

宏观流动性观察 24：黑天鹅事件冲击中国流动性，美元流动性逐渐稳定

宏观流动性摘要：

全球经济在弱回暖后出现反复。12月全球制造业PMI持续荣枯线上，但较11月有小幅回落。2020年1月各国初值再回升。各国通胀均有小幅回升，中国结构性通胀出现缓和。美国经济仍然底部徘徊，经济数据喜忧参半；中国经济回暖态势明显，但受黑天鹅事件影响，2020年一季度显悲观。

美国与中国1月流动性总体均显平稳，美国持续回购扩表操作为市场注入流动性；中国OMO与降准多重发力对冲流动性缺口。预计2月美国流动性将在多月持续扩表后走向稳定，而中国受疫情影响流动性波动较大，仍需宽松货币政策支持。

美国1月议息会议符合市场不降息预期，维持观望状态。中国1月维持LPR利率不变，与市场普遍降息预期不符。预计美国短期将维持降息操作不变，而中国短期将加大宽松力度对冲疫情的负面影响。

宏观流动性策略：

美国流动性维持稳定，中国短期流动性可能中性偏紧。

风险点：

中国疫情短期未能控制，持续影响中国经济，中国宽松力度不及预期，流动性压力增大；美国经济超预期增长快速达到通胀目标，使得美联储提前开启加息政策，导致流动性紧缩。

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：

1月中美流动性均显中性——宏观流动性观察 021

2019-01-06

华泰期货宏观年报：夕阳无限好

2019-11-25

等待中国降准对冲跨年流动性压力——宏观流动性观察 20

2019-12-30

中国央行三“放水”维护年末流动性稳定，英国于明年初正式脱欧——宏观流动性观察 19

2019-12-23

美欧维持利率不变，中美达成第一阶段贸易协议——宏观流动性观察 18

2019-12-16

全球经济景气状态回暖后出现反复

12月全球制造业PMI持续荣枯线上，但较11月有小幅回落。2020年1月各国初值略有回升。美国Markit制造业12月PMI为52.4，比上月回落0.2个百分点，2020年1月初值继续1下跌至51.7。同时12月ISM制造业PMI仍不及荣枯线，降至47.2，为2009年6月以来最低值。远不及预期，表明美国制造业仍在收缩。

中国12月制造业PMI为50.2，略超预期，与上月持平。2020年1月PMI为50，与荣枯线持平，疫情对行业的影响暂未显现。同时12月制造业PMI的5个分类指数与上月基本接近，其中生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于荣枯线，原材料库存指数和从业人员指数继续低于荣枯线。

12月欧元区制造业PMI相比11月略有下滑为46.3，2020年1月PMI略有回暖至47.8，但均低于荣枯线。欧洲制造业仍在衰退区间，暂未现好转。

日本12月制造业PMI出现回落，2020年1月又上升至49.3，上升了0.9个百分点。但日本制造业PMI仍持续在荣枯线下徘徊，未有明显回暖。

英国12月制造业PMI为47.4，投资者需求仍然疲软。其中产出分项指数由49.1跌至45.6，是2012年7月以来最低。而新订单指数亦连续8个月处于50以下的收缩水平，并接近逾7年来最低。1月PMI出现明显回升，且好于预期为49.8。

