

岁寒暖冬，构建底部

——一季度中国宏观利率展望

宏观摘要：中国周期在底部

一季度的国内经济仍未走出底部区间。经历了库存周期的持续下行，年尾的PPI端呈现出阶段性改善的迹象，但仍未至扩张。也因此我们看到春节提前引发的众多微观效应在市场上发酵。如12月的信用扩张保持稳定，如12月的生产活动有所改善，如12月的宏观政策从杠杆去化正式宣告进入到稳定的阶段，虽然真实杠杆率在19年初便已转向扩张。周期的启动仍有待触发因素的落地——留意或通过货币政策降负债端压力，或通过财政政策增资产端空间。

交易的焦点预计继续从货币转向财政。顶层的机构调整始于2018年，中层的人事调整加速于2019年，在新技术变革未至的时空中信用的扩张仍将寄托于“土地”。12月的财政工作会议仍释放“紧日子”的财政基调，这个经济长周期的末端对应。但是财政扩张依然是逆周期应有之义，从楼部长的外汇占款置换到社融统计中加入主权债项，未来的逆周期将进一步朝向财政货币化的扩张路径，从而在转型中构筑人民币资产信用。

岁寒暖冬，不确定因素继续影响周期。太阳黑子的转折年，商品市场仍将经历强厄尔尼洛向拉尼娜转换的价格波动；而流感、肺炎、飞蛾等疫情的叠加也将考验在库存周期末端，利率端能否调降溢价以及市场风偏调整为新的一年预留上升空间。“破而后立”，一季度的国内经济仍将在磨底过程，风险因素的叠加对于周期转换既有短期负面的影响，也有对于二季度周期加速转变的动能。在对内货币政策传导观察期、对外资本项目受美联储“不降息”制约，我们预计一季度央行更多采用逆回购等流动性补充的方式支持实体经济，利率在短期计入疫情风险因素回落后维持震荡，虽然风险因素在增加市场对降息的预期推动利率阶段性回落，但是在无信用风险假设下，预计降息的窗口将延后至二季度。

宏观策略：股债的末端轮动

中国一季度宏观经济的基础假设依然处在库存周期的筑底阶段，底部的走出仍需要触发媒介的落地，往往在“艰难时刻”才更快推动逆周期因子作用于经济，带动周期更快走出底部。策略应对上，库存周期的改善将以股债结构的切换为标志——从经济筑底风险释放过程中的利率品配置转向逆周期落地形成的权益品。短期关注节后国内利率品补涨（十债利率降至2.9%）和权益、商品的补跌，人民币短期仍存压力。

风险点：一季度风险冲击未形成流动性紧缩效应，降低逆周期展望空间

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：

[中国12月信用结构改善，关注1月流动性应对——周期末端观察（六）](#)

2020-01-17

[开年首季问大势（一）——弱美元形成的条件、影响和应对](#)

2020-01-13

[开年首季问大势（总论）——定位·重塑·周期](#)

2020-01-10

[户籍制度改革推进，生产力要素改善——周期末端观察（五）](#)

2019-12-26

[年末流动性分析和2020年货币政策展望——周期末端观察（四）](#)

2019-12-19

[美联储按兵不动，等待年末测试——周期末端观察（三）](#)

2019-12-12

[夕阳无限好——2020年宏观年报](#)

