

宏观经济日报

2019 年 2 月 10 日星期日



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

黎 敏

limin@nawaa.com

010-631317-855

投资咨询: 20002885

【今日主题】

宏观春节假期综述2

【全球股市】9

【南华指数】10

免责声明13

宏观春节假期综述

春节国内外事件综述

一、美国非农数据点评。

美国就业市场依旧稳定，1月新增非农就业人数高达30.4万人，远高于预期。失业率受政府“关门”影响有所提升，但劳动参与率的持续改善意味着当前就业市场依旧向好。薪资增速意外放缓，降低短期对通胀的担忧。强劲的非农数据但薪资放缓，支撑美联储暂缓加息的暗示。

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。从非农整体表现来看，当前美国就业市场仍依旧稳定。

图1、美国新增非农就业相关数据



数据来源：WIND 资讯

失业率受政府“关门”影响有所提升，但劳动参与率的抬升意味着更多人进入劳动力市场，就业市场依旧稳定向好。受政府“关门”事件影响，1月美国失业率小幅上行0.1个百分点至4%，与2018年6月持平，为近7个月以来的新高，符合预期；劳动参与率则抬升0.1

个百分点至 63.2%，为 2014 年 3 月以来新高，高于预期的 63%。

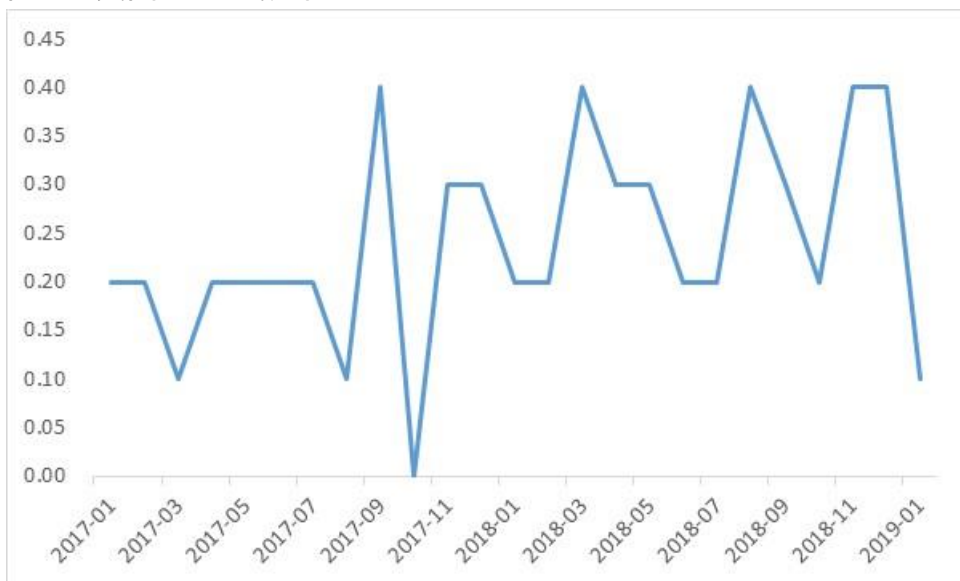
图 2、美国失业率与劳动参与率



数据来源：WIND 资讯

1 月薪资增速显著放缓，不及预期，降低短期对通胀的担忧，支撑美联储暂缓加息的暗示。1 月平均时薪环比增速大幅下行 0.3 个百分点至 0.1%，低于预期的 0.3%；同比增速 3.2%，与前值及预期值相符。

图 3、美国平均时薪环比



数据来源：WIND 资讯

1 月份强劲非农就业数据反映美国经济基本面仍较为稳健，强劲的非农数据但薪资放缓，支撑美联储暂缓加息的暗示。1 月美国非农就业数据反映当前劳动力市场依旧向好，尽管薪资增速有所下行。我们认为未来美联储还将加息应该少于 2018 年的 4 次，大约 2-3 次，在 2 天前的议息会议，美联储认为美国经济基本面基本稳固，但在加息上要保持耐心，并暗示一季度加息暂缓，符合对美国非农就业季薪资的诠释。

美国加息次数减少，美元指数在 2019 年有望走弱，支撑黄金上涨。美国国债收益率下降还可能导致借日元、买美债的套利交易终止，引发日元升值，在此背景下，日元、黄金作为避险资产有望获益。

