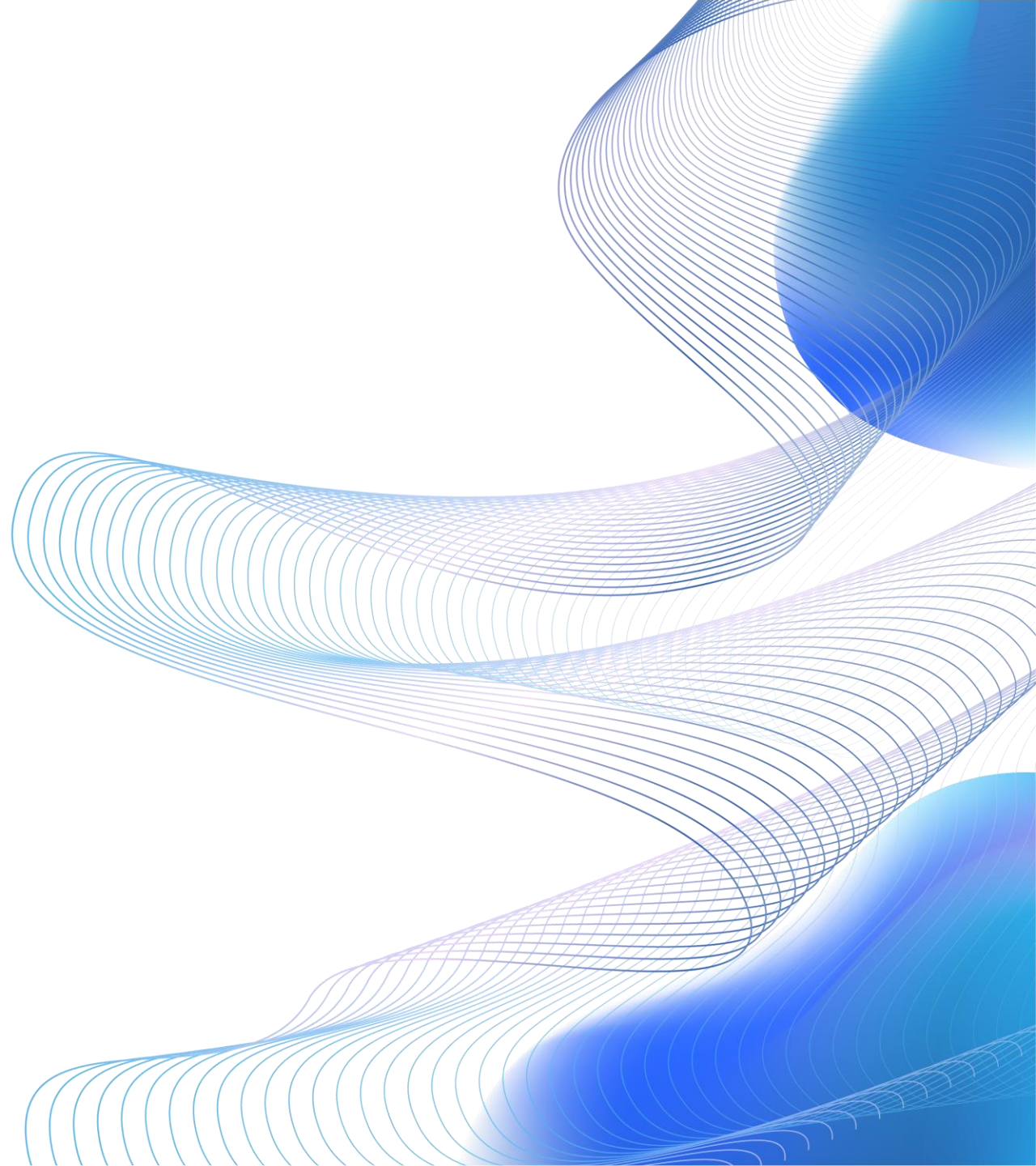


数看宏观 图说经济(1)

京东数字科技研究部

2019年4月12日





主要板块

| 海外经济

| 国内经济

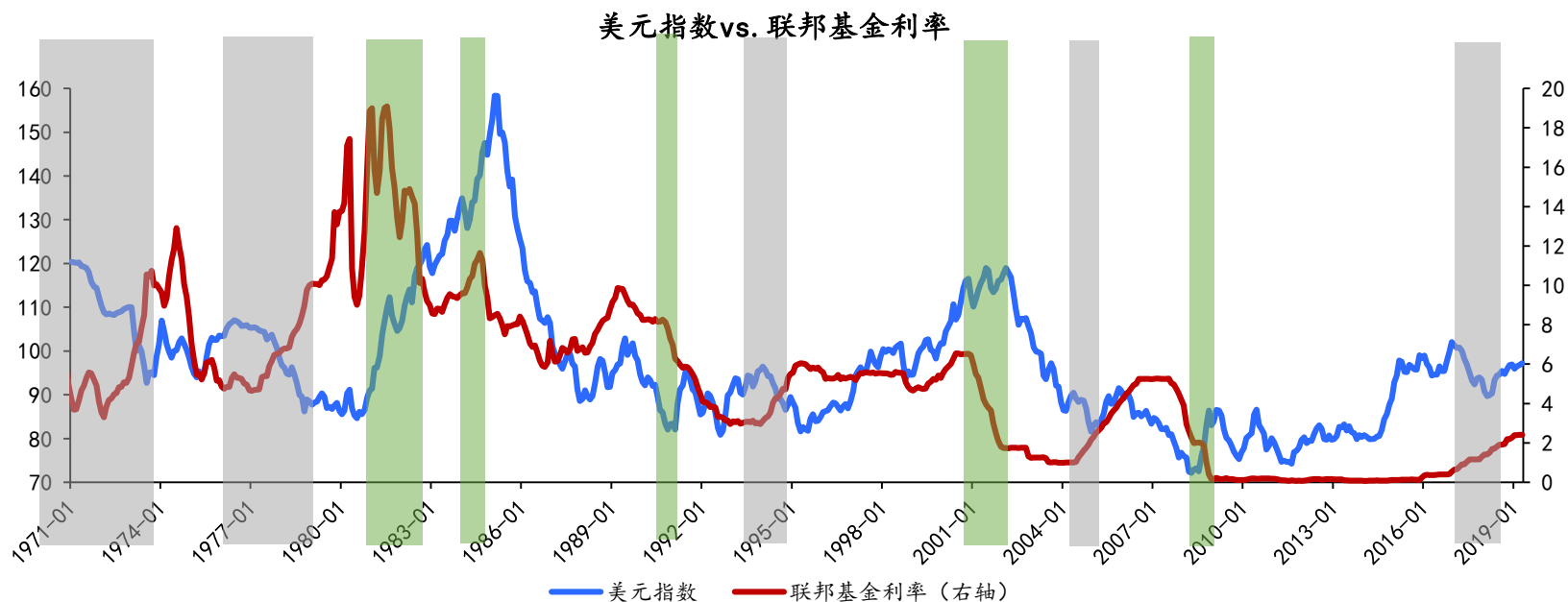
| 市场观察

海外经济：联邦基金利率与美元走势的关系

背景：3月美联储基本退出加息周期，美元未来走势将会怎样？

海外一图：美元指数vs. 联邦基金利率

- 从历史来看，美元走势和美联储加息周期并非传统上认为的呈正向关系，即加息时美元走强，降息时美元走弱
- 恰恰相反，在过去50年的七轮加息周期里，有五次在美联储加息之后美元指数都出现了不同程度的走弱
- 类似的，过去50年中也有五次在美联储降息之后，美元指数反而走强
- 联邦基金利率只是影响美元走势的一个因素，不能单独依靠联邦基金利率判断美元强弱



图表：美元指数vs. 联邦基金利率

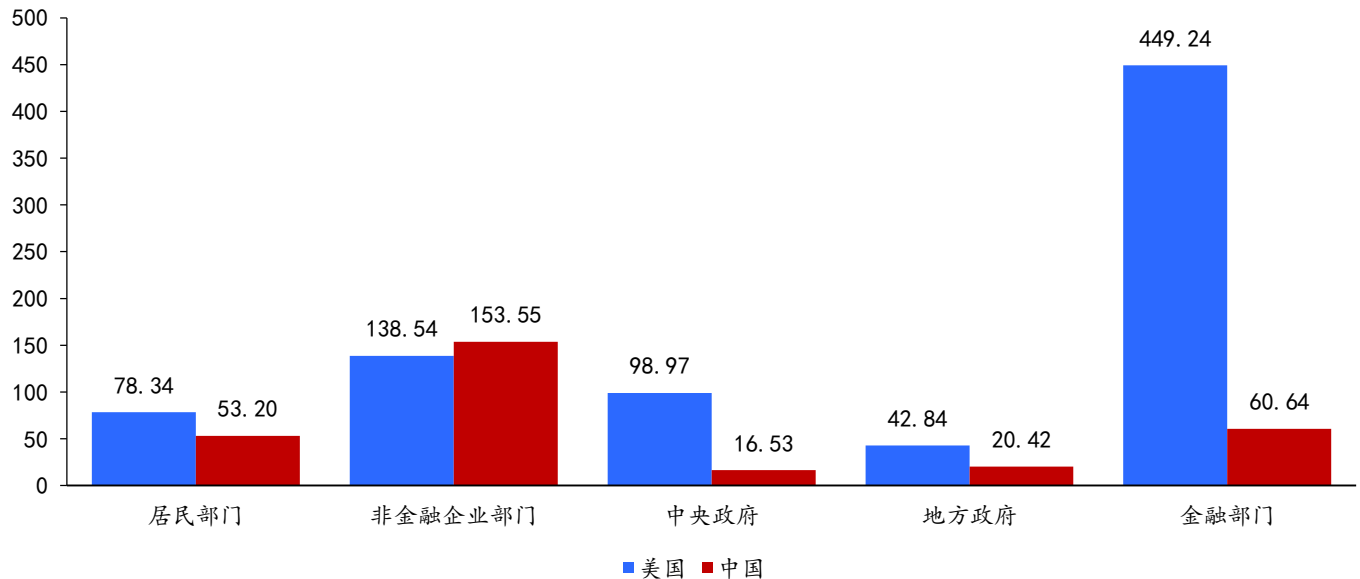
海外经济：中美杠杆率结构相差几何？

背景：近年来，中国债务问题不断升温，引发关注。从国际比较来看，中美之间不同部门的杠杆率有何差异？

海外一图：中美经济杠杆率对比

- 2018年，中国宏观杠杆率（不含金融部门）为243.7%，低于美国的358.7%。
- 结构上来看，中国非金融企业的杠杆率超过150%，高出美国非金融企业15%。中国居民部门、中央政府和地方政府的杠杆率均低于美国，特别是中央政府层面，杠杆率为16.5%，大大低于美国联邦政府接近100%的数值。
- 中国金融部门杠杆率仅为60%，远低于美国金融市场的450%，显示中国金融业发展空间仍然很大。

中美经济杠杆率对比（2018，%）



图表：中美经济杠杆率对比

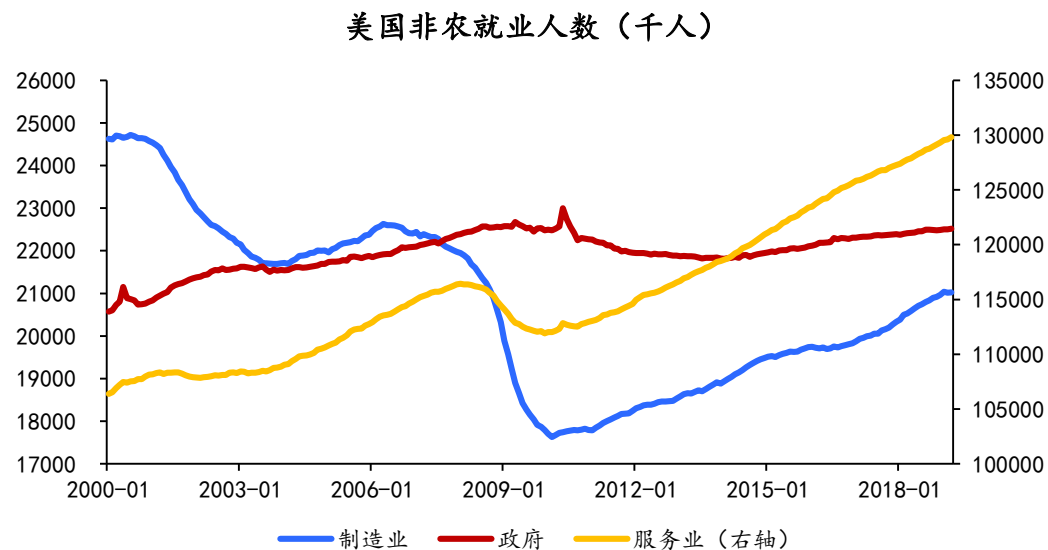
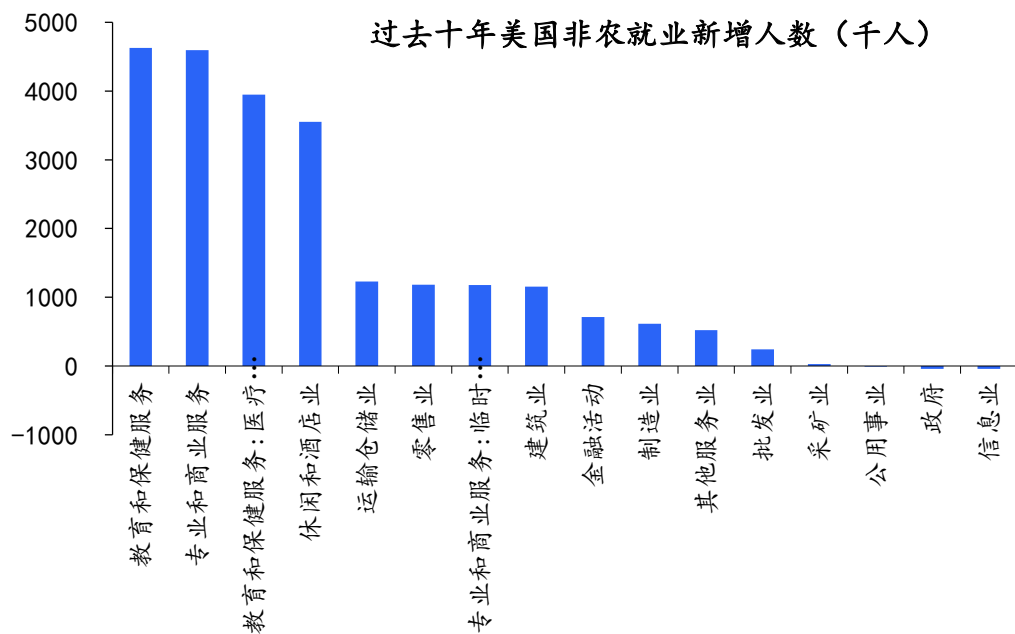
海外经济：美国新增就业去哪了？