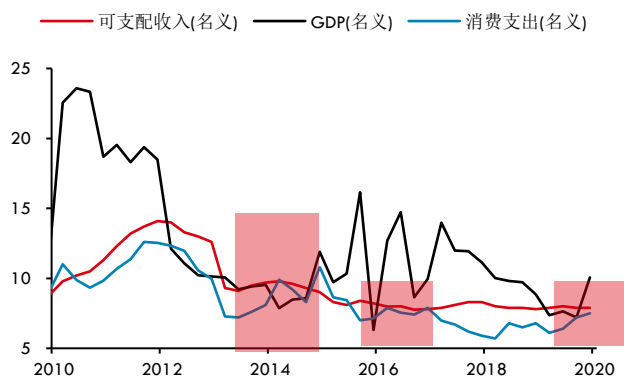
2019-11-25

一季度宏观周期：底部

· 经济：对周期底部判断未变

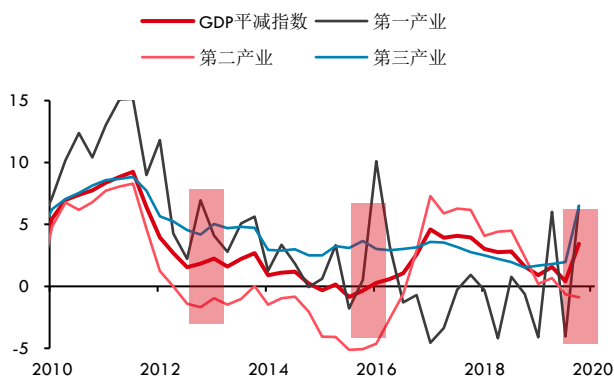
经济仍处底部，价格因素形成阶段性反弹。2019 年的宏观经济报告已经公布，尽管实际 GDP 增速继续放缓至 6.1%¹，但是一方面全年的 GDP 增长目标和就业目标还算完成较好；另一方面，在价格因素（CPI 持续回升至新高，PPI 负增长继续改善）带动下，四季度名义 GDP 在出现了久违的反弹。统计局数据显示，2019 年实际 GDP 同比增长 6.1%，四季度名义 GDP 反弹至 9.6%。平减指数显示，四季度第一产业平减指数增长 6.52%，第三产业平减指数增长 6.48%，带动了整体 GDP 平减指数从第三季度的 0.41% 上升至 3.42%。

图 1： 名义经济项继续反弹（%）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： GDP 平减指数在四季度反弹（%）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

具体看四季度的经济数据，我们注意到经济虽然阶段性反弹，但周期仍处在底部区域。房地产周期的未改善依然是经济长期向上的制约，直到完成结构转型。十九届四中全会对中国未来发展建设的制度框架做出战略安排，以“房住不炒”为原则、“因城施策”为策略、“长短结合”为战术的房地产行业调控体系正加速形成。在这指导下的房地产市场总体依然以“稳”为主，缺乏增量。因而，我们注意到整体经济数据在缺乏地产产业链支撑的情况延续着弱势的状态。

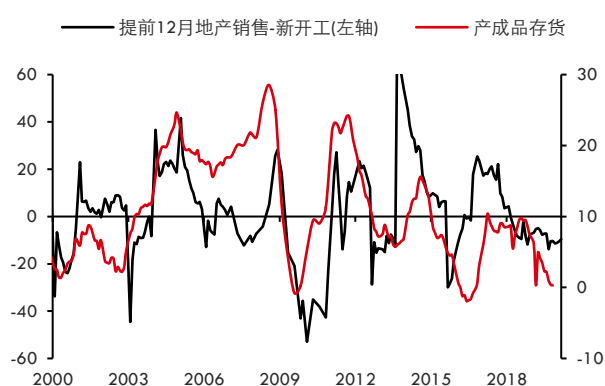
具体数据显示，2019 年规上工业企业增加值增长继续放缓至 5.7%。12 月单月来看，规模以上工业增加值同比增长 6.9%，比 11 月加快 0.7 个百分点，环比增长 0.58%。制造业采购经

¹ 分季度看，一季度同比增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%，四季度增长 6.0%。分产业看，第一产业增加值 70467 亿元，比上年增长 3.1%，第二产业增加值 386165 亿元，增长 5.7%，第三产业增加值 534233 亿元，增长 6.9%。

理指数(PMI)分项指数中,生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数分别为 53.2%, 51.2% 和 51.1%, 均高于临界点。制造业生产经营活动预期指数为 54.4%, 位于较高景气区间。显示出阶段性的经济生产活动的改善。

