

证券研究报告 / 宏观数据

中美签订第一阶段协议，人民币升值短期 或已到位——海外宏观周度观察（2020 年第3周）

报告摘要：

美国12月CPI环比增长0.2%，低于市场预期0.3%。市场对于美联储2020年放松政策的预期上升。美国12月工业生产指数环比下降0.3%，市场预期下降0.2%，同时前值由上升1.1%下修至0.8%。美国工业生产指数同比已经回落了一年多的时间，历史经验来看，从未有生产回落一年多、而经济仍能保持增长的先例。目前美国PMI制造业指数持续下滑、工业生产疲软、失业率降无可降，未来经济大概率继续下行。德国2019年经济增速为0.6%，为2013年以来最低增速。未来德国经济可能处于触底回升的趋势中。欧元区12月CPI同比上涨1.3%。12月份油价同比大增并未带动通胀上行，而接下来一段时间内油价同比将会下降，欧元区通胀仍然承压。

褐皮书显示，2019年最后六周，美国经济继续温和扩张并稳步迈入2020年，紧俏的劳动市场、价格增长放缓，以及稳健的假日购物季，抵消了制造业的疲弱表现。褐皮书是美联储制定政策的重要参考依据。美国相对平稳的经济运行状况意味着1月份利率大概率仍维持不变。美联储中最鹰派的堪萨斯城联储主席乔治也表示，在2020年前景乐观的情况下，她很乐意“暂时”维持利率不变。

中美两国1月15日在美国首都华盛顿正式签署第一阶段经贸协议。协议内容包括七大部分，分别是知识产权保护、技术转让、农产品贸易、金融服务、汇率问题、扩大贸易、未来争议解决机制。从篇幅上看，农产品贸易部分的内容最多，可以以此看出特朗普最关心的仍是农业区的票仓。对于种植业来讲，本次协定中主要粮食进口并未突破原有WTO协议中的配额规定，所以对种植业预计冲击不大。奶产品和肉类产品未来将会有比较大规模的流入，也将对相应产业有一定冲击。但短期内也有助于轻微缓解国内猪肉短缺。汇率方面，目前离岸人民币汇率在6.87的水平，已经收复了8月份中美摩擦升级以来的跌幅。我们预计人民币将会在目前点位上下相对稳定。总体来看，中美第一阶段协议顺利签订，内容基本符合市场预期。未来市场关注重点转移至二阶段谈判，但我们预计不会很快展开，需保持关注。

本周由于中美协议顺利达成等利好的影响，全球股市普涨。债市波动幅度不大。工业品及农产品涨跌互现。



相关报告

《全球货币宽松步伐放缓——海外宏观周度观察（2019年第45周）》（20191111）

《美联储降息预期兑现，英国再次延期脱欧——海外宏观周度观察（2019年第44周）》（20191103）

《美联储释放暂停降息信号——海外宏观周度观察（2019年第46周）》（20191118）

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 下周海外重点数据及事件预警	3
2. 美国 CPI 低于预期，德国经济增速创 6 年新低	3
2.1. 美国 CPI 低于预期，工业产出继续下滑	3
2.2. 德国 2019 年经济触及 6 年低点，欧元区通胀维持低水平	4
3. 美联储褐皮书显示经济温和扩张	5
4. 中美签订第一阶段协议	5
5. 全球市场表现	8
5.1. 市场风险偏好改善，全球股市普涨	8
5.2. 债市波动幅度不大	8
5.3. 工业品及农产品涨跌互现	9
图 1: 美国 12 月 CPI 低于预期	3
图 2: 美国零售销售增长强劲	3
图 3: 生产长期回落均伴随经济下行	4
图 4: 德国经济增速触及 6 年低点	5
图 5: 欧元区通胀维持较低位置	5
图 6: 人民币汇率收复跌幅	6
图 7: 扩大进口的具体领域	7
图 8: 全球股市大多上涨	8
图 9: 美债收益率小幅上行	8
图 10: 日债收益率	8
图 11: 欧债收益率	9
图 12: 工业品涨跌互现	9
图 13: 农产品涨跌互现	9
表 1: 重点数据及事件	3

1. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 重点数据及事件

日期	国家	数据/事件
2020/01/20	日本	11 月工业产出
2020/01/20	德国	12 月 PPI
2020/01/21	日本	1 月利率会议决议
2020/01/21	英国	12 月失业率
2020/01/21	欧元区	ZEW 经济景气指数
2020/01/22	美国	12 月成屋销售
2020/01/23	欧元区	1 月利率会议决议
2020/01/24	日本	12 月 CPI
2020/01/24	欧元区	1 月 PMI 初值
2020/01/24	美国	1 月 Markit PMI 初值

数据来源: 东北证券整理

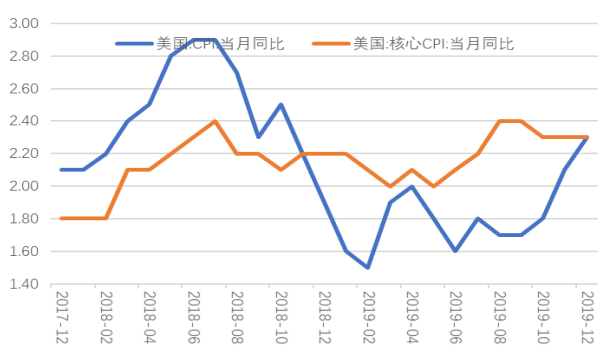
2. 美国 CPI 低于预期, 德国经济增速创 6 年新低

2.1. 美国 CPI 低于预期, 工业产出继续下滑

周二美国劳工部公布 12 月份 CPI 数据。美国 12 月 CPI 环比增长 0.2%，低于市场预期 0.3%，前值 0.3%。核心 CPI 环比 0.1%，低于预期 0.2%，前值 0.2%。数据公布后，联邦基金利率期货显示，市场对于美联储 2020 年放松政策的预期上升。环比虽不及预期，但 CPI 同比依然保持较高水平。12 月 CPI 同比上涨 2.3%，前值 2.1%；核心 CPI 同比 2.3%，与 11 月涨幅持平。

美国 12 月零售销售环比上升 0.3%，符合市场预期，前值上修至 0.3%。同比大增 6.3%，前值 2.5%。12 月圣诞节假期因素影响下，零售销售数据保持强劲增长。2019 年全年美国零售销售增长 3.6%，低于 2018 年 5% 的增速，但仍然属于较高的增长。繁荣的就业市场给消费提供了有力支撑。

