

宏观经济观察 019：周期底部的震荡料加剧

一周宏观动态

中国：流动性回收，复工缓慢进行。随着2月3日的超预期流动性投放以及调降逆回购利率10BP，市场在定价了一季度的宏观冲击以及超预期的流动性缓释下企稳，而货币政策的灵活性体现在央行本周净回笼2800亿元。整体货币政策维持稳健，在“全球动荡源和风险点显著增多”过程中执行了稳定市场的任务，关注20日LPR利率调整。一季度内，周期底部的不确定性仍将延续，市场的乐观仍需要等待疫情的改善。随着对于防疫和经济两手抓的导向，企业开始陆续复工，但市场敏感期复工发生聚集性疫情传播仍将带来影响的放大。

美国：美联储降低宽松，USTR取消反补贴优惠。美联储从1月底的议息会议到2月初的货币政策报告，均展现出维持当前利率水平不变，并且暗示了随着银行准备金规模的上升到合意水平，在上半年将逐渐降低国债的购买。随着美联储资产负债表扩张结束的临近，美股和美国信用债市场面临着一定的流动性缺乏的压力。上周美国贸易代表办公室更新了发展中国家（地区）名单，和WTO的名单相比，美国将其中的27个国家排除在外，增加了未来美国对外的反补贴、加关税风险。

全球宏观定位

定位：全球经济底部呈现分化。1月美国经济数据的强劲，叠加中国为代表的新兴经济体在疫情影响下的宏观冲击，再次构成了市场对两边冷暖预期的分化，美元指数从年初96.3上涨至99.1。在此期间除了“风险-避险”结构的转变外，仍需重点关注通胀端的交易——对内通胀预期的下行通道，对外通胀预期的上行通道。

周期：（一）库存周期。美国库存延续下行（2019年6月至今），非美库存在底部波动状态，且疫情加剧了周期底部下行脉冲。（二）产能周期。中美期限利差在风险事件驱动下均面临扁平化的压力，在周期等待启动——无论是经济内生需求，还是财政逆周期的需求——产能周期依然面临下行压力（2018年12月至今）。

宏观策略

中期维持周期准备向上的宏观交易策略（风险资产强于避险资产），配置来源于当前尾部阶段下行（目前焦点在中国的疫情）提供的空间；当前短期交易仍在疫情区间，关注风险资产在波动率中枢回升背景下的再次冲击，以及相应的利率品的交易价值。

风险点：底部以财政支出为代表的逆周期政策强于预期

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

疫情拐点未至，市场波动反复

——宏观经济观察 018

2020-02-10

岁寒暖冬，构建底部

——一季度中国宏观利率展望

2020-02-01

经济周期底部的波动

——宏观经济观察 017

2020-01-20

中国通胀压力阶段性改善

——宏观经济观察 016

2020-01-13

跨年的流动性变奏曲

——宏观经济观察 015

2019-12-30

全球经济收敛还是分化？

——宏观经济观察 014

2019-12-23

一周宏观数据

· 中国：2020 年 1 月份 CPI 涨幅扩大 PPI 稳中略涨

来源：统计局

国家统计局今天发布了 2020 年 1 月份全国 CPI（居民消费价格指数）和 PPI（工业生产者出厂价格指数）数据。对此，国家统计局城市司高级统计师董莉娟进行了解读。

一、CPI 环比由平转涨，同比涨幅扩大

评论：食品继续影响 CPI。

1、1 月 CPI 同比增长 5.4%，预估为 4.9%，前值为 4.5%。

2、1 月 PPI 同比增长 0.1%，预估为 0%，前值为 -0.5%。

从环比看，CPI 由上月持平转为**上涨 1.4%**，主要是受春节及新型冠状病毒感染的肺炎疫情因素影响。其中，食品价格由上月下降 0.4%转为上涨 4.4%，影响 CPI 上涨约**0.96 个百分点**；非食品价格上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 上涨约**0.43 个百分点**。食品中，鲜菜和猪肉价格分别上涨 15.3%和 8.5%，鲜果和水产品价格分别上涨 5.5%和 4.5%。鸡蛋、鸡肉和鸭肉供应充足，价格分别下降 3.7%、1.7%和 1.0%。非食品中，受春节前城市务工人员返乡影响，部分服务价格上涨明显，其中美发、家政服务、车辆修理与保养价格分别上涨 5.2%、4.7%和 4.6%。受前期成品油调价影响，汽油和柴油价格分别上涨 2.7%和 3.0%。