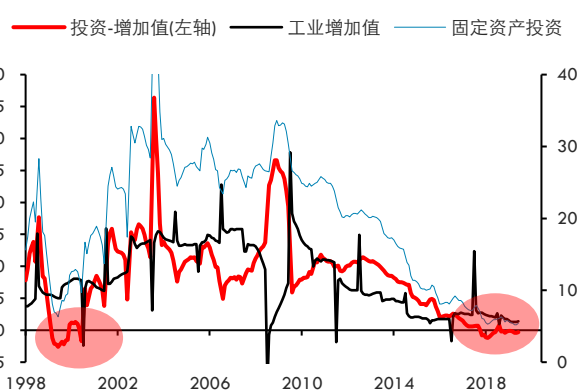
房地产领域, 2019 年商品房销售面积比上年下降 0.1%, 进入负增长。2019 年末商品房待售面积尽管比上年末减少 2593 万平方米, 但是环比看比 11 月末增加 600 万平方米, 呈现出景气回落的状态。国房景气指数显示, 12 月份比 11 月回落 0.02 点。

图 3: 房地产周期的延续调整增加经济压力



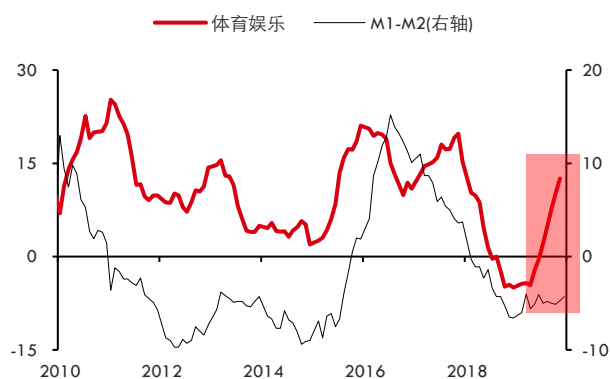
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 经济生产活动加速但没有带来投资的扩张



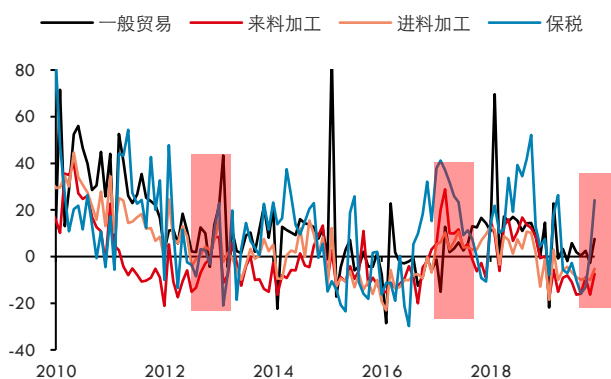
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 消费型指标显示未来企稳概率增加



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 中美阶段性协议带来出口项的改善



数据来源: Wind 华泰期货研究院

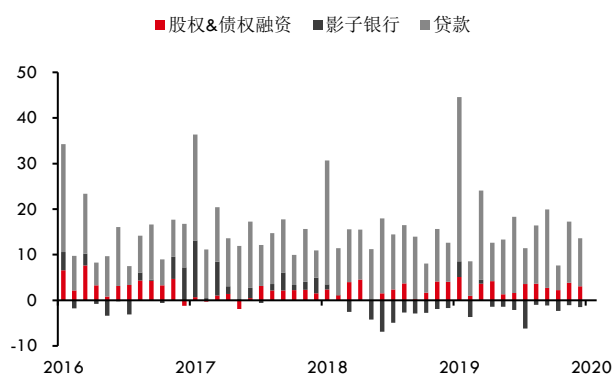
· 信用：艰难的利率调降过程

货币的宽松已然展开。从一般的传导，以及过往的市场反馈来看，宏观经济自底部开始，始于逆周期调节，从而推动信用从收缩走向扩张的过程——即发生从货币宽松向信用扩张的正向积极反馈。但是我们目前来看，尽管央行货币政策持续维持宽松，对于存量金融链条监管加强的“资管新规”过渡期继续延长，但是房地产闸口的严控使得信用扩张持续维持在较低水平。60家信托公司在银行间市场披露的2019年未经审计财务数据显示，管理规模的进一步压降，尤其是收益率较高的房地产信托和政信类信托。2020年信托业的监管形势大概率延续2019年的风格，严监管仍会是主题。强监管之下，2020年的房地产信托业务或将持续萎缩，业务转型仍需时间。

周期回到了“起点”，等待开启。2017年下半年以来中国的经济周期经历了盈利周期见顶之下的经济回落、金融去杠杆之下的信用回落和中美贸易冲突之下的出口回落叠加。行至今日，我们注意到，企业的盈利状态回到了周期的“起点”，整体的库存周期也跌落至了相对的低点，且从宏观政策而言，2019年12月的中央经济工作会议上，基调已经相对明确的从“去杠杆”转向了“稳杠杆”，我们认为制约信用扩张的政策因素已经发生转变，但是短期来看，推动信用扩张的内生因素依然需要等待时机——经历了下行周期的冲击，实体宏观预期需要重建。

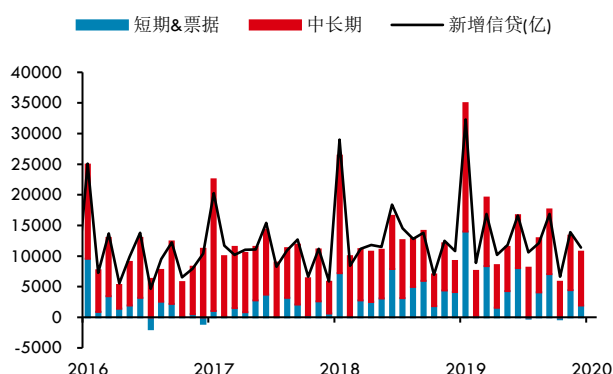
我们认为目前需要关注的影响周期改善的风险点在于：1) 美国信用周期能够有效的在当前高位“稳”住，对于中国外部需求的判断起到较大的影响；2) 中国房地产下行周期能否降低对于房地产价格的负面冲击，对于银行信用供给的扩张带来风险偏好上的影响；3) 经济周期底部，在缺乏资产扩张预期的影响下，私人部门信用的扩张仍将很大程度上受制于融资成本的制约，即信用扩张的牵制条件是信用扩张的成本能够足够低。从这一角度而言，我们认为未来仍需要关注央行的货币供给闸门，对于周期末端的实体带来向上托举的力量。但是从时间上而言，触发利率下行的条件目前看主要存在两个：其一，春季的食品价格出现有效的回落，即当前的疫病以及潜在的贪夜蛾风险带来的负面影响趋于下降；其二，周期末端的经济出现超预期的向下跳动，触发货币政策一定程度上“稳”预期下的进一步宽松。

图 7: 截止 12 月社会融资情况并未显著改善



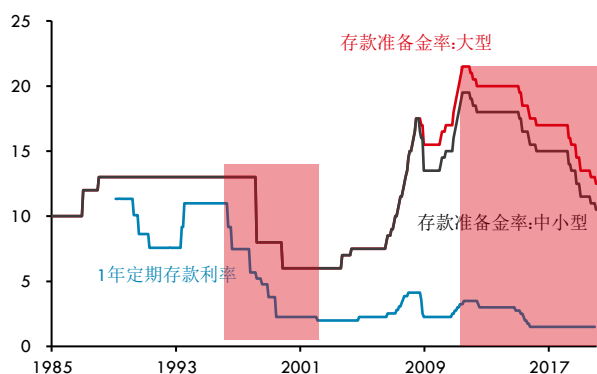
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 截止 12 月新增信贷情况仍属于稳定



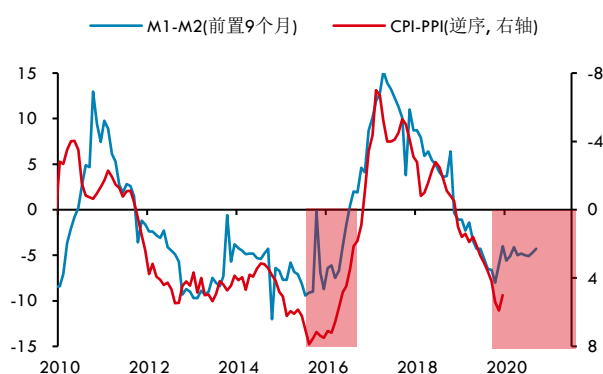
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 央行 1 月 6 日开启新的降准



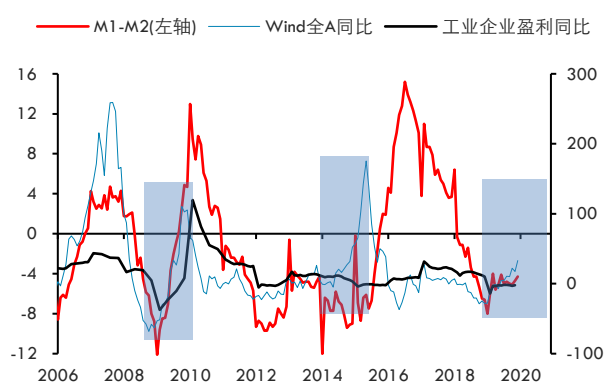
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: M1-M2 缺口改善缓慢



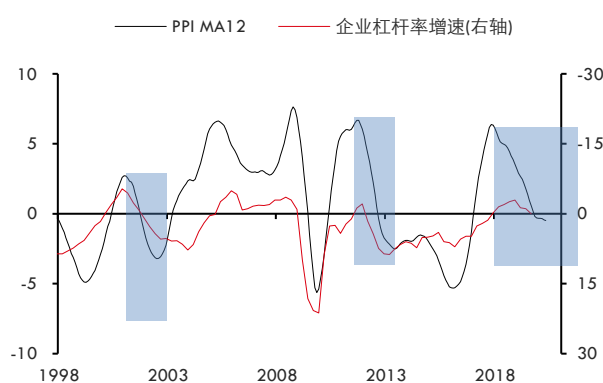
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 等待企业盈利进一步改善



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 等待企业杠杆率回升



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· **政策：已经满油，等待点火**

去年四季度以来，宏观政策基调在维持稳健的同时，对于增长更加积极，降低“去杠杆”和“防风险”的排序。11月28日金稳委会议，认为防范化解重大金融风险攻坚战进展“取得阶段性成果”和下一步思路举措将“……加大逆周期调节力度……”。在12月6日政治局会议上，指出为实现第一个百年奋斗目标“全面建成小康社会”，在“取得阶段性成果”之后，坚决打好三大攻坚战中“确保不发生系统性金融风险”放在了三者最末²。而在12月12日中央经济工作会议上强调“经济下行压力加大”，为实现目标，需“稳”字当头³。随着2020年美国信用周期的变化以及中国库存周期的改善，货币政策灵活性将加强，应对“不平衡不充分”预计将有更多结构性政策出台。12月27日的央行货币政策委员会四季度例会上，强调“下大力气疏通货币政策传导，降低社会融资成本，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度”，意味着实际利率水平仍存在进一步调降空间，我们预计随着通胀端食品价格进入到下行状态，名义利率端的下调空间将被打开。尽管LPR利率近两个月并没有下调，但是未来经济活动的进一步下行⁴和通胀压力的逐渐缓解⁵之下，利率端下行的展望空间将逐渐增强。1月3日在人民银行工作会议中，尽管货币政策基调依然维持“稳健”，但是在“灵活适度”的指导下，“加强逆周期调节”被放在了第一位。在1月阶段性流动性需求的紧张缓和之后，预计央行在一季度将重点观察由于当前的季节性风险冲击的程度和春季价格压力缓和的情况，开启利率回落的调节阀。

