

宏观月报

国元期货研究咨询部

宏观金融

经济下行动能趋缓 市场风险偏好回升

主要结论：

2019 经济面临较大的下行压力，目前部分关键领域数据回落，投资、消费；部分领域持续增长有压力，净出口、生产。现阶段宏观经济增长有一定的压力，部分压力来自于经济增长动力下降，部分来自于上一轮加杠杆的高基数，2019 年的基数要略低于 2018 年。市场预期 2019 年中国经济增速预计为 6.2%，大幅下行概率不高，不必过于悲观。18 年初市场重点关注的中国经济本身的问题，年末逐步向外部风险因素聚焦，2019 年最终还要回归到自身，通过解决自身问题摆脱经济下行压力。结合 2019 年初以来发布的数据来看，经济下行动能趋缓，一些宏观指标边际有所改善。但目前谈宏观基本面见底还为时尚早，判底需要更多的数据支持。我们判断目前经济仍有一定的惯性下滑概率。

电话：010-84555131

相关报告

目 录

一、经济处于下行通道.....	1
二、价格指标下降.....	10
三、进出口超预期.....	12
四、金融数据好于预期.....	14
五、欧美经济稳中回落.....	17
六、后期宏观趋势研判.....	20

附 图

图 1: GDP 增速.....	1
图 2: GDP 分产业.....	1
图 3: 制造业 PMI	2
图 4: 非制造业 PMI.....	2
图 5: PMI 生产和新订单指数.....	3
图 6: 各类型企业 PMI.....	3
图 7: 工业增加值	4
图 8: 工业增加值	4
图 9: 固定资产投资.....	5
图 10: 基础设施投资	5
图 11: 财政收入	6
图 12: 财政支出	6
图 13: 房地产开发投资	7
图 14: 社会消费品零售总额	7
图 15: 工业企业利润总额累计值.....	9

图 16: 主营业务收入	9
图 17: CPI	11
图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素	11
图 19: PPI	12
图 20: PPI 新涨价因素与翘尾因素	12
图 21: 进出口同比	13
图 22: 月度进出口数据	13
图 23: 外汇储备	14
图 24: 外汇占款	14
图 25: 货币供应	14
图 26: 社会融资规模	14
图 27: M2、社会融资剪刀差	16
图 28: 贷款余额同比增速	16
图 29: 美国 CPI	17
图 30: 美国 PMI	17
图 31: 美元指数	19
图 32: 中美息差	19

图 33: 欧洲 CPI.....	20
图 34: 欧洲 PMI	20

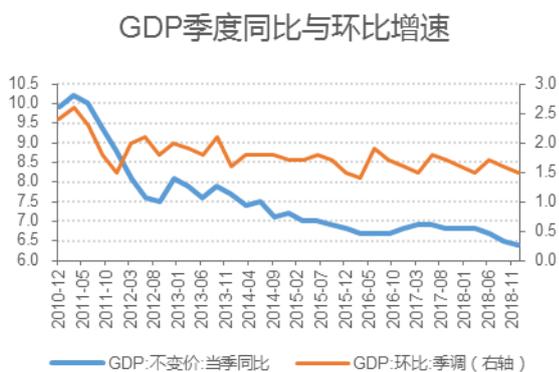
本月由于春节因素，部分经济数据没有发布。整体上来看，发布的数据中性偏多，市场对于经济下行的悲观情绪有一定程度的改善，对未来的预期回归理性客观。

一、经济处于下行通道

2018 年全年国内生产总值 900309 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.6%，实现了 6.5%左右的预期发展目标。分季度看，一季度同比增长 6.8%，二季度增长 6.7%，三季度增长 6.5%，四季度增长 6.4%。分产业看，第一产业增加值 64734 亿元，比上年增长 3.5%；第二产业增加值 366001 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 469575 亿元，增长 7.6%。2018 年的 GDP 增速较 2017 年的 6.8%小幅回落。

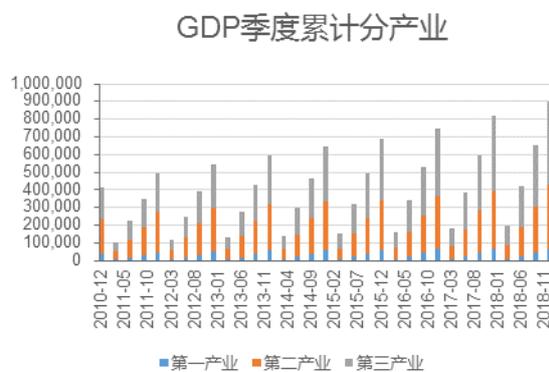
2018 年 10 月 18 日，国际货币基金组织(IMF)发布《世界与中国经济展望报告》，其中预测 2018 年中国经济增速为 6.6%，与上一次预测一样，但是明年的中国经济增速预计为 6.2%，比上一次预测有所下调。2019 年 1 月 21 日，IMF 再次发布 6.2%经济预测。

图 1: GDP 增速



数据来源: Wind、国元期货

图 2: GDP 分产业



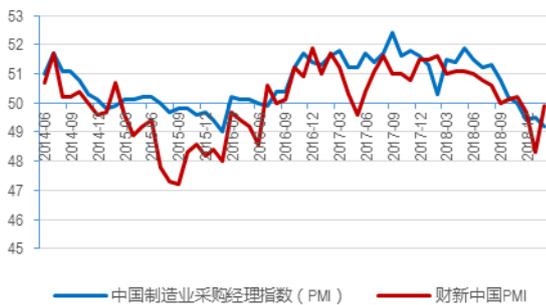
数据来源: Wind、国元期货

领先指标来看，2月份的制造业PMI数据创2016年7月以来新低，连续3个月处于收缩区间。从上一轮扩张周期来看，自2016年8月以来制造业PMI连续27个月位于景气区间，2017年9月份到达此轮高点52.4，2018年5月份开始持续回落，2018年12月首次滑落到收缩区间，可以判断制造业景气度回落，经济扩张速度放缓。上一轮收缩周期是从2015年1月首次滑落至收缩区间，在收缩区间时间较长的时间段是2015年8月至2016年2月，有7个月之久。