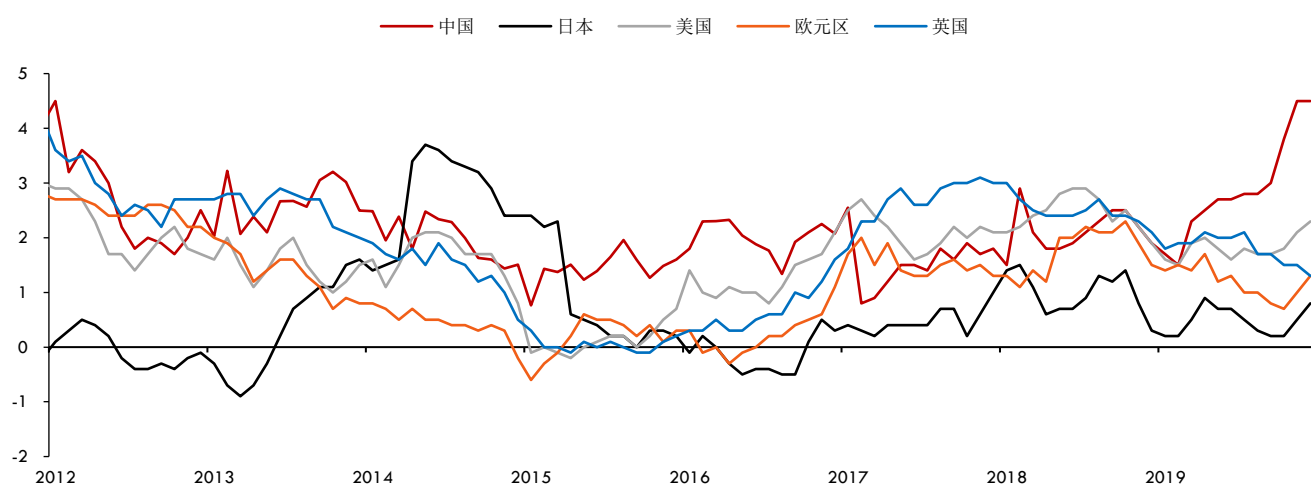
图 1： 全球 PMI 热图

	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01
全球	52.60	52.20	52.00	52.00	51.40	50.80	50.60	50.50	50.40	49.80	49.40	49.30	49.50	49.70	49.80	50.30	50.10	
美国	54.70	55.60	55.70	55.30	53.80	54.90	53.00	52.40	52.60	50.50	50.60	50.40	50.30	51.10	51.30	52.60	52.40	51.70
欧元区	54.60	53.20	52.00	51.80	51.40	50.50	49.30	47.50	47.90	47.70	47.60	46.50	47.00	45.70	45.90	46.90	46.30	47.80
德国	55.90	53.70	52.20	51.80	51.50	49.70	47.60	44.10	44.40	44.30	45.00	43.20	43.50	41.70	42.10	44.10	43.70	45.20
法国	53.50	52.50	51.20	50.80	49.70	51.20	51.50	49.70	50.00	50.60	51.90	49.70	51.10	50.10	50.70	51.70	50.40	51.00
意大利	50.10	50.00	49.20	48.60	49.20	47.80	47.70	47.40	49.10	49.70	48.40	48.50	48.70	47.80	47.70	47.60	46.20	
西班牙	53.00	51.40	51.80	52.60	51.10	52.40	49.90	50.90	51.80	50.10	47.90	48.20	48.80	47.70	46.80	47.50	47.40	
英国	52.80	53.60	51.10	53.60	54.20	52.60	52.10	55.10	53.10	49.40	48.00	48.00	47.40	48.30	49.60	48.90	47.50	49.80
澳大利亚	56.70	59.00	58.30	51.30	49.50	52.50	54.00	51.00	54.80	52.70	49.40	51.30	53.10	54.70	51.60	48.10	48.30	
日本	52.50	52.50	52.90	52.20	52.60	50.30	48.90	49.20	50.20	49.80	49.30	49.40	49.30	48.90	48.40	48.90	48.40	49.30
中国(财新)	50.60	50.00	50.10	50.20	49.70	48.30	49.90	50.80	50.20	50.20	49.40	49.90	50.40	51.40	51.70	51.80	51.50	
中国(官方)	51.30	50.80	50.20	50.00	49.40	49.50	49.20	50.50	50.10	49.40	49.40	49.70	49.50	49.80	49.30	50.20	50.20	50.00
韩国	49.90	51.30	51.00	48.60	49.80	48.30	47.20	48.80	50.20	48.40	47.50	47.30	49.00	48.00	48.40	49.40	50.10	
中国台湾	53.00	50.80	48.70	48.40	47.70	47.50	46.30	49.00	48.20	48.40	45.50	48.10	47.90	50.00	49.80	49.80	50.80	
印尼	51.90	50.70	50.50	50.40	51.20	49.90	50.10	51.20	50.40	51.60	50.60	49.60	49.00	49.10	47.70	48.20	49.50	
印度	51.70	52.20	53.10	54.00	53.20	53.90	54.30	52.60	51.80	52.70	52.10	52.50	51.40	51.40	50.60	51.20	52.70	
俄罗斯	48.90	50.00	51.30	52.60	51.70	50.90	50.10	52.80	51.80	49.80	48.60	49.30	49.10	46.30	47.20	45.60	47.50	
巴西	51.10	50.90	51.10	52.70	52.60	52.70	53.40	52.80	51.50	50.20	51.00	49.90	52.50	53.40	52.20	52.90	50.20	
墨西哥	50.70	51.70	50.70	49.70	49.70	50.90	52.60	49.80	50.10	50.00	49.20	49.80	49.00	49.10	50.40	48.00	47.10	

