

主要结论

疫情下货币和财政政策仍有空间：。当前受疫情影响，我国的外需环境出现了一定的恶化，海外经济体的表现或不及预期，同时国内的消费由于交通和复工推迟的限制，短期难以出现爆发式的好转，所以疫情期间投资领域的表现或将直接决定经济增速的回升速度和程度。在这种情况下，货币和财政政策反应迅速，政府罕见的多次强调了**更加积极的财政政策和更加灵活适度的货币政策**，政策逆周期调节力度在不断的升温。货币政策方面，由于房住不炒的政策基调没有改变，所以资金大概率将流向基建和先进制造业等对于经济增速拉动较为明显的领域，公开市场操作的节奏或将更加频繁，3月份MLF有进一步下调的空间。财政政策方面，由于财政收入减少，但是医疗支持方面的财政支出有所增加，预计本年度财政赤字率有进一步抬升的空间，同时地方政府专项债的发放节奏和力度或将增强。短期内将提升市场的偏好，推动权益类市场上涨。但值得注意的是，虽然财政赤字率有进一步提升的空间，但是全年财政总预算的硬约束仍在，所以随着疫情的控制以及经济增速的回升，预计全年货币政策和财政政策是前松后紧的模式，下半年市场的流动性或不及上半年。

疫情下大宗商品配置思路：，我们认为此次疫情推动的食品上涨带来的通胀上升，以及开工推迟拖累PPI下行的类滞胀的宏观环境，**这两个因素将共同推动大宗商品价格回升，以及避险品种黄金白银价格的上涨**。虽然在财政和货币政策同时发力的情况下，短期市场风险偏好回升，股票市场表现也较为良好，但是当政策常态化之后，市场将回归基本面逻辑，长期来看大宗市场的表现将好于股市。品种的选择上经济增速下行对于工业品价格的涨幅可能有一定的压制，而农产品能较为全面的反应市场对于通胀和滞胀的预期，所以在类滞胀的时期，资产配置上增加对于农产品的增配是较好的选择。

疫情对于全球经济的影响有所显现，全球央行降息可能性增加：受新冠疫情的影响，美国2月份的经济数据爆冷，制造业和服务业数据均低于市场预期。部分国家加强了出入境的限制，韩国将疫情预警上调至最高级别。**当前市场对于美联储的降息预期逐步升温，美元有进一步上行的可能性**。同时值得我们关注的是，除了中国以及部分发达国家在疫情管控方面较为得力，但是一些欠发达国家，例如菲律宾、印尼、伊朗等国，受制于医疗条件，疫情控制难度较大，感染人数上升的速度较快，这也使得新冠疫情成为当前全球市场最大的不确定性事件。中国以及东南亚市场复工时间的推迟，或影响全球供应链的生产和物流，拖累全球经济的增速。此次疫情对于全球经济影响或超出市场的预期，全球央行有采取进一步降息以及宽松政策的可能。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、热点宏观事件解读

