

宏观经济观察 022：关注价格风险

一周宏观动态

中国：2月对外账户承压。在强力抗疫之下，2月份中国经济活动呈现出“停滞”状态，劳动力的流动、原材料的流动都按下了暂停键。而在海外疫情扩散相对有限的情况下，中国对外账户出现了收缩——1-2月以美元计价出口同比降17.2%，贸易逆差达425.9亿元，而2月末外汇储备3.1067万亿美元，略低预期。

海外：美国非农超预期，OPEC+未减产。在美国经济暂未受到冲击的情况下，美联储因美股的波动开启了紧急降息，全球范围开启了货币竞争的过程。而OPEC+的不减产甚至沙特的增长显示出原油领域的价格竞争也在加强，石油美元体系面临着较大的重构压力。周期末端，全球进入衰退的过程，价格形成了反抗。

全球宏观定位

定位：全球经济底部预计在疫情风险释放后从分化走向趋同。2月PMI中国数值的超预期回落加大了市场的担忧，而市场更担心的是美股引发的信用收缩风险，美联储紧急降息释放了未来风险增大的可能（原油价格）。经济的回落是相对确定性事件，但是随着疫情冲击的不确定性在于：1）是否会引发大周期的拐点；2）是否会触发原材料供应端的进一步短缺；3）是否提前释放美国下半年大选风险。

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

随着短期市场的调整，我们中期继续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），配置依然来源于当前尾部阶段下行（疫情焦点逐渐从中国转向海外，风险还未完全释放）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，触发通胀风险

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：

[关注外围市场风险](#)

——宏观经济观察 020

2020-02-24

[周期底部的震荡料加剧](#)

——宏观经济观察 019

2020-02-17

[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

一周宏观数据

· 中国：中国出口距春天还有多远

来源：新浪财经

中新社北京3月7日电 因疫情叠加春节假期延长，中国出口遭遇少见寒流。

据中国海关总署7日公布的最新数据，今年1-2月中国出口2.04万亿元（人民币，下同），**下降15.9%**，而进口仅下降2.4%。**贸易逆差425.9亿元**，去年同期为顺差2934.8亿元。

出口“拳头产品”降幅明显。**机电产品出口额下降14.9%**，其中自动数据处理设备及其零部件出口下降26%；手机下降14.2%。劳动密集型产品出口也急剧缩水，其中玩具、家具降幅都在20%以上。

对主要贸易伙伴的出口几乎也全线下滑。前两个月，中国对东盟出口额同比下降3.6%，对欧盟出口额下降17.1%，对美国、日本降幅均超过20%。

值得注意的是，随着疫情在中国逐渐得到控制，目前中国出口已显现积极信号。

企业复工复产进度正在加快。据官方数据，浙江、天津重点外贸企业现已全部复工，广东、江苏、上海、山东、重庆复工率也超过70%。这些省市在中国出口中占有重要地位，2019年仅浙江、广东、江苏、山东四省出口额合计就占中国出口总额的60%以上。外贸大省、强企业加速开工，中国外贸基本盘稳定就有了希望。

此外，据海关监测，2月中国外贸进出口值已逐旬提升、企业申报报关单量也逐旬递增。

中国商务部外贸司司长李兴乾表示，随着各项稳外贸政策措施效果显现，各地企业顺利复工复产，**全国进出口已出现恢复性增长的积极势头**。

不过，北京学者接受中新社记者采访时提醒说，**考虑到疫情正在全球范围内加速扩散，今后中国外贸或将面临不小挑战，需严阵以待**。

截至北京时间3月6日21点，目前全球新冠肺炎确诊病例已超过10万例。

在中国人民大学国家发展与战略研究院研究员程大为看来，如果越来越多国家疫情趋于严峻，不排除会出台更多针对人员的管制措施，对货物的检验检疫也可能更加严格，这对贸易来说将是雪上加霜。