从同比看，CPI 上涨 5.4%，涨幅比上月扩大 0.9 个百分点。**同比涨幅扩大既有春节及新冠肺炎疫情影响的因素，也有今年与去年春节错月、去年对比基数较低的因素。**其中，食品价格上涨 20.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 4.10 个百分点；非食品价格上涨 1.6%，涨幅扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.29 个百分点。食品中，鲜果价格下降 5.0%，连续四个月下降；鸡蛋价格上涨 2.8%，涨幅回落 4.5 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格涨幅在 10.4%-20.2%之间，均有不同程度回落；猪肉价格上涨 116.0%；鲜菜价格上涨 17.1%。非食品中，医疗保健、教育文化和娱乐、交通和通信价格分别上涨 2.3%、2.2%和 0.9%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.5%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。据测算，在 1 月份 5.4%的同比涨幅中，**去年价格变动的翘尾影响约为 4.0 个百分点，新涨价影响约为 1.4 个百分点。**

1 月份，湖北 CPI 环比上涨 1.5%，同比上涨 5.5%，涨幅与全国大体相当，反映了当地市场保供稳价工作在有关方面支持下取得积极成效。

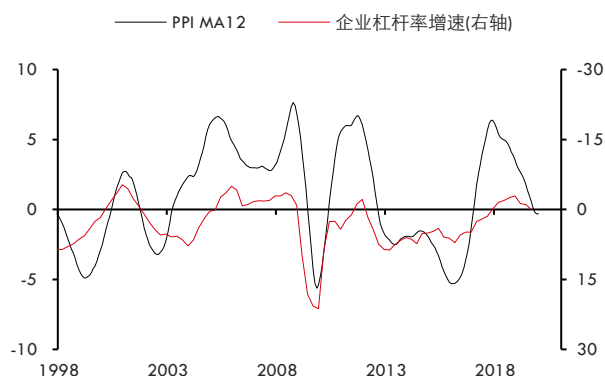
二、PPI 环比持平，同比由降转涨

从环比看，全国 PPI 连续两个月持平。其中，生产资料和生活资料价格均持平。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 17 个，下降的 18 个，持平的 5 个。主要行业中，涨幅扩大的有石油和天然气开采业，上涨 4.3%，比上月扩大 0.5 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 1.8%，扩大 1.1 个百分点。由涨转降的有黑色金属冶炼和压延加工业，下

降 0.6%；非金属矿物制品业，下降 0.1%。降幅收窄的有煤炭开采和洗选业，下降 0.6%，收窄 0.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 0.4%，收窄 0.4 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业由降转涨，上涨 0.6%。

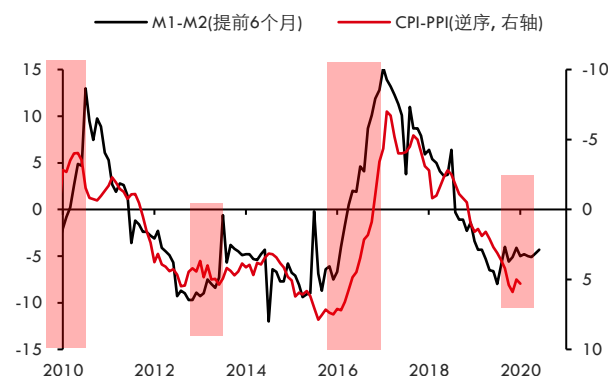
从同比看，PPI 由上月下降 0.5% 转为上涨 0.1%。其中，**生产资料价格下降 0.4%，生活资料价格上涨 1.3%**。主要行业中，涨幅扩大的有石油和天然气开采业，上涨 17.5%，比上月扩大 11.7 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 2.4%，扩大 1.3 个百分点。由降转涨的有石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 4.6%；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 0.7%。煤炭开采和洗选业下降 4.1%，降幅扩大 0.5 个百分点。化学原料和化学制品制造业下降 4.3%，降幅收窄 0.9 个百分点。据测算，1 月份 0.1% 的同比涨幅均为去年价格变动的翘尾影响。

图 1: PPI (平滑) 和企业杠杆率



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 通胀剪刀差和信用表现



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 美国：2020 财年前四月美国预算赤字激增 25%

评论：美国财赤的增长驱动利率上限的高点。美联储主席鲍威尔称，当前国债占 GDP 之比迅速上升，意味着未来利息成本将成为更大财政负担。美国政府的净利息成本到 2030 年将从今年的 3820 亿美元增至 8190 亿美元。