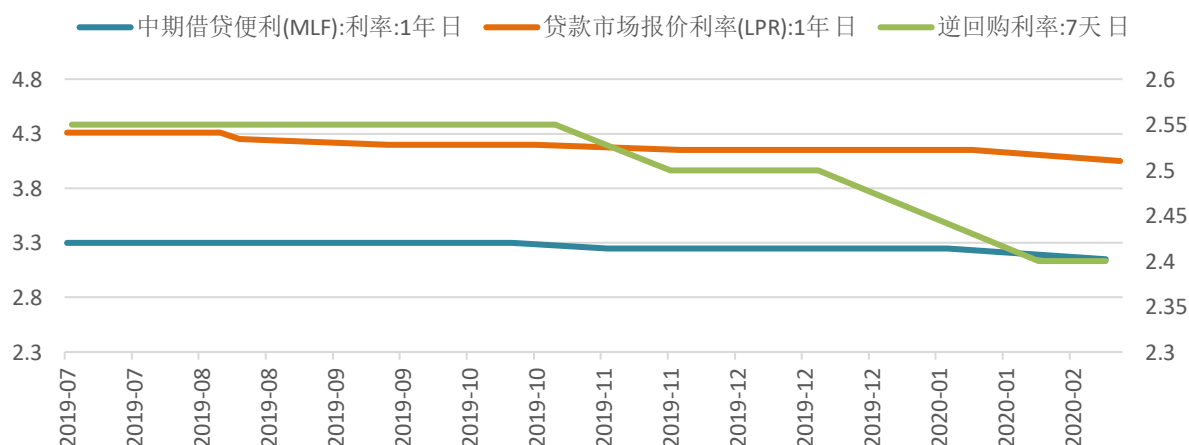
1.1 疫情下货币和财政政策依然有较大的空间

虽然 2 月份国内大部分经济数据尚未公布,但是通过观察高频和中频数据发现,当前疫情外溢的效应已经有所体现,部分国家加强了出入境的限制,韩国将疫情预警上调至最高级别,美国消费数据爆冷等种种现象都显示,疫情不仅对我国经济有影响,对于外部世界的冲击也越发的明显。从支出法 GDP 的计算方法来看,影响经济增速的主要有三方面,分别是消费投资和进出口。当前受疫情影响,我国的外需环境出现了一定的恶化,海外经济体的表现或不及预期,同时国内的消费由于交通和复工推迟的限制,短期难以出现爆发式的好转,所以当前市场和政策的关注点都集中在投资领域。疫情期间投资领域的表现或将直接决定经济增速的回升程度。

在这种情况下,货币和财政政策反应迅速。2 月 21 日政治局会议强调“积极的财政政策要更加积极有为,发挥好政策性金融作用。稳健的货币政策要更加灵活适度,缓解融资难融资贵”;2.24 号当晚,国家领导人习主席强调“宏观政策重在逆周期调节,节奏和力度要能够对冲疫情影响,防止经济运行滑出合理区间,防止短期冲击演变成趋势性变化。积极的财政政策要更加积极有为,已经出台的财政贴息、大规模降费、缓缴税款等政策要尽快落实到企业。要继续研究出台阶段性、有针对性的减税降费政策。要扩大地方政府专项债券发行规模;稳健的货币政策要更加注重灵活适度,把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置。”

这些表达都强调了在疫情时期,政策逆周期调节力度在不断的升温。从政府表态中,我们认为,未来货币和财政政策依然有较大的空间。货币政策方面,由于房住不炒的政策基调没有改变,所以资金大概率将流向基建和先进制造业等对于经济增速拉动较为明显的领域,公开市场操作的节奏或将更加频繁,3 月份 MLF 有进一步下调的空间。财政政策方面,由于财政收入减少,但是医疗支持方面的财政支出有所增加,预计本年度财政赤字率有进一步抬升的空间,同时地方政府专项债的发放节奏和力度或将增强。短期内将提升市场的偏好,推动权益类市场上涨。但值得注意的是,虽然财政赤字率有进一步提升的空间,但是全年财政总预算的硬约束仍在,所以随着疫情的控制以及经济增速的回升,预计全年货币政策和财政政策是前松后紧的模式,下半年市场的流动性或不及上半年。