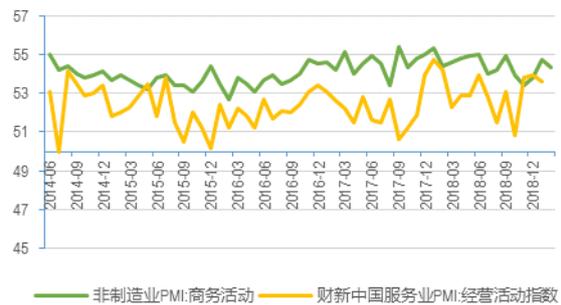
图3：制造业PMI

图4：非制造业PMI

中国制造业采购经理指数 (PMI)



非制造业PMI



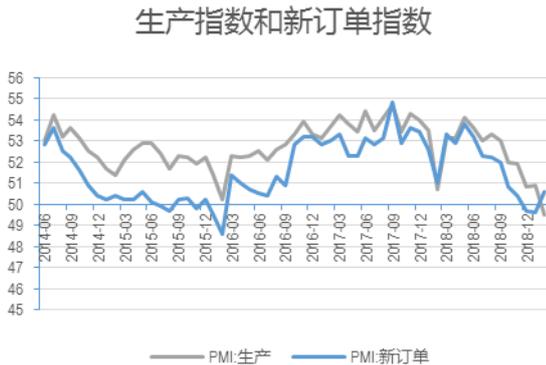
数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

PMI自2018年5月份以来保持持续回落的趋势。2019年2月中国官方制造业PMI为49.2%，比上月下降0.3个百分点，收缩区间制造业景气度回落，进入收缩周期。中国制造业扩张速度继续放缓，2019年下行压力日益显现。2月官方非制造业PMI为54.3%，比上月回落0.4个百分点，表明非制造业总体继续保持增长但幅度放缓。2019年2月财新PMI为49.9%，较1月大幅回升1.6个百分点，创三个月新高，制造业产出结束收缩趋势。1月财新服务业PMI录得53.6，较

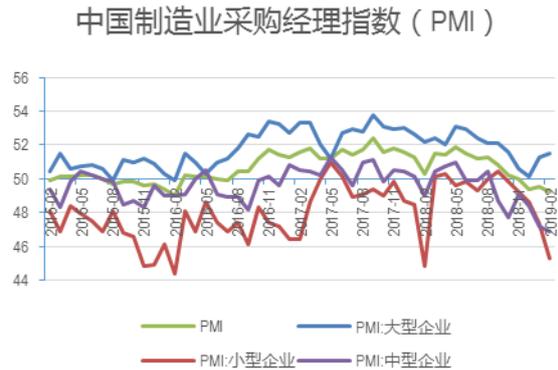
2018年12月微降0.3个百分点，连续35个月保持增长，显示服务业经营活动加速。值得注意的是官方制造业PMI与财新制造业PMI走势相反。

图5：PMI生产和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

图6：各类型企业PMI



数据来源：Wind、国元期货

从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，仅新订单指数高于临界点。新订单指数为50.6%，比上月上升1.0个百分点，重返临界点之上，表明制造业市场需求回升。值得注意的是，2月出口新订单指数为45.2，较一月份下滑1.7个百分点。生产指数为49.5%，比上月下降1.4个百分点；原材料库存指数为46.3%，比上月下降1.8个百分点；从业人员指数为47.5%，供应商配送时间指数为49.8%，均比上月下降0.3个百分点。

从企业规模看，大型企业PMI为51.5%，比上月上升0.2个百分点，继续高于临界点；中、小型企业PMI为46.9%和45.3%，分别比上月下降0.3和2.0个百分点，均位于临界点以下。大型制造业景气度上升，对比中小企业经营压力大。市场预期一些对于中小企业扶植政策的效应有待进一步释放。

值得市场重视的是出口新订单指数持续回落，外需在2019年有一定回落的

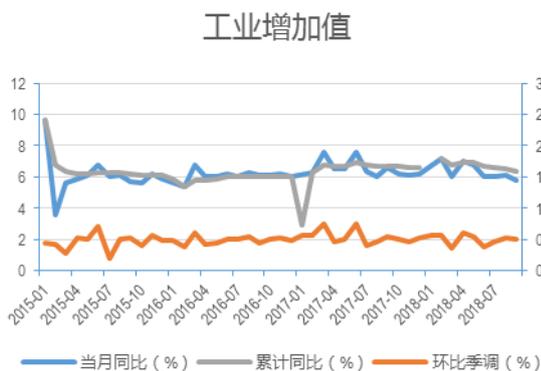
可能性。目前 PMI 仍然处于收缩区间，经济增长仍有一定的压力。我们判断经济从收缩周期再次进入扩张周期还有一段时间。

产出方面，工业生产大体平稳，规模以上工业增加值增速小幅回升。2018 年 12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，比 11 月份加快 0.3 个百分点。2018 年全年，规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速较 1-11 月份回落 0.1 个百分点。

分三大门类看，12 月份，采矿业增加值同比增长 3.6%，增速较 11 月份加快 1.3 个百分点；制造业增长 5.5%，回落 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.6%，回落 0.2 个百分点。