背景：4月5日，美国劳工部公布的3月非农数据好于市场预期，提振了市场的情绪和信心，助力当天美股三大股指全线收高。

海外一图：美国新增就业的结构变化如何？

- 过去十年来，美国非农就业增长主要体现在服务业上，目前美国服务业就业人数占比超过70%。
- 过去十年来，尽管美国提出重振制造业，但美国制造业人数增加非常有限。
- 过去十年来，美国政府部门的从业人数没有增加。

图表：美国非农就业结构变化



数据来源：美国劳工部，京东数字科技

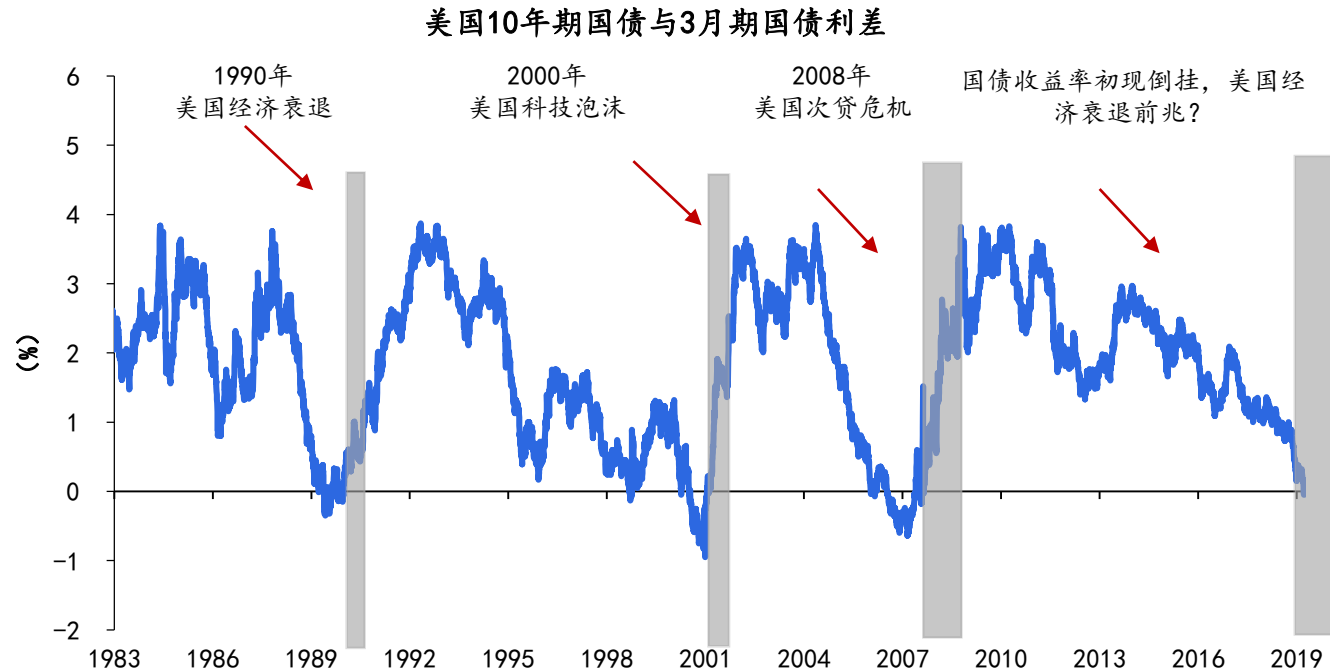
海外经济：利差倒挂，美国下一次衰退有多远？

背景：3月22日，美国3个月和10年期国债收益率出现了金融危机以来首次倒挂

海外一图：美国10年期国债与3月期国债利差

- 收益率倒挂于判断衰退的具有很强的警示作用，需要加以关注。
- 过去三十年内，美国曾出现过四次国债收益率倒挂，其中三次持续较长时间的倒挂后不久，美国经济均陷入了衰退。
- 倒挂持续的时间，倒挂程度的多少，都是决定危机与否以及危机持续时间长短的重要因素。

图表：美国10年期国债与3月期国债利差



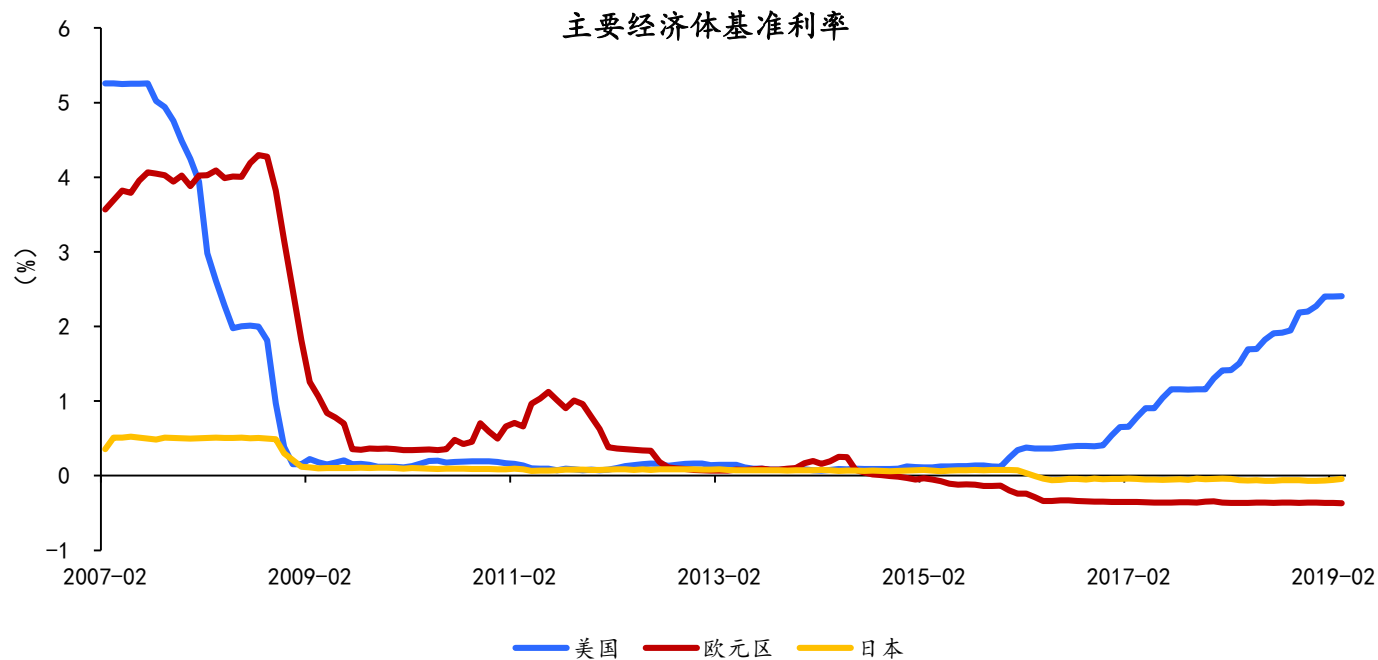
海外经济：全球宽松：主要经济体基准利率

背景：美联储停止加息，3月20日会议纪要更加各派，欧洲央行、日本央行也维持宽松货币政策不变

海外一图：主要经济体基准利率

- 美联储最新会议纪要也将联邦基金利率保持在2.25-2.5%的区间，市场预期年内降息可能性增加。
- 欧洲央行的三大基准利率中，主要再融资利率长期为0，边际贷款利率0.25%，存款利率-0.4%，实质上也是零利率政策。
- 日本央行实行零利率政策已经有20年历史，目前甚至将政策利率设定在-0.1%的负利率区间。

图表：主要经济体基准利率



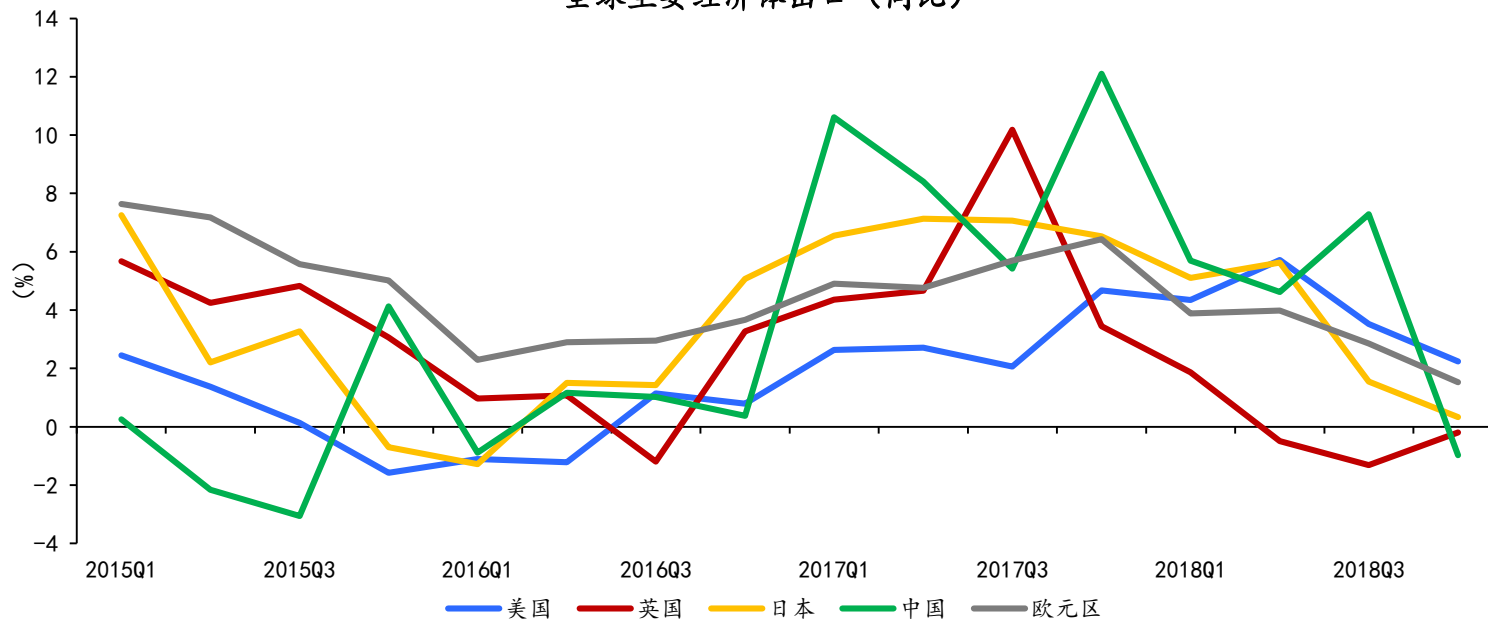
海外经济：全球出口增速下行

背景：全球贸易保护主义抬头、经济下行压力增加，主要经济体出口增速下降

海外一图：全球主要经济体出口增速

- 2017年为近四年来全球贸易的最高点，主要经济体出口增速均在2017年达到顶峰。
- 美国出口增速在2018年之前抑制低于中国、欧盟和日本，但降幅最小，在2018年第四季度反而成为出口增速最快的国家。
- 中国出口在2018年第四季度降幅最大。