政策的宽松已经处在观察窗口，等待一季度宏观需求的负面状态，以及通胀的下行拐点。1月央行虽然通过降准的方式、通过扩大逆回购规模的形式、通过中期借贷便利等工具，缓和市场的季节性流动性压力。但是其实我们依然没有看到实际利率调降措施的落地，究其原因而言，我们认为央行依然在等待更合适的时机来进行“实际利率”调降，来达到货币政策更有效的传导促进。一方面，12月公布的经济数据呈现出生产阶段性回升的状态，信用市场也保持在结构性改善的稳定状态，预计1-2月份经济活动在季节性和疫情影响下出现阶段性回落的风险，但信用扩张存在超预期的可能——1月地方债发行8617亿元，同比增加4437亿元，完成提前下达新增额度的55%。另一方面，对于价格端扰动的因素目前看仍未可消除，猪肉价格仍将在一季度达到季节性高位，且随着天气的转暖，虽然新冠病毒

² 12月12日的中央经济工作会议指出“我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”。

³ 历史上有三次中央经济工作会议提及“经济下行压力加大”，分别为2008年、2014年以及2019年的会议提及。在2009年我们通过增加投资的方式对冲这一压力（中游扩产能针对下游——全球信用周期的下行）；2015年我们通过增加流动性的方式对冲这一压力（金融加杠杆针对上游——全球产能周期的下行）。那么到了2020年，在国内经历了主动的信用压缩和产能收紧之后，对冲方式的选择空间预计将加大。

⁴ 岁末年初疫情的进一步扩散预计对于经济活动带来至少阶段性的负面冲击。在冬季经济活动较低的情况下，增加了对于基本面压力的风险。

⁵ 未来通胀端主要关注点在于一季度猪肉价格的高点逐渐回落，和春季粮食等作物价格在贪夜蛾的影响下能够维持稳定。

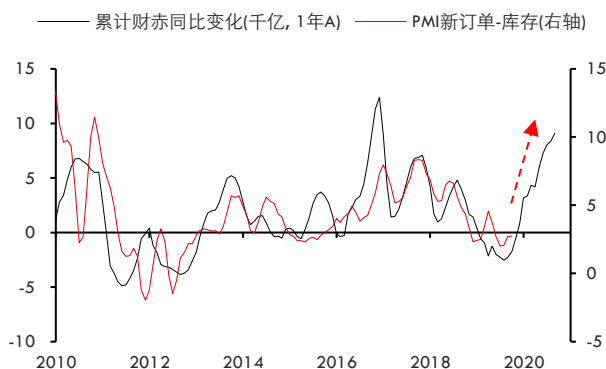
影响可能趋缓⁶，但是贪夜蛾的风险⁷目前依然处在等待发酵的状态。经济增长因素的超预期放缓、以及经济价格因素的预期内回落，预计将触发一季度宏观利率的回落开关。

图 13: 货币政策和人民币资产对比



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 中国私人部门的企稳料降低稳增长压力



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 风险：经济挑战，周期触点

在《信用》一节我们认为目前影响库存周期改善的风险在于三点：1) 美国信用周期的塌陷；2) 中国地产周期的塌陷；以及 3) 融资成本未降。在当前中美虽然处在大国博弈的进程中，但是双方均维持对于各自信用资产呵护的情况下，我们认为前两个风险点出险的概率较低⁸，库存周期改善的关键点在于第三个——实体融资成本能否有效下降，重点关注央行降息的窗口（二季度）。

短期来看，风险事件对于经济带来负面冲击，增强逆周期调节力度预期。我们注意到始于12月扩于1月的武汉肺炎疫情，在采取了相比较2003年“非典”更为严厉措施治理后，短期对于经济的负面影响将显现。数据显示，1月官方制造业PMI为50，相比较12月回落0.2个百分点，处在枯荣线水平。由于1月数据调查因春节提前，疫情是在此之后快速发展，数据还未反映疫情因素对于经济的负面冲击，我们预计2月开始的经济数据回落表现将进一

⁶ 研究表明，均温14-25度病毒“最厉害”。这也可以说明，冬春之交SARS最凶猛，春夏之交SARS迅速消退。2003年非典自2002年11月第一次发现，至2003年7月最后一个地区解除非典警报。

