

宏观研究/动态点评

2019年04月02日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

1《宏观：关注政府性基金下行压力》2019.03

2《宏观：票据挤水分，金融数据回归基本面》2019.03

3《宏观：外储企稳，国际资本回流中国》2019.03

中国 PMI 是全球风险资产的强心剂吗？

核心观点

我们认为，当前全球经济驱动因素中最重要的三个变量是中国、美国和德国。美欧增长动力趋弱，中国将是稳定全球经济增长的核心因素，全球稳需要中国稳，中国经济基本面的变化将成为影响全球基本面及市场预期的重要因素。中国 3 月制造业 PMI 超预期向上，市场预期唯一能稳定全球经济的变量出现积极变化，拉升 A 股及欧美股市。我们认为，3 月中采 PMI 的反弹主要源于节后季节性因素，经济基本面仍面临下行压力，全球经济将继续承压，全球风险资产上涨不可持续，全球经济仍为比差逻辑，比差逻辑下中国占优，资本回流利好中国，我们仍坚定看好人民币资产。

当前全球经济驱动因素中最重要的三个变量——中国、美国、德国

纵览近 60 年全球经济增长历史，发达经济体对经济增长的拉动作用突出，1990 年前全球增长动力主要来自美欧日，欧元区核心看德英法；1990 年后中国对全球增长的拉动逐步提升。据世行数据，2000 年至今中美欧组成了新的全球增长“三巨头”，贡献率在五成以上；2006 年起中国对全球经济的贡献超过美国，位居世界第一。各国增长动力因禀赋不同存在差异。我们认为，当前全球经济驱动因素中最重要的三个变量是：中国逆周期稳增长政策，美国消费趋势，德国出口及制造业表现，横向比较，中国稳增长政策或将成为影响全球经济表现的关键因素，全球稳需要中国稳。

中国是稳定全球经济增长的核心因素

美国经济初现顶部特征，消费数据显露疲态，朱格拉、地产、库存三周期下行叠加趋势回落；德国是欧元区经济的火车头，制造业及出口恶化导致预期经济增速连续下修，欧元区经济仍有风险隐忧。近 20 年历史经验表明，中国是全球增长的逆周期稳定器、全球经济复苏的启动器和催化器。政府工作报告将 2019 年经济增长目标下调至 6.0%-6.5%，“六个稳”是当前的政策重心，我们预计 2019 年 GDP 增速 6.3%。我们认为，美欧增长动力趋弱，中国将是稳定全球经济增长的核心因素，全球稳需要中国稳，中国经济基本面的变化将成为影响全球基本面及市场预期的重要因素。