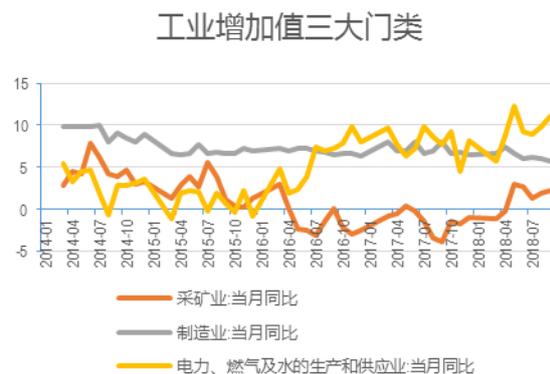
分行业看，12 月份，41 个大类行业中有 37 个行业增加值保持同比增长，与上月持平。分产品看，596 种产品中有 330 种产品同比增长，比上月增加 29 种。

图 7：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 8：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

工业产出保持了稳健增长的势头。2018 年 9 月开始份规模以上工业增加值

增长跌至 5.8%，暂时性的跌破的 6.0% 的长期平台，结合目前的经济形势，我们认为可能会出现一次产出下滑趋势。市场预测，由于供给侧改革政策下部分落后产能已经被淘汰，加之加工贸易贡献下降，2019 年初规模以上工业增加值增速略放缓的概率较高。

投资方面，固定资产投资增速止跌持稳。2018 年 8 月份固定资产投资增速 5.3%，创出历史新低，上一次固定资产投资增速处于如此低的水平还是 1999 年 12 月的 5.5%。目前固定资产投资在低位止跌回稳。

2018 年 1-12 月份，全国固定资产投资 635636 亿元，比上年增长 5.9%，增速与 1-11 月份持平，比上年同期回落 1.3 个百分点。从环比速度看，12 月份固定资产投资增长 0.42%。其中，民间固定资产投资 394051 亿元，比上年增长 8.7%，增速比上年提高 2.7 个百分点。

2018 年基础设施投资增速回落较快，于 9 月份跌至近 5 年来的低点 3.3%，之后小幅回升，一直处于低位。1-12 月基础设施投资（不含电力）比上年增长 3.8%，增速比 1-11 月份提高 0.1 个百分点，比上年回落 15.2 个百分点。考虑到财政政策的逆周期调节作用，目前基础设施投资应处于底部。2018 年基数低，2019 年基建继续下滑的空间有限，大概率好于去年。

图 9：固定资产投资

图 10：基础设施投资

固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

基础设施投资



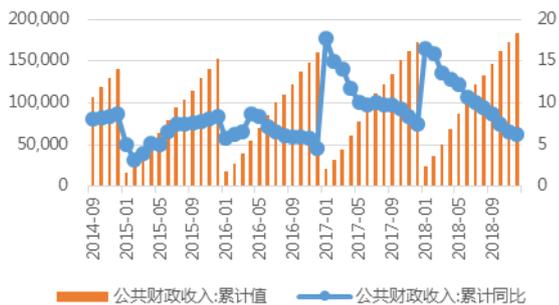
数据来源：Wind、国元期货

从财政收支状况来看，对于财政政策托底基建的力度不需预期太高。2018年1-12月累计，全国一般公共预算收入183352亿元，同比增长6.2%。从支出来看，1-12月累计，全国一般公共预算支出220906亿元，同比增长8.7%。目前收入增速低于支出增速2.5个百分点，财政预算也是有一定的压力。考虑到今后的减税降费的政策导向，财政收入增速大幅上升的概率不大。

图 11：财政收入

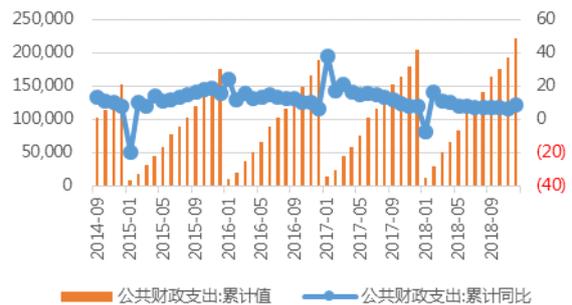
图 12：财政支出

财政收入月度数据



数据来源：Wind、国元期货

财政支出月度数据



数据来源：Wind、国元期货

地产投资增速小幅回落。2018年1-12月份，全国房地产开发投资120264亿元，比上年增长9.5%，增速比1-11月份回落0.2个百分点，比上年同期提高2.5

个百分点。其中，住宅投资 85192 亿元，增长 13.4%，比 1-11 月份回落 0.2 个百分点，比上年提高 4 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.8%。**市场预期** 2018 年房地产开发投资增速放缓，但实际上房地产投资表现的相当的强势，远超市场预期。

2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822300 万平方米，比上年增长 5.2%，增速比 1-11 月份提高 0.5 个百分点，比上年提高 2.2 个百分点。房地产开发企业土地购置面积 29142 万平方米，比上年增长 14.2%，增速比 1-11 月份回落 0.1 个百分点，比上年回落 1.6 个百分点。商品房销售面积 171654 万平方米，比上年增长 1.3%，增速比 1-11 月份回落 0.1 个百分点，比上年回落 6.4 个百分点。

房地产调控的主导思想逐渐由“去库存”向完善供给过渡。若外部压力缓解，2019 年房地产投资增速不会太高。

图 13: 房地产开发投资



数据来源: Wind、国元期货

图 14: 社会消费品零售总额



数据来源: Wind、国元期货

2019 年基建、地产投资增长放缓，或拖累投资领域。但对投资下滑的问题也不必过分忧虑，一方面工业企业固定资产投资 2018 年下半年逐步企稳回升，

对投资增速有一定的带动作用，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使 2019 年固定投资增速稳定在 5% 之上。

