

小长假期间国内外经济与资本市场状况述评

摘要

- **五一小长假期间全球经济数据显示经济下行压力有所减缓。**近期美欧经济数据显示发达国家经济下行压力有所减缓。美国和欧元区1季度GDP增速均超预期，同时美国非农就业数据亮眼。发达国家经济下行压力减缓主要是由于前期货币政策调整导致利率水平大幅下行，对利率敏感部门形成支撑。另一方面，也可能与中国经济在1季度出现企稳相关。但考虑到先导指标依然处于下行趋势，因而当前发达国家经济仅是下行压力减缓，而非经济触底。
- **美联储政策进入观望期。**本周结束的美联储议息会议中，美联储按兵不动。同时美联储抵挡住了特朗普总统和彭斯副总统压力，保持了联储的独立性，短期内打消了市场降息的预期。美联储政策进入观望期，一方面，经济下行压力减轻以及就业数据向好意味着美联储短期降息必要性下降；但另一方面，美国通胀持续处于低位，核心通胀低于美联储目标水平，因而联储也无需收紧货币政策。短期内调整货币政策可能性有限，美联储政策将进入观望期。
- **国内经济弱平稳，出口或将低速正增长。**在春节错位、增值税降税带来提前备货等短期冲击退出之后，4月制造业PMI小幅回落，显示经济继续在弱平稳区间运行。分项指数显示，除贸易指数之外，经济供需均有所回落。其中出口新订单涨幅明显，但我们认为这并不意味着出口将较3月高速增长进一步上升。在春节错位因素退出，以及观察与我国贸易结构相近的韩国、越南出口增速之后，我们认为4月份出口增速将呈现低速正增长态势，预计同比增速在0%-5%左右，这与全球经济下行，但下行速度减缓的态势一致。
- **五一小长假当周国际资本市场平稳，大宗商品普遍有所下跌。**虽然发达国家经济下行压力减缓，同时美联储短期打消降息预期，但国际资本市场反映有限。五一小长假当周，美国三大股市保持平稳，而恒生指数小幅上涨，外盘变化对节后A股影响有限。同时美元指数保持平稳，全球汇率市场稳定，人民币离岸汇率同样保持平稳。而美联储降息预期消失导致发达国家利率水平小幅上行。利率水平上行环境下，大宗商品价格普遍下挫，WTI原油、黄金价格都有不同程度下挫。
- **A股继续调整空间有限，债市或迎来短期配置机会。**经过4月下旬的调整，截止4月30日，非金融石油石化上市企业滚动市盈率已经下降至26.3倍，对应未来半年名义GDP增速与企业盈利增速预期分别为7.0%和-0.6%，相较于当前经济水平，隐含未来经济小幅走弱预期。考虑到未来经济依然保持平稳，企业盈利难以大幅下行，因而从宏观面看，市场继续调整空间有限。对债市来说，当前位置来说已经成为利率债短期建仓机会。我们利用基本面指标和资金面指标构建的利率拟合模型显示，当前基本面和资金面支撑的10年期国债利率为3.4%，与当前水平相近。虽然趋势上，今年经济平稳环境下，债市难有趋势性行情。但考虑到近期随着逆周期政策回撤，未来经济下行预期可能再度上行，债市可能出现阶段性行情。
- **风险提示：**经济超预期下行。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 从宏观面寻找资本市场锚 (2019-04-30)
2. 企业盈利拐点尚未来临，预期变化决定市场走势 (2019-04-28)
3. 经济企稳，政策调整 (2019-04-21)
4. 实体融资需求回升，风险在于政策调整——2019年2季度银行信贷经理调研 (2019-04-21)
5. 逆周期宽松回撤，结构性调整登台——评中央政治局会议 (2019-04-20)
6. 经济企稳后政策将回撤，如何影响市场？ (2019-04-18)
7. 联储VS市场：谁更懂美国经济——全球央行追踪第8期 (2019-04-17)
8. 如何分析预测季度GDP：生产法角度——数据挖掘系列(二) (2019-04-16)
9. 融资回升经济乐观预期强化，政策发力节奏存在放缓可能 (2019-04-14)
10. 实体融资持续回升的经济影响及政策启示 (2019-04-14)