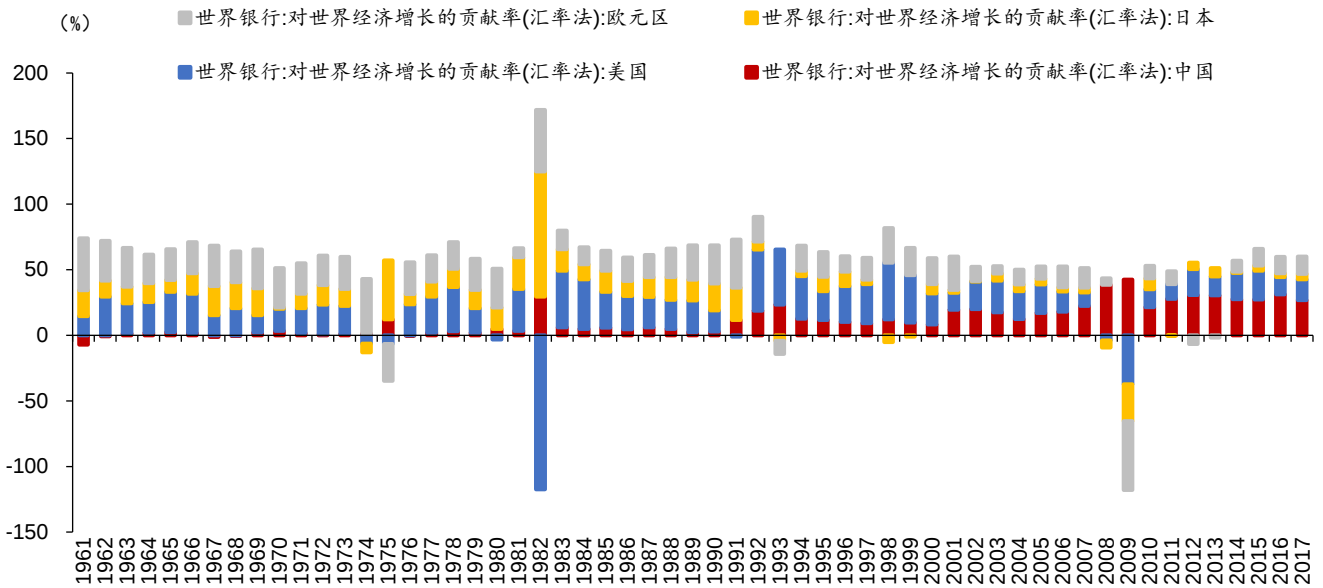
中国 PMI 超预期，市场预期唯一能稳定全球经济的变量有积极变化

中国 3 月中采制造业 PMI 较上月大幅回升 1.3 个百分点至 50.5%，重回临界点以上，超市场预期，建筑业 PMI 指数同步回升，其新订单指数 57.9%，突破 2017 年初以来新高，意味着建筑业后续动能较强，较可持续。与之相对应，美国 3 月 ISM 制造业指数 55.3%，虽高于预期 54.5%，但仍在下行通道中，德国 3 月制造业 PMI 终值 44.1%，低于预期 44.7%。我们认为，市场预期唯一能稳定全球经济的变量，即中国的经济基本面形势，出现了积极变化，这对 A 股和欧洲股市起到拉升作用，4 月 1 日全球股市普涨。

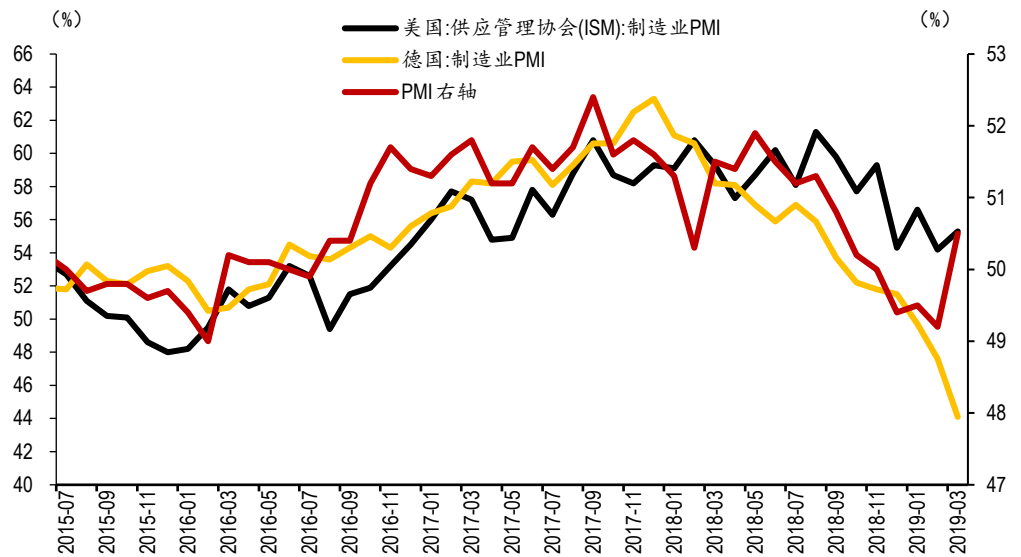
中国 PMI 不太可能全年维持高位，比差逻辑下风险资产仍会选择中国

我们提示，3 月中采 PMI 的反弹主要反映的是节后季节性因素，今年春节及正月十五全部在 2 月份，3 月的春节效应强于去年，分项指数中，订单指数虽连续两月反弹，但加总的反弹幅度也明显弱于往年，体现后续工业内生性动力不足。政策方面，中国经济不会也不应采取强刺激，基建投资增速将是缓慢回升的，而地产投资在销售回落、到位资金不足等因素的影响下，高增速或不可持续。因此我们认为，中国经济基本面仍面临下行压力，此时全球经济将继续承压，风险资产上涨不可持续。全球经济仍为比差逻辑，但在比差逻辑中，中国是占优的，我们仍坚定看好人民币资产。

风险提示：全球经济超预期下行，全球贸易保护主义超预期加剧，中国经济超预期大幅上行，政策效果大幅超预期。

图表1： 2006 年起中国对全球经济的贡献超过美国，位居世界第一

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 3 月中采 PMI 的反弹主要反映的是节后季节性因素，美德制造业 PMI 指数维持震荡，趋势回落

资料来源：Wind，华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

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_13367