数据来源：Wind 华泰期货研究院

全球经济仍在周期底部徘徊，通胀略有回升。全球五大经济体通胀指数来看，除英国之外各国通胀指数均有回暖。12月美国CPI同比增长2.3%，达到2018年以来最高水平，但月度通胀回落压力仍在。中国12月CPI持续高位，同比增4.5%，与上月持平，略低于预期。猪肉对通胀的影响即将见顶。欧元区CPI同比上涨1.3%与预期相符，比上月高出0.3%，主要由能源价格上涨推动通胀上涨。日本CPI同比增长0.8%，前值0.5%，增速符合预期。英国CPI同比增长1.3%，比上月下跌0.2个百分点，仍处低迷并低于2%目标位。

图 2： 全球通胀曲线



数据来源：Wind 华泰期货研究院

中国新型肺炎引发全球悲观情绪，英国终脱欧进入过渡期

2019 年 12 月 8 日，中国官方通报首例不明原因肺炎患者，此后武汉地区陆续出现疫情。2020 年 1 月 20 日，通报全国多地发现疫情患者，并官方通报为新型冠状病毒肺炎，可以人传人。1 月 31 日，世界卫生组织宣布此次疫情构成“国际公共卫生紧急事件”。同时强调，不赞成甚至反对对中国采取旅行或者贸易禁令。本次疫情具有传播速度快，死亡率低的特点，因此中国国务院宣布延迟春节假期至 2 月 3 日，同时多个人口密集或疫情较为严重的地区延迟复工至 2 月 10 日。中国为了对抗疫情除必须品以及抗疫情所需外经济全面停摆，英国、加拿大、美国等多个国家的多个航空公司暂停一切往来中国的航班，同时美签停发，美国全面禁止从中国来的入境。此次疫情全面冲击宏观经济，需求和生产大幅降低，投资、消费、进出口、均将收到巨大冲击，短期失业率将会骤增，物价上涨。从行业角度来看，餐饮、旅游、电影、交通运输、教育、出口等行业受影响最大，而医药医疗、环保、疫区建设等行业将受益。同时由于中国是世界重要出口国，因此疫情也对全球需求产生负面影响，预计全球周期见底时间点将延后。疫情对 2020 年第一季度影响最为严重，对二三季度影响需关注疫情后续进展，但预期将会减弱。后续仍需密切关注政府宏观政策如何对冲疫情带来的负面影响。