另据不完全统计，受疫情影响，全球范围内已有138场大型展会延期或取消，其中不少展会与中国有关，如原定于今年6月举办的悉尼中国纺织服装服饰展推迟到2021年，原定于2月举办的柏林亚洲服装展推迟到6月下旬等。

评论：积极意义上而言，对于中国经济结构转型将形成压力，推动转型的加速。但是悲观而言，出口项的回落无疑将会加重国内政策对冲的难度，产业链的调整以及资本项的调整无疑会加重这一态势。

评论：截至2020年2月末，我国外汇储备规模为31067亿美元，较年初下降12亿美元，降幅为0.04%。国家外汇管理局新闻发言人、总经济师王春英表示，2月，我国外汇市场运行总体平稳。

中国贸促会研究院国际贸易研究部主任赵萍称，疫情之下，外贸企业通过参展等方式争取新订单难度会上升，商品出口成本也因贸易壁垒增多导致有所增加。总体来看，今年稳外贸形势之严峻前所未有。

对这些问题，中国已准备出台有针对性的解决方案。李兴乾日前透露，将以保市场、保份额、保订单为目标，全面落实出口退税、出口信用保险、出口信贷等支持政策，切实降低企业成本，并加强物流运输保障力度，确保外贸物流顺畅运转。此外，中国还将加强与贸易伙伴的沟通协调，推动解除不必要的管制。

“如果这些事情做得好，今年中国出口会呈前低后高走势，外贸仍有望实现 5% 左右的增长。”中国国际经济交流中心副理事长魏建国说。

· 美国：美联储褐皮书：疫情已经开始影响美国的商业情绪

· 来源：新浪美股

北京时间 3 月 5 日消息，美联储周三发布的褐皮书报告称，有迹象表明，升级的冠状病毒疫情已经开始影响美国的商业情绪，尽管在过去几周美国经济以缓和到温和的速度增长。

美联储周二将利率下调了 50 个基点，以缓解疫情可能对美国经济造成的影响，并为采取进一步措施敞开了大门。

评论：冈拉克说：“如果我们回顾历史，一旦美联储在两次会议之间进行恐慌性降息，尤其是降息幅度为 50 个基点时，他们通常会很快再次降息。因此，我认为美联储将再次降息，甚至可能在两周之内就会采取行动。”

这是美联储自 2008 年金融危机爆发以来首次紧急降息，突显了其对全球疫情不断升级的担忧。

最新的经济状况调查分析了整个 2 月份的大部分时间。在此期间，疫情的传播导致金融市场暴跌，因担心危机升级可能会导致全球经济放缓。

报告称：“冠状病毒对美国的旅行和旅游业产生了负面影响。冠状病毒导致了一些供应链的延误，一些地区表示生产商担心未来几周会进一步受到干扰。”

该报告提到冠状病毒的次数达到 48 次。

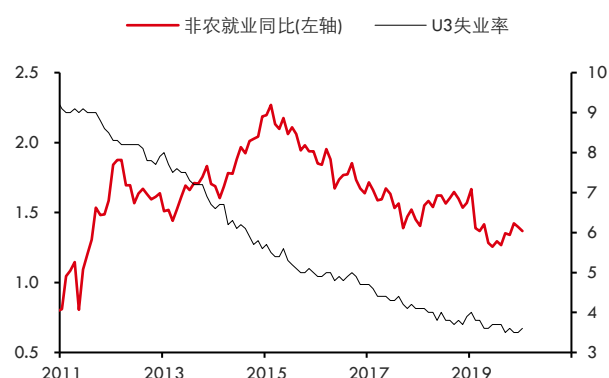
美联储将调查结果汇编成一份称为“褐皮书”的报告，作为未来几个月经济前景的基础情报，因商业情绪通常领先于经济数据方面的变化。