全球主要经济体出口（同比）



图表：全球主要经济体出口增速

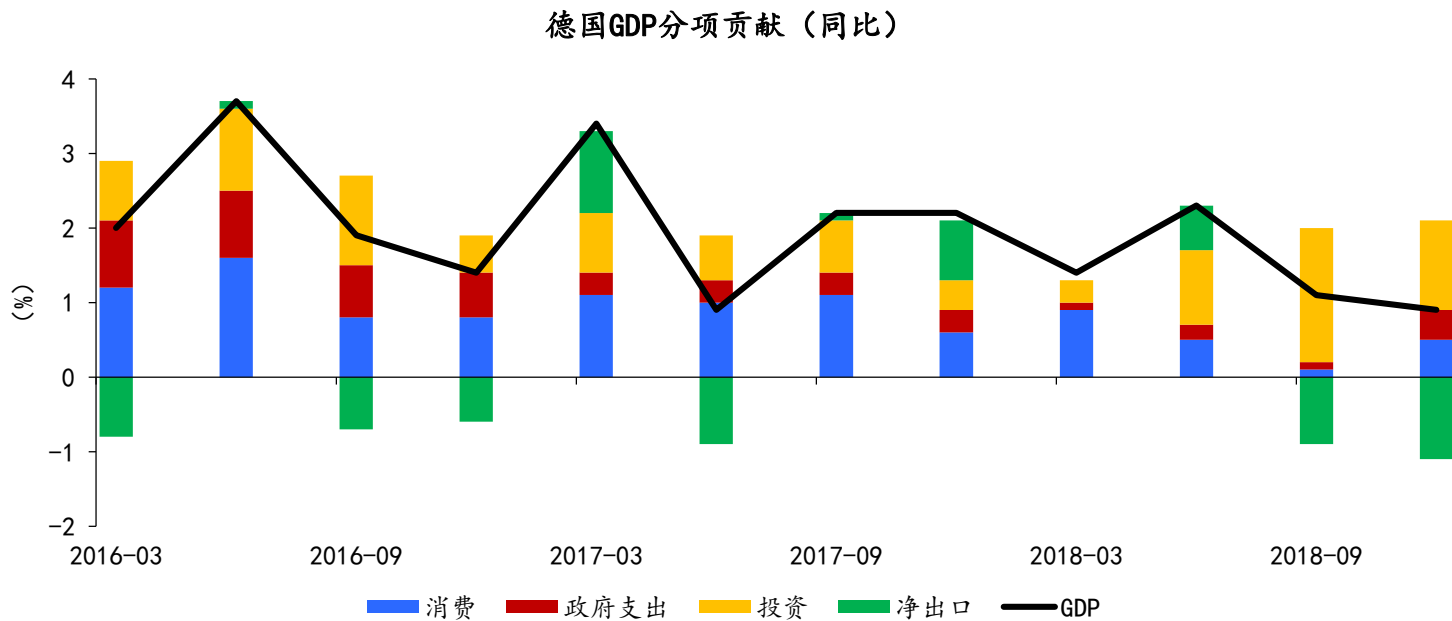
海外经济：德国经济减速明显

背景：2018年全年，德国经济增长1.4%，增速创5年新低，第三季度环比更是萎缩0.2%，已经接近技术性衰退。

海外一图：什么拖累德国经济增长？

- 去年第四季度，德国经济同比增长0.9%，动力主要来自投资和消费。投资增加1.2%，私人消费上涨0.5%，政府支出增加0.4%。
- 但出口成为当季GDP的最大拖累项，仅增长0.2%，净出口对经济增长贡献为-1.1%。
- 受全球经济放缓，贸易壁垒和英国脱欧拖累，19年前两个月贸易数据更加不乐观，德国下行压力加大。

图表：德国GDP分项增速



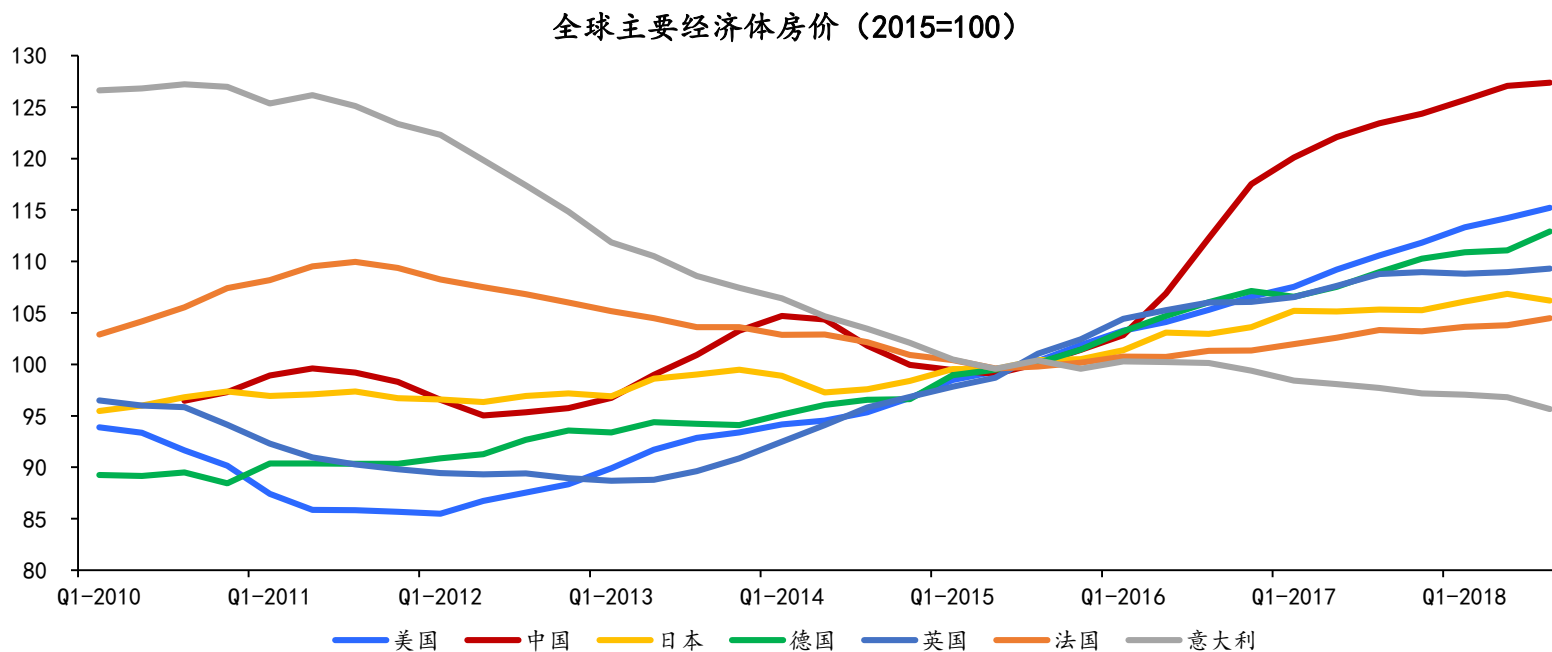
海外经济：全球主要经济体房价比较

背景：危机以来，全球房价走势呈分化趋势，各国具体表现究竟怎样？

海外一图：全球主要经济体房价对比

- 中国房价在主要经济体中增速最快，但2017年以来明显放缓。
- 美国房价自2012年以来开始上行，也已经超过金融危机前的最高点。
- 德国是欧洲经济体中房价表现最稳健的，金融危机没有对德国房价造成重大影响。
- 日本、英国房价增速相对温和，意大利房地产自欧债危机以来一蹶不振。

图表：全球主要经济体房价



数据来源：OECD，京东数字科技

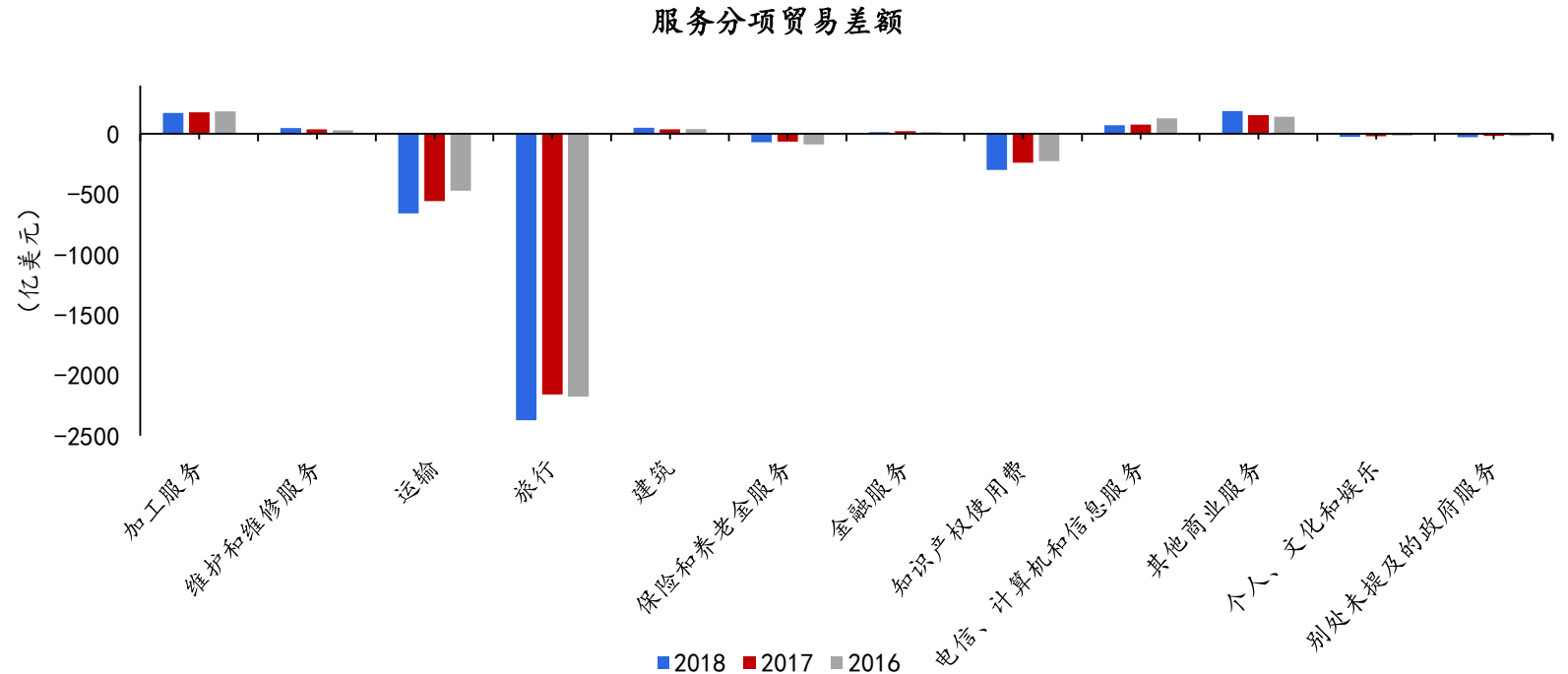
国内经济：服务贸易逆差不断扩大

背景：中国经常账户盈余缩小

国内一图：中国服务贸易逆差分解

- 中国服务贸易逆差不断扩大,2018年达到2915亿美元。
- 在居民收入提高和消费升级背景下,包含出境旅游、留学和就医等支出的“旅行”占到服务贸易逆差的八成。
- 考虑到中美贸易协议将要求中国大幅增加农产品等货物进口,减少商品贸易盈余,中国经常账户盈余将进一步缩小。

图表：服务分项贸易差额



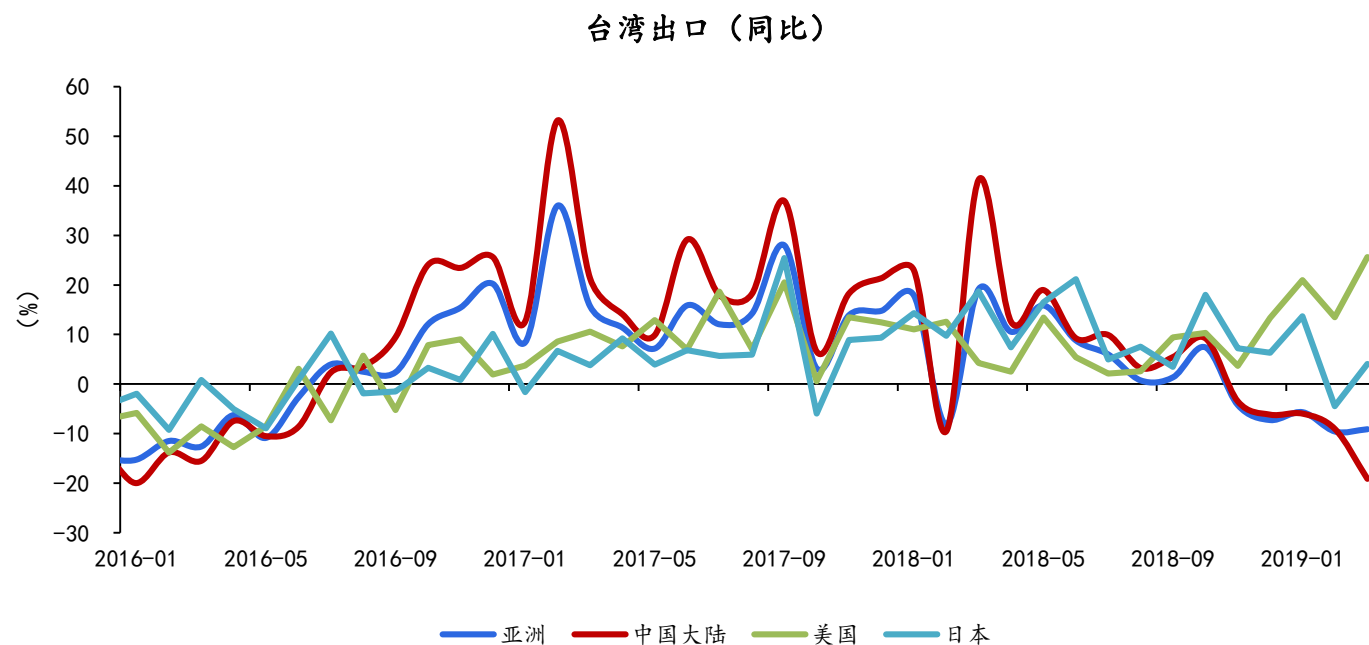
国内经济：贸易战使台湾受益？

背景：中美贸易摩擦背景下，台湾对待美国出口增速明显反弹

国内一图：台湾出口趋势

- 作为重要的半导体出口地，台湾出口近期受全球需求疲弱影响而出现负增长。
- 但按出口目的地分析，台湾对美国出口与对其他地区出口增速出现了明显的背离，这或许表明在中美贸易摩擦和美国将中国视为“战略竞争对手”背景下，美台经贸关系正在变得更加密切。