1 月 31 日，英国正式退出欧盟，并将进入为期 11 个月的脱欧过渡期，与欧盟谈判两国关系并达成相应协议。进入过渡期后英国将出现三种可能：1. 顺利与欧洲在过渡期内达成协议，此结果利好英欧与全球经济，促进经济发展；2. 未在 11 个月过渡期内达成完整贸易协定后脱欧，此结果对英欧双方都属不利消息，对两地经济也将产生负面影响；3. 延长过渡期继续商议，时间仍是未知数。

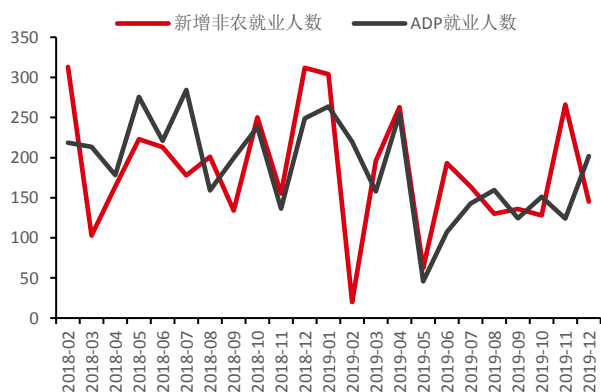
美国经济呈现增长趋缓，未来方向待明

12 月就业略有放缓，通胀回暖，制造业持续疲软。12 月 ADP 就业人数变动 20.2 万人，预期 16 万人，前值 12.4 万人。创 2019 年 5 月以来新高。但非农就业人口录得增加 14.5 万人，跌至 2019 年 5 月以来新低，预期为增加 16.4 万人，前值增加 25.6 万；12 月失业率录得 3.5%，与预期和前值持平，续刷 50 年以来新低。11 月非农数据受 GM 罢工结束影响走高，12 月回落处于意料之中。大小非农数据连续两个月趋势相反，就业增长持续放缓。非农数据虽显低迷，但依然稳健，不必过度担忧。

12 月 PPI 同比 1.3%，预期 1.3%，前值 1.1%；核心 PPI 同比 1.1%，预期 1.3%，前值 1.3%。PPI 小幅上升但不及预期，其中商品成本上升幅度被服务业疲软所抵消。12 月 CPI 同比 2.3%，预期 2.4%，前值 2.1%。核心 CPI 同比 2.3%，预期 2.3%，前值 2.3%。通胀升温，压力依

然温和。同时美国 Markit 制造业 PMI 与 ISM 制造业 PMI12 月双双回落，显示制造业仍在底部，依旧低迷。

图 3: 美国大非农 VS 小非农 (千人)



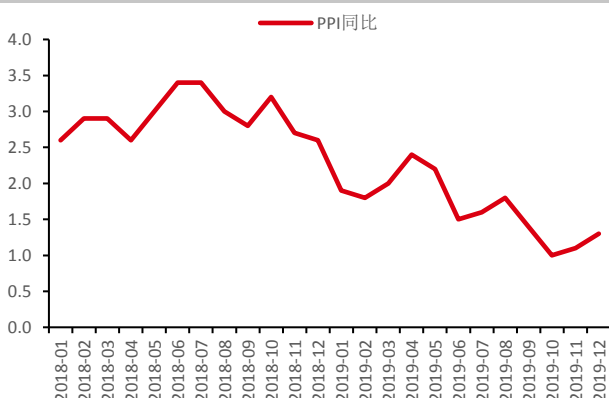
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 美国失业率 (%)



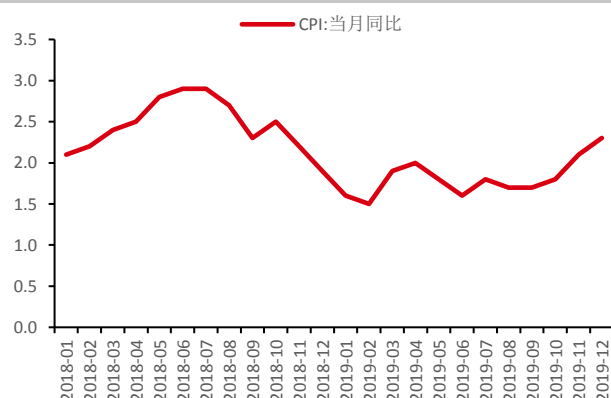
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 美国 PPI 同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 美国 CPI 同比 (%)