图: 随着疫情的发酵, MLF、7 天逆回购及 LPR 利率逐步回调



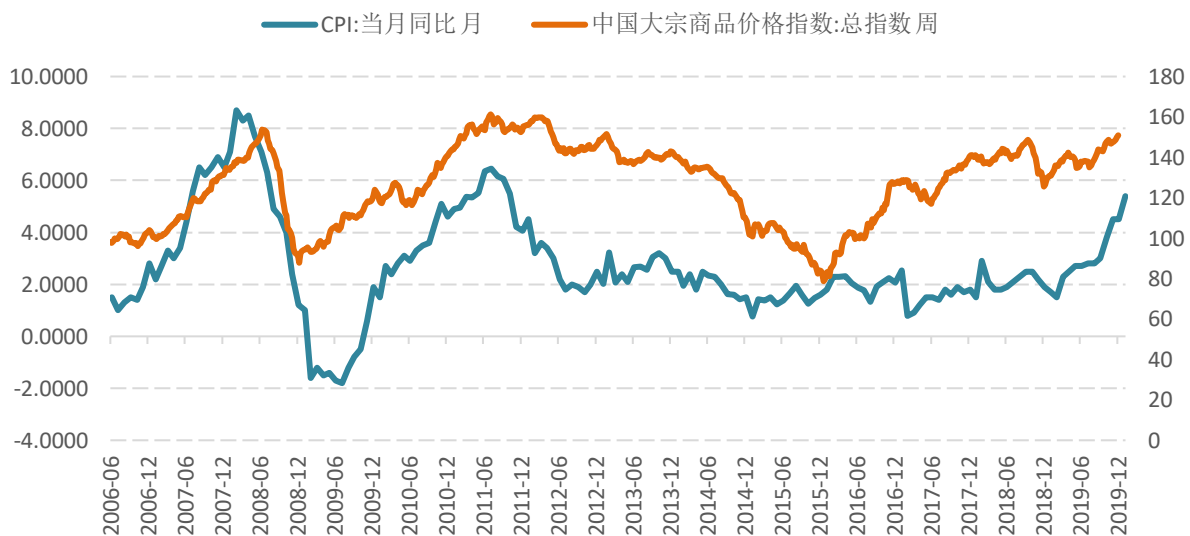
数据来源: wind 国信期货

1. 2 疫情对于中国大宗商品配置思路的影响

首先给出我们的结论，我们认为此次疫情推动的食品上涨带来的通胀，以及开工推迟拖累 PPI 下行的类滞胀的宏观环境，这两个因素将共同推动大宗商品价格回升，以及避险品种黄金白银价格的上涨。虽然在财政和货币政策同时发力的情况下，短期市场风险偏好回升，权益类市场表现也较为良好，但是当政策常态化之后，市场将回归基本面逻辑，大宗市场的表现将好于股市。主要逻辑有两点：

A、受到疫情的影响，各地因城施策对各省的城县村采取了不同程度的交通管制措施，虽然在很大程度上遏制了疫情的继续发酵，但是也在一定程度上阻碍了农产品的运输，造成了产销区供需错配，供小于求的情况发生。举例来说类似于鸡蛋、蛋白粕相关的商品价格近期都出现了较大的涨幅。目前下半年通胀走高是个较为确定的事件，大多数权益类资产都是折价交易的，但是基于大宗商品自身的商品属性，其抗通胀性远远高于股票市场和债券市场，甚至能跑赢通胀率，所以在高通胀时期投资大宗商品，不仅能够对冲通胀且能获得更好的收益回报率。

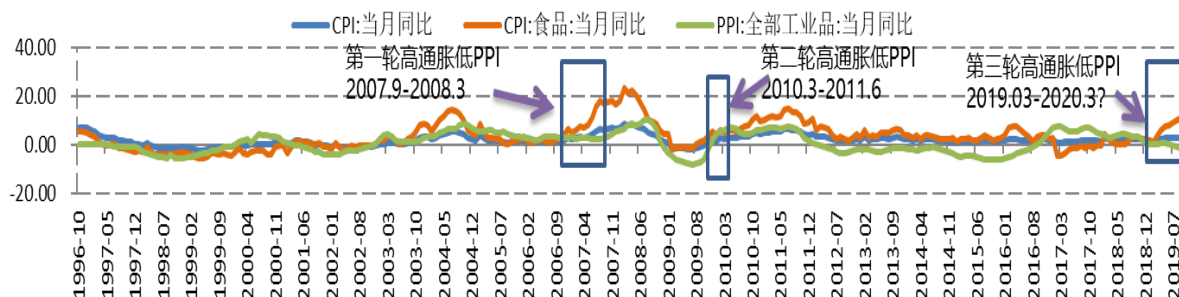
图：CPI 数据和大宗商品价格呈现较为明显的正相关性



数据来源：wind 国信期货

B、根据历史规律，在类滞胀的情况下（CPI和PPI的剪刀差持续扩大），大宗商品的表现好于权益类市场。虽然在财政和货币政策同时发力的情况下，短期市场风险偏好回升，权益类市场表现也较为良好，但是当政策常态化之后，市场将回归基本面逻辑，大宗市场的表现将好于股市。根据保罗萨缪尔森的定义，滞胀指的是生产和就业的停滞伴随着通胀价格的上涨。受疫情的影响，当前复工率和开工率有所下滑，同时通胀抬升，暂时形成了类滞胀的情况。我们总结了历史上三次类滞胀（CPI和PPI剪刀差持续扩大时）各资产价格的表现，发现大宗商品市场依旧强于权益类市场。主要的逻辑是，当经济陷入滞胀，社会总供需的矛盾加深，经济增长的停滞拖累了股票市场的表现，权益类市场受经济增速的影响更大，而大宗商品由于其自身的刚性需求较强，所以在类滞胀的情况下，会产生供小于求的错配现象，推动大宗商品价格上涨。但是大宗商品价格中，对于滞胀的反应也有所区别，根据历史经验，通常来说，经济增速下行对于工业品价格的涨幅有一定的压制，而农产品能较为全面的反应市场对于通胀和滞胀的预期，所以在类滞胀的时期，资产配置方面增加对于农产品的增配是较好的选择。

图：类滞胀时期大宗商品价格的表现



	第一轮（地震+全球金融危机）	第二轮（四万亿）	第三轮（非洲猪瘟+全球经济下行）
原因	猪油共振+货币超发	猪油共振+货币超发	猪肉价格上涨+7轮降准（18年至今）
指标	CPI=8.3% GDP增速下行3%	cpi=6.36% GDP增速下行2%	cpi=3.8%
股市	股市下跌37.46%	股市下跌23.15%	股市下跌2.7%
债市	亏损39BP	亏损34BP	亏损19BP
商品	收益5.7%	收益9.44%	收益1.04%
人民币	升值6.02%	升值5.18%	升值5.72%