⁷ 2018年以来，草地贪夜蛾已扩散至亚洲16个国家。2019年我国见虫面积1500多万亩，实际危害面积246万亩。预计2020年境外虫源的持续迁入和本地虫源的生长，会导致种群数量远远超过2019年北迁虫源。1月14日全国农技中心发文要求各地切实做好2020年草地贪夜蛾监测防控工作的通知。2020年草地贪夜蛾可侵入包括东北在内的广大玉米产区，除对玉米造成危害外，还会对西南、长江中下游和江淮地区小麦，西南、华南地区甘蔗、高粱等多种作物安全生产造成重大威胁。

⁸ 我们在报告《WHO宣布新型冠状病毒疫情为“PHEIC”点评》指出，PHEIC的认定暂时排除了短期周期大幅下探的可能。一方面，尽管长周期中国经济结构转型下债务周期回落过程仍未结束，但是短期的政策安排以及实体的盈利状态处在行将改善的区间（像去年后期就随着中美协议达成风险偏好改善而反弹）；另一方面，WHO对于贸易/旅行非禁止性建议意味着全球贸易环境虽然回不到2010年之前，但是全球最大的制造国也不会立即中断和全球的经常项联系，排除了全球经济断崖式下行的风险，周期继续筑底。

步体现——30 省区启动一级响应，以限制人员流动，将对于春节期间的服务业带来较大负面影响⁹，而进口国对于疫情的担忧也将影响到中国对外的出口¹⁰。我们在《[周期尾端风险事件的宏观应对](#)》中指出，对于当前仍处于待回升前夜的经济周期，疫情等风险事件既是危也是机。作为对冲，我们预计逆周期在“紧日子”时期依然有所增大，目前来看财政领域预计未来新旧改推进将加速¹¹、农地出租活动将进一步上升¹²，而货币政策的灵活性宽松也将为实体经济注入更多流动性¹³。短期需要继续关注未来疫情的演绎路径，有利的一方面，从对于本次疫情一次传播的控制而言，目前的感染和确诊人数似乎显示将临近回落的二阶拐点，钟南山院士在 28 日采访时指出，疫情 1 周或 10 天左右达到高峰，不会大规模增加了。同时我们也注意到世界卫生组织在 30 日宣布新型冠状病毒疫情为“PHEIC”时也对中国的防疫工作进行了肯定。不利的另一方面而言，仍需关注疫情的反复——像 1 月末无症状感染者出现，节后复工带来的病毒再次感染风险，以及国家卫健委指出治愈患者还有二次感染风险等。对于一季度受到负面影响的宏观经济映射的市场而言，阶段性可继续关注利率品的交易性机会（市场对降息的预期），战术性降低权益、商品的配置。

但是我们认为一季度央行降息的概率依然较低。从内部来看，虽然为应对肺炎疫情采取了降低经济流动性的举措（降低人口流动等），对于经济需求端形成短期负面冲击，但是一季度仍面临着季节性猪肉价格回升、春节气温回暖过程中虫害对于农作物等供给端影响，而在货币政策传导有时滞的情况下（自 2020 年 3 月 1 日起利率定价方式以 LPR 为定价基准加点形成，而 1 月 6 日央行降准暂未影响 1 月的 LPR 定价），我们认为央行将选择继续观察。从外部来看，受到疫情影响，中小出口企业的压力依然较大，而 WHO 虽并不推荐限制旅行和贸易措施，但是受疫情担忧，部分国家像美国、英国等已经采取了一定的禁止措施，对于中国的对外账户继续形成压力。1 月 30 日美联储在结束了 2019 年的阶段性降息之后，将超额准备金利率（IOER）上调 5 个基点至 1.60%，向市场传递了利率“暂”不降的预期，

⁹ 引用《新冠疫情对经济和市场冲击推演》结论显示，参考上海华山医院传染科主任张文宏谈疫情的三种可能性：第一种也是最理想的情况是在元宵节前控制住武汉疫情，二到四个月内结束战斗，取得完全成功；第二种战况胶着，就像当年的非典，拖个一年半载才最终结束；第三种也是最糟糕的结果，控制失败，波及全球，如同 2009 年的墨西哥猪流感。乐观情景下，经济损失集中在一季度，对全年 GDP

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_7548