图表：台湾出口（分地域）



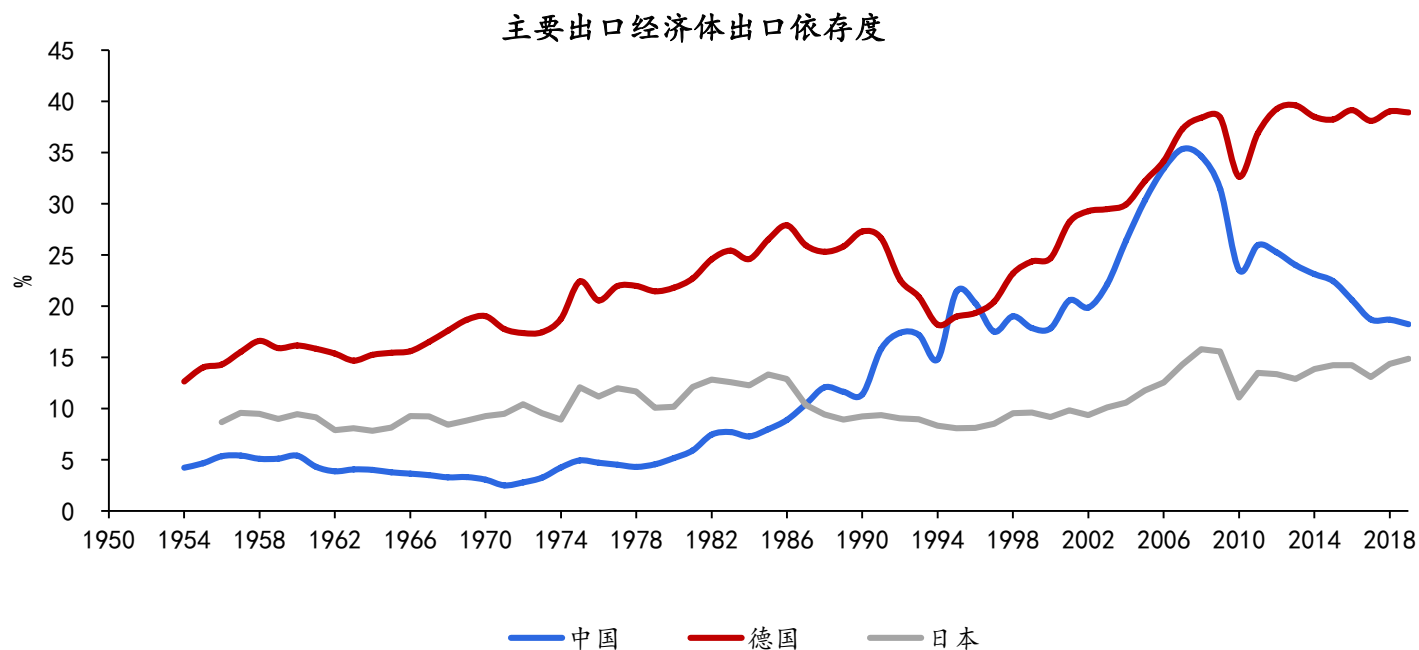
国内经济：中国对出口依赖降低

背景：中国出口前景不乐观，但这是否会显著拖累中国经济？

国内一图：中国出口依存度下降

- 通过对跨时比较可以发现，伴随改革开放和加入WTO，中国出口依存度不断提高，最高时已经接近德国水平。
- 然而，2005年后，内需开始成为拉动中国经济增长的主要力量。
- 目前，消费对中国GDP增长的贡献率已经超过四分之三。

图表：主要出口经济体的出口依存度（出口额除以GDP）



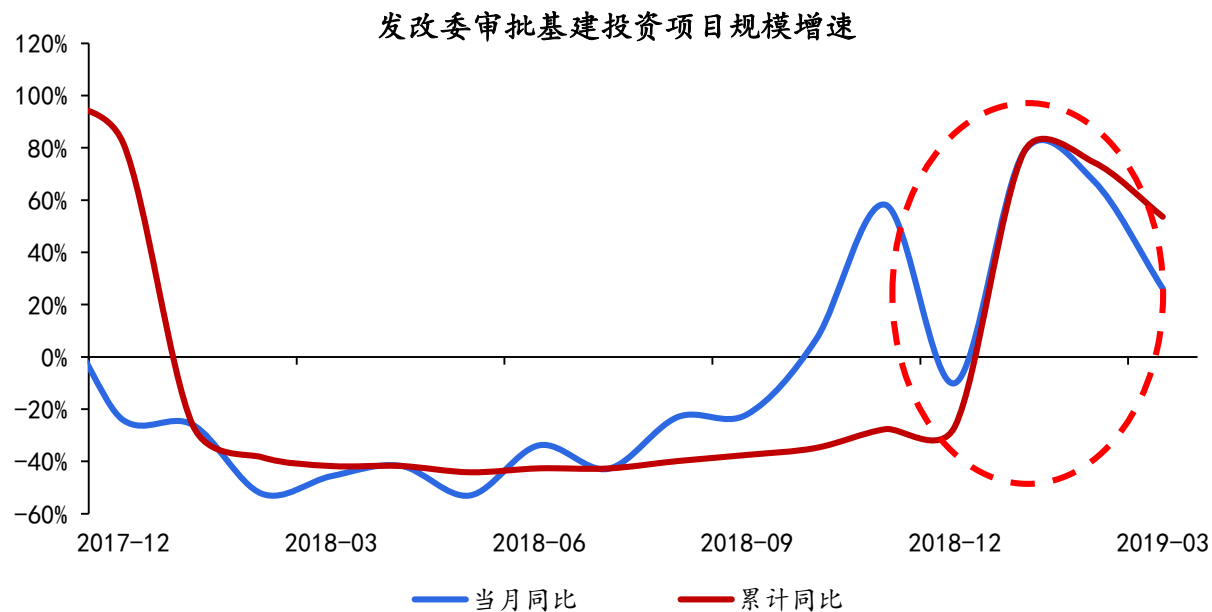
国内经济：基建投资与地方政府债务

背景：金融危机以来，地方政府债务呈现出明显的周期特征，政府债务周期与经济周期互为因果。当前经济下行压力较大，稳增长政策占上风，基建补短板近期发力提速，地方政府债务是否会再度抬头扩张？

国内一图：发改委审批基建投资项目规模增速

- 开年以来发改委项目审批规模及速度大幅提升。
- 2018年全年基建投资疲软，相应基建项目审批规模增速也长时间在-40%左右的低位运行，截至12月累计同比增速仍为-26.7%。
- 进入2019年则迅速回升，1、2、3月累计同比增速分别达到78.5%、74.5%、53.6%。

图表：发改委审批基建投资项目规模增速



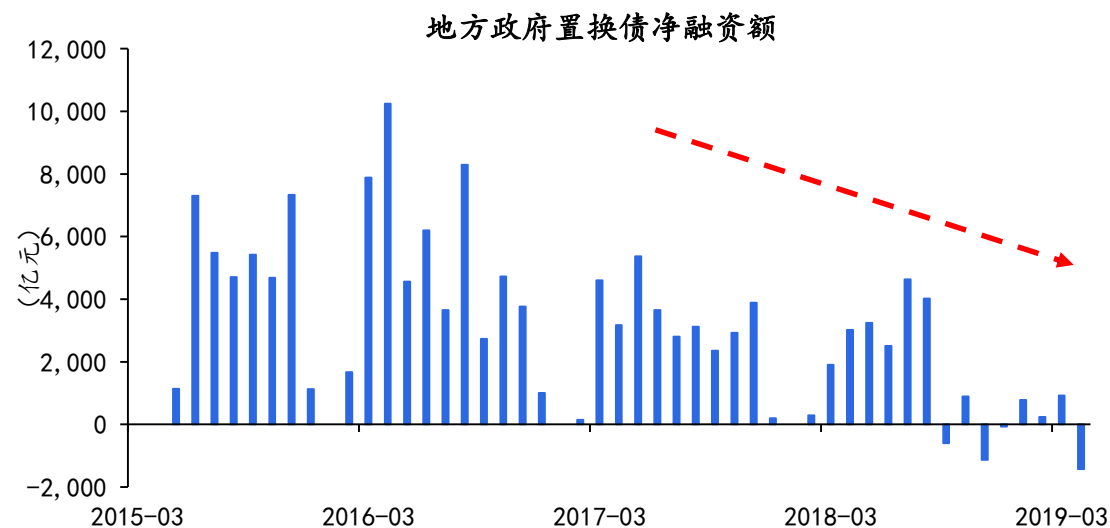
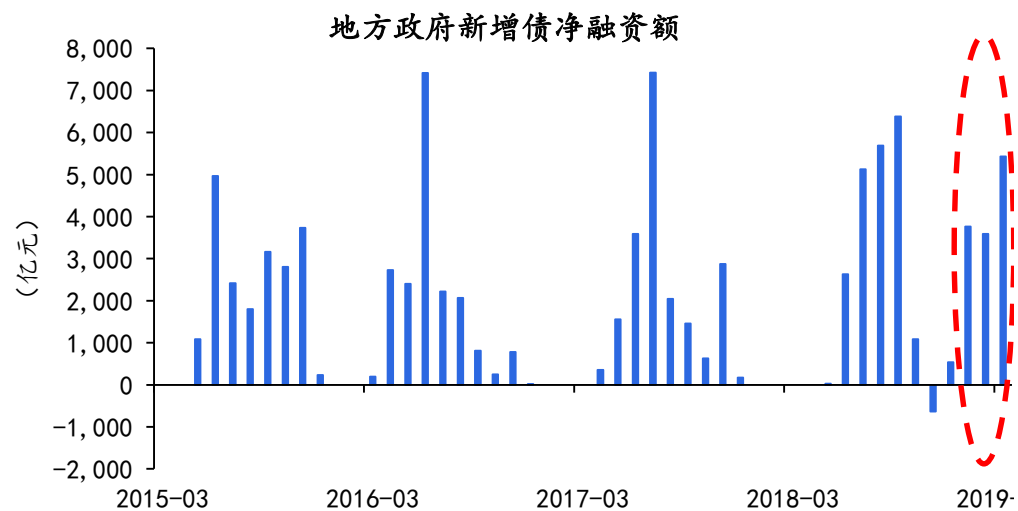
国内经济：地方政府债务周期观察

背景：置换债是化解存量地方政府债务的重要手段之一，发行置换债可显著改善地方政府债务利息负担和期限结构。

国内一图：地方政府新增债与置换债净融资额

- 16年至今置换债规模呈下降趋势，截止目前净融资额已大幅减少（3月甚至为负），表明至少从显性债务层面，存量地方政府债务化解的工作已经完成大半，与官方说法一致。
- 15-18年新增债券的发行主要集中在2、3、4季度，而19年则在1季度就开始放量发行，稳增长压力之下基建提速。

图表：地方政府新增债与置换债净融资额



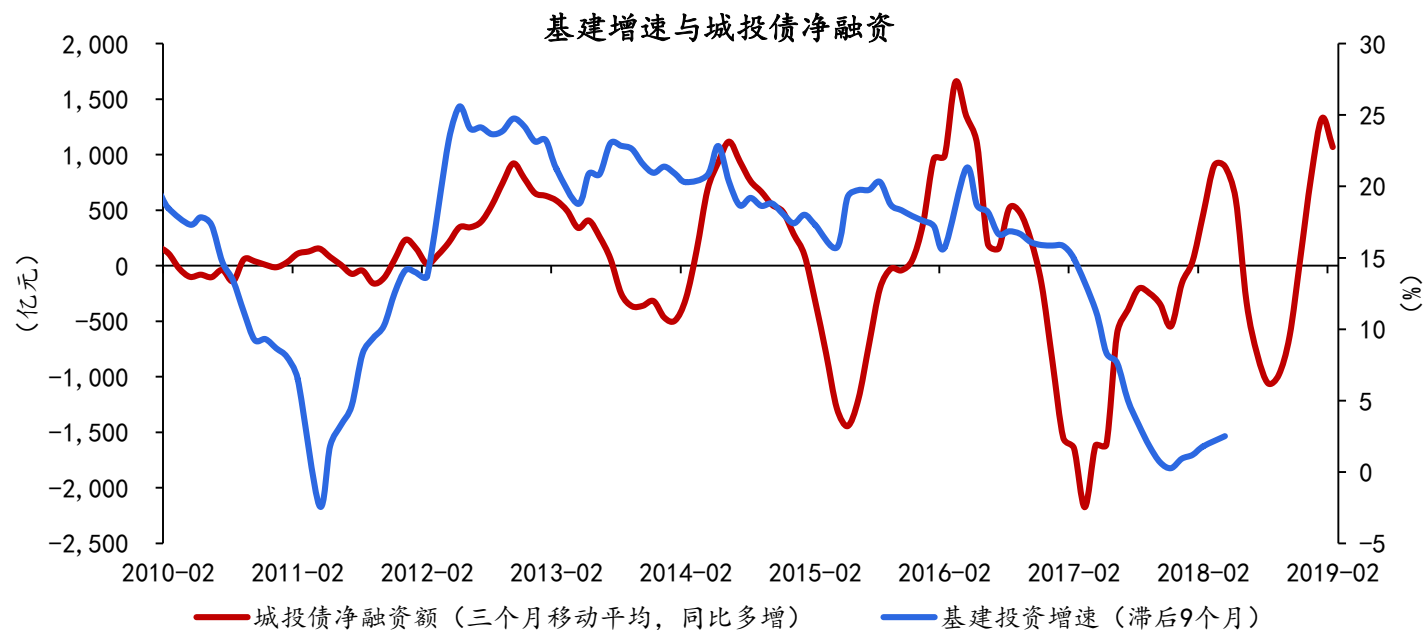
国内经济：地方政府债务周期观察

背景：城投债净融资额可以作为观察过去地方政府债务周期的一个指标，亦是基建投资的领先指标。当前城投债融资情况如何？

国内一图：基建投资增速与城投债净融资额

- 城投债净融资额可以作为观察过去地方政府债务周期的一个指标，10-11年、14年以及17年至今都是政府债务管控强化期。
- 融资是投资的领先指标。城投债是基建投资的重要资金来源之一，将城投债净融资同比多增与考虑滞后（9-12个月）的基建投资增速一起观察，存在一定相关性。
- 当前基建投资提速，增速有回暖之势，城投债显示地方政府显性债务自去年下半年起也在扩张通道之中。