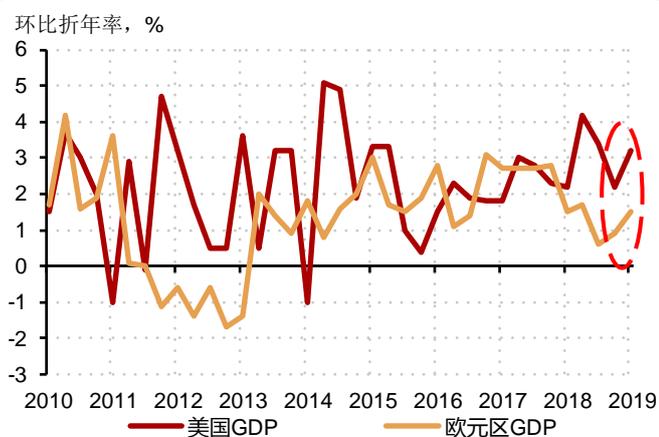
目 录

1 海外经济略超预期，是下行速度放缓而非经济回升	1
2 美联储按兵不动，政策进入观望期.....	2
3 国内经济弱平稳，短期出口将低速正增长	3
4 小长假期间国际资本市场表现平淡.....	4
4.1 全球股市表现平稳，对政策和基本面变化并未做明显反应.....	4
4.2 全球利率水平小幅上行	5
4.3 汇率市场表现平稳，美元指数与人民币汇率都将延续平稳.....	5
4.4 全球大宗商品价格普遍走弱	6
5 国内股市继续调整空间有限，债市或迎来阶段性上涨	7

1 海外经济略超预期，是下行速度放缓而非经济回升

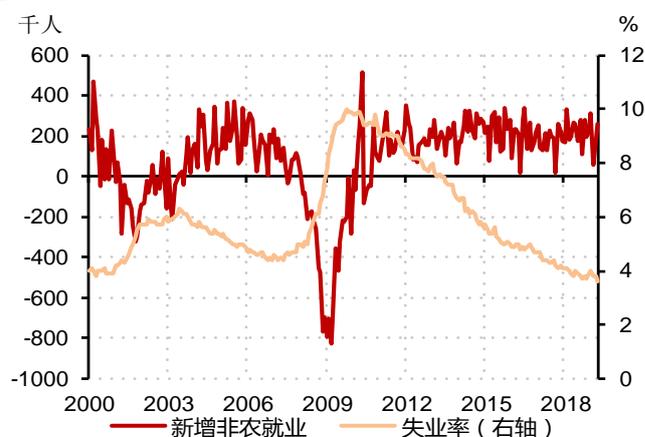
小长假前后欧美经济均有强于预期的表现。春节前一周美国公布1季度GDP环比折年率为3.2%，较上个季度提升1.0个百分点，高于市场预期。虽然增速回升主要源自贸易逆差收窄，但其它分项并未呈现出加速下行状况。而五一小长假期间公布的美国4月新增非农就业26.3万人，较上月增加6.7万人，高于市场预期。同时美国失业率下降至3.6%，创49年新低。美国经济普遍出现超预期表现至少说明美国经济下行压力减弱。不仅美国，近期欧洲经济也出现超预期表现，1季度欧元区GDP环比增长0.4%，增速较上月提升0.1个百分点，环比折年率达到1.5%，同样高于市场预期。欧美经济均呈现出下行压力减弱的态势。

