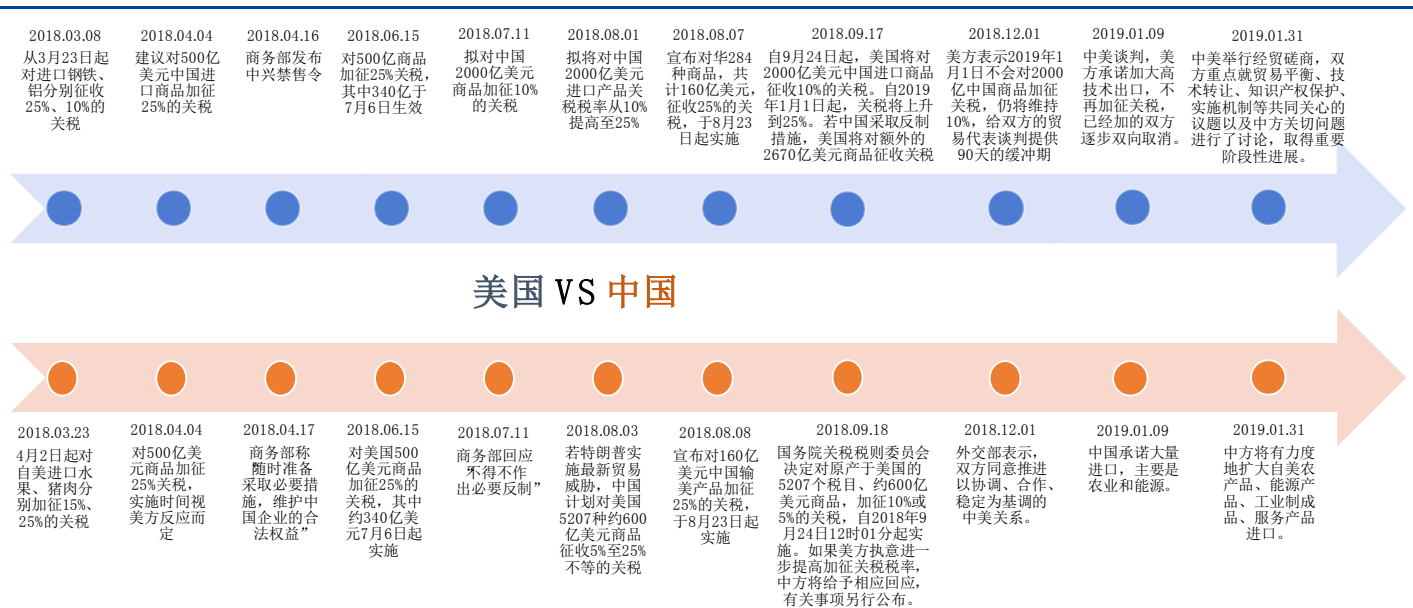
事件: 1月30-31日, 中方率团前往华盛顿与美方代表团举行经贸磋商。

中美贸易冲突阶段性缓和符合预期, 2月14-15日磋商值得期待。自2018年3月以来, 中美接近1年的贸易冲突可谓“一波三折”, 大体可分为2018年3月至6月的“试探期”, 2018年7月至11月的“加码期”, 2018年12月至今的“缓和期”。时至2018年底, 美国已对原产于中国的2500亿美元商品加征10%-25%不等的关税, 中国对原产于美国的1100亿美元商品加征5%-25%的关税。2018年12月G20中美领导人会晤达成共识, 双方同意停止加征新的关税, 并达成90天的贸易谈判缓冲期, 双方表示希望尽早达成互利双赢的具体协议。紧接着, 元旦前后, 中美元首通话并就中美建交40周年互致贺信, 进一步肯定阿根廷会晤达成的重要共识。2019年1月7-9日, 中美双方举行贸易会谈, 讨论如何在两国贸易关系中实现公平、互惠和平衡。2019年1月30-31日中美在华盛顿举行经贸磋商, 双方讨论了贸易平衡、技术转让、知识产权保护等问题, 取得了阶段性进展, 双方立场有了实质性接近。根据中新社报道, 中美将于2月14日至15日在北京举行新一轮中美经贸高级别磋商, 就共同关注问题进一步深入讨论。