消费方面，社会消费品零售增速小幅回落。2018 年 12 月份，社会消费品零售总额 35893 亿元，同比名义增长 8.2%，增速比 11 月份提高 0.1 个百分点。2018 年全年社会消费品零售总额 380987 亿元，比上年增长 9.0%，增速比 1-11 月略低 0.1 个百分点，2017 年增速为 10.2%。其中，限额以上单位消费品零售额 145311 亿元，增长 5.7%。限额以上单位消费品零售额下降较快。

2018 年全国居民人均可支配收入 28228 元，比上年名义增长 8.7%，增速较 2017 下降 0.3%。全国居民人均消费支出 19853 元，比上年名义增长 8.4%。居民部门长期贷款持续增加，消费能力受限。依据我国人民的消费习惯，消费结构突然改变、消费额大幅增长的概率较低。考虑到居民加过一轮杠杆，去杠杆导致的信用紧缩会传导到居民消费的概率较大。

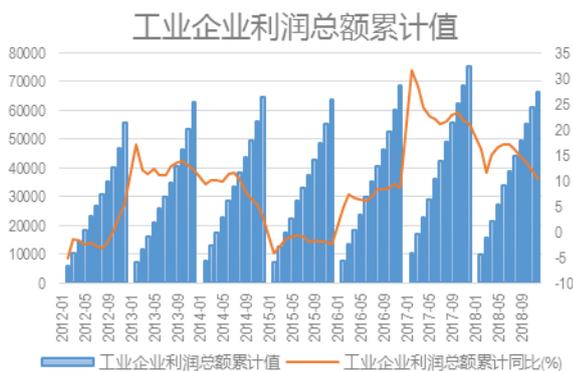
2018 年企业盈利水平较 2017 年明显下滑。周期股的业绩大幅提升带动了周期板块的持续上行是 2017 年股市运行的重要利好因素。结合资本市场情况来看，政府强力推进的产能出清以及各种限产政策，影响了供给，支撑了价格。包括产能的去化、短期的限产等行政手段推动的供给侧改革形成了供给层面的收缩，供给收缩是煤炭、钢铁等部分行业利润好转的主要原因，尤其是指数指标股均是国内各行业中的龙头企业，是 2016-2018 这次产能出清的受益部门。及至 2018 年供给侧结构性改革带来的“供给收缩”边际递减，经济基本面走弱带来的“需

求下滑”，导致年内企业盈利增速较 2017 年下滑，处于近几年来次高水平。2018 年中上游的利润有部分向下游转移的迹象，但由于下游需求环节本身较为薄弱，产业利润大部分还是集中在上游。

2018 年 1-12 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 66351.4 亿元，比上年增长 10.3%，增速比 1-11 月份放缓 1.5 个百分点。在 41 个工业大类行业中，32 个行业利润总额比上年增长，9 个行业减少较 1-11 月增加 2 个。2018 年，规模以上工业企业实现主营业务收入 102.2 万亿元，比上年增长 8.5%，增速比 1-11 月份放缓 0.6 个百分点。2018 年工业利润总体保持较快增长，由于工业产销增速放缓、价格涨幅回落、上年利润基数高等原因，数据较 2017 年整体回落。

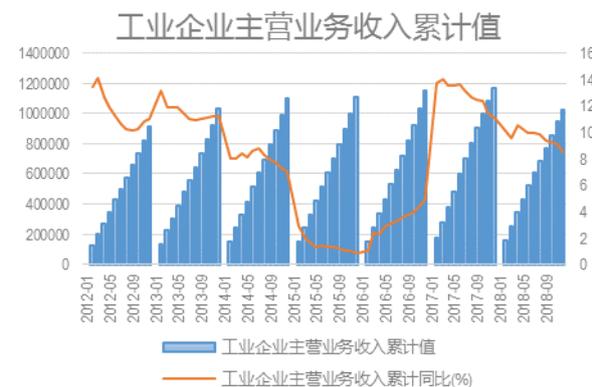
本轮工业企业利润增速的高点为 2017 年 9 月单月增速 27.7%，10 月累计增速 23.3%，随后一直维持在高位，可以说 2018 年上半年的利润基数较高，按照目前的企业经营状态很难超越当时的水平，因此继续下滑的概率较高。

图 15: 工业企业利润总额累计值



数据来源：Wind、国元期货

图 16: 主营业务收入



数据来源：Wind、国元期货

目前企业盈利水平还处于较高的位置上，后期的宏观经济状况不能支持传统

产业高利润，盈利预期下滑，逐步回归历史平均水平。2017年为此轮经济小周期中企业盈利的高点，2018、2019年企业盈利下滑的概率较高。市场预期2019年企业盈利增速继续高速增长有一定压力，2019年重点考察的还是供应收缩程度与需求的变化以及新的政策导向下的增长点。

二、价格指标下降

价格指标同比涨幅回落、环比涨幅回升，通胀预期下降。

2019年1月CPI同比上涨1.7%，环比上涨0.5%；PPI同比上涨0.1%，环比下降0.6%。CPI同比增速较上月下降0.2%，PPI同比较上月下降0.8%；CPI环比比上月上升0.5，PPI环比较上月回升0.5，符合市场预期。后期CPI全年保持温和增长，PPI继续回落并在0值之下一段时间的概率较大。通胀预期较2018年年末明显回落。

2019年1月份，CPI同比上涨1.7%。其中，城市上涨1.8%，农村上涨1.7%；食品价格上涨1.9%，非食品价格上涨1.7%；消费品价格上涨1.3%，服务价格上涨2.4%。受到了节日因素影响。其中，食品价格上涨1.6%，涨幅比上月扩大0.5个百分点，影响CPI上涨约0.31个百分点；非食品价格由上月下降0.2%转为上涨0.2%，影响CPI上涨约0.19个百分点。在1月份1.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.2个百分点，新涨价影响约为0.5个百分点。