二、财新 PMI 点评

1 月财新中国制造业采购经理人指数 (PMI)，录得 48.3，下降 1.4 个百分点，连续两月处于收缩区间，为 2016 年 3 月以来最低；服务业 PMI 微降 0.3 个百分点至 53.6。受此拖累，财新中国综合 PMI 录得 50.9，下降 1.3 个百分点。

图 4、财新 PMI



数据来源：WIND 资讯

财新中国制造业 PMI 中，生产指数降至收缩区间，表明生产在继续萎缩；就业指数在收缩区间回升，表明就业状况良好；新订单指数有下降，且连续两个月处于收缩区间，而新出口订单指数出现回升，财新中国制造业新订单指数更是跃升至扩张区间，显示 1 月外需状况改善，内需继续放缓；两个产成品库存指数均在收缩区间继续下降，表明企业正在去库存。

1 月财新中国综合产出指数显著下降，内需放缓明显拖累中国经济，而出口在中美贸易谈判的积极进展之下获得边际改善。中国内需托底政策的效果及中美贸易战的后续演绎，仍然是决定经济走向的关键，经济下行趋势暂难扭转。并且考虑到目前出台的政策力度相对温

和，下行趋势暂难扭转。

三、养老机构免征增值税点评

财政部和国家税务总局日前发布的《关于明确养老机构免征增值税等政策的通知》提出，自 2019 年 2 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对企业集团内单位（含企业集团）之间的资金无偿借贷行为，免征增值税。

减税的背景：面对贸易战等错综复杂的国际环境和国内去杠杆等改革发展稳定任务，需要实施了大规模的企业减税政策。近期公布的 2018 年第四季度 GDP 同比 6.4%，我国经济继续下行，所以要防范内外需叠加导致的快速下滑，防止内外需同时下滑，政策应做好预调微调，既要防止货币政策大规模的刺激，也要体现结构性改革要求。在此大背景下，减税政策大有可为，可以实质上积极一些。

企业税费太高一直影响消费及投资。在 GDP 增速下行的环境下，企业承担的税收、非税及社保等负担依然较重，实体经济的投资收益率偏低，不利于企业增加投资。企业投资下行，企业利润率下行，必然能影响到居民的收入水平，导致消费水平下行。在外需下行的较大压力下，稳住内需是重中之重，而内需的提升主要与居民的可支配收入相关，这就需要财政政策发力，减少个税，及稳就业，减轻企业负担增强企业活力，需要给企业减税降费。

国内经济下行已成为一种结果，短期不会有太大的改善，企业资金压力还是比较大，所以国内的供给侧改革不会发生根本转变，特别是去杠杆。2018 年国内的流动性已经比较紧张，哪怕是在国有部门投资增长下滑这么厉害的情况下，民营企业依然难以获得融资，一方面，货币方面也难以放松，就 2018 年的实体经济和货币政策环境，人民币汇率已经贬值了这么多，如果货币继续放松，那么汇率继续往下会导致更大的成本压力同时在信心方面造成重大打击。另一方面，货币政策稳定经济的关键不在于释放多少流动性，而在于如何将流动性传导至实体，疏通货币政策传导机制，解决中小企业融资难这个问题。但是现在传导的不畅，主要原因在于企业对未来预期悲观，实体经济能创造的优质资产缺乏，银行的风险偏好较低。要改变这些，需要为企业减负，本次免征增值税就是改变企业的预期，需要提振需求，创造优质的项目资产。而这就不仅仅是只靠货币政策就能解决的，更有赖于财政政策的积极配合，而财政政策中，减税又是重中之重。

四、四部门明确重点群体创业就业税收优惠政策点评

为进一步支持和促进重点群体创业就业，财政部、国家税务总局、人力资源社会保障部和国务院扶贫办近日联合发布通知称，从 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，重点群体创业就业可享受税收优惠政策。

税收优惠的背景：外需下行压力较大，需稳住内需。1、贸易战是一场持久战并且可能加剧的主因是美联储加息或减少，对美国经济和金融市场的压制减弱，美方可承受更大的贸易战冲击。2、刘易斯拐点的出现使低成本竞争优势消弱，叠加全球经济下行，导致外需

下行。从三大需求对 GDP 累计同比的贡献率来看，在外需出现负贡献的情况下，内需的重要性显著上升，尽管 2018 年社零与投资增速都有下行，但对经济增长的贡献都被动提升了。