数据来源: wind 国信期货

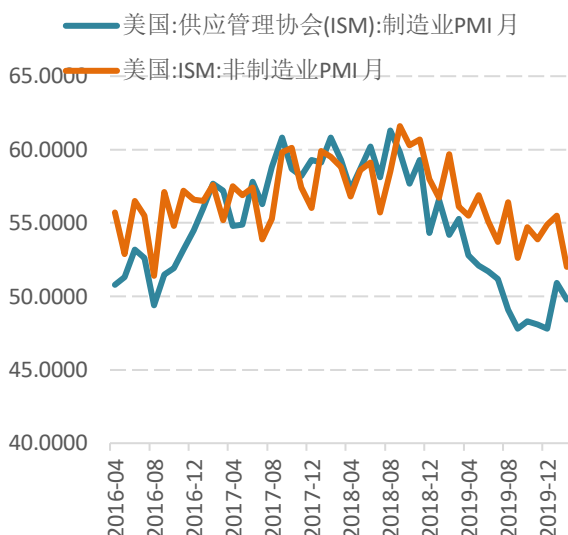
1.3 美国经济数据爆冷，疫情对于全球经济的影响有所显现

受新冠疫情的影响，美国2月份的经济数据爆冷，制造业和服务业数据均低于市场预期。2月Markit服务业PMI初值为降至49.4，低于枯荣线创了7年来历史最低水平，显示占美国经济约三分之二的服务业出现了萎缩的情况。此次数据下行的主要原因是受到疫情的影响，服务业中的旅游业需求疲软，拖累了2月PMI数据的回落。当前市场对于美联储的降息预期逐步升温，美元有进一步上行的可能性。

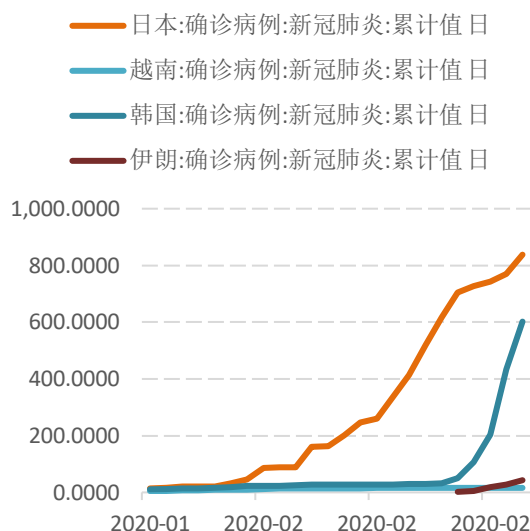
同时值得我们关注的是，除了中国以及部分发达国家在疫情管控方面较为得力，但是一些欠发达国家，例如菲律宾、印尼、伊朗等国，受制于医疗条件，疫情控制难度较大，感染人数上升的速度较快，这也使得新冠疫情成为当前全球市场最大的不确定性事件，虽然印尼等国GDP的增速对于全球GDP的拉动较小，但是近些年来，这些东南亚国家已经成为新兴的世界工厂，由于人力成本较低，许多国家将自身的制造业工厂转移至东南亚。但当前疫情的爆发，中国以及东南亚市场复工时间的推迟，或影响全球供应链的生产和物流，拖累全球经济的增速。除了东南亚市场以外，欧美日韩等国的留学、旅游业也受到了不同程度的冲击，由于发达国家第三产业占比较高，对于中国的依赖性也较强，此次疫情对于全球经济影响或超出市场的预期，全球央行有采取进一步降息以及宽松政策的可能

图：美国 2 月 PMI 制造业数据回落

图：全球新冠疫情的控制程度或成本年度最大黑天鹅



数据来源: wind 国信期货



数据来源: wind 国信期货

二、国内经济数据解读

受到传统春节因素影响,国家统计局自2013年开始不再发布1、2月经济活动数据的单月值,而仅在3月中旬公布1-2月合并的工业生产、零售、固定资产投资数据,海关总署也将于3月公布1-2月进出口数据,所以1-2月是传统意义上“数据真空期”,由于公开数据量的减少,本月宏观经济数据解读的篇幅将有所缩短,请投资者谅解。