从中长期来看，内需下滑、进口扩张、经济增速受压回落等因素不利于价格长期处于高位，不过短期内由于春节临近，消费价格近期温和上涨的概率较

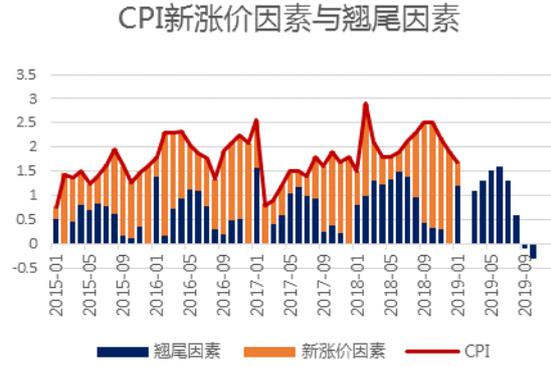
大。

图 17: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind, 国元期货

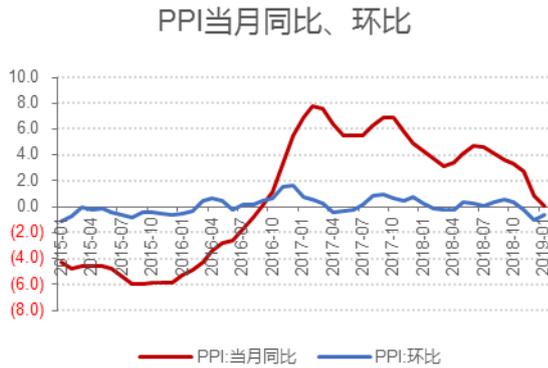
2019 年 1 月份, 全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.1%, 环比下降 0.6%; PPIRM 同比上涨 0.2%, 环比下降 0.9%。1 月份, 生产资料价格环比下降 0.8%, 影响 PPI 总水平下降约 0.57 个百分点, 生活资料价格环比持平。调查的 40 个工业行业大类, 价格上涨的有 11 个, 持平的有 8 个, 下降的有 21 个。在 1 月份 0.1% 的同比涨幅中, 去年价格变动的翘尾影响约为 0.7 个百分点, 新涨价影响约为 -0.6 个百分点。

此轮工业品价格指数 PPI 从 2015 年 9 月的最点 -5.95% 开始逐步攀升, 于 2016 年 9 月份转正 0.1%, 至 2017 年 9 月达到本轮最高点 6.9, 之后逐步回落, 终于 2018 年末再次回落至 0 值附近。其间 2016 年至 2018 年经历了三年的供给侧改革历程, 目前供给侧改革政策效果的边际作用逐渐递减, 去产能也逐步地接近尾声。

2019 年初由于需求不足, 价格指数大幅上涨的概率不高。市场预期由于新

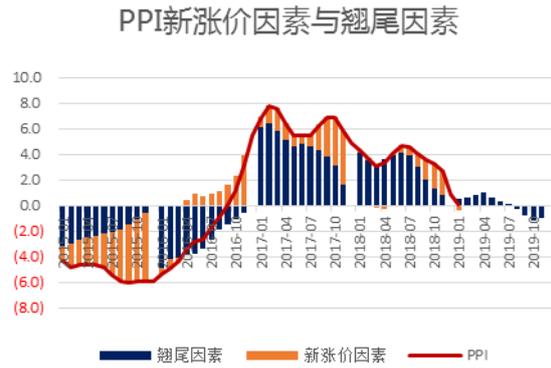
涨价动能不足将会促使 PPI 继续回落，直至 0 值之下。由于春节因素的存在，市场对一季度消费品价格的预期较为乐观，料 CPI 维持温和增长态势。

图 19: PPI



数据来源: Wind、国元期货

图 20: PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind、国元期货

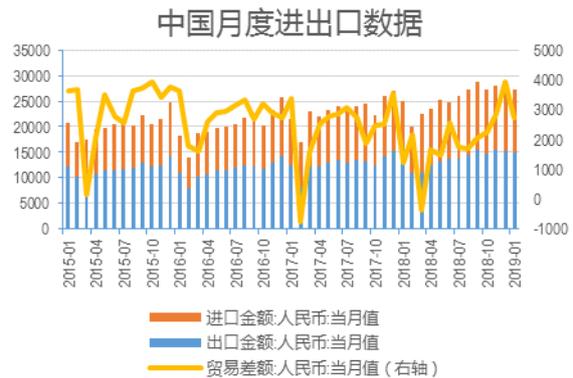
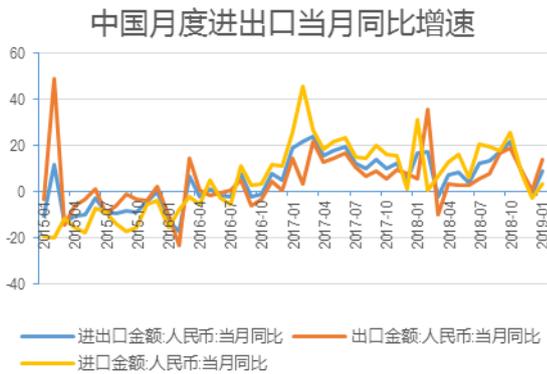
三、进出口超预期

2019 年 1 月进出口数据远超预期，或存在春节效应。今年 1 月份，我国货物贸易进出口总值 2.73 万亿元人民币，比去年同期（下同）增长 8.7%。其中，出口 1.5 万亿元，增长 13.9%，预期增 3.8%，前值增 0.2%；进口 1.23 万亿元，增长 2.9%，预期降 1.9%，前值降 3.1%；贸易顺差 2711.6 亿元，扩大 1.2 倍。在保护主义抬头、经贸摩擦持续情况下，这一成绩远超市场预期。分析认为，出口增速回升可能反映了“抢出口”节奏影响还未消退，进口增速回升可能反映了年初内需下滑并没有市场预期的严重，当然由于季节性因素的存在还需要拉长时间观察才能确认。去年年末市场分析人士对进出口一直呈非常悲观的预期，但实际上贸易数据目前尚可。