经济学中，写明消费的主要影响因素是居民的可支配收入，城镇居民可支配收入增速与社会消费品零售总额增速存在正相关性。当前，提升居民收入的直接措施是个人所得税改革，间接措施则是稳就业。目前个税收入增速的下降，但还没有具体施行，居民可支配收入还没有明显增加。

而本次四部门明确重点群体创业就业税收优惠政策，主要体现的是两个方面，一方面是给企业减税，另一方面是稳就业。1、企业税费太高影响投资及消费水平，从而影响内需。在 GDP 增速下行的环境下，企业承担的税收、非税及社保等负担依然较重，实体经济的投资收益率偏低，不利于企业增加投资。企业投资下行，企业利润率下行，必然能影响到居民的收入水平，导致消费水平下行。在外需下行的较大压力下，稳住内需是重中之重，而内需的提升主要与居民的可支配收入相关，这就需要财政政策发力，减少个税，及稳就业，减轻企业分担增强企业活力，需要给企业减税降费。2、稳就业。就业是民生之基，居民就业稳定，收入稳定，消费才能得以稳定。当前稳就业措施包括两个方面。（1）企业减负担增活力：加快研究降低社会保险费率；对不裁员或少裁员的参保企业返还上年度实际缴纳失业保险费的 50%；（2）提高创业担保贷款申请额度，做好高校毕业生、农民工、退役军人等重点群体的就业创业工作。而本次四部门明确重点群体创业就业税收优惠政策，也是稳就业方面的重大利好。

在外需下行的较大压力下，稳住内需是重中之重，而内需的提升主要与居民的可支配收入相关，这就需要财政政策发力，减少个税，及稳就业，减轻企业分担增强企业活力，需要给企业减税降费。减缓经济下行的巨大压力，需要财政政策发力来稳定内需。

五、关于媒体称中国地方债投标利率区间下限由国债五日均值上浮 40 基点调整为 25-40 基点的点评。

“国债+40bp”的发行定价方式，是财政部是在让利发行，就是在正常情况下，存在套利，导致无风险利率，包括国债和金融债利率的持续上行。

对于债券投资者而言，在国债、金融债、地方债之中，一定会先选择地方债投资，是财政部是在让利发行，就是在正常情况下，存在套利，再加上近期地方债供给增加，导致金融机构都等着地方债投标。金融机构都去抢地方债，于是国债和金融债就没吸引力了，导致国债和金融债投标意愿下降，导致国债和金融债的利率上行。由于地方债定价是国债+40BP，国债和金融债利率上行的结果是，地方债的收益率会跟着被动上行，于是地方债的吸引力会进一步提高，大家会更加愿意投地方债，最终形成大家越买地方债，国债利率就越高，然后地方债利率就越高的循环。

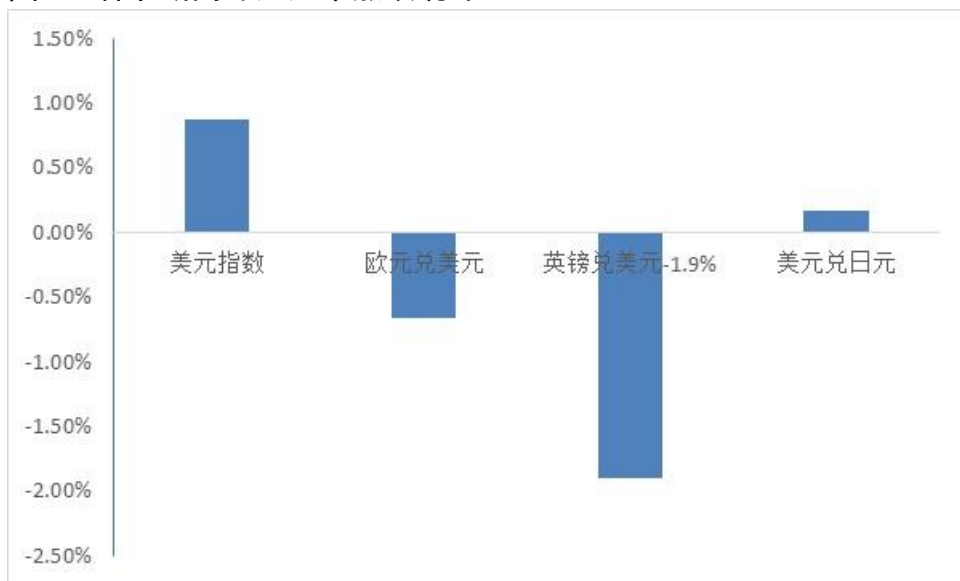
弊端：融资成本提升。加剧了债券市场的利率上行，不利于降低政府以及全社会的融资成本。导致了国债、金融债、地方债的发行成本上升，对于降低国家融资成本是不利的。