图表：基建投资增速与城投债净融资额



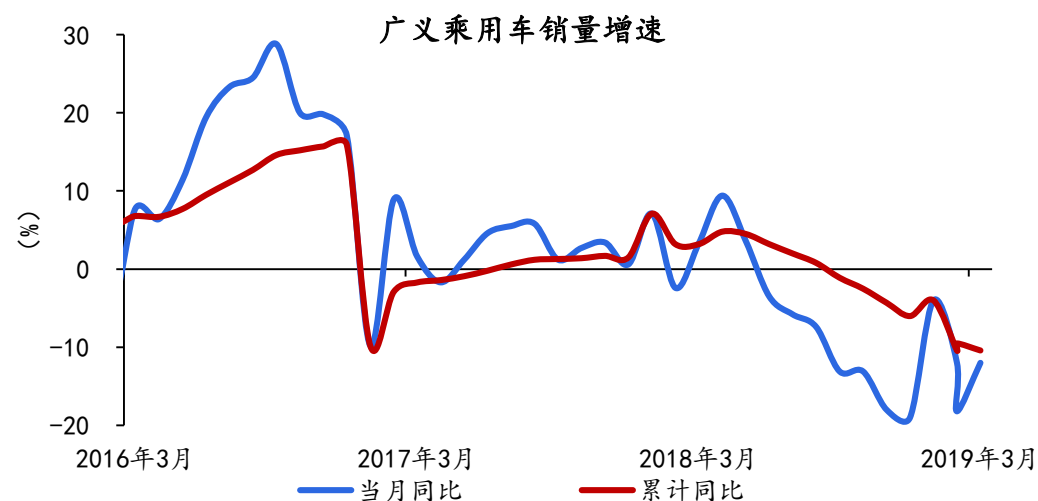
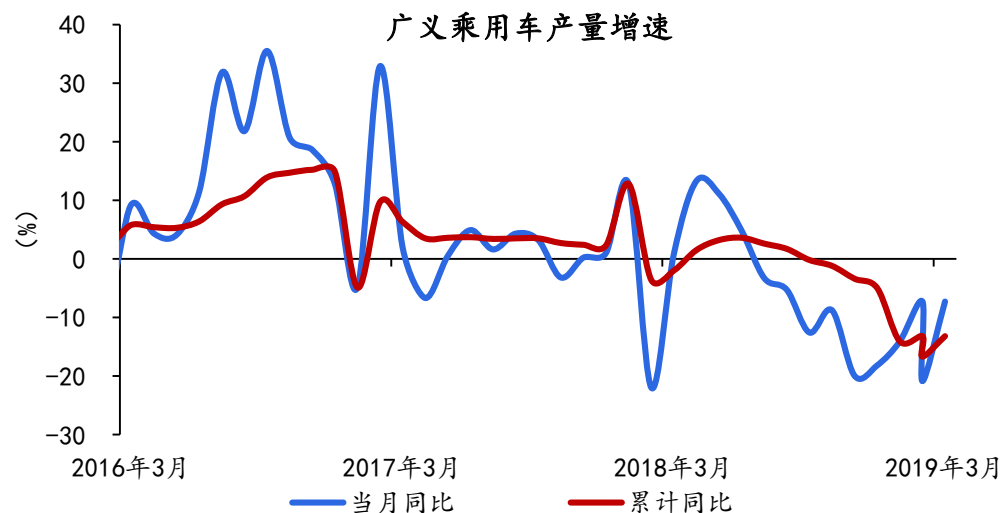
国内经济：汽车产销仍在走弱

背景：去年以来的汽车消费低迷持续拖累汽车制造业投资及工业增加值数据。未来汽车行业能否得到提振？

国内一图：广义乘用车产销增速

- **汽车产销数据仍然弱势。**根据乘联会最新数据，中国3月份广义乘用车零售销量为178万辆，同比减少12%，连续10个月下跌；产量为203.5万辆，同比减少7.3%，连续9个月环比下跌。
- **增值税减税利好汽车制造业。**4月1日增值税调降3个点是重大的制造业利好，4月乘用车零售能否改善仍有待观察。

图表：广义乘用车产销增速



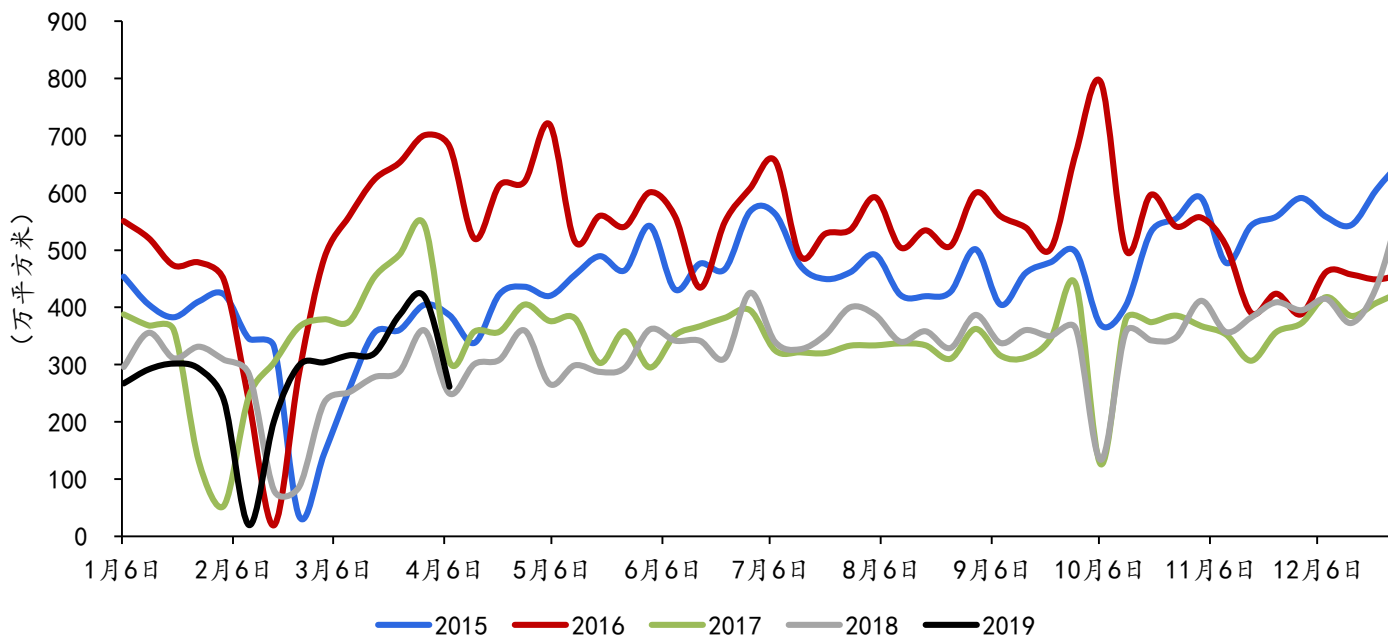
国内经济：4月初房地产成交季节性回落

背景：3月楼市“小阳春”引发市场关注。进入4月，房地产成交能否延续强势？

国内一图：4月初房地产成交季节性回落

- 根据过去五年经验，30个大中城市商品房成交面积均在3月出现上涨，而在4月上旬会有季节性回调。
- 截至4月7日，30大中城市商品房成交面积明显回落，略高于去年同期水平，但低于2015-2017年同期。
- 3月房地产成交情况好于2015年和2018年同期水平，而上述时间段均是房地产调控政策十分严格的时期。

30大中城市：商品房成交面积



图表：30大中城市商品房成交面积图

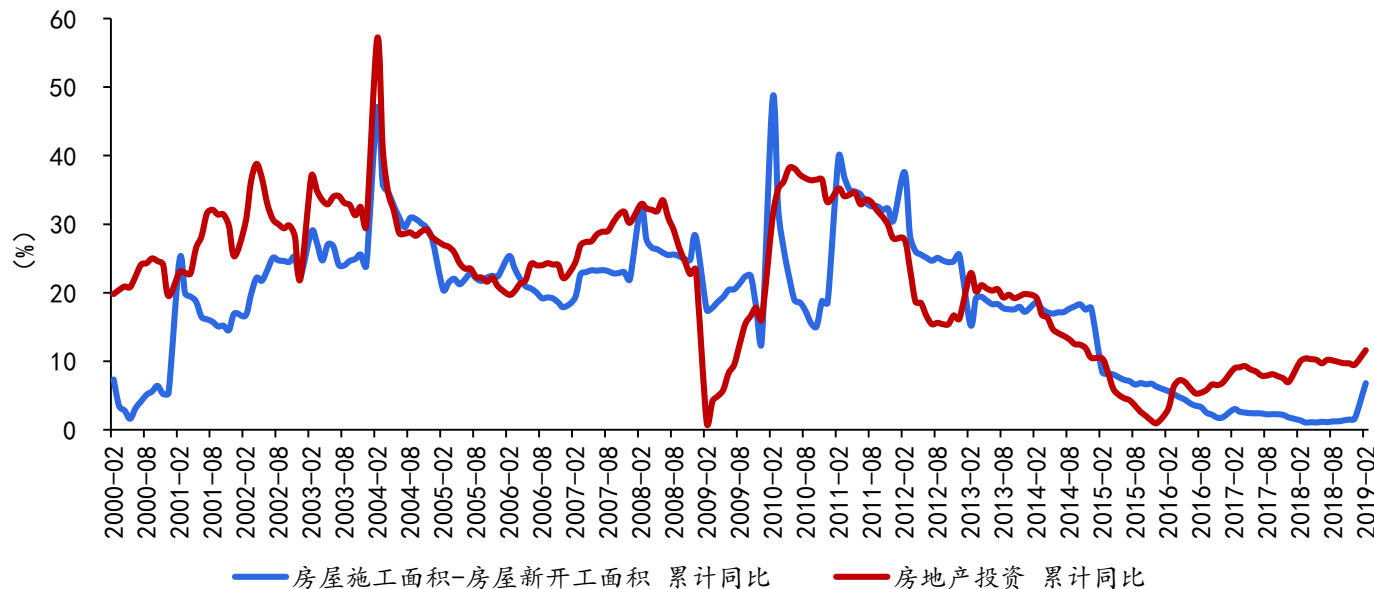
国内经济：房地产施工面积增速加快说明了什么？

背景：2019年伊始，房地产市场投资增速明显反弹，施工面积也有所增加。

国内一图：房地产施工面积增速加快说明了什么？

- 2015年以来房屋施工面积-新开工面积的同比增速显著下降，2015-2018年分别只有6.3%、1.9%、1.8%和1.7%。
- 2019年1-2月房屋施工面积-新开工面积的增速大幅回升至6.8%。
- 如果房屋施工面积的增速继续回升，建安工程的增速也将继续回升，未来房地产投资是否会有进一步回升值得观察。

房屋施工-新开工面积与房地产投资



图表：房屋施工-新开工面积与房地产投资图

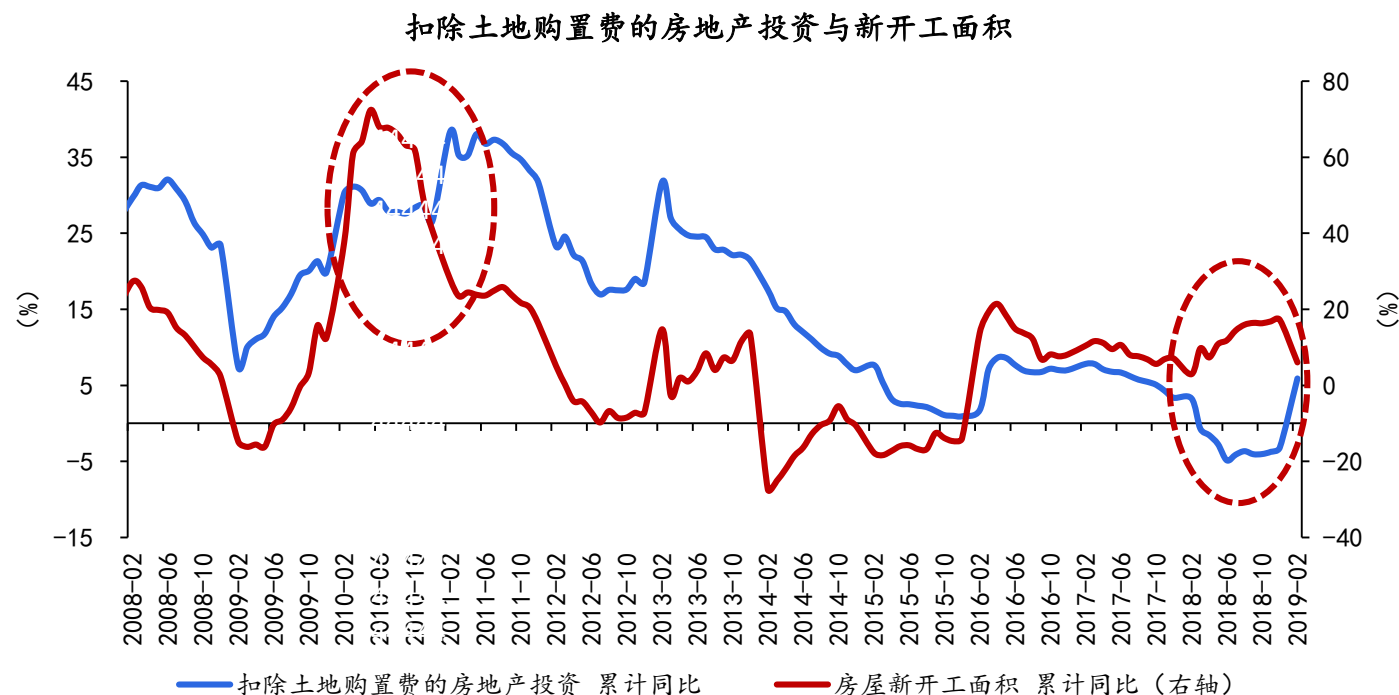
国内经济：房地产投资能否持续超预期？

背景：今年以来扣除土地购置费的房地产投资与新开工面积增速出现背离，而上次类似的背离发生在2011年。

国内一图：房地产投资能否持续超预期？

- 2010年和2018年均出现新开工面积增速持续上涨而扣除土地购置费的地产投资下滑的情形，第二年则呈现相反情形。
- 2010年和2018年的一个共同特点是都试行了严格的土地调控政策。
- 若2019年房地产投资的走势与2011年相似，那么意味着今年上半年地产投资或将持续好于预期，但下半年的风险会比较大。