2018 年二季度以来，全球主要经济体经济增长动能趋势性走弱，市场预期外需走弱。对于中国来说经济下行、贸易摩擦、高基数等因素的影响对进出口的影响偏负面，2019 年进出口增速回落的概率大。

图 21：进出口同比

图 22：月度进出口数据



数据来源：Wind、国元期货

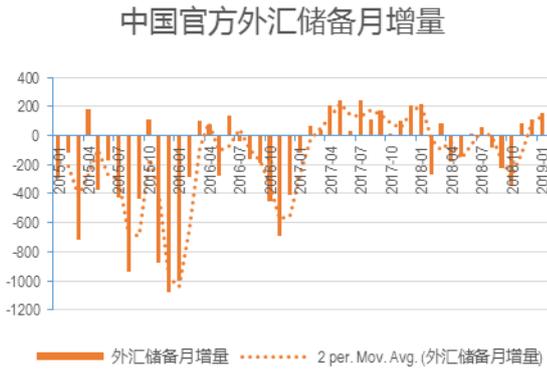
数据来源：Wind、国元期货

外汇储备连续三个月增加，央行增持黄金。中国 1 月外汇储备 30879.24 亿美元，环比增加 152 亿美元，为连续三个月增加，预期 30800 亿美元，前值 30727.12 亿美元。在美国经济预期下滑的背景下，资本流入新兴市场的预期增强。中国 1 月末黄金储备 5994 万盎司，央行连续两个月累计增持黄金 70 万盎司，自 2016 年 10 月至 2018 年 11 月央行持有黄金数量一直维持在 5924 万盎司。去美元化、风险资产走强的市场预期增强。

中国 2019 年 1 月央行口径外汇占款余额为 212544.54 亿元人民币，减少 12.14 亿元人民币，2018 年 12 月末外汇占款余额为 212556.68 亿元人民币。外汇占款进一步下滑，不过降幅减缓。12 月资本流动趋势较为平稳，人民币汇率贬值压力下降。外汇占款是人行因购买外汇而投放人民币的累计值。2017 年以来，央

行外汇占款波动趋缓。外汇占款规模趋于稳定，一方面说明资本流入流出趋于平衡，另一方面也是央行大幅度减少直接入市干预的结果。

图 23: 外汇储备



数据来源: Wind、国元期货

图 24: 外汇占款



数据来源: Wind、国元期货

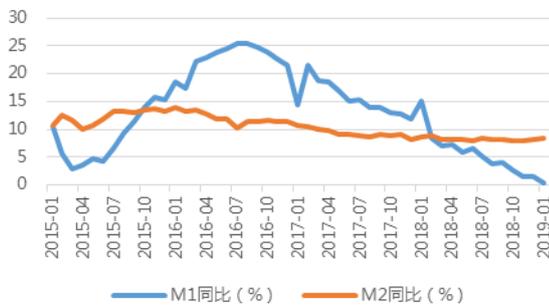
四、金融数据好于预期

货币增速处于偏低水平成为常态，表外融资收缩社会融资规模增速向 M2 增速靠近，贷款增速稳中有升。1 月 M2 余额 186.59 万亿元，同比增长 8.4%；社会融资规模存量 205.08 万亿元，同比增长 10.4%；人民币贷款余额 139.53 万亿元，同比增长 13.4%。金融数据仍处于低位，但较上月有所回升，回升幅度略超出市场预期。目前货币政策边际放松，融资条件放宽，以期达到从宽货币到缓释信用收缩的效果。M2 与社融增速“剪刀差”持续收窄，实体领域的融资需求仍偏低。

图 25: 货币供应

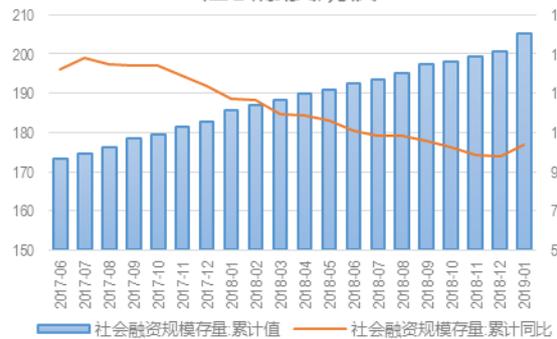
图 26: 社会融资规模

货币供应M1、M2同比增速



数据来源: Wind、国元期货

社会融资规模



数据来源: Wind、国元期货

货币供应方面, 1月末, 广义货币(M2)余额 186.59 万亿元, 同比增长 8.4%, 增速比上月末高 0.3 个百分点, 比上年同期低 0.2 个百分点; 狭义货币(M1)余额 54.56 万亿元, 同比增长 0.4%, 增速分别比上月末和上年同期低 1.1 个和 14.6 个百分点; 流通中货币(M0)余额 8.75 万亿元, 同比增长 17.2%。当月净投放现金 1.43 万亿元。

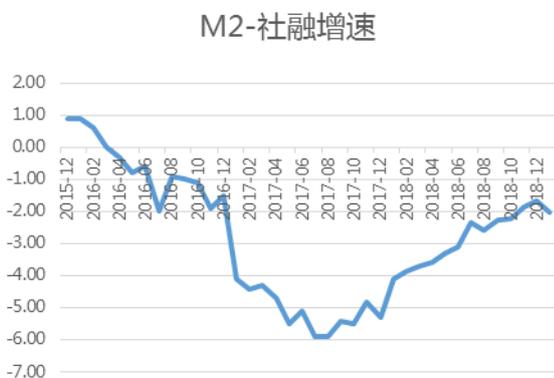
市场普遍预期 M2 增速启稳。M1 增速显著低于 M2, 反映实体经济体面临的资金状况仍然偏紧。2016-2017 年 M1 的增速持续显著高于 M2, 市场分析认为货币存在着一定程度的脱实向虚现象, 2017 年 3 月份开始 M1、M2 剪刀差收窄。及至 2018 年初, M1-M2 剪刀差转负, 期间 M2 持续处于低位, 但 M1 下滑的速度更快, 企业资金较紧张。市场分析认为 M1、M2 增速处于底部, 后市震荡盘升的概率大。