而将“国债+40BP”改革为“国债+25-40BP”符合市场化的大方向，有助于稳定债券市场预期，有助于降低政府和全社会通过债券市场融资的成本。

春节期间大类资产走势情况：美元、美股上涨，黄金延续涨势

中国春节前后(1月28日-2月10日)，美元大涨，英镑、欧元和日元下跌。其中，受欧元区经济数据走弱等影响，欧元兑美元下跌0.66%至1.1331；受英国央行释放鸽派信号以及英欧退欧谈判进展缓慢等拖累，英镑兑美元下跌1.9%至1.2945；受欧元、英镑汇率下跌支撑，叠加美国1月制造业PMI和非农新增就业等超预期，美元指数上涨0.88%至96.64。强势美元下，日元汇率下跌，美元兑日元上涨0.17%至109.74。

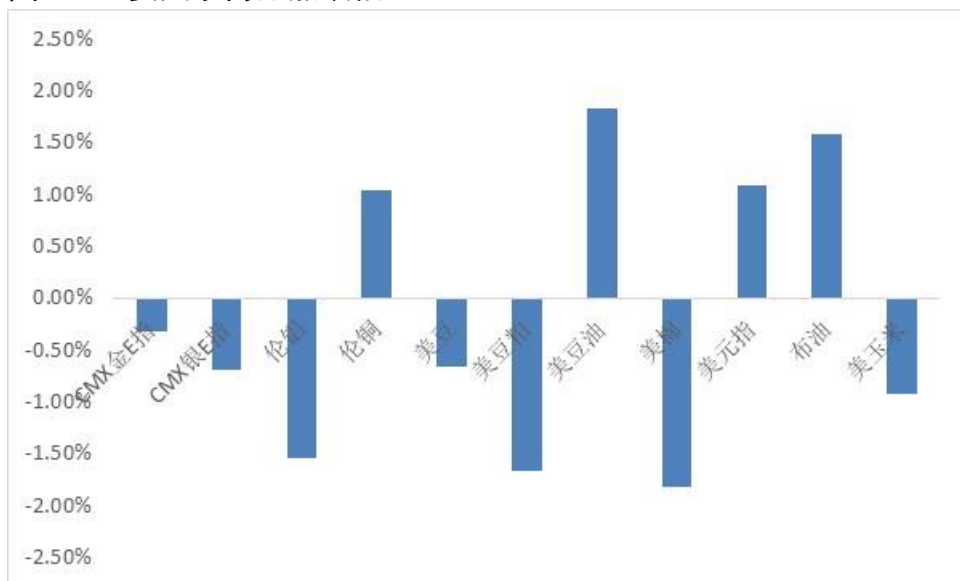
图5、春节期间外汇汇率涨跌统计



数据来源：WIND 资讯

春节前后(1月28日-2月10日)，受油价以及部分农产品价格走势带动，大宗商品市场整体呈现下跌趋势，国际大宗商品市场的分化态势再现。主要大宗商品中，国际油价持续震荡盘整，铜价则先跌后涨，伦敦市场铜价一度创下19个月来的新高，到目前，国际铜价基本回到每吨6000美元附近。黄金上涨、WTI原油下跌。其中，受美国名义利率下行、带动实际利率回落等支撑，黄金上涨1.08%至1318.35美元/盎司。原油方面，受美国EIA原油库存继续增加等压制，WTI原油下跌1.84%至52.7美元/桶；受美国制裁委内瑞拉等提振，Brent原油上涨0.73%至62.09美元/桶。大部分农产品呈现下跌趋势。