各区报告称，其短期前景主要是经济将温和增长，而冠状病毒和即将举行的美国总统大选被认为是潜在的风险。

迄今为止，褐皮书中，关于冠状病毒的影响情况喜忧参半，这反映了一个事实，即只要不控制疫情爆发，任何经济影响都将加剧。

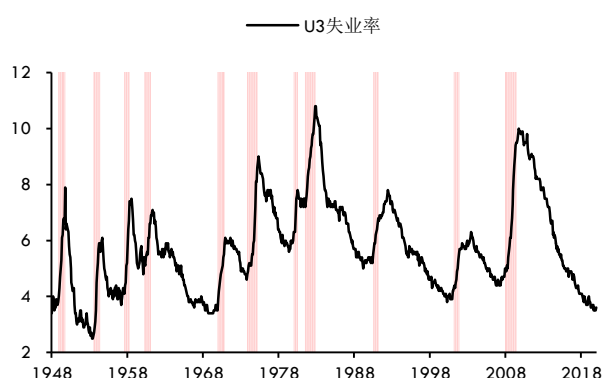
总体而言，该病毒迄今对美国经济数据影响不大，消费者仍在消费，失业率接近 50 年低点。美联储的报告显示，这种迹象没有减弱的迹象。该报告指出，由于劳动力市场紧张，消费者支出和雇用人数有所增加。

图 1: 美国 2 月新增非农就业 27.3 万



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 美国失业率维持低位



数据来源: Wind 华泰期货研究院

一周宏观事件

- 中国：李克强主持召开国务院常务会 部署完善“六稳”工作协调机制 有效应对疫情影响促进经济社会平稳运行等

来源：中国政府网

评论：强调货物流的支持力度。

国务院总理李克强 3 月 3 日主持召开国务院常务会议，部署完善“六稳”工作协调机制，有效应对疫情影响促进经济社会平稳运行；确定支持**交通运输、快递等物流业**纾解困难加快恢复发展的措施；决定加大对地方财政支持，提高保基本民生保工资保运转能力。

评论：有针对性意味着，并不是所有行业都有加大的倾向，本次会议上的重点行业在于物流，时间点在上半年。

会议指出，按照党中央、国务院部署，统筹推进疫情防控和经济社会发展，必须**更有针对性加大**稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作力度，更有效应对疫情对经济运行的影响。要充分发挥宏观政策、外贸外资、金融稳定协调机制作用，及时出台有力有效的应对措施，增强内生动力，努力保持全年经济运行在合理区间。

会议指出，推动**交通运输、快递等物流业加快复工复产**，实现稳定发展，既能为疫情防控提供有力支撑，又能畅通经济循环，满足民生需要。为此，一要分区分级精准有序引导相关企业复工，取消不合理复工审批。协调保障好复工所需的口罩等防疫物资。**各地要对邮政和各种所有制快递企业给予一视同仁的通行便利**，推动打破乡村、社区“最后一公里”通行和投递障碍，将智能投递设施等纳入城乡公共基础设施建设范畴。二要**阶段性**加大减税降费力度。在一定期限内继续实施去年底到期的大宗商品仓储用地城镇土地使用税减半征收政策。3 月 1 日至 6 月 30 日，免收进出口货物**港口**建设费，将货物港务费、港口设施保安费等政府定价收费标准降低 20%，取消非油轮货船强制应急响应服务及收费。6 月底前，减半收取**铁路**保价、集装箱延期使用、货车滞留等费用。降低部分政府管理的**机场**服务保障环节收费。对疫情防控期间执行应急运输任务的交通运输、物流企业，属于政府购买公共服务的，各级财政要给予补偿。三要鼓励保险公司通过延长保险期限、续保费用抵扣等方式，适当减免疫情期间停运的营运车辆、船舶、飞机**保险费用**。收费公路免费通行期间，对经营主体金融债务还本付息存在困难的，引导金融机构给予延缓付息、本金展期或续贷等支持。采取切实举措使货车司机从免收通行费中受惠。鼓励各地采取阶段性减免“份子钱”等措施，帮助出租汽车司机渡过难关。尽快出台收费公路免费通行的后续支持保障政策。