图 1: 美国 12 月 CPI 低于预期



数据来源: 东北证券, Wind

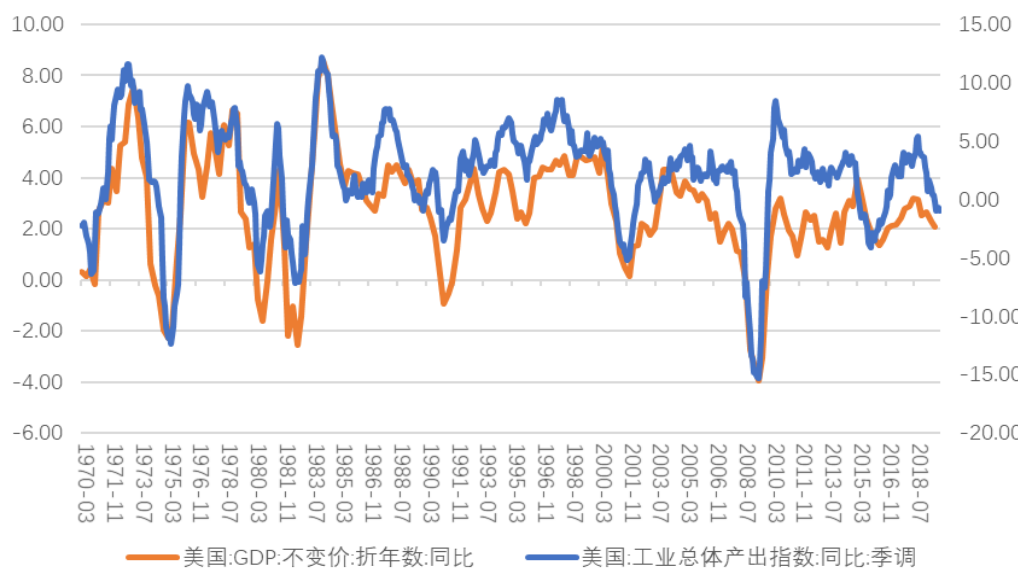
图 2: 美国零售销售增长强劲



数据来源: 东北证券, Wind

与强劲的消费对应的，是制造业的持续疲软。美国 12 月工业生产指数环比下降 0.3%，市场预期下降 0.2%，同时前值由上升 1.1% 下修至 0.8%。工业生产指数同比下降 1%，创 2016 年 10 月以来新低。美国工业生产指数同比已经回落了一年多的时间，历史经验来看，从未有生产回落一年多、而经济仍能保持增长的先例。目前美国 PMI 制造业指数持续下滑、工业生产疲软、失业率降无可降，未来经济大概率继续下行。

图 3: 生产长期回落均伴随经济下行



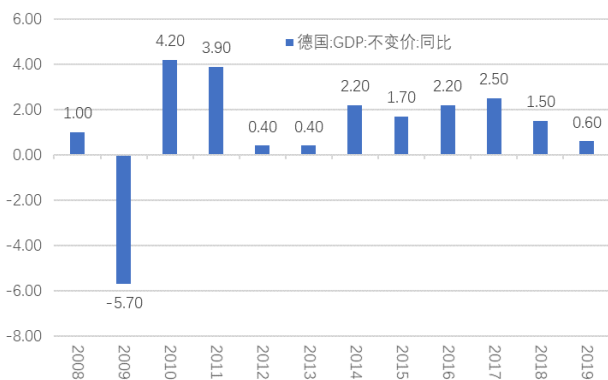
数据来源：东北证券，Wind

2.2. 德国 2019 年经济触及 6 年低点，欧元区通胀维持低水平

周三德国公布 2019 年 GDP 数据。2019 年经济增速为 0.6%，为 2013 年以来最低增速；符合市场预期，前值 1.5%。去年德国经济走弱很重要的原因是外需不足。2019 年德国出口增长 0.9%，2018 年为增长 2.1%。外需走弱导致作为出口导向型经济体的德国受影响较大。另外，欧盟汽车新排放标准也对去年德国汽车业打击较大。未来德国经济可能处于触底回升的趋势中，德国央行行长魏德曼指出，除了明显的支持性财政政策和高度宽松的货币政策外，改善经济前景的主要动力是出口。

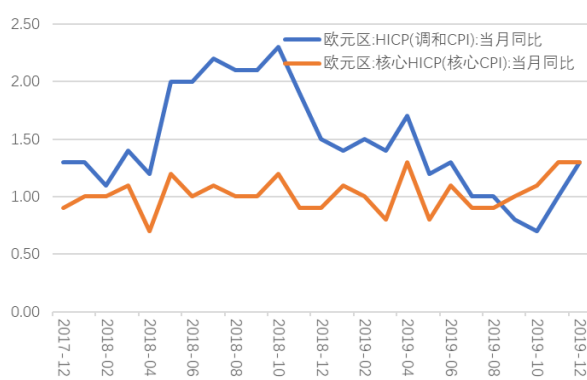
欧元区 12 月 CPI 同比上涨 1.3%，符合市场预期，持平前值。12 月份油价同比大增并未带动通胀上行，而接下来一段时间内油价同比将会下降，欧元区通胀仍然承压。

图 4: 德国经济增速触及 6 年低点



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 欧元区通胀维持较低位置



数据来源: 东北证券, Wind

3. 美联储褐皮书显示经济温和扩张

周三美联储发布《对当前经济形势的评论综述》(褐皮书)。褐皮书显示, 2019 年最后六周, 美国经济继续温和扩张并稳步迈入 2020 年, 紧俏的劳动市场、价格增长放缓, 以及稳健的假日购物季, 抵消了制造业的疲弱表现。尽管失业率接近 50 年来的最低水平, 企业普遍报告劳动力短缺, 但大多数地区报告薪资以温和适度步伐上涨。可以推测美国在接下来一段时间内可能仍有低通胀和低失业率同时存在的情况出现。