融资需求方面, 社融增速长期下降之后回升。央行从 2018 年 6 月末开始实行了一系列宽货币、宽信用导向的促进信贷措施, 但由于传导机制存在时滞, 直至 2019 年初才出现了单月回升, 至于社融是否扭转了下滑趋势, 仅凭单月数据判断风险比较大。

1月末社会融资规模存量为205.08万亿元，同比增长10.4%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为138.26万亿元，同比增长13.6%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.18万亿元，同比下降11.1%；委托贷款余额为12.31万亿元，同比下降11.6%；信托贷款余额为7.83万亿元，同比下降8.2%；未贴现的银行承兑汇票余额为4.18万亿元，同比下降8.7%；企业债券余额为20.5万亿元，同比增长10.7%；地方政府专项债券余额为7.38万亿元，同比增长34.5%；非金融企业境内股票余额为7.04万亿元，同比增长5.1%。贷款增速、企业债增速、地方政府专项债增速较高，为社融中的主要增量部分。从结构来看，仅人民币贷款余额、地方政府专项债券存量占比高于去年，其余科目均有一定程度的下降。增量上新增贷款占八成。

目前货币政策边际放松以期改善实体经济中紧信用的状态，改善实体企业的融资环境提升融资需求。我们认为略高于名义GDP增速的社融增速比较符合当前的政策形势，目前的名义GDP增速在9.7%左右。

图 27: M2、社会融资剪刀差



数据来源: Wind、国元期货

图 28: 贷款余额同比增速



数据来源: Wind、国元期货

2019年1月末人民币贷款余额139.53万亿元，同比增长13.4%，增速比上月末低0.1个百分点，比上年同期高0.2个百分点。从新增贷款结构来看，银行现阶段仍选择风险较低的票据冲量，风险偏好较低。不过中长期贷款增量提高，信贷结构改善，反映实体融资需求回升。1月末人民币存款余额180.79万亿元，同比增长7.6%，增速分别比上月末和上年同期低0.6个和2.9个百分点。存款增速显著低于贷款增速。

整体上看，1月份金融数据好于市场预期，小幅度改善。2018年6月之后去杠杆的节奏有所缓和以期改善实体经济中紧信用的状态。因此在2019年经济下行压力较大、实体企业融资困难的情况下货币政策边际放松的概率大。

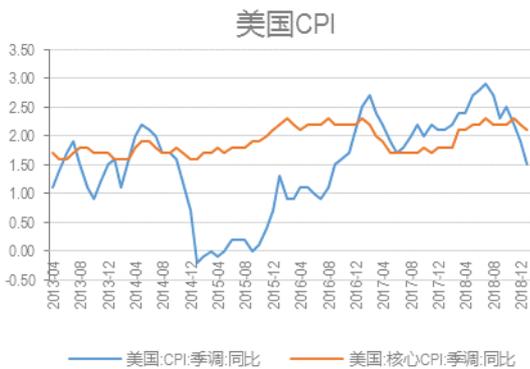
五、欧美经济稳中回落

全球经济整体呈复苏态势，不同经济体之间有所分化。主要发达经济体延续复苏，但部分经济指标有所放缓。不同经济体之间差异扩大，全球经济增长的同步性降低，全球经济金融脆弱性有所上升。

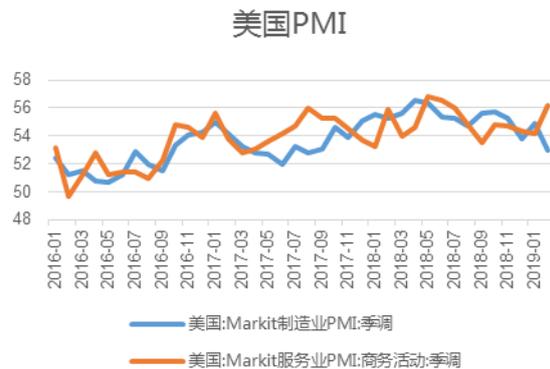
美国经济整体向好但有所回落，美元加息压力放缓美元指数高位震荡，美国股市强势反弹连涨9周。美国2月Markit制造业PMI终值53，创2017年8月份以来新低，预期53.7，前值53.7。美国2月Markit服务业PMI初值56.2，预期54.3，前值54.2。美国2月Markit综合PMI初值55.8，预期54.4，前值54.4。

图 29：美国 CPI

图 30：美国 PMI



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

美国 1 月 CPI 同比增长 1.6%，增速创 2017 年 6 月来新低，但略高于预期值 1.5%，不及前值 1.9%。环比来看，美国 1 月 CPI 未变动，逊于预期的 0.1% 增长，但高于前值 -0.1% 的负增长。扣除食品和能源等因素后，美国 1 月核心 CPI 同比增长 2.2%，略高于预期的 2.1%，同前值持平。环比来看，美国 1 月核心 CPI 上涨 0.2%，同预期、前值一致。

劳动力市场较为强劲**接近充分就业状态**。1 月美国新增非农就业人数高达 30.4 万人，远高于预期的 16.5 万人，为 2018 年 2 月份以来新高。12 月新增非农就业人数由 31.2 万人下修至 22.2 万人。私营部门新增非农就业为 29.6 万人，高于预期的 17.5 万人，前值被下修至 20.6 万人。具体来看，建筑业、休闲及酒店业增势强劲，分别新增非农就业 5.2 及 7.4 万人，而制造业新增就业人数增速有所放缓。