图 6、主要大宗商品涨跌幅



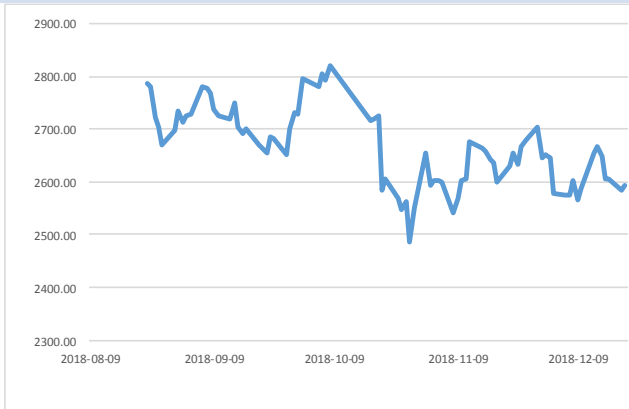
数据来源：WIND 资讯

春节前后(1月28日-2月10日)，全球股市表现分化。其中，受经济数据改善和美联储释放鸽派信号等影响，美股纳斯达克、标普500和道琼斯指数分别上涨1.9%、1.6%和1.5%；欧洲主要股指方面，伦敦富时指数上涨3.8%，巴黎CAC40指数上涨0.7%，法兰克福DAX指数下跌3.3%；亚洲主要股指方面，恒生指数上涨1.4%，韩国综合指数基本保持不变，日经225指数下跌2.1%。