图1：美欧GDP同比增速均有所回升



数据来源：Wind，西南证券整理

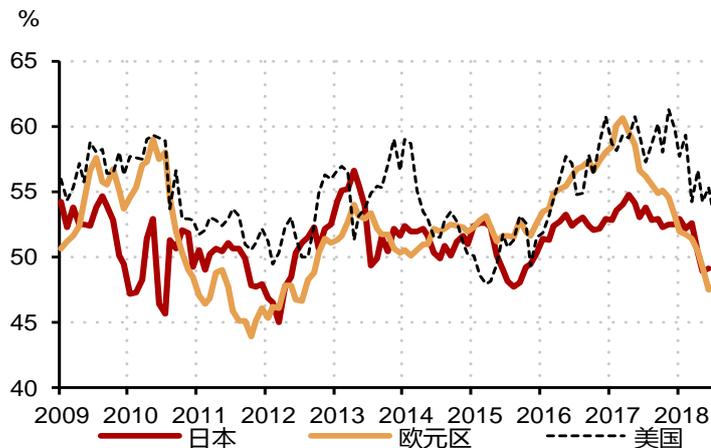
图2：4月美国非农就业数据超预期



数据来源：Wind，西南证券整理

近期发达国家经济数据超预期是经济下行速度放缓的表现，但综合各类指标来看经济并未进入回升阶段。虽然近期欧美经济数据均有超预期的表现，但并非所有数据均改善，因而难言经济进入回升阶段。从先导指标来看，美欧PMI均在下行过程中，4月美国供应商协会(ISM)制造业PMI较上月下滑2.5个百分点至52.8%，而Markit制造业PMI虽然小幅回升0.2个百分点至52.6%，但依然较年初水平明显下滑，而欧元区4月制造业PMI依然处于收缩区间，为47.9%，显示经济前景并不乐观。而美国在失业率创下近半个世纪以来低位的情况下，劳动参与率同样再度下滑，4月较上月下降0.2个百分点至62.8%。而周薪同比增速与上月持平为3.2%，显示就业市场并非全面改善。非农就业增速能否持续提升有待继续观察。

近期欧美经济数据超预期改善一方面由于前期货币政策转向后利率下行支撑，另一方面也可能与中国需求企稳对全球的带动作用相关。随着去年以美联储为代表的发达国家央行退出宽松货币政策，发达国家利率普遍上行，美国10年期国债利率在去年11月上行至3.2%以上。而后美联储政策快速调整，将今年加息预期从3次快速降至零次，并且给出提前结束缩表的预期。美国利率水平快速下降，目前10年期国债利率在2.5%左右运行。利率水平的下降减缓了利率敏感部门需求的收缩速度。另一方面，中国逆周期政策发力推动需求从1季度开始企稳，也一定程度上改善了全球经济下行预期。因而，近期经济数据表现优于预期，经济下行速度有所减慢。

图 3：发达国家景气指数依然处于下行过程中，显示经济并未见底


数据来源：wind、西南证券整理

2 美联储按兵不动，政策进入观望期

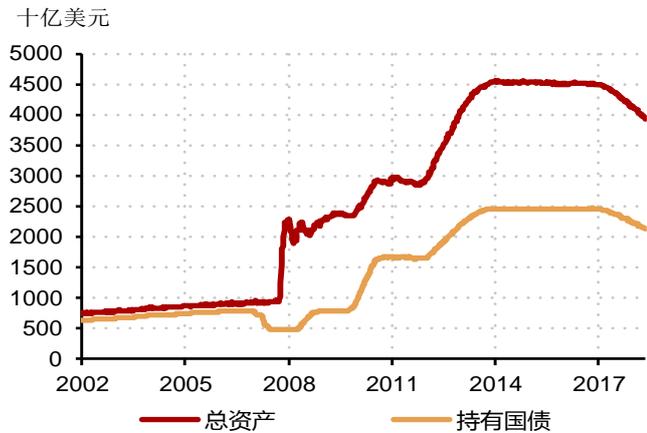
本周结束的美联储议息会议中，美联储按兵不动。在5月2日结束的美联储议息会议中，FOMC 委员一致投票赞成联邦基准利率维持 2.25%-2.5% 水平不变，并将超额准备金率利率 (IOER) 从 2.4% 降至 2.35%。此后美联储主席鲍威尔在新闻发布会中解释 IOER 的调降是技术性原因，而非货币政策变化。

鲍威尔不受其他因素影响，暗示联储不降息。虽然在美联储议息会议期间以及议息会议之后，美国总统特朗普和副总统彭斯都直接表示，美联储应该降息，政府直接对美联储货币政策施压是本届政府特有的，而历届政府均尊重美联储独立性而不进行干预。但美联储在本次会议中继续坚持自身独立性，议息会议政策声明表示，由于经济稳健，通胀前景不明，美联储在利率方面保持耐心。而在会后新闻发布会中，美联储主席鲍威尔进一步表示“预计通胀随着时间仅占保持在 2%……美联储对目前政策感到满意，可能会在较长一段时间内保持利率稳定”。这实际上是打消了市场对美联储在短期内降息的预期。