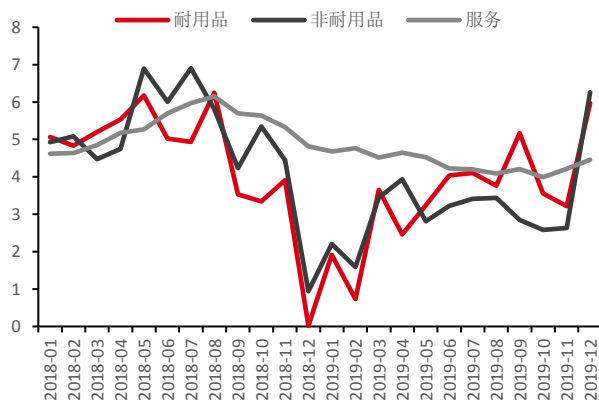
数据来源: Wind 华泰期货研究院

第四季度数据总体低迷，个人消费支出表现良好，投资持续疲软，零售表现强劲。四季度实际 GDP 环比初值 2.1%，预期 2.1%，前值 2.1%。全年 GDP 2.3%，创三年新低，经济仍处低迷。同时 12 月 PCE 和核心 PCE 分别增长 1.61% 和 1.58%，略有回升，但仍低于 2% 的目标。其中商品类耐用品和非耐用品均有较大涨幅，而服务类也持续小幅上涨趋势。

12月耐用品订单同比下降3.52%，比上月同比略升，但仍为负值。同时环比上涨2%；扣除国防品和运输外的新增订单同比环比双双继续下降，而扣除飞机的非国防资本材订单环比由正转负至-0.1%，均逊于预期，反映企业投资增长疲弱。

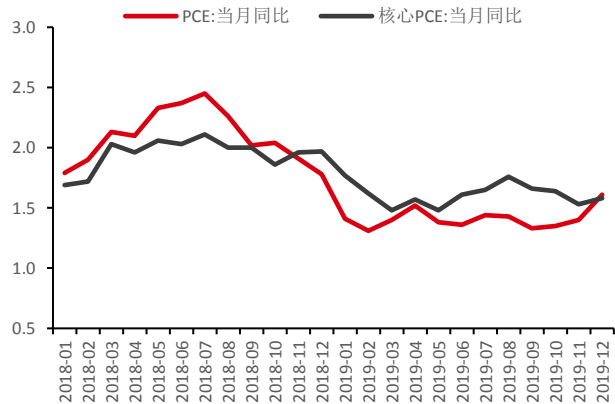
12月零售销售环比0.30%，预期0.3%，前值0.2%；核心零售销售环比0.70%，预期0.5%，前值0.1%。零售数据小超预期，继续强势，主要是由于年底假期消费潮的推动，体现消费支出温和增长。

图7： 美国个人消费支出分项同比 (%)



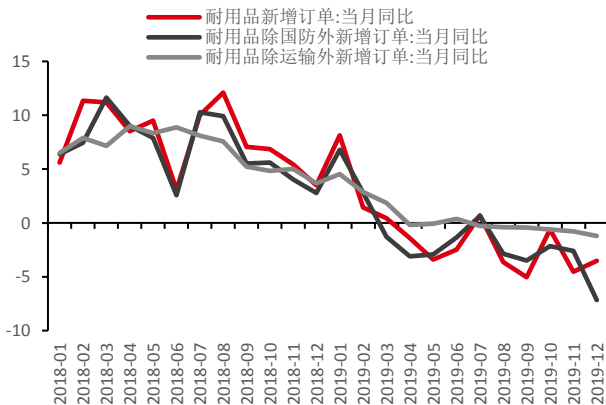
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： 美国个人消费支出同比 (%)