会议指出，支持基层政府保基本民生、保工资、保运转，是保障群众切身利益的基本要求，也是推动政府履职和各项政策实施的基础条件。会议确定，一是**阶段性**提高地方财政留用比例。3 月 1 日至 6 月底，在已核定的各省份当年留用比例基础上统一提高 5 个百分点，新增留用约 1100 亿元资金，全部留给县级使用。二是加快下达转移支付资金，指导各地优先用于疫情防控和“三保”支出按时足额支付。有缺口的地区一律要调减其他项目支出。三是进一步压减一般性支出，除疫情防控需要外，严控新的增支政策。

会议还研究了其他事项。

· 美国：美联储对银行资本金规则作出里程碑式改革

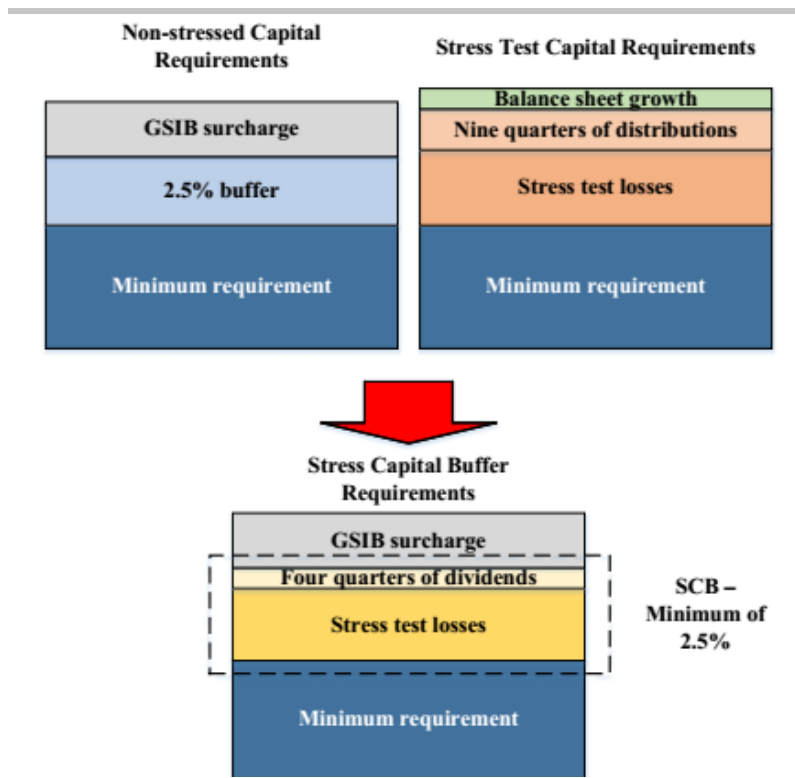
来源：智堡

美联储周三批准了一项法规，以**简化**针对大型银行的资本金规定，同时**保留**已实施的严格资本金要求。

美联储通过建立“压力资本缓冲” (stress capital buffer, SCB)，将美联储基于压力测试的资本金要求与非基于压力测试的资本金要求相整合，本次简化将导致**银行需要满足的资本金要求从目前的 13 项降低为 8 项**。

整合的结果是，每家银行所需的资本金水平将与美联储压力测试下的风险概况和潜在损失紧密匹配。具体而言，SCB 使用美联储监管压力测试的结果——年度压力测试 (Comprehensive Capital Analysis and Review, CCAR) 的组成部分，来帮助确定每家公司明年的资本金要求。通过将美联储压力测试——即在不利的经济条件下预测每家公司的资本金需求——与非压力测试资本金要求二合一，大型银行现在将只受制于一个单一的、前瞻性的、对风险敏感的资本金框架 (见下图)。

图 3：美国大型银行资本金变化



数据来源：Fed 华泰期货研究院

评论：在美联储降息之后，我们注意到美联储针对大型银行的监管也有所放松的倾向。对于未来，我们认为除了需要关注疫情在美国的发展路径之外，基于疫情终将结束的判断，美联储在信用周期的顶部进行的监管放松，除了稳定信用周期外，可能将周期带入到后疫情的繁荣阶段，而根据货币的传导，繁荣的结构更有可能在“资本市场”。

监管法规变化对美国银行有何影响？美联储工作人员预计，**新规实施将提高对规模最大、最复杂银行的资本金要求，并降低对不太复杂银行的资本金要求。**根据 2013 年至 2019 年的压力测试数据，美国 G-SIB 的普通股一级资本 (CET1) 将平均增加约 460 亿美元，相比目前增加 7%。对于不太复杂的银行，CET1 资本要求将平均减少约 350 亿美元，相比目前降幅 10% (见下表)。

表格 1: CET1 资本要求的影响 (单位: 十亿美元)

Category	Average CET1 Impact	Range of CET1 Impacts	Average CET1 Impact as a Percent of Current Requirements
GSIBs	\$46	\$-6 to \$84	7%
Category II - IV	\$-35	\$-53 to \$-5	-10%
Total	\$11	\$-59 to \$78	1%

资料来源: Fed 华泰期货研究院

不过该新规则遭到了美联储理事 Lael Brainard 的指责。她认为，其实际结果将是“为大型银行大幅削减资本缓冲开了绿灯”，而**在经济周期的这个阶段放松资本是“轻率的”**。她估计，该规定将导致大型银行减少法定一级资本约 1000 亿美元，降幅 7%，减少法定 CET1 约 600 亿美元，降幅 5%。SCB 还可能使目前的实际 CET1 减少 1200 亿美元，即 10%。

Brainard 认为法定一级资本和 CET1 减少的主要原因是，SCB 新规大幅减少了资本金预先分配的要求 (从 9 个月降低到 4 个月)。此外，**新规还取消了一切压力杠杆缓冲要求。**

一周交易日历

关注中国 2 月经济数据、欧央行议息会议

表格 2：一周交易日历

日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
9-Mar	-	中国	2 月 M2(同比)	月	8.40%	8.5%	全球主要产油国的能源部长和企业高管召开会议(至 13 日) / 17:00 IEA 月报
	-	中国	2 月新增信贷(十亿元)	月	3340	1100	
	7:50	日本	四季度实际 GDP 终值(年化环比)	季	-6.30%	-6.7%	
	15:00	德国	1 月季调后贸易帐(十亿欧元)	月	15.2	-	
10-Mar	17:30	欧元区	3 月 Sentix 投资者信心指数	月	5.2	-13.1	韩日对话 / 9:00 新西兰联储奥尔讲话 / 16:00 瑞典央行听证会
	9:30	中国	2 月 PPI(同比)	月	0.10%	-0.30%	
	-	中国	2 月 CPI(同比)	月	5.40%	5.20%	
	18:00	欧元区	四季度 GDP 终值(同比)	季	0.90%	0.90%	
11-Mar	17:30	英国	1 月工业产出(同比)	月	-1.80%	-2.50%	OPEC 月报 / 0:00 EIA 月报 / 6:00 澳洲联储德贝尔讲话 / 19:30 英国 2020 年财政预算
	-	英国	1 月商品贸易帐(百万英镑)	月	845	-7000	
	20:30	美国	2 月末季调核心 CPI(同比)	月	2.30%	2.30%	
12-Mar	18:00	欧元区	1 月工业产出(环比)	月	-2.10%	1.20%	20:45 欧洲央行利率决议 / 21:30 欧洲央行拉加德发布会
	20:30	美国	2 月核心 PPI(同比)	月	1.70%	1.70%	
	-	美国	首季失业金人数(万人)	周	21.6	-	
13-Mar	15:00	德国	2 月调和 CPI 终值(同比)	月	1.70%	1.7%	1:00 瑞典央行英韦斯讲话
	15:45	法国	2 月调和 CPI 终值(同比)	月	1.60%	1.60%	
	20:30	美国	2 月进口物价指数(同比)	月	0.30%	-1.70%	
	22:00	美国	3 月密歇根大学消费者信心指数初值	月	101	96.4	

资料来源：FX168 华泰期货研究院

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_6743