图表：扣除土地购置费的房地产投资与新开工面积图



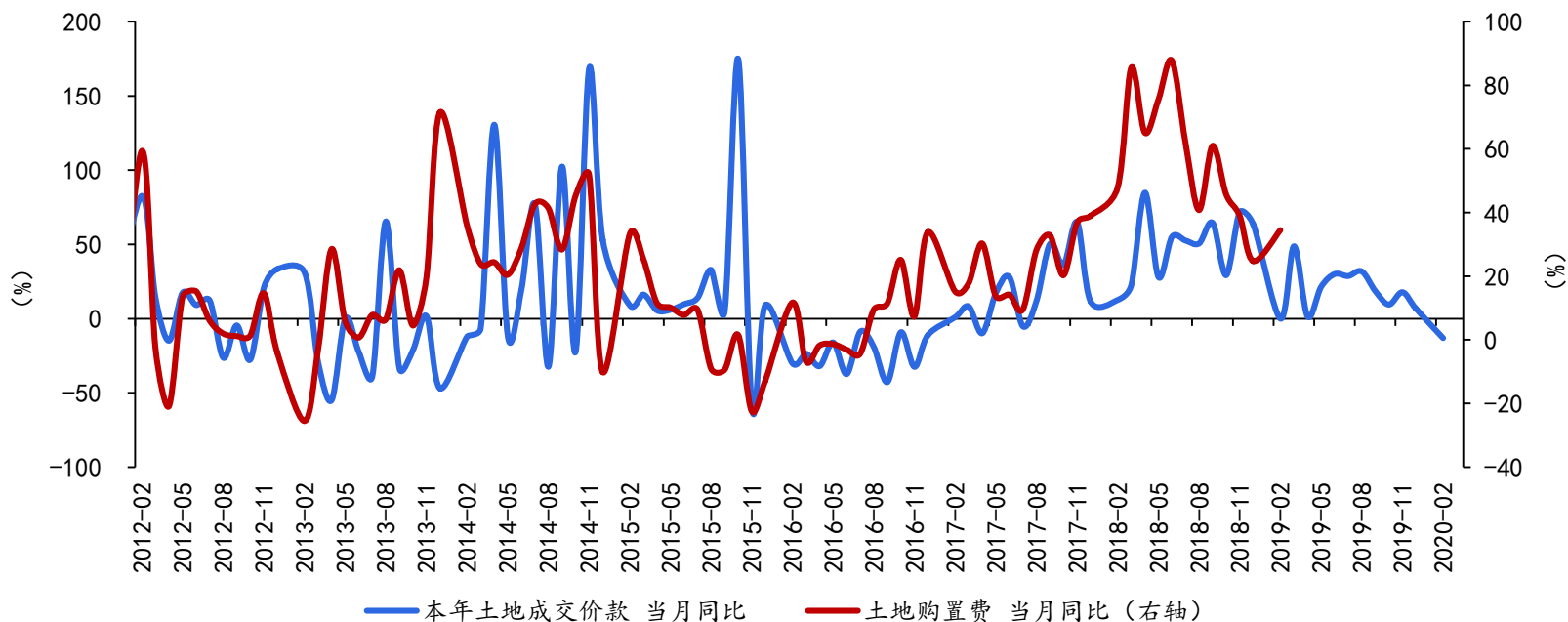
国内经济：土地购置费增速或继续下滑，拖累房地产投资

背景：土地成交价款同比增速领先土地购置费约12个月，我们可以据此预判未来土地购置费的走势。

国内一图：土地购置费增速或继续下滑，拖累房地产投资

- 在低库存和销售韧性的支撑下，2017年土地供给增加推动土地成交显著放量。
- 房企对2017年拍地款进行补缴（期缴比例约50%），推动2018年土地购置费持续高增长。
- 2018年以来土地成交价款增速持续下滑，根据12个月左右的领先周期，这意味着未来土地购置费的增速将面临明显下滑。

土地成交价款领先土地购置费12个月



图表：土地成交价款领先土地购置费图

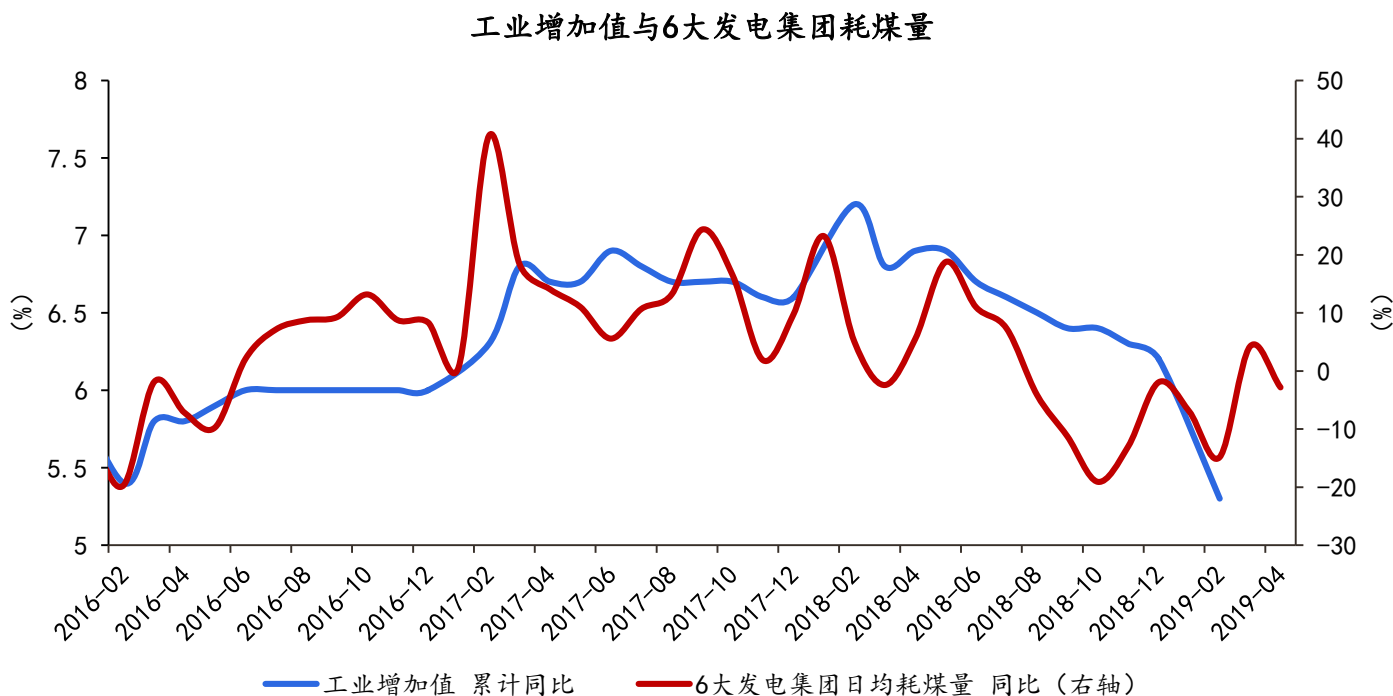
国内经济：未来工业增加值走势如何？

背景：6大发电集团日均耗煤量与工业增加值走势的相关性较好，我们可以通过发电耗煤量预判未来工业增加值的走势。

国内一图：未来工业增加值走势如何？

- 2月工业增加值累计同比大幅降至5.3%，表现不佳，引发市场担忧。
- 3月6大发电集团日均耗煤量同比从-14.9%显著回升至4.2%，反映节后生产恢复，预示着3月工业增加值增速或出现明显回升。
- 根据日数据测算，4月以来发电耗煤量同比有所回落，预示4月工业增加值增速或小幅回落。

图表：工业增加值与发电耗煤量图



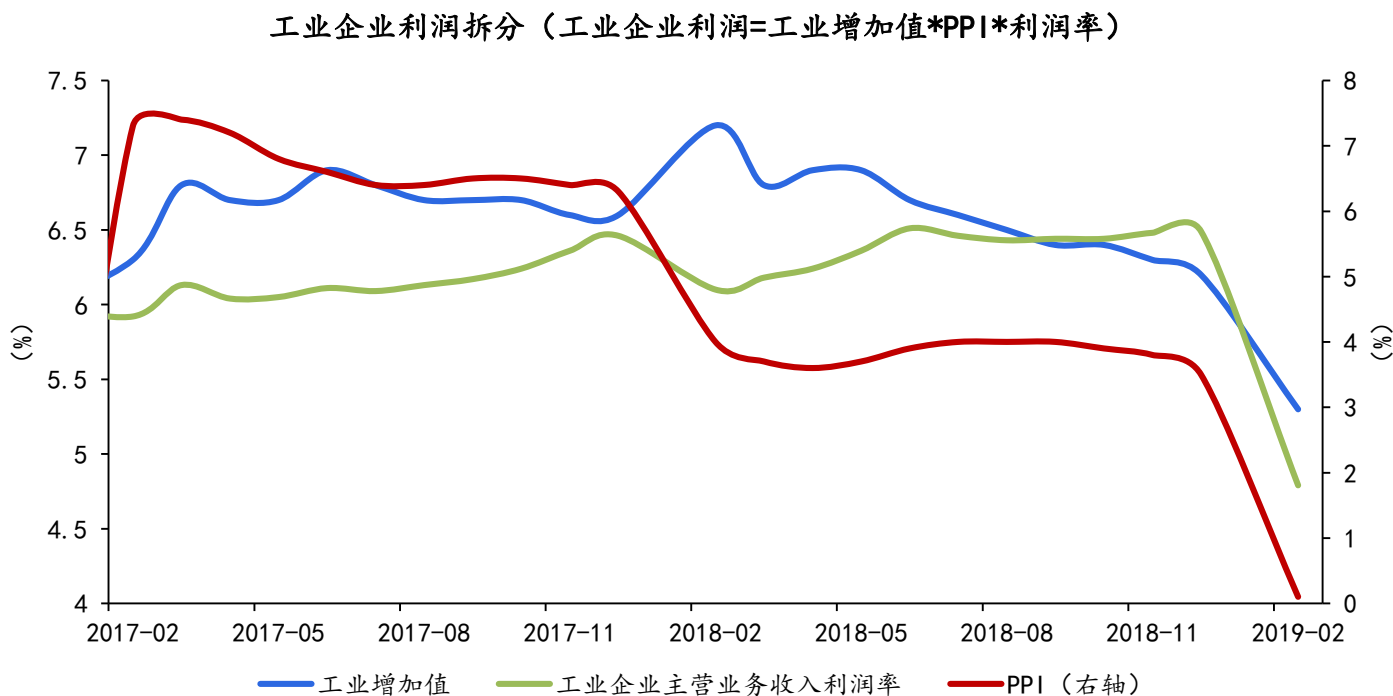
国内经济：工业企业利润为何出现大幅下滑？

背景：工业企业利润可以拆分成工业增加值（量）、PPI（价）和利润率，我们据此分析其增速大幅下滑的原因。

国内一图：工业企业利润为何出现大幅下滑？

- 2月工业企业利润增速的下行是工业增加值（量）、PPI（价）和利润率三方面的拖累共同导致。
- 其中，利润率下滑的拖累最为显著（1-2月利润率仅为4.8%，是2009年8月以来的新低），其次是PPI的回落。
- 1-2月的利润率更像是一个异常值，可能与部分行业的一次性拖累或春节假期分布的影响有关，后期利润率可能出现反弹。