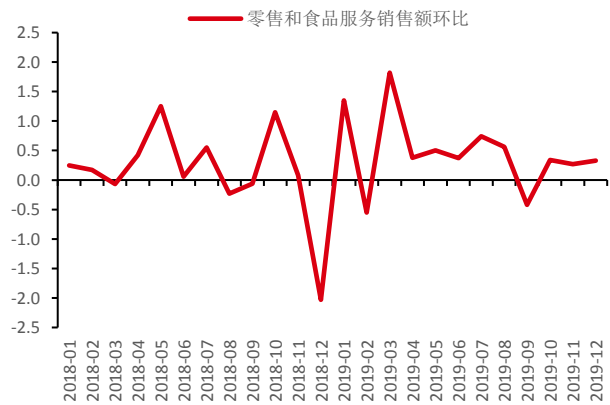
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 美国耐用品新增订单同比 (%)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： 美国零售和食品服务销售额环比 (%)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

美联储继续观望状态不变，美元流动性料将维持稳定

美元指数在 2019 年 12 月整体处于震动中下行趋势，在 2020 年初降至 96.5 附近，后逐步回升至 98 高位。12 月美联储暂停降息已经英国大选对脱欧带来的证明影响导致美元指数下行。1 月中美第一阶段贸易协定签署为全球市场带来利好消息，同时美国服务业 PMI 数据与小非农数据超预期，也给市场一定提振作用，导致 1 月美元指数总体呈上升趋势。同时 1 月 31 日英国完成脱欧，对美元影响较大，美元指数从 97.86 下挫至 97.36。

美联储持续回购操作稳定流动性，美元 LIBOR 利率与美元回购利率在 12 月至 2020 年 1 月总体较为平稳。2019 年底由于跨年流动性压力渐显，利率略有走高；但进入 1 月之后，整体趋于平稳。1 月中旬美联储宣布至 2 月份的新一轮回购操作计划。首先将继续每日向市场提供至多 1200 亿美元流动性，同时将 2 月份的 14 天定期回购上限从 350 亿美元下调至 300 亿美元。此外，保持美国国债购买规模不变，每月购买 600 亿美元的美国国库券。美联储虽略有下调回购操作规模，但继续延长回购操作至 2 月中旬以稳定美元市场流动性。新一轮回购计划保证了美元市场流动性暂时充足。

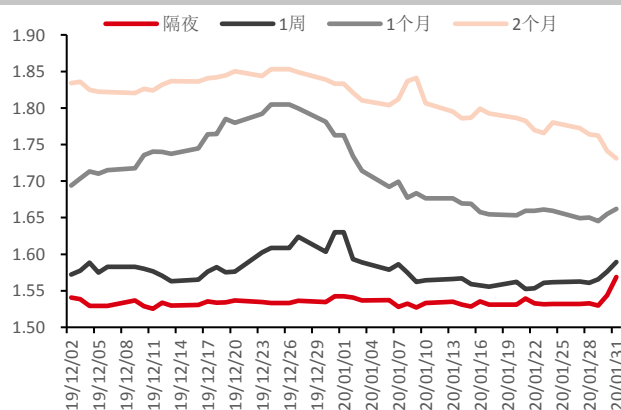
美国国债在 12 月至 2020 年 1 月中旬表现平稳，1 月 20 日以后中长期国债收益率开始下滑，至 1 月 30 日，美国十年期国债与 3 个月债收益率出现倒挂。本次中长期国债收益率大幅下行主要是受到中国疫情的影响，同时由于 29 日美联储决定继续维持利率不变，市场对经济乐观情绪减退，对经济前景表示担忧。

图 11: 美元指数走势



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 美元 LIBOR 走势



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