美国财政部周三公布的数据显示，2020 财年前四个月的预算赤字为 3892 亿美元，**较上年同期激增 25%，已经占到了 2019 财年总赤字的 40%**。

在过去的 12 个月中，美国预算赤字达到 1.06 万亿美元，使得国家债务总额达到了 23.3 万亿美元。

数据显示，2020 财年前四个月实际收入在相对增长，为 1.18 万亿美元，上年同期为 1.1 万亿美元。但支出扩大为 1.57 万亿美元，较上年同期增长了 9.6%。

此外数据还显示，美国 1 月份的预算赤字为 330 亿美元，分析师预期赤字 115 亿美元，上年同期为预算盈余 90 亿美元。1 月未经调整的收入总计 3720 亿美元，同比增长 10%，而未经调整的支出为 4050 亿美元，同比增长 22%。

美国国会预算办公室（CBO）此前表示，预计 2020 财年预算赤字规模 1.015 万亿美元，2021 财年预算赤字约 1 万亿美元。

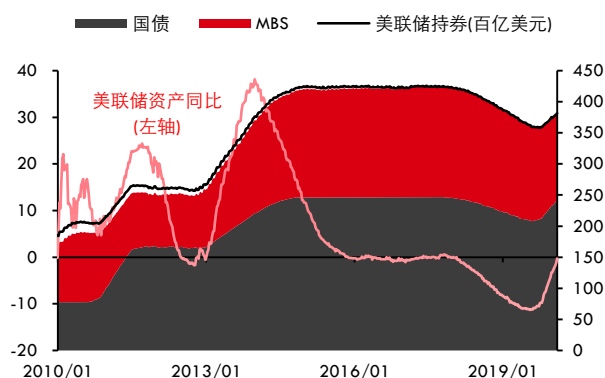
美国总统特朗普坚持认为，经济增长将弥补其减税措施的成本。2018 年美国 GDP 增长 2.9%，但由于债务和赤字的持续增加，GDP 在 2019 年放缓至 2.3%。

图 3： 美国财政盈余和美元指数对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 美联储资产扩张回归至正增长



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观事件

- 中国：习近平主持中央政治局常委会会议（2月12日）、李克强主持召开国务院常务会议（2月11日）

来源：中国政府网

习近平主持中央政治局常委会会议 分析新冠肺炎疫情形势研究加强防控工作

新华社北京2月12日电 中共中央政治局常务委员会2月12日召开会议，听取中央应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作领导小组汇报，分析当前新冠肺炎疫情形势，研究加强疫情防控工作。中共中央总书记习近平主持会议并发表重要讲话。

习近平指出，**新冠肺炎疫情发生以来**，我们始终坚持把人民群众生命安全和身体健康放在第一位，按照坚定信心、同舟共济、科学防治、精准施策的总要求，**全面开展疫情防控工作**。在党中央集中统一领导下，中央应对疫情工作领导小组及时研究部署工作，国务院联防联控机制加大政策协调和物资调配力度，各地区各部门积极履职尽责，广大医务人员冲锋在前、无私奉献，全国各族人民众志成城、团结奋战。**经过艰苦努力，疫情形势出现积极变化，防控工作取得积极成效**。这是来之不易的，各方面都作出了贡献。

习近平强调，当前，疫情防控工作到了**最吃劲的关键阶段**，要毫不放松做好疫情防控重点工作，加强疫情特别严重或风险较大的地区防控。各级党委和政府要按照党中央决策部署，突出重点、统筹兼顾，分类指导、分区施策，切实把各项工作抓实、抓细、抓落地，**坚决打赢疫情防控的人民战争、总体战、阻击战，努力实现今年经济社会发展目标任务**。

会议指出，要围绕提高收治率和治愈率、降低感染率和病亡率，抓好疫情防控的**重点环节**。要全面增强收治能力，发热病人多的城市要抓紧增加定点医院、治疗床位和隔离点，加快疑似病例检测速度，坚决做到应收尽收、应治尽治，提高收治率。要严格落实早发现、早报告、早隔离、早治疗措施，加强社区防控，切断疾病传播途径，降低感染率。要提高患者特别是重症患者救治水平，集中优势医疗资源和技术力量救治患者，及时总结推广行之有效的诊疗方案，加大药物和疫苗科研攻关力度。湖北省特别是武汉市依然是疫情防控的重中之重，要着力解决床位和医务人员等医疗资源不足问题，加快改造扩容定点医院，增加重症床位供给，畅通收治转诊通道，全力以赴救治感染患者。19个省份对口支援湖北省武汉以外地市要责任包干、落细落实。人口流入大省大市要按照联防联控、群防群控的要求，加强对返程人员的健康监测，做好交通工具场站消毒通风等工作，切实做好防控工作。