图表：工业企业利润影响因素拆分图



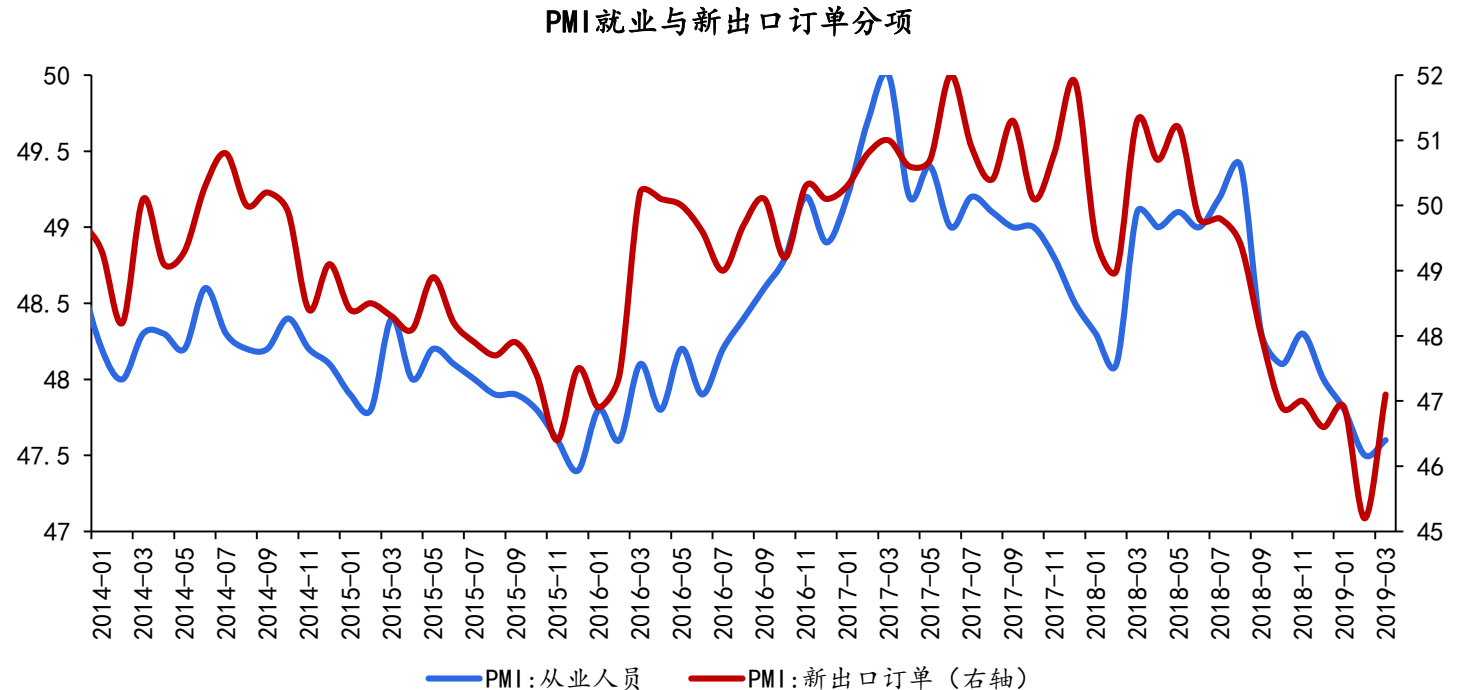
国内经济：出口与就业指标的关联度非常高

背景：如果用PMI从业人员、PMI新出口订单分项分别代表就业和出口，可以发现两者有非常高的相关度。

国内一图：出口与就业指标的关联度非常高

- 3月官方PMI大幅反弹，其中从业人员分项从47.5略升至47.6，而新出口订单从45.2反弹至47.1。
- 由于我国出口的大量商品仍属于劳动密集型，所以逻辑上出口订单和就业应该存在一定的相关性，PMI分项验证了这一关系。
- 上半年出口产业链的承压或许是政策强调就业、并推动逆周期政策加码的主要原因之一。

图表：PMI从业人员与新出口订单图



数据来源：WIND，京东数字科技

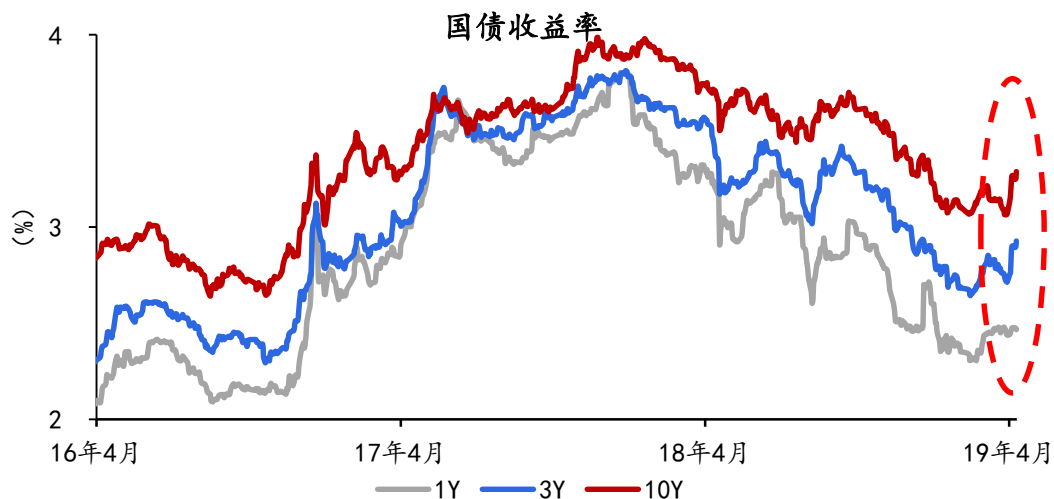
国内经济：市场流动性观察

背景：3月以来，基于对流动性缺口的担忧，不少机构预测央行即将降准。4月市场流动性情况到底如何？

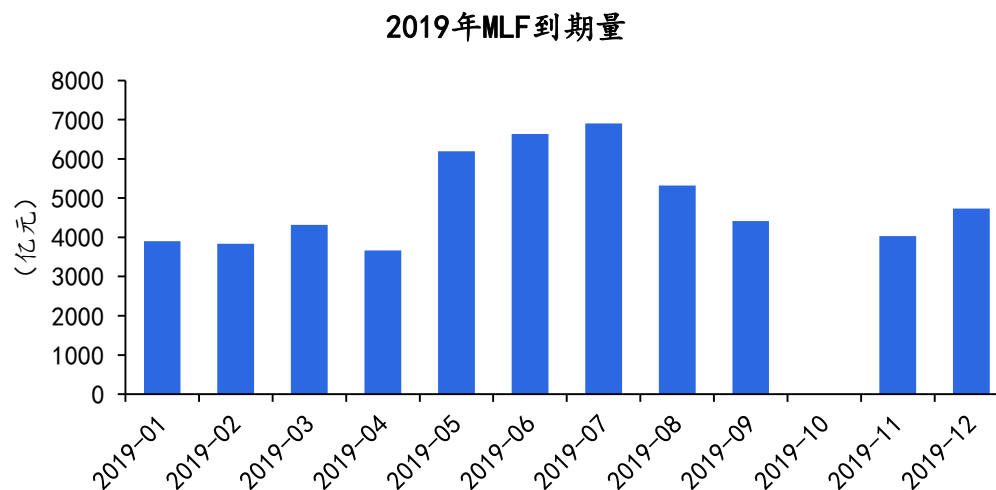
国内一图：国债收益率情况与MLF到期量

- 近期中长期国债收益率显著上行，3年、10年到期收益率较月初分别上行17.34、15.50BP。
- 一季度央行释放和回笼资金规模基本平衡，二季度MLF到期量较大；但在经济有企稳迹象、通胀预期升温、资产价格回暖等背景下，倾向于认为降准概率在降低，央行很可能通过加大OMO操作、续作MLF等手段补充市场流动性。

图表：国债收益率走势



图表：2019年MLF到期量



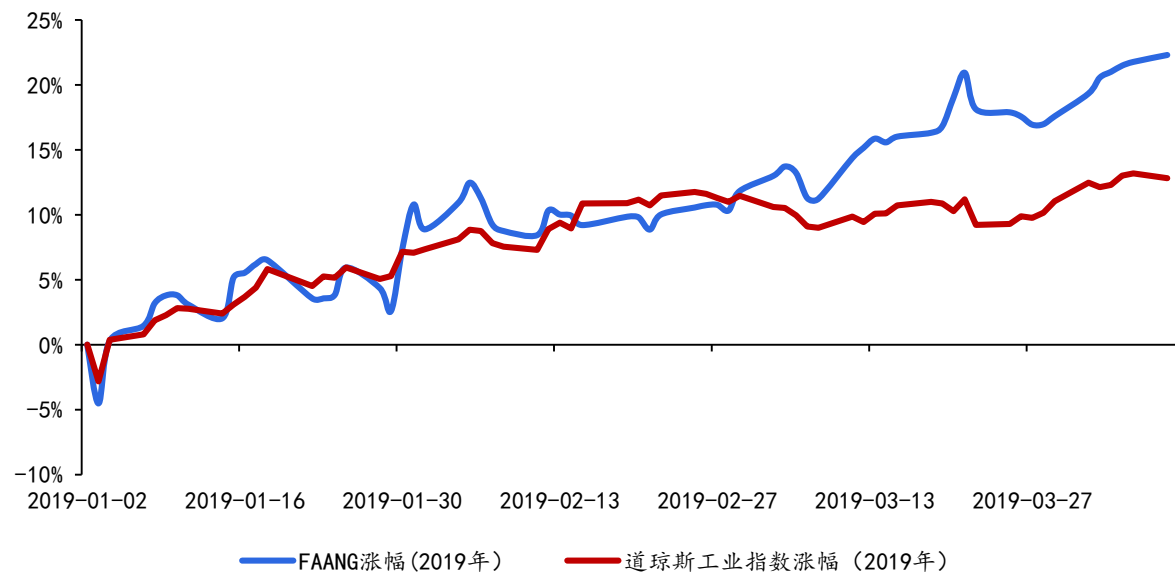
市场观察：美股科技股走势如何？

背景：截止至2019年4月12日，美股大型科技股年初至今已反弹19.3%，涨幅超过道琼斯工业指数

市场观察：美股科技股走势如何？

- 美股科技股反弹表明投资者并未对美债收益率倒挂过度担忧。
- 美国大型科技股去年7月26日出现的大幅回调主要受FB单日暴跌19%拖累。然经过半年的回调后，圣诞节后科技股大幅反弹。
- 美股科技股的反弹并不孤立，年初至今A股计算机行业涨幅55%，仅次于受猪肉涨价带动的农林木鱼行业，是A股涨幅排第二的行业，前沿科技企业在全球范围内依然得到了资本市场的认可。

FAANG与道琼斯工业指数涨跌幅（2019年至今）



图表：FAANG与道琼斯工业指数涨跌幅（2019年至今）

- 注：FAANG指Facebook、Apple、Amazon、Netflix、Google这五家最有代表性、最受投资者关注的美国大型科技股。

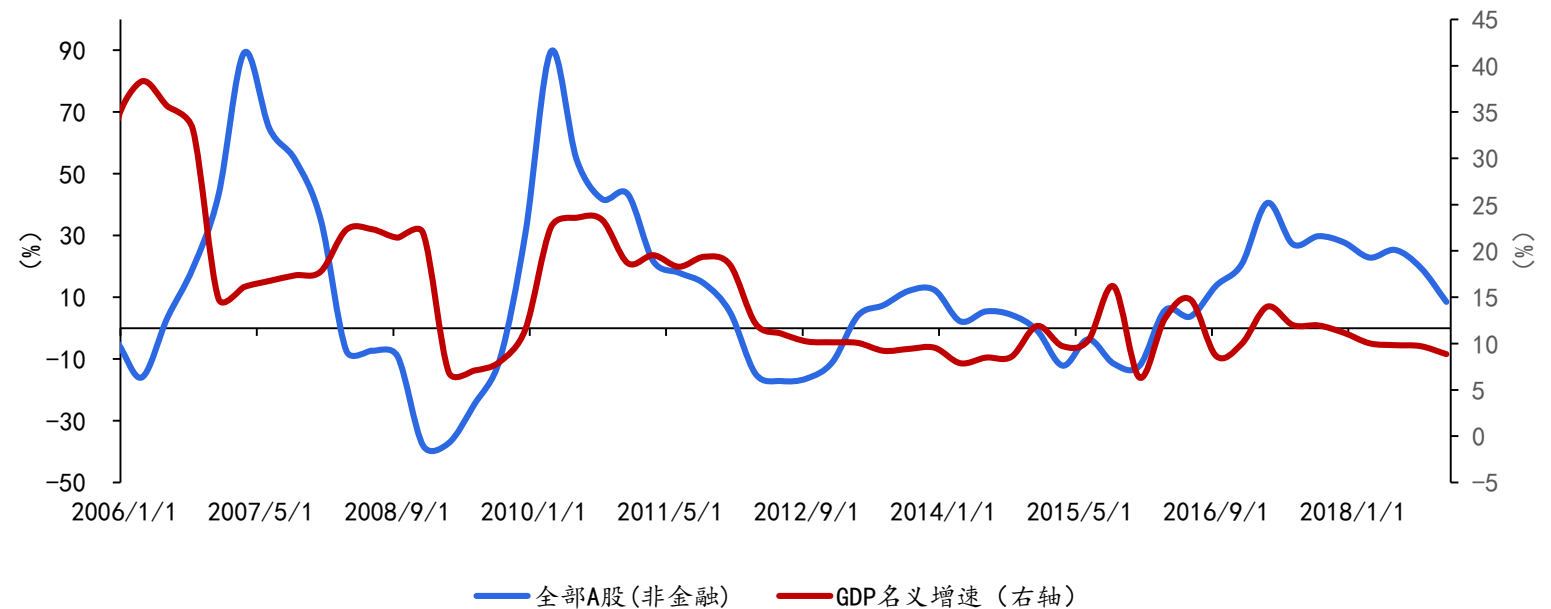
市场观察：企业盈利情况与宏观经济走势如何？

背景：截止到4月8日，A股3600家上市公司已有2500家公布了2018年年报数据。

国内一图：企业盈利情况与宏观经济走势如何？

- 从历史来看，GDP名义同比增速要领先或同步于A股（扣除金融）利润同比增速。
- 2016年时经济领先A股非金融整整一年时间，2010年领先半年，2017年3月时经济增速与上市公司利润增速基本同步。
- 今年企业税负在减税降费的推动下大幅下调，减税或直接带动企业盈利的上升，今年A股的利润回升是否会领先于经济反弹？等待2季度业绩公布可以进行校验。

A股（非金融）利润同比增速与GDP名义增速



图表：企业利润与经济走势关联图

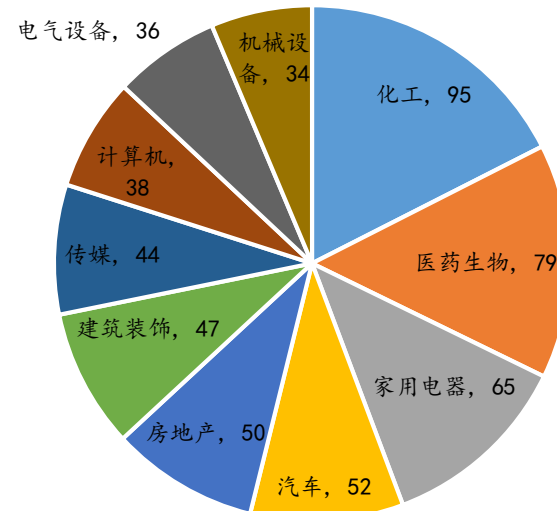
市场观察：中国传统行业企业股票回购金额位居前列

背景：我们观察到A股上市公司中传统行业企业，比如美的，出现了大额股票回购

市场观察：中国传统行业企业股票回购金额位居前列

- 我们统计了A股上市公司全部28个申万行业过去1年的股票回购额，发现排名前十的行业中前四名中有三名是传统行业，其中化工、家用电器、汽车全年回购量占全部A股回购量的12%、10%、7%；
- 美的等企业回购股票额度较大，仅去年8月后，美的回购总额达48亿，占公司总股本1.75%；
- 中国传统行业企业管理改善，谨慎投资，对企业自身信心强，且有一定宽裕现金可以进行股票回购。

过去1年A股上市公司回购金额最高的10个行业
(单位：亿元)



图表：过去1年A股上市公司回购金额最高的10个行业

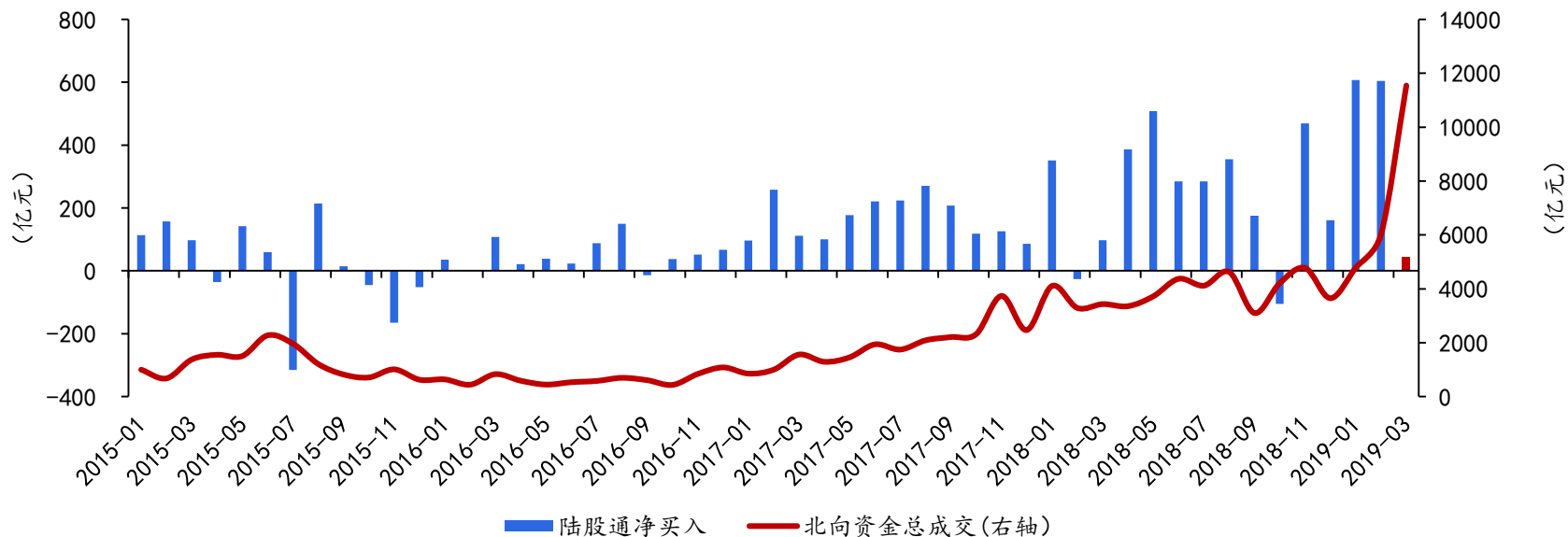
市场观察：北上资金怎么看A股？

背景：3月份陆股通成交额创下历史记录，北上资金合计成交1.15万亿人民币

市场观察：北上资金成交破前高，然而净买入额度大幅下降

- 整个3月份港股成交才2.29万亿港币，相当于2万亿人民币。
- 港股投资者在A股买入卖出额已经相当于近60%的港股本地交易额，大幅活化成交对应着香港投资者在A股市场上拥有越来越高的定价权。
- 虽然成交活化，但3月份净买入额下滑至仅仅4,400万元，相对1-2月买入速度大幅放缓，香港投资者对A股后市或许没有那么乐观。

北上资金成交破前高，然而净买入额度大幅下降



图表：北上资金成交破前高，然而净买入额度大幅下降

市场观察：A股指数估值高吗？

背景：年初至今，A股迎来一轮连续上涨，全市场（以万得全A指数衡量）涨幅已达37%

市场观察：A股指数仍未回到估值中枢

- A股市盈率刚刚回到历史均值附近，与前几轮牛市估值仍有距离。
- 2019年政策层面或明显好于2018，外部环境缓和，中美贸易风险缓和、新兴市场波动减少。
- 国内政策拐点出现，从“去杠杆”走向“稳杠杆”、减税措施发力，存在诸多乐观理由，无需对经济形势过分担忧。

图表：A股指数估值刚刚回到历史均值附近



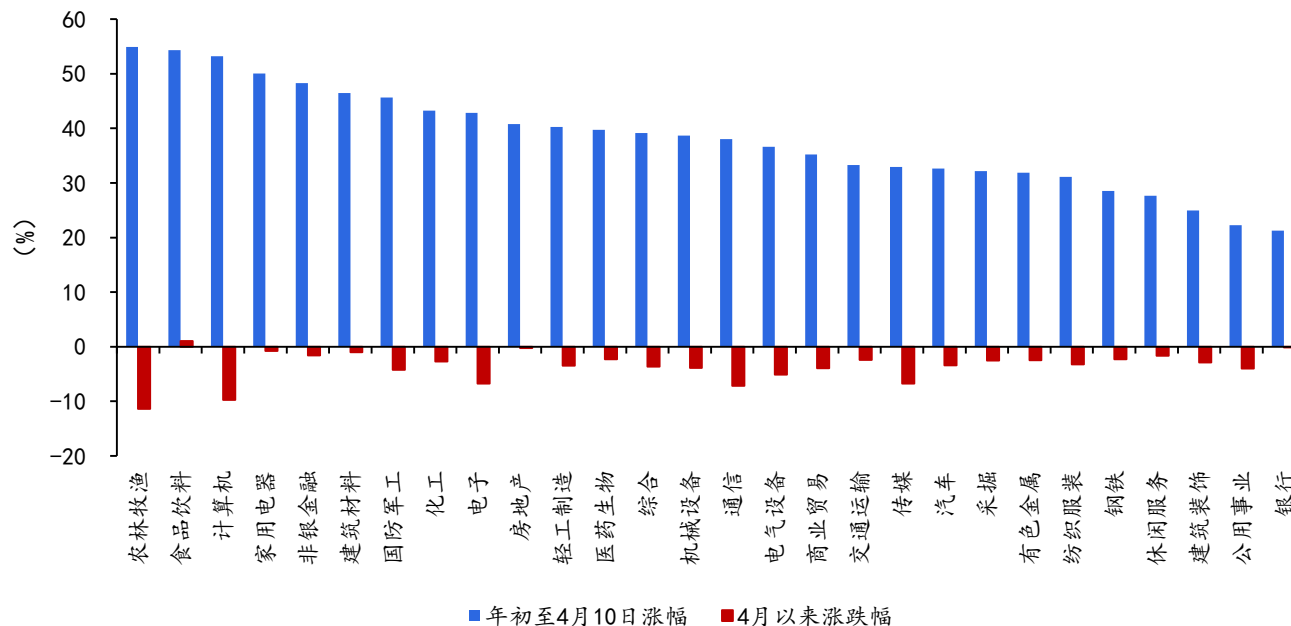
市场观察：A股哪些行业涨幅最大？

背景：年初至今，A股迎来一轮连续上涨，农林牧渔、食品饮料、计算机行业涨幅超过50%

市场观察：A股前期涨幅居前行业迎来回调

- A股2019年迎来普涨行情，其中农林牧渔、食品饮料、计算机行业涨幅居前，防御板块银行、公用事业涨幅最小。
- 近期A股进入震荡调整期，4月以来涨幅居前的农林牧渔、计算机均迎来10%左右的回调。
- 未来涨幅靠后的行业或存在补涨机会。

A股行业涨跌幅



图表：A股前期涨幅居前行业迎来回调

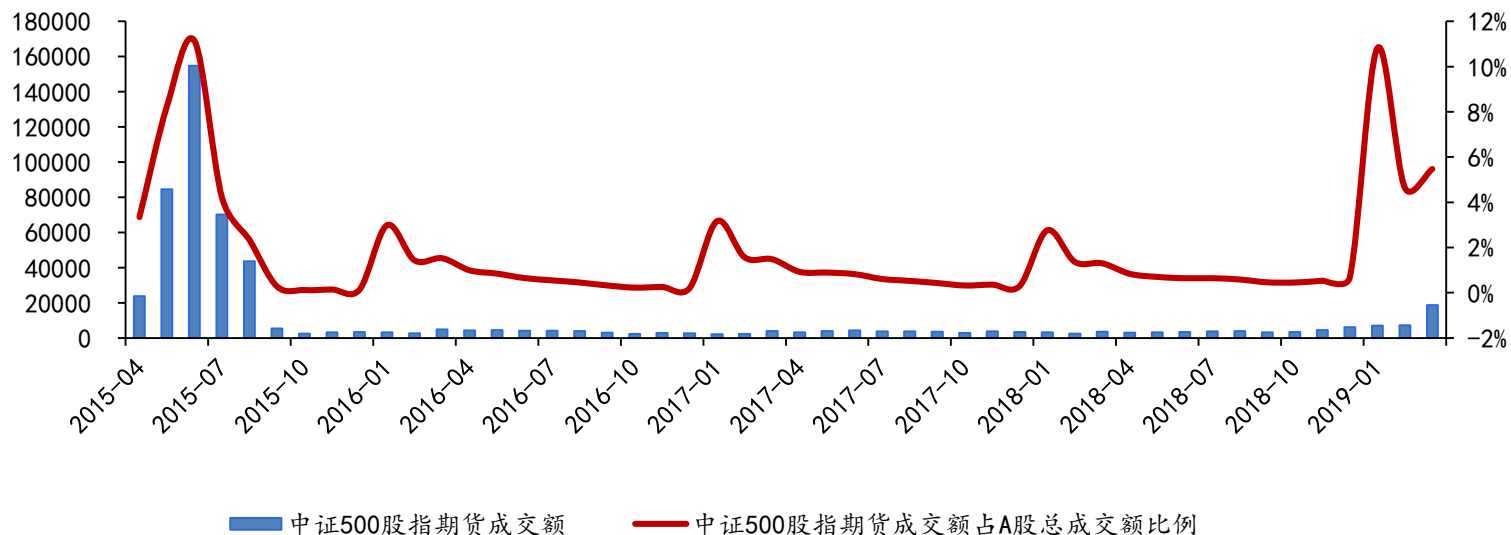
市场观察：股指期货交易恢复活跃

背景：证监会期货监管部处长焦增军称将计划恢复股指期货的正常交易，且允许外国投资者、社保基金、商业银行、保险基金、国有化公司、QFII、RQFII参与现有的股指期货市场

市场观察：股指期货交易恢复活跃

- 2015年牛市到股灾时，股指期货曾经是非常活跃的交易品种，2015年6月29日IF1507曾创下成交288.2万手的历史纪录。
- 期货交易是指数价格发现的重要一环；然而因为期货有做空功能，且在股灾期间常常领跌指数、加剧振幅，对股票市场形成压力，因此被认为加剧“股灾”期间市场波动。在15年出台了严格的保证金限制和最大手数限制，股指期货市场名存实亡。
- 近期有消息要重新松绑，可视为市场化改革的重大进展。2019年1-3月交易量虽有恢复，但整整三个月仍然只有1300万手。

股指期货交易有恢复活跃的趋势



图表：股指期货交易恢复活跃

简介：数看宏观，图说经济

本报告系京东数字科技研究部出品的宏观策略研究系列成果。

本研究成果坚持以数据监测为基础，及时关注前瞻性指标，积极掌握最新经济动向，确保能对宏观经济动态做出快速反应。

研究内容涉及海内外宏观经济动态、海内外市场动态监测、海内外政策变化、以及大数据创新研究等众多领域。

本期主要参与人员：

沈建光、张明明、姜皓、张晓晨、徐天辰、杨艺歆、姜传钺、薛瑶