褐皮书是美联储制定政策的重要参考依据。美国相对平稳的经济运行状况意味着 1 月份利率大概率仍维持不变。

周二, 堪萨斯城联储主席乔治表示, 在 2020 年前景乐观的情况下, 她很乐意“暂时”维持利率不变。乔治是美联储最鹰派的决策者之一, 去年三次降息均投了反对票。虽然她今年没有投票权, 但其态度也表明美联储内部加息的呼声不强, 美联储货币政策转向的概率较小。

4. 中美签订第一阶段协议

中美两国 1 月 15 日在美国首都华盛顿正式签署第一阶段经贸协议。协议内容包括七大部分, 分别是知识产权保护、技术转让、农产品贸易、金融服务、汇率问题、扩大贸易、未来争议解决机制。

从篇幅上看, 农产品贸易部分的内容最多, 可以以此看出特朗普最关心的仍是农业区的票仓。其次是知识产权保护和技术转让方面。

知识产权保护部分涉及到“一般义务”、“商业秘密和保密商务信息”、“药品相关的知识产权”、“专利”、“电子商务平台上的盗版与假冒”、“地理标志”、“盗版和假冒产品的生产与出口”、“恶意商标”、“知识产权案件司法执行和程序”、“双边知识产权保护合作”、“履行”等十一节内容。加强知识产权既是美方的要求, 也是我们要

发展高科技、鼓励创新的基础。技术转让部分指出，双方确认确保按照自愿和基于市场的条件开展技术转让的重要性，并认识到强制技术转让是一项重要关切。这对于未来中国获得美国高端技术增加了障碍，中国自主创新将更加重要。

农产品贸易方面，协议规定“在 2017 年基数之上，中国 2020 日历年增加自美采购和进口规模不少于 125 亿美元，2021 日历年增加自美采购和进口规模不少于 195 亿美元。”这意味着 2020 年，中国至少要从美国进口 366 亿美元农产品，2021 年进口至少 436 亿美元。对于种植业来讲，本次协定中主要粮食进口并未突破原有 WTO 协议中的配额规定，所以对种植业预计冲击不大。奶产品和肉类产品未来将会有比较大规模的流入，也将对相应产业有一定冲击。但短期内也有助于轻微缓解国内猪肉短缺。

金融服务方面，美国要求中国大幅放宽银行、信用评级、电子支付、不良资产管理、保险、证券投资基金期货等领域的准入门槛。中国金融行业的成熟度较美国有很大差距，金融领域的放开将对国内金融业产生一定冲击。

汇率方面，在签订协议之前，美国已经撤销对中国“汇率操纵国”的指控。我们认为中美之间对于汇率的协定不会是“广场协议”，只是对于此前人民币贬值的修复。目前离岸人民币汇率在 6.87 的水平，已经收复了 8 月份中美摩擦升级以来的跌幅。我们预计人民币将会在目前点位上下相对稳定。

图 6：人民币汇率收复跌幅



数据来源：东北证券，Wind

扩大贸易方面，我们在协议签订前发布了报告《我国如何兑现扩大对美进口承诺？》，协议结果和我们此前的分析基本一致。未来中国自美国的进口将在能源等方面扩大较多。

图 7: 扩大进口的具体领域

附录6.1 美国未来两年增加的对中国出口				
单位: 十亿美元				
产品目录		基于2017基年的美国对中国出口增量		
		第一年	第二年	两年合计
一、制成品		32.9	44.8	77.7
1	工业机械			
2	电气设备和机械			
3	药品			
4	飞机(订单及交付)			
5	汽车			
6	光学设备和医疗设备			
7	钢材			
8	其他制成品 ¹			
二、农产品²		12.5	19.5	32.0
9	油料种子			
10	肉类			
11	谷物			
12	棉花			
13	其他农产品 ³			
14	水海产品 ⁴			
三、能源产品		18.5	33.9	52.4
15	液化天然气			
16	原油			
17	石化产品			
18	煤炭 ⁵			
四、服务⁶		12.8	25.1	37.9
19	知识产权使用费			
20	商品销售和旅游			

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_7629