会议强调，要强化**医疗物资**等的供应保障，充分调动口罩、医用防护服生产企业的积极性，加快推动企业复工达产，鼓励有条件的企业扩大产能或转产，帮助解决缺员工、缺设备、缺原材料和资金紧张等问题。紧缺物资要进行统一调拨，优先保障重点地区需要。同时，要做

评论：对当前形势判断转变

1月25日：加快蔓延的严重形势。

2月3日：防控工作正有力开展。

2月10日：形势仍然十分严峻。

2月12日：出现积极变化。

好生活必需品生产供应工作，严格落实“米袋子”省长责任制和“菜篮子”市长负责制，切实抓好主副食品生产、流通、供应组织。当前正值春耕备耕关键时节，各地要抓紧组织好种子、化肥、饲料等农资供应，落实好春管春种措施，夯实农业生产基础。

评论：对防疫和经济的统筹随着疫情的定调——积极变化，对于关键之年的经济增长逐渐提上更高的高度。一方面需要加紧复工，另一方面，需要对前期防疫的某些做法进行纠正（类似于2016年实体供给侧改革、2018年金融供给侧改革过程中对“一刀切”的纠正）。

评论：宏观政策的着力点关注用词和顺序——财政是第一位的，积极财政。货币政策的基调是保持“灵活”即可。就业优先政策——2019年政府工作报告强调“稳增长首要是为保就业”，意味着将加大定向的、有针对性的政策支持。

评论：一批重大项目集中在——补短板：2020年稳投资的重点，将集中在先进制造、民生建设（老旧改造、职业教育和托幼、医疗、养老等）、基础设施建设（铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造）等领域。

会议指出，非疫情防控重点地区要以实行分区分级精准防控为抓手，**统筹疫情防控与经济社会秩序恢复**。要按照科学防治、精准施策原则，以县域为单元，确定不同县域风险等级，分区分级制定差异化防控策略。各级党委和政府要实事求是做好防控工作，**对偏颇和极端做法要及时纠正**，不搞简单化一关了之、一停了之，尽可能减少疫情防控对群众生产生活的影响。

会议强调，今年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年。各级党委和政府要努力把新冠肺炎疫情影响降到最低，保持经济平稳运行和社会和谐稳定，努力实现党中央确定的各项目标任务。

会议指出，要**加大宏观政策调节力度**，针对疫情带来的影响，研究制定相应政策措施。要**更好发挥积极的财政政策作用**，加大资金投入，保障好各地疫情防控资金需要。要继续研究出台阶段性、有针对性的减税降费措施，缓解企业经营困难。要**保持稳健的货币政策灵活适度**，对防疫物资生产企业加大优惠利率信贷支持力度，对受疫情影响较大的地区、行业和企业完善差异化优惠金融服务。要以**更大力度**实施好就业优先政策，完善支持中小微企业的财税、金融、社保等政策。要在确保做好防疫工作的前提下，分类指导，**有序推动央企、国企等各类企业复工复产**。要多措并举做好高校毕业生等群体就业工作，确保就业大局稳定。

会议指出，要积极扩大内需、稳定外需。要聚焦重点领域，优化地方政府专项债券投向，用好中央预算内投资，调动民间投资积极性，**加快推动建设一批重大项目**。要推动服务消费提质扩容，扩大实物商品消费，加快释放新兴消费潜力。要支持外贸企业抓紧复工生产，加大贸易融资支持，充分发挥出口信用保险作用。要积极参与国际协调合作，为对外贸易发展营造良好国际环境。要推动外资大项目落地，实施好外商投资法及配套法规，优化外商投资环境，保护外资合法权益。

会议强调，**统筹做好疫情防控和经济社会发展**，既是一次大战，也是一次大考。各级党委、政府和各级领导干部要扛起责任、经受考验，既有责任担当之勇、又有科学防控之智，既有统筹兼顾之谋、又有组织实施之能，切实抓好工作落实，在大战中践行初心使命，在大考中交出合格答卷，确保打赢疫情防控的人民战争、总体战、阻击战，努力实现全年经济社会发展目标任务。