在距离90天谈判期还不到一个月的时间内, 2月中旬磋商结果最值得期待。眼下来看, 由于全球包括欧元区、澳洲、英国等在内的多个经济体下调经济预期, 2019年中国经济大概率先下后平, 全年在6.3%左右; 美国在减税效果边际减弱、股票市场回调和企业债务负担高企的情况下经济也趋于下行, 贸易冲突再度升级无疑会给两国、甚至全球经济带来巨大的负面冲击。

尽管如此, 我们维持此前观点, 长远看, 中美关系仍是今后数十年的全球大变量, 实质性缓解大概率很难看到。后续需密切关注90天谈判期中美是否能达成贸易协议; 以及持续关注特朗普对2000亿美元关税税率是否再加到25%的决定, 以及对剩下的2670亿美元商品加征关税的表态。

图表 10: 中美贸易冲突发酵过程



资料来源: Wind, Bloomberg, 新华社, 国盛证券研究所整理

看点 5: 2019 年地方两会悉数开完, 逆周期调节是主基调

事件: 2019 年全国“两会”将于 3 月 3 日、3 月 5 日召开。此前一个多月, 地方“两会”率先举行。截至 1 月 31 日, 除了山东 (将于 2 月中旬召开), 其余 30 省市两会已全部开完。

核心观点（详细分析请参见报告《2019年地方两会8大看点：逆周期调节是主基调》）：总体看，各地两会延续了中央经济工作会议的总基调，2019年政策将稳字当头、牢守底线、保持定力，要确保增长稳，也要进一步做好“六稳”工作，尽显危机意识和忧患意识，尤其是强化了逆周期调节。

1、超7成省份下调GDP增速目标，经济下行压力凸显。2018年各省市GDP目标完成情况略不及预期，平均实际GDP低于目标0.3个百分点。2019年，已公布的30个省市GDP增速目标值平均调低了0.4个百分点，其中22个省市下调GDP增长目标，4个持平，4个上调。维持年度观点，我们预计，2019年GDP增速上半年将逐步回落、下半年走平，全年累计增速6.3%左右，当季增速则不排除跌至6%，二季度压力最大。

2、稳经济尚需稳基建，各省基建将全面发力。基建投资是2019年地方两会的一大亮点，方向上，除了传统的“铁公机”（尤其是轨道交通），建议重点关注如5G、工业互联网等新型基建；区域上，我国基建补短板将进入第二阶段，将从中西部和农村扩散至东部沿海地区。具体基建项目上看，不仅包括铁路、桥梁、机场建设等传统“铁公机”项目，也包括关乎农业民生的大型水利、能源项目，以及集中在东部发达地区的城市轨道交通建设项目。

3、地产调控“以稳为主”但会差异化放松，棚改则有所降温。多省透露出房地产市场调控“以稳为主”的政策思路，2019年除辽宁、江苏棚改计划目标小幅上升外，多数省份大幅下调。我们认为，2019年我国房地产仍属调控周期，不会全面放松，但各地会结构化、差异化、区域化放松。

4、稳就业成“头等大事”。各省市均把稳就业放在更突出的位置，我们的“三主线轮动”就业跟踪框架也显示，2019年我国就业确实不容乐观。从重点省市的政府工作报告来看，大部分地区均强调“落实就业优先政策，实施更加积极的就业政策”。方向上存在三个特点：第一，重视高校毕业生、农民工、退役军人、就业困难人员等群体就业工作；第二，将就业和创业联系起来，大力推动创业带动就业；第三，强化职业技能提升，并提倡运用“互联网+”等手段实现更加灵活的就业。

5、向改革要活力，国企改革、财税金融改革有望突破。超过一半以上的省市强调“国有企业改革”和“财政金融改革”的重要性。此外，部分省市还提出了适应本地区发展的其他改革要点，如四川省“电力体制改革”、山西省“能源革命综合试点”、黑龙江省“深化供销社综合改革”、河北省“加快公立医院综合改革，持续深化‘放管服’改革”等。我们认为，经济增速下行压力加大有望“倒逼”各项制度改革进程，从而提升各市场主体的活力。

（报告内容摘要，详细分析请参见报告《2019年地方两会8大看点：逆周期调节是主基调》）

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_14329