美联储面临“尽可能实现可持续性就业”与“稳定物价”的目标。目前由于美国经济放缓，美联储对于继续加息的态度已经软化，从坚持 2019 年将继续

加息 2-3 次转换到继续观察根据经济运行的状态决定是否加息。

图 31: 美元指数



数据来源: Wind、国元期货

图 32: 中美息差



数据来源: Wind、国元期货

欧元区经济数据回落表现疲弱。欧元区 2 月制造业 PMI 终值 49.3，为 2013 年 6 月以来最低水平，预期 49.2，前值 49.2。欧元区制造业表现逼近 6 年来最弱水平，前瞻指标暗示春季到来后制造业增长可能会进一步下滑；欧元区新订单数量降速为近 6 年以来最快，原材料购买量有所削减，且招聘活动表现仍然疲软。德国 2 月制造业 PMI 终值 47.6，符合预期。法国 2 月制造业 PMI 终值 51.5，略好于预期。意大利 2 月制造业 PMI 为 47.7，创 2013 年 5 月以来新低。

欧元区通胀回落。欧元区 2 月调和 CPI 同比升 1.5%，预期升 1.5%，前值升 1.4%；欧元区 2 月核心调和 CPI 初值同比升 1%，预期 1.1%，前值 1.1%。德国 1 月 CPI 环比终值-0.8%，预期-0.8%，前值-0.8%；1 月同比终值 1.4%，预期 1.4%，前值 1.4%。法国 1 月 CPI 环比终值-0.4%，预期-0.5%，前值-0.5%；同比终值 1.2%，预期 1.2%，前值 1.2%。

图 33: 欧洲 CPI



数据来源: Wind、国元期货

图 34: 欧洲 PMI



数据来源: Wind、国元期货

欧元区的复苏显示出严重分化，整体而言，德国、法国的经济增长较为稳健，而一些南欧国家包括意大利、西班牙、葡萄牙的经济复苏不够稳固，社会问题较多。复苏过程的分化对于货币政策统一而财政政策各异的欧元区来说会产生更多的分歧与风险。

六、后期宏观趋势研判

2019 经济面临较大的下行压力，目前部分关键领域数据回落，投资、消费；部分领域持续增长有压力，净出口、生产。现阶段宏观经济增长有一定的压力，部分压力来自于经济增长动力下降，部分来自于上一轮加杠杆的高基数，2019 年的基数要略低于 2018 年。市场预期 2019 年中国经济增速预计为 6.2%，但大幅下行概率不高，不必过于悲观。

2019 年基建、地产投资增长放缓，或拖累投资领域。但对投资下滑的问题也

不必过分忧虑，一方面工业企业固定资产投资 2018 年下半年逐步企稳回升，对投资增速有一定的带动作用，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使 19 年固定投资增速稳定在 5% 之上。

2019 年进出口增速回落的概率大。由于 2018 年“抢出口”的因素存在，并且国际经济贸易领域仍然存在一些不确定、不稳定因素，市场分析认为 2019 年进出口能够企稳实现 5-8% 的增长，且进口强于出贸，内需略强于外需。

2019 年 CPI 延续温和通胀的趋势，2019 年初价格指数回落的概率不高，2019 年全年或超过 2.2 的历史均值。2019 年 PPI 增速大概率回落，在需求下滑的背景下，工业原材料价格维持在高位比较困难，市场预计回落至 0 值之下。

因此在 2019 年经济下行压力较大、实体企业融资困难的情况下货币政策较 2018 年边际放松的概率大。政策层面稳增长、稳就业的压力增大，虽然大幅刺激的可能性不大，结构性的政策调整、逆周期政策措施可以期待。

开年以来市场情绪好转，对于去年年末极端悲观的市场预期进行了一定程度的修正，市场流动性充裕，风险偏好整体提升。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街46号天恒大厦B座21层
电话：010-84555000 传真：010-84555009

合肥分公司

地址：合肥市金寨路329号国轩凯旋大厦4层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路1号2204室之01室（即磐基商务楼2501室）
电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路37号（世基大厦12层西侧）
电话：0475-6380818 传真：0475-6380827

大连营业部

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号国际金融中心A座期货大厦2407、2406B。
电话：0411-84807840 传真：0411-84807340-803

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路195号9号楼9层901室
电话0532--66728681, 传真0532-66728658

郑州营业部

地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦1410室
电话：0371-53386809/53386892

上海营业部

地址：上海浦东新区松林路300号期货大厦2002室
电话：021-68401608 传真：021-68400856

合肥营业部

地址：合肥市金寨路329号国轩凯旋大厦4层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115888 传真：0551-68115897

宝鸡营业部

地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼9层920-921室
电话：0917-3859933

北京业务总部

地址：北京东城区东直门外大街46号天恒大厦B座9层
电话：010-84555028 010-84555123

合肥金寨路营业部

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路91号立基大厦A座六楼
电话：0551-62895501 传真：0551-63626903

西安营业部

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段64号凯德广场西塔6层06室
电话：029-88604088

重庆营业部

地址：重庆市江北区观音桥步行街2号融恒盈嘉时代广场14-6
电话：023-67107988

厦门营业部

地址：厦门市思明区莲岳路1号1604室08室
电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部

地址：深圳市福田区百花二路48号二楼
电话：0755-36934588

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区北新西道24号中环商务20层2003-2005室
电话：0315-5105115

龙岩营业部

地址：厦门市思明区莲岳路1号磐基商务楼2501单元
电话：0597-2529256 传真：0592-5312958

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路1785号双城国际大厦4号楼22层
电话：0571-87686300