会议还研究了其他事项。

李克强主持召开国务院常务会议 进一步部署在全力以赴抓好疫情防控同时加强经济运行调度和调节更好保障供给

国务院总理李克强 2 月 11 日主持召开国务院常务会议，进一步部署在**全力以赴**抓好疫情防控同时，**加强**经济运行调度和调节，更好保障供给。

会议听取了有关部门关于保障重点防疫物资和有序恢复生产生活秩序的汇报。各地区各部门贯彻习近平总书记重要指示和中央政治局常委会会议精神，按照中央应对疫情工作领导小组部署和国务院联防联控机制要求，**在切实做好各项防控工作同时，有序推进企业复工复产**。重点医疗防疫物资供应量快速提升，生活必需品市场供应总体充裕，煤电油气等能源得到较好保障。通过错峰等多项措施避免了节后返程大规模人流。相关部门汇报，**预计未来一周也不会出现往年那样的出行高峰**。

会议要求，**一是分类有序推动企业复工复产**。湖北省当前首要任务是全力抓好疫情防控，同时要保证疫情防控、城市运行等必需的相关企业正常运转，落实生活必需品供应。其他省份要根据实情分类精准防控，感染人数较少的大多数地市要有序推动复工复产。**二是推动重点医疗防疫物资生产企业尽快达产**，协调解决设备、人工、资金、原辅料等问题，加强供需精准对接和统一调配，确保一线防控需要。**三是制定方案有序组织务工人员返岗**。主要劳务输出地与输入地要做好农民工等重点人群返岗的对接和服务。**纠正**对外来车辆和人员“一刀切”劝返等做法。**四是各地各部门要建立企业应对疫情专项帮扶机制**，纾解企业特别是民营、小微企业困难。通过减免国有物业房租、下调贷款利率、延期还本付息、完善税收减免政策等，实施临时性支持措施。**五是落实地方“菜篮子”、“米袋子”负责制**，加强粮油菜和肉蛋奶等生活必需品生产供应，依法查处哄抬物价等违法行为。抓好春季农业和畜牧业生产，保障种子、化肥、农药、饲料等生产供应和运输畅通。**六是强化煤电油气运保障**，切实保障重要交通干线及关键物流枢纽正常运行，疫情较轻地区要在做好防疫前提下，有序恢复公路客运班线、城市公交等服务。**七是推动重大项目尽早开工和建设**。各地要加快项目前期工作，做好用工、土地、资金、用能等保障。**八是高度关注就业问题**，防止大规模裁员。鼓励地方综合运用失业保险基金结余等资金加大援企稳岗力度，支持有条件的地方实施缓缴或返还部分社保费等政策。引导因疫情无法外出的农民工参加农村基础设施建设和人居环境改善。会议强调，在加强疫情防控工作的同时，要统筹推进经济社会发展各项任务，做好“六稳”工作，加强经济运行调度和调节，及时出台和落实相关政策，维护经济社会正常运行。

会议还研究了其他事项。

· **美国：鲍威尔称美联储正密切关注冠状病毒疫情 经济前景仍面临风险**

来源：彭博

美联储主席杰罗姆·鲍威尔表示正密切关注中国新型冠状病毒疫情的影响，称这是美国和世界经济前景面临的风险之一。

“特别是，我们正密切关注冠状病毒疫情，这可能打乱中国经济活动，并波及全球经济，”鲍威尔周二在国会讲话时表示。

鲍威尔没有说美联储对美国经济的基线展望因疫情出现变化，也没有说许多联邦公开市场委员会成员对今年利率将保持不变的预期出现变化。伴随投资者评估鲍威尔的最新讲话，美国股市上涨，美国国债下跌。

“联邦公开市场委员会认为，当前的货币政策立场将有助于经济持续增长，劳动力市场保持强劲和通胀率回到委员会 2% 的对称目标，”鲍威尔称。“只要后续经济数据与这个展望基本保持一致，当前货币政策立场就可能仍然适宜。”

“我们知道这将对美国产生一些，非常可能产生一些影响，”他补充说对美联储而言，问题在于这些是否是“持久”和“实质性”影响。

鲍威尔表示“现在说还为时过早。”

鲍威尔还将于周三上午 10 点在参议院银行业委员会做证词陈述。

近日来，美联储官员在公开讲话中表达了对冠状病毒疫情的更多关切。副主席 Richard Clarida 在 1 月 31 日称之为“不确定因素”。美联储 2 月 7 日发布的半年度货币政策报告称这是“新风险”，可能会干扰贸易活动、压低大宗商品价格并导致美元升值。

劳动力市场

在事先准备好的讲话中，鲍威尔对美国经济的描述大部分是正面的，尽管受到 2019 年全球

评论：2018 年美联储眼中的“风险”因素带来了美国内外的差异，美元快速走高。

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_7213