联储对经济的态度边际上有所回暖，这意味着短期内美联储不大可能选择降息。1 季度美国 GDP 年化环比增速录得 3.2%，超出市场预期，虽然美国的居民消费和企业投资依然偏弱，但对美国经济不用太悲观。联储在会议声明中对经济增长的描述为“经济活动稳健增长”，而 3 月的措辞为“稳健增长有所放缓”，可以看出联储对经济下行风险的担忧也有所缓解。鲍威尔也表示美国经济面对的海外风险有一定好转。基本面短期不支持美联储降息。

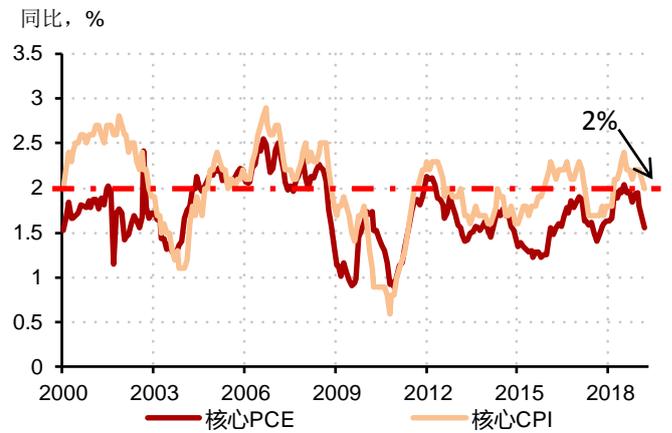
通胀偏弱意味着联储将保持观望，短期加息或降息可能性都有限。美国核心 PCE 自去年 12 月的 1.95% 持续下行至 3 月的 1.55%，离联储 2% 的通胀目标的距离逐步拉大。联储也下调了对通胀的看法，本次会议声明中对通胀的描述为“整体和核心通胀均已下滑，保持在 2% 的联储目标下方”，3 月的措辞为“接近 2%”。在通胀依然偏弱的情况下，联储没有重启加息的理由，将保持观望。在菲利普斯曲线钝化的情况下，通过进口价格来观察美国通胀是一个较好的经验指标。二者的走势近期有所背离，进口价格指数在缓慢回升，而通胀依然在下行，预计背离时间不会太长，美国通胀将会跟随进口价格而有所回升。

图 4：美联储将逐步放缓缩表速度



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：通胀依然低于美联储目标水平



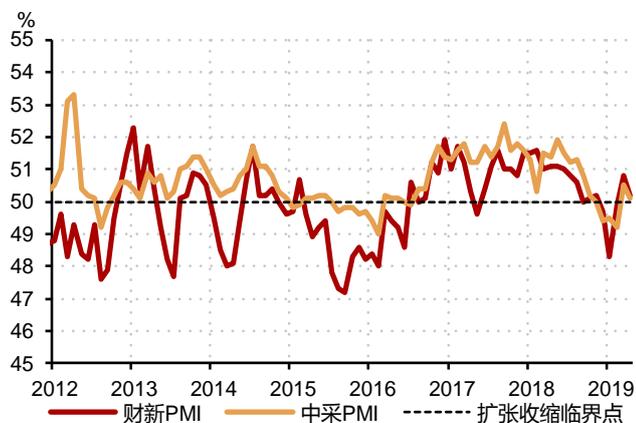
数据来源：Wind，西南证券整理

3 国内经济弱平稳，短期出口将低速正增长

4月PMI再度下滑，主要由于3月短期冲击因素退出。4月中采和财新制造业PMI均有所下滑，分别较上月下降0.4和0.6个百分点至50.1%和50.2%。同时服务业和建筑业PMI同样有所下滑，4月分别较3月下滑0.3和1.6个百分点至53.3%和60.1%。企业景气度下滑主要由于短期冲击因素退出。由于春节错位因素以及增值税减税带来的提前备货效应，3月工业生产和企业盈利都明显上升，推动3月企业景气度显著提升。但在这些短期冲击退出后，4月企业景气度有所下滑。