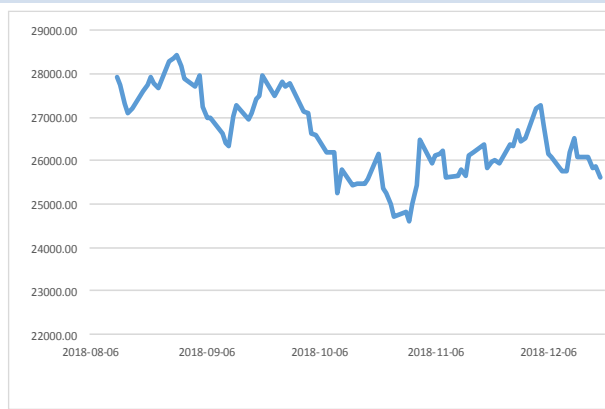
【全球股市】

● 2019 年 2 月 10 日

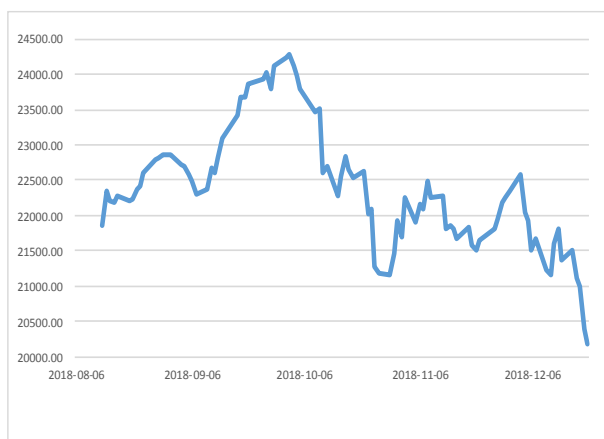
上证综指



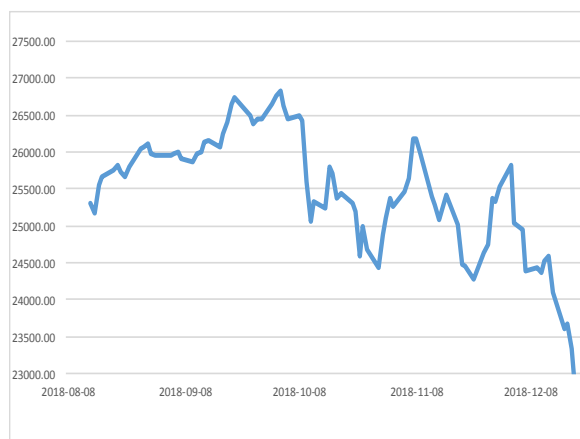
恒生指数



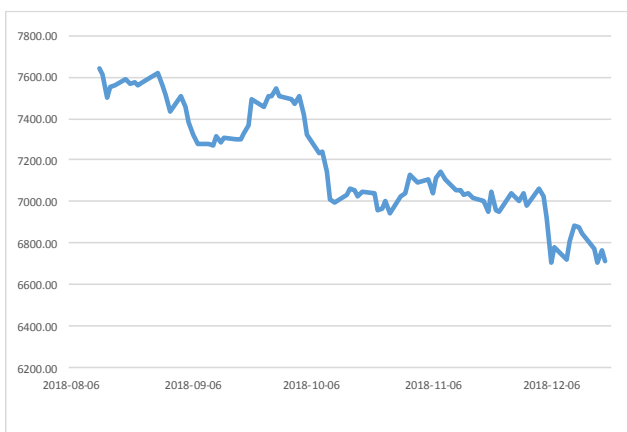
日经 225



道琼斯工业指数



富时 100



德国 DAX

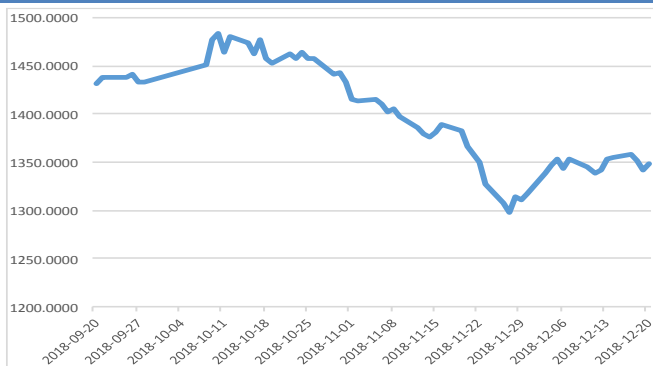


资料来源：WIND 南华研究

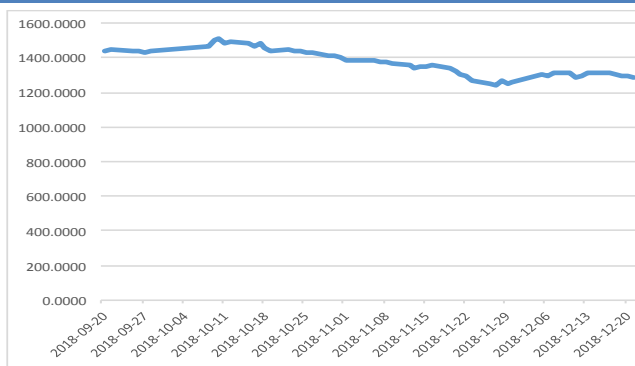
【南华指数】

● 2019年2月10日

南华商品期货综合指数



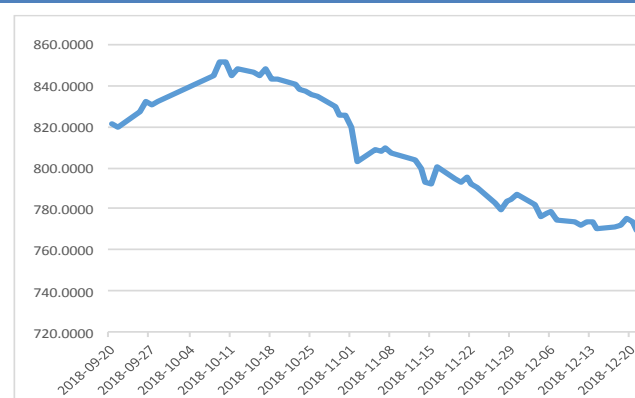
南华能源化工指数



南华工业品指数



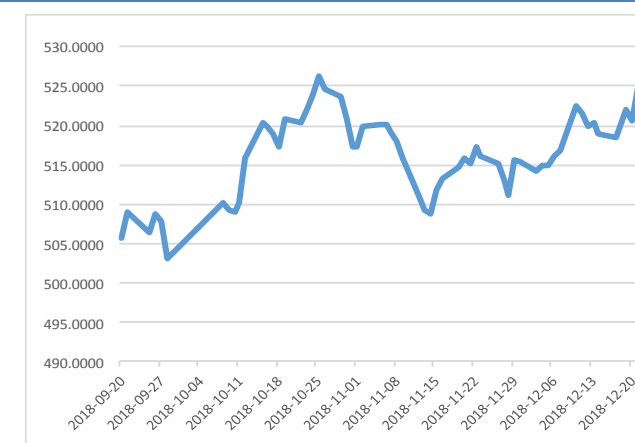
南华农产品指数



南华金属指数



南华贵金属指数



资料来源：WIND 南华期货研究所

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线: 400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话: 021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话: 021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话: 0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话: 0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号(南通总部大厦)六层 603、604 室
电话: 0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房, 2009 房
电话: 020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话: 0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话: 0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话: 0351-2118001

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话: 0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话: 0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话: 0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话: 0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

嘉兴营业部

嘉兴市蓝湖区文桥路 505 号融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

济南营业部

山东省济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net