

點評1月外貿數據 出口市場多元化

連平 交通銀行金融研究中心首席經濟學家 何飛 交通銀行金融研究中心高級研究員

2019年1月，內地進出口總值3,959.8億美元，增長4%。其中，出口2,175.7億美元，增長9.1%；進口1,784.1億美元，增長-1.5%。貿易順差391.6億美元。

「帶路」沿線出口表現良好

2019年1月出口同比增長9.1%，出口金額逾2,000億美元，創過去幾年同期出口額新高。1月出口主要有以下特點：

1) 加強「一帶一路」沿線貿易政策成效顯著。從主要出口目的地看，1月內地對「一帶一路」沿線國家及地區的出口增速明顯提升，對歐盟和東盟出口增速分別為14.49%和11.5%，為近3個月以來最高。「一帶一路」沿線出口對出口總值的貢獻度穩步提升。

2) 貿易摩擦滯後影響導致對美出口延續負增長。1月對美出口增速為-2.77%，連續2個月出現負增長，這與貿易摩擦的滯後影響有很大關係。當前，企業對未來中美貿易

走勢仍持觀望態度，在貿易談判達成共識前或被動壓低出口。事實上，去年四季度企業對美出口訂單降幅明顯，1月對美出口實際金額降低在所難免。

3) 支持民營企業政策效應開始顯現。過去幾個月，中央與地方及時出台了一系列支持出口企業的政策，各地對出口類民營企業和微企業給予了更多支持，這些政策紅利已經開始「結果」。1月民營企業出口增速繼續保持兩位數增長，對出口總值提升的貢獻度進一步提高。

4) 1月較好的出口表現難掩全球經濟增速下滑態勢。儘管1月內地出口表現較好，但全球經濟增速下滑帶來的外需疲軟已經顯現。2019年1月，摩根大通全球製造業PMI為50.7%，再創2017年以來新低。主要發達經濟體中，除美國的製造業PMI略有回升外，歐元區、日本的製造業PMI均跌至榮枯線附近。同時，我國其他主要出口國家及地區的經濟景氣狀況同比減弱明顯。2019年1

月波羅的海乾散貨指數均低於2018年同期179點。這些數據都表明接下來出口繼續維持亮眼表現較為困難。

內需減弱致進口負增長

2019年1月進口同比延續負增長，影響因素有三方面：

1) 主要受到經濟下行影響。2018年四季度，內地經濟實際GDP增速降至6.4%，這是自全球金融危機以來的最低水平，經濟下行壓力進一步加大。2019年1月製造業PMI為49.5%，連續兩個月跌破榮枯線。經濟下行和內需放緩均不利於進口擴大。比如從進口量看，1月鐵礦砂和大豆的進口量均出現明顯減少。

2) 大宗商品進口價格延續下跌。1月國際大宗商品價格繼續下跌，CRB綜合、油脂、食品、家畜、金屬、工業原料和紡織品指數均較去年同期分別下跌26.72、10.21、9.46、51.56、102.90、43.47和19.25

點，整體跌幅加大。1月WTI和布倫特原油均較去年同期分別低12美元/桶和9.6美元/桶。儘管部分商品的進口量有所增加（比如原油），但由於價格下跌明顯，進口總額增長受到顯著制約。

3) 去年同期高基數和人民幣匯率因素。2018年1月進口金額1,810.74億美元，為2018年一季單月最高值，進口增速37.6%，為2018年單月最大值。同時，2018年1月人民幣匯率明顯升值，今年1月人民幣匯率較去年同期貶值近8%。進口金額和增速高基數、人民幣貶值都對1月進口擴大構成制約。

一季度外貿形勢仍嚴峻

儘管1月出口情況表現較好，但一季外貿仍面臨挑戰：一方面，貿易摩擦滯後影響將在二季度集中釋放。當前，中美雙方正開展新一輪貿易談判，貿易摩擦暫時「休戰」，但進出口企業信心修復需要時間。同時，受貿易摩擦

影響，去年四季度企業出口訂單下滑幅度較大，今年一季實際出口金額擴大將受到制約。當然，預計中美談判會在2月取得實質性突破，基於此，企業信心將在3月逐步回升，出口增速在二季度將有所恢復。

另一方面，全球經濟增速放緩趨勢進一步顯現。多個先導性指標預示着全球經濟下行壓力繼續加大。IMF在1月的宏觀預測中，再次下調了對2019年和2020年世界經濟增長的預測，分別從之前的3.7%下調至3.5%、3.7%下調至3.6%。近期BDI指數較年初以來下跌逾50%，大宗商品價格維持低位，全球需求疲軟導致國際貿易增長乏力，尤其對出口為導向的新興市場國家貿易增長影響顯著。

當然，伴隨逆周期調節、擴大開放、繼續加強與「一帶一路」國家及地區貿易往來、深化改革等政策紅利不斷釋放，內地經濟有望在下半年企穩，屆時外貿情況將隨之穩定。但在2018年高基數影響下，2019年外貿增速尤其是出口增速或降至個位數。

消息紛紛市場敏感 風險資產續見支持

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

農曆春節後，市場情緒有明顯改善，風險資產獲得支持，投資者還是無法完全放心，畢竟中美貿易戰等地緣政治風險還是相當高。

尤其是中美貿易談判受到高度關注，新的一輪對話在本周四開啟，由於最後期限3月1日的臨近，但雙方目前明顯還未達成共識，所以市場還是相當關注。在此期間，媒體也時不時有報道，尤其是美方，各類資產相當敏感。

最新消息是，特朗普對於將最後期限往後延遲持開放態度，或延長期限60天，他也在日前發聲表示與中國談判進展非常好。如此一來，投資者還是稍微放鬆一下警惕，股市上漲就是其中一個表現。

全球股市反彈

美股繼續從去年聖誕假期後的反彈，目前已經收復了大部分失地。香港股市從2019年開始有明顯的反彈，自兩萬五的低位一路走高，尤其是春節後，有了內地股市的助攻，不但站上在前年反覆測試的兩萬八，更是在本周三高見28,533點，藍籌股普遍造好，成交也明顯增加，超過千億元水平。

而內地股市也相當強勁，一來是春節

前市場情緒跌至谷底，業績雷暴讓投資者擔憂不已，現在利空出盡；二來是政策層面上繼續給內地股市帶來支持，包括鼓勵險資入市，鼓勵券商買股票、取消融資融券券倉線不得低於130%的統一限制，以及擴大QFII和RQFII投資範圍等，以及國常會支持銀行多渠道補充資本金，加上北上資金持續流入，A股造好。滬指連續上漲五日，突破2,700關口，尤其是創業板相當強勁。

只不過，到了本周四，連續上漲的股市出現調整，滬指和恒指均收跌。的確，現在場內情緒開始改善，賺錢效應慢慢出現，有一波上漲可看，但畢竟包括貿易戰在內的靴子未落地，加上經濟基本面還未有改善，股市難有特別大的漲幅。

油銅區間上落

同樣受到貿易戰影響的還有商品。油價在近期獲得支持，主要是需求端的擔憂略有改善，抵消了庫存數據漲幅超預期的負面因素，紐油挑戰區間支持55美



■ 美股從去年聖誕假期後繼續反彈，目前已經收復了大部分失地。法新社

元。但仔細看油價，反彈之力已經完全不如1月初之時，區間上落為主，反彈之路不會平坦；何況油價還是和政治因素有很大關係。倫銅則沽壓明顯些，近幾日回吐漲幅，整體保持在5,800美元至6,400美元區間上落。

金價積累動能

貴金屬市場表現不一。金銀受到強勢美元的壓迫，上行動能受到限制。金價從2月開始不斷回吐漲幅，好在1,300美元的支持仍然有效。畢竟黃金還是從全

球風險和貨幣政策兩個角度上獲得支持。包括中美談判、英國脫歐等風險事件令投資者擔憂，再加上全球經濟增長放緩的趨勢持續，各大央行已經紛紛下調今明兩年的經濟增長預期。

貨幣政策上，美聯儲已經不同以往而有明顯的轉態，至少短線內不會有加息的行動，目前還是等待更多經濟數據的驗證，這些對於黃金自然是利好，以至於後市仍有機會突破。

(筆者為證監會持牌人士，無持有所述股份之財務權益。)

外資基金加倉助A股回暖

康證投資研究部

去年「熊霸」全球的A股在2019年開局勢頭良好，上證、深成指及滬深300指數年初至今的升幅（截至2月13日以當地貨幣計算）分別為9.1%、9.6%及12.8%，表現與其他主要股指相差不遠，恒指、道指及日股升幅分別為11.7%、10.8%及5.6%。

農曆新年假期前夕，內地股市以盈警潮迎接新的中證監主席易會滿上任，累計逾300間A股企業發盈警，當中有260間預計蝕逾1億元（人民幣，下同）。然而盈警潮並未對大市表現有太大影響，假期後A股復市迎來開門紅，本周中美經貿代表團在北京重啟會談，外電報道美方正考慮

將原定3月1日提高中國輸向美國貨品關稅的日期延後60日，兩國貿易關係有所緩和，帶動A股連升5日。

消費板塊受青睞

踏入2019年外資增持A股的節奏加快，根據統計，透過滬港通及深港通北上買A股的資金累計約920億元，其中1月份淨流入約607億元，創下互聯互通之後的歷史新高，同時首次錄得單月淨流入逾600億元，可見外資增加配置A股是推升大市的動力之一。板塊方面，錄得外資淨買入的主要是以消費板塊為主，例如白酒、家電及養殖龍頭企業，投資者作出投資決策之

前不妨參考外資手影。

除了外資湧入內地股市之外，數據還顯示內地的私募基金對股市陸續恢復信心，根據私募排排網2月基金經理行情看法調研，A股預期信心指標值為122.5，較1月份上升了104%。私募持倉水平方面，有22.5%的私募處於滿倉狀態，持倉五成或以上的私募高達72.1%。另一方面，公募基金亦大幅提升持倉，與去年年底的持倉水平比較，有24間基金的倉位上調幅度逾10%，有幾間基金的倉位增加幅度逾15%。由此可見，A股見底後的反彈升浪，公募及私募的加倉是其中一個動力來源，反映市場對後市態度樂