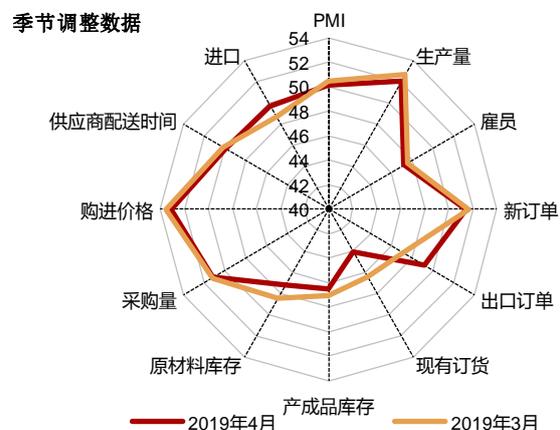
PMI分项大多有所回落，经济继续弱平稳。从制造业PMI分项来看，除贸易指标之外，其它指标均有不同程度的回落。其中生产指数较上月下滑0.6个百分点至52.1%，这与高频数据显示的生产面增速下滑一致。而新订单指数较上月下滑0.2个百分点至51.4%，主要受内需回落影响。随着需求的下行，工业品价格增速也将有所回落，4月原材料购进价格指数较上月下滑0.4个百分点至53.1%。在增值税降税过后，企业备货需求下降，因而5月产成品库存和原材料库存指数较上月下降0.5和1.2个百分点至46.5%和47.2%。

图 6：4月制造业 PMI 回落



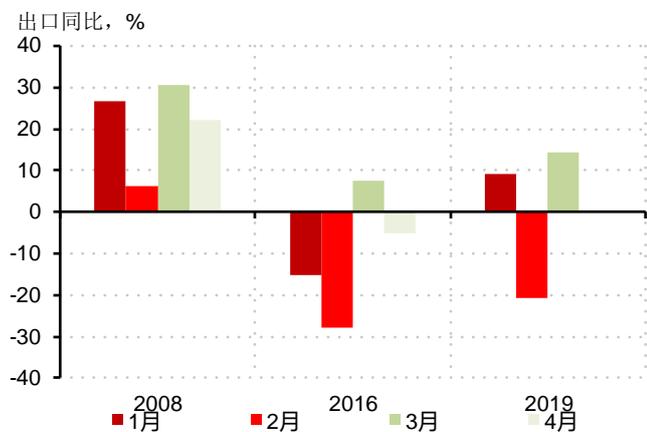
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：除外贸指标之外，制造业 PMI 各分项普遍有所回落

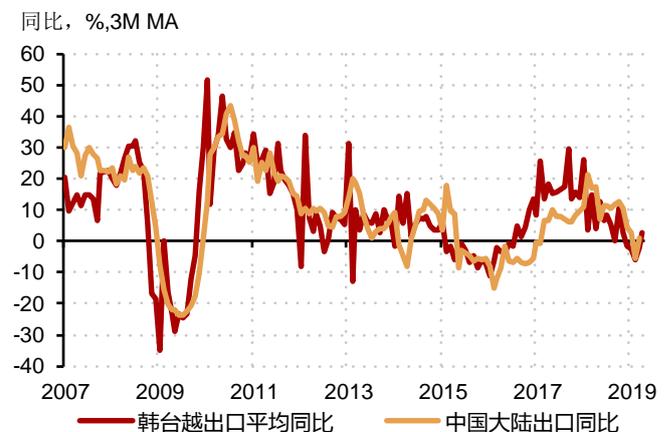


数据来源：Wind，西南证券整理

出口难以保持3月份增速，短期或将低速正增长。虽然4月出口订单指数较上月明显回升2.1个百分点至49.2%，预示着出口可能将继续保持强韧，但我们结合其他数据，认为出口难以保持3月份高增长状态。3月我国美元价衡量出口同比增长14.2%，主要是春节错位因素影响。同时，观察与我国贸易结构比较类似的韩国、越南等国出口增速，4月虽然有所改善，但幅度有限。韩国、越南等国出口增速在近两月缓慢改善，4月两国出口分别较上月提升6.2和2.4个百分点至-2.0%和8.4%。韩国、越南出口增速大致与去年11月持平，而我国去年11月出口增速为3.9%。类似的，我们认为4月我国出口将呈现低速正增长态势。从趋势上看，虽然发达国家经济下行压力有所改善，但趋势并未改变，因而不认为出口增速将持续回升。总体上，我们认为短期出口将继续低速正增长，难以成为推升经济的主要动力。