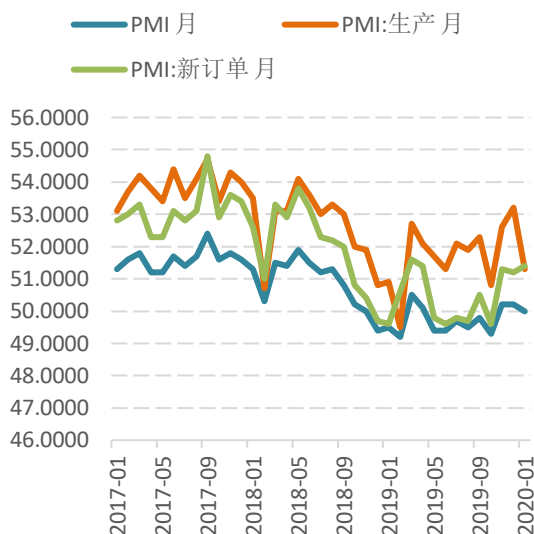
2.1 1月PMI数据:小幅回落 疫情的冲击尚未显现

国家统计局公布,1月中国制造业采购经理指数(PMI)为50.0,比上月回落0.2;非制造业商务活动指数54.1,比上月回升0.6。

1月份的PMI数据有两点值得关注:首先从企业规模看,大型企业PMI为50.4%,比上月回落0.2个百分点,中型企业PMI为50.1%,比上月回落1.3个百分点,大、中型企业PMI均位于临界点之上;小型企业PMI为48.6%,比上月回升1.4个百分点,仍位于临界点之下。说明小微企业生存压力依然较大,特别在疫情期间,复工时间有所延迟,中小企业资金链问题或大于大型企业,2月份中小企业PMI指数的下行或将进一步拖累制造业PMI的回落。其次从生产指数、新订单指数和库存数据来看,受到节假日因素的影响,生产指数回落1.9个百分点,说明制造业生产扩张步伐有所放缓,而2月份企业复工率的下降,或也将拖累生产指数的进一步下行。

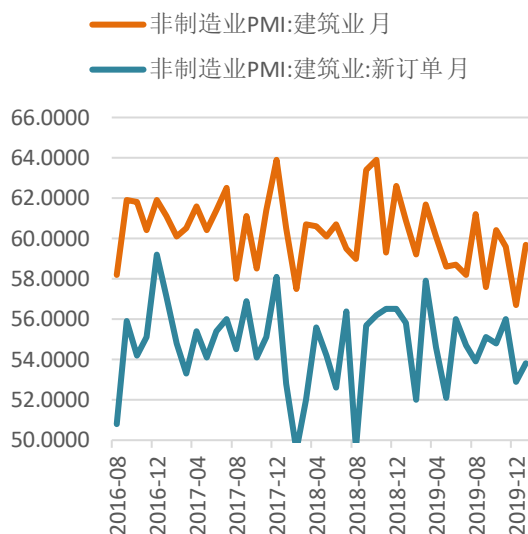
总体来看,受到疫情和节假日影响,1月份的PMI指数小幅承压,但是疫情对于制造业的冲击尚未在数据中完全体现,预计2月份PMI数据或将有较大幅度的回落。

图：PMI 制造业



数据来源：wind 国信期货

图：PMI 非制造业



数据来源：wind 国信期货

2.2 通胀数据：CPI、PPI剪刀差持续扩大

2020年1月份，全国居民消费价格同比上涨5.4%。其中，城市上涨5.1%，农村上涨6.3%；食品价格上涨20.6%，非食品价格上涨1.6%；消费品价格上涨7.7%，服务价格上涨1.5%。2020年1月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨0.1%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降0.3%，环比上涨0.2%。

1月数据有两点值得关注：首先从CPI来看，受疫情和春节因素影响，食品烟酒类价格同比上涨15.2%，影响CPI（居民消费价格指数）上涨约4.52个百分点。其他七大类价格同比全部上涨。其中，涨幅较大的是其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格，分别上涨4.8%、2.3%和2.2%。值得注意的是1月份的CPI数据较多反映的还是春节因素，疫情在1月底发酵，所以疫情对于CPI的影响并没有完全在1月的数据中体现出来。2月份部分地区对于疫情的把控更加严格，交通管制覆盖的地区数量增多，或将在一定程度上影响食品的生产、加工及销售，预计2月份CPI数据有进一步扩大的可能。其次从PPI来看，生产资料价格同比小幅回落，但是生活资料价格同比上涨幅度较大，推动1月PPI价格增速的上行。但值得注意的是，据统计2月份春节后复工的企业相较于去年同期水平有所下行，开工数据不及预期，预计2月份PPI数据有回落的可能。

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_7032