觀。

從估值來看，上證及國企指數P/E比率（上證市盈率除以國指市盈率）於年初曾經貼近1.4倍，是2014年第3季以來最低水平，代表上證股市整體估值便宜，隨著近期A股回升，比率亦反彈至接近1.5倍，但仍屬偏低水平。憧憬中央於4月有明確的促進消費政策出台，推動內需刺激經濟，另外人民幣持續回升，可望令股市進一步上揚。如外資持續流入，加上科創板以及滬倫通於年內推出，內地券商行將可受惠，龍頭券商股前景看高一線，可留意候低吸納的機會。

提振內地消費的三大關鍵

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

2018下半年中國經濟面臨消費疲軟以及部分群體消費降級的擔憂。進入2019年，面對依然嚴峻的下行壓力，如何通過支持消費穩定中國經濟，已成為政策決策眼緊要課題。近期發改委等十部委聯合發佈《進一步優化供給推動消費平穩增長促進形成強大國內市場的實施方案（2019年）》（以下簡稱《實施方案》），旨在短期內提振消費。

與2008年刺激消費的措施相比，本輪支持消費《實施方案》提到的措施中，農村消費仍是重點，提及了挖掘農村網購和旅遊消費潛力、建設消費基礎設施等方面。與此同時，就社會消費品零售總額佔比較大的商品，包括汽車、家電等耐用用品亦有明確的支持要求。

那麼為何支持消費方案涉及範圍廣泛，但市場反應平平？筆者認為，歸根到底，在於本次支持消費的財力受限、刺激消費的邊際效應遞減、以及前期刺激政策存在套利空間

與道德風險三大因素。

(一)中央財政預算支持有限

2007年至2013年的家電、汽車消費刺激政策力度較大，補貼方案具體，中央財政支持力度明顯。根據梳理不難發現，2007年至2013年「家電下鄉」、汽車「以舊換新」的多項配套政策均明確了補貼的產品範圍和金額，補貼力度較大，且中央財政資金佔80%以上。

與之相比，本次支持消費的政策，中央財政支持十分有限，且未明確財政補貼力度。《實施方案》全文僅一處提到中央財政支持，即對「淘汰更新老舊柴油貨車，推廣新能源汽車等大氣污染治理措施成效顯著的地方，中央財政在安排相關資金時予以適當傾斜支持」，其餘諸如優化老年人居住環境、扶貧農產品銷售、綠色和智能家電銷售消費的政策，中央財政支持十分有限，且未明確

財政補貼力度。

(二)刺激手段邊際效應遞減

過往對於家電、汽車等耐用消費品的刺激政策，主要採用財政補貼、購置稅減免等行政手段，屬於短期需求管理措施，往往能在政策落地後即取得不錯的效果，但也提前透支了部分消費空間。以汽車為例，2009年、2015年分別兩次下調購置稅，「對1.6L及以下小排量乘用車按5%徵收」，購置稅減半，政策落地後均能見到乘用車月度銷量增速的短期回升。

此外，長期影響而言，上輪「家電下鄉」等刺激政策存在提前透支需求的問題，在基數已經很高的情況下，當前新增家電擁有量較為困難。就家電而言，截至2017年末，內地農村百戶保有量中，彩電、冰箱、空調、洗衣機分別為120、91.7、52.6、86.3台，較2007年分別提升了25.6、65.6、

44.1、40.4台，除空調之外其他三項均已處於較高水平。

(三)補貼具備政策套利空間

過去幾年，雖然財政補貼、降低購置稅等行政刺激手段短期內起到了一定效果，但本身也存在經濟上的效率損失，騙補等道德風險上升、抬升了政策成本。2014年審計署曾發佈公告稱，在推行節能減排、淘汰落後產能等補貼政策的過程中，企業存在的騙補現象嚴重，其中不乏行業龍頭，可謂拿補貼「上癮」。

在筆者看來，去年消費疲軟主要受到收入下滑、消費信貸收縮、財富效應縮水等多重負面因素驅動；其中，居民長期收入增速放

緩和可能出現的就業壓力對可選消費部分造成的負面影響較大，是當前消費升級的主要阻礙。例如，12月社零數據顯示，食品、糧油、日用品等必選消費品類零售額增速較11月有所上升，而可選消費的多數品類增速均保持下滑態勢。

此外，京東大消費指數也支持當前必選消費與可選消費出現了一定的分化，手機、電腦等可選消費品類近一年來整體呈趨勢性下降，而食品飲料等必選消費品類則整體相對平穩，且2018年3月以來增速維持在20%以上。因此，筆者認為，當前提振消費的重點仍應放在收入端，加快落實結構性改革的各項措施仍是關鍵。

(本文有刪節)

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。