图8：春节位置与今年相近的年份4月增速均较3月有所回落


数据来源：Wind，西南证券整理

图9：与我国贸易结构类似的经济体出口增速缓慢改善


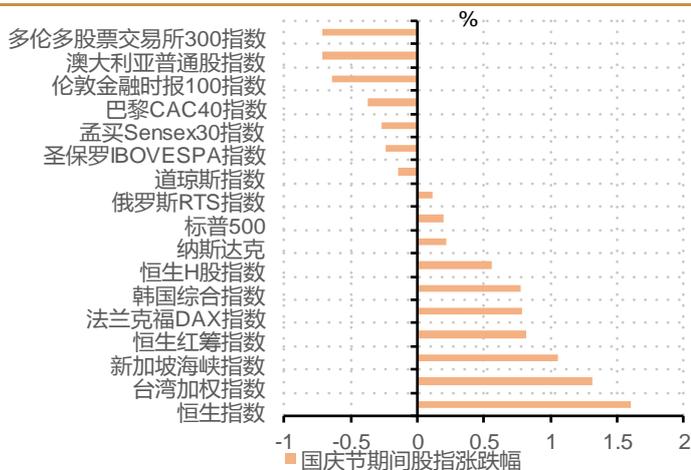
数据来源：Wind，西南证券整理

4 小长假期间国际资本市场表现平淡

4.1 全球股市表现平稳，对政策和基本面变化并未做明显反应

五一小长假期间全球股市基本平稳，对政策变化反应有限。五一小长假当周全球估值基本平稳。美股并未对美联储政策和美国经济数据做出明显反应。本周美国三大股指道琼斯、标普500和纳斯达克分别累计上涨-0.15%、0.20%和0.22%。基本上保持平稳。而港股小幅上涨，五一小长假恒生指数累计上涨1.61%，恒生红筹指数和H股指数分别累计上涨0.82%和0.56%。其它新兴市场国家估值大多微幅调整，基本波动不大。这意味着小长假期间外盘变化对A股影响有限。

图 10：五一小长假当周国际股市变化

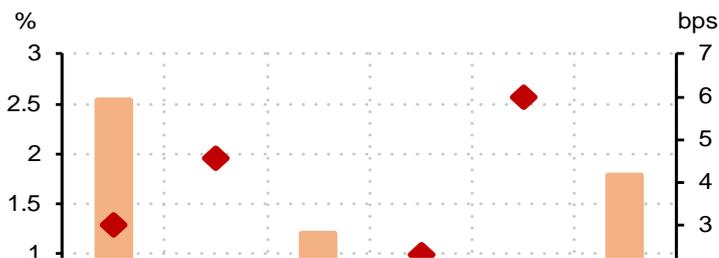


数据来源：wind、西南证券整理

4.2 全球利率水平小幅上行

受全球经济下行压力减轻以及美联储打消短期降息预期影响，全球利率在五一小长假当周普遍有所上升。美国 10 年期国债利率本周累计上升 3.0bps 至 2.54%。而欧元区 10 年期国债利率累计上升 4.6bps 至 0.08%，德国 10 年期国债利率更是摆脱负利率区间，累计上涨 6bps 到 0.02%。美欧经济数据超预期，以及美联储暂时打消市场降息预期，推动长端利率调整。但整体经济基本面依然疲弱，长端利率持续上升空间有限。而短期联储降息可能性不大情况下，利率继续下行可能性也不大。因而在政策观望期，美国等发达国家长债利率可能进入振荡期间。

图 11：五一小长假当周全球利率变化



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_12793



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn