

## 宏观经济观察 020: 关注外围市场风险

### 一周宏观动态

**中国：疫情拐点未至，远远不能松劲。**21日的政治局会议认为防控工作取得阶段性成效，但全国疫情发展拐点尚未到来，提出“全面打赢疫情防控人民战争、总体战、阻击战。”未来经济基本面的修复仍是在和时间赛跑的过程中进行。1月的数据显示，在逆周期政策推动下社融超预期增长，但是实体信用仍未启动，伴随着2月LPR的下调，预计经济仍将在底部的波动中运行。

**美国：美联储暂乐观，疫情扩散加速。**国外疫情蔓延似有加剧，韩国累计确诊病例达556例，并出现第四例新冠肺炎死亡病例；日本累计确诊病例达769例，在四季度GDP大幅回落的带动下增加市场悲观预期。而上周以色列和黎巴嫩首次出现确诊病例。但是上周美联储对于风险的态度仍较为乐观，需要关注在周五公布的2月美国制造业PMI由1月份的51.9降至50.8的情况下美债收益率继续下行的可能。

### 全球宏观定位

**定位：**全球经济底部预计将从分化走向趋同。2月美国制造业数值的回落预计将加大美国的压力，叠加全球经济在疫情影响下的宏观冲击，再次构成了市场对宏观周期悲观的预期，美元指数高位短期出现调整。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（疫情焦点逐渐从中国转向海外）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：

[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

[跨年的流动性变奏曲](#)

——宏观经济观察 015

2019-12-30

## 一周宏观数据

· 中国：2020年1月份商品住宅销售价格涨幅保持总体稳定

来源：统计局

1月份，各地坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，**不将房地产作为短期刺激经济的手段**，全面落实城市主体责任，房地产市场保持总体平稳态势。

### 一、一线城市商品住宅销售价格环比涨幅略有扩大，二三线城市涨幅稳中有落

初步测算，1月份，4个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.4%，涨幅**比上月扩大0.2个百分点**。其中，北京持平，上海、广州和深圳分别上涨0.5%、0.3%和0.5%。二手住宅销售价格环比上涨0.5%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。其中，北京上涨0.4%，上海上涨0.2%，广州上涨0.3%，深圳上涨0.7%。31个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.2%，涨幅**比上月回落0.1个百分点**；二手住宅销售价格环比持平，上月为上涨0.1%。35个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.4%，涨幅比上月**回落0.2个百分点**；二手住宅销售价格环比上涨0.2%，涨幅与上月相同。

### 二、一线城市商品住宅销售价格同比小幅上涨，二三线城市涨幅连续回落

初步测算，1月份，一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨3.8%，**涨幅与上月相同**；二手住宅销售价格同比上涨2.2%，涨幅**比上月扩大0.5个百分点**。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨6.9%和3.4%，涨幅比上月分别**回落0.4和0.3个百分点**，均连续9个月回落。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨6.4%和3.7%，涨幅比上月分别回落0.3和0.2个百分点，均**连续10个月相同或回落**。

**评论：**统计局数据显示地产结构性的分化延续，1月份一线城市房价涨幅环比扩大，二三线环比回落，“房住不炒”将继续带来房地产市场集中度的上升，恒大等大型企业抢流动性的过程将加剧行业内的淘汰。

图1: PPI (平滑) 和企业杠杆率

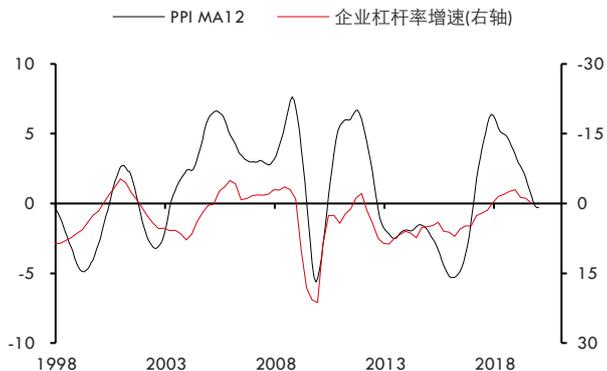
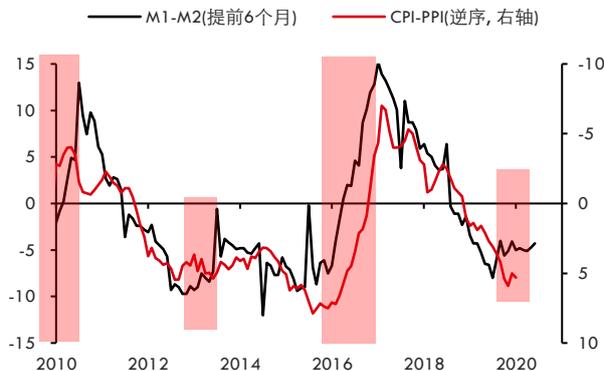


图2: 通胀剪刀差和信用表现



数据来源: Wind 华泰期货研究院

数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 中国: 2020 年 1 月金融统计数据报告

· 来源: 人民银行

一、广义货币增长 8.4%，狭义货币余额与上年同期持平

评论: 广义货币增速环比降 0.3%，显示出 1 月份信用的传导仍处在底部的等待状态。

1 月末，广义货币(M2)余额 202.31 万亿元，同比增长 8.4%，比上月末低 0.3 个百分点，与上年同期持平；狭义货币(M1)余额 54.55 万亿元，与上年同期持平，同比增长 0%，分别比上月末和上年同期低 4.4 个和 0.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 9.32 万亿元，同比增长 6.6%，当月净投放现金 1.61 万亿元。

二、1 月份人民币贷款增加 3.34 万亿元，外币贷款增加 88 亿美元

1 月末，本外币贷款余额 161.93 万亿元，同比增长 11.6%。月末人民币贷款余额 156.45 万亿元，同比增长 12.1%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 1.3 个百分点。

1 月份人民币贷款增加 3.34 万亿元，同比多增 1109 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 6341 亿元，其中，短期贷款减少 1149 亿元，中长期贷款增加 7491 亿元；企（事）业单位贷款增加 2.86 万亿元，其中，短期贷款增加 7699 亿元，中长期贷款增加 1.66 万亿元，票据融资增加 3596 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1567 亿元。

1 月末，外币贷款余额 7958 亿美元，同比下降 4.4%。1 月份，外币贷款增加 88 亿美元，同比少增 287 亿美元。

三、1 月份人民币存款增加 2.88 万亿元，外币存款增加 252 亿美元

1 月末，本外币存款余额 201.2 万亿元，同比增长 8.3%。月末人民币存款余额 195.81 万亿元，同比增长 8.3%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 0.7 个百分点。

1 月份人民币存款增加 2.88 万亿元，同比少增 3935 亿元。其中，住户存款增加 4.24 万亿元，非金融企业存款减少 1.61 万亿元，财政性存款增加 4002 亿元，非银行业金融机构存款增加 5701 亿元。

1 月末，外币存款余额 7830 亿美元，同比增长 4.8%。1 月份，外币存款增加 252 亿美元，同比多增 59 亿美元。

四、1 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.99%，质押式债券回购月加权平均利率为 2.08%

1 月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 83.79 万亿元，日均成交 4.93 万亿元，日均成交同比增长 3.6%。其中，同业拆借日均成交同比下降 10.7%，现券日均成交同比增长 26.2%，质押式回购日均成交同比增长 2.1%。

1 月份同业拆借加权平均利率为 1.99%，分别比上月和上年同期低 0.1 个和 0.16 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.08%，分别比上月和上年同期低 0.02 个和 0.08 个百分点。

### 五、1 月份跨境贸易人民币结算业务发生 4525 亿元，直接投资人民币结算业务发生 2318 亿元

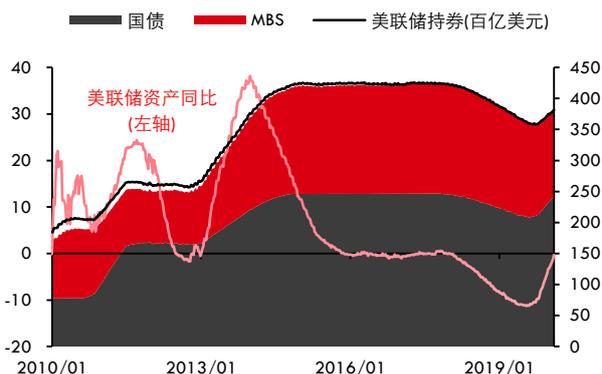
1 月份，以人民币进行结算的跨境货物贸易、服务贸易及其他经常项目、对外直接投资、外商直接投资分别发生 3332 亿元、1193 亿元、734 亿元、1584 亿元。

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

初步统计，1 月末社会融资规模存量为 256.36 万亿元，同比增长 10.7%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 155.06 万亿元，同比增长 12.2%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.13 万亿元，同比下降 2.2%；委托贷款余额为 11.45 万亿元，同比下降 7%；信托贷款余额为 7.49 万亿元，同比下降 4.3%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.47 万亿元，同比下降 17%；企业债券余额为 23.93 万亿元，同比增长 13.1%；政府债券余额为 38.49 万亿元，同比增长 16%；非金融企业境内股票余额为 7.42 万亿元，同比增长 5.4%。

从结构看，1 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.5%，同比高 0.8 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.8%，同比低 0.1 个百分点；委托贷款余额占比 4.5%，同比低 0.8 个百分点；信托贷款余额占比 2.9%，同比低 0.5 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.4%，同比低 0.4 个百分点；企业债券余额占

2020-02-22  
评论: 从 1 月的社融结构来看，1 月社融的多增主要来源于政府融资多增 5913 亿，而总量增速基本稳定，其中受春节因素

比 9.3%，同比高 0.2 个百分点；政府债券余额占比 15%，**同比高 0.7 个百分点**；非金融企业境内股票余额占比 2.9%，同比低 0.1 个百分点。

2020 年 1 月社会融资规模增量为 5.07 万亿元，比上年同期多 3883 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 3.49 万亿元，**同比少增 744 亿元**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 513 亿元，同比多增 170 亿元；委托贷款减少 26 亿元，同比少减 673 亿元；信托贷款增加 432 亿元，同比多增 87 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1403 亿元，同比少增 2384 亿元；企业债券净融资 3865 亿元，同比少 964 亿元；**政府债券净融资 7613 亿元，同比多 5913 亿元**；非金融企业境内股票融资 609 亿元，同比多 320 亿元。

## 一周宏观事件

### · 中国：央行发布 2019 年第四季度中国货币政策执行报告

来源：Wind

香港万得通讯社报道，央行 2 月 19 日发布《2019 年第四季度中国货币政策执行报告》指出，2019 年中国经济运行总体平稳，结构持续优化，就业保持稳定，物价结构性上涨特征明显，内外部风险挑战增多，经济下行压力加大。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.1%，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，外汇储备保持在 3 万亿美元以上。

中国人民银行坚持金融服务实体经济的根本要求，实施稳健的货币政策，**加强逆周期调节**，在多重目标中寻求动态平衡，保持货币信贷**合理增长**，推动信贷结构持续**优化**，以改革的办法疏通货币政策传导，千方百计降低企业融资成本，为实现“六稳”和经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境。**一是保持银行体系流动性合理充裕**。三次降低存款准备金率，为金融机构支持实体经济提供 2.7 万亿元长期资金，灵活开展公开市场和中期借贷便利操作，合理把握流动性投放节奏。**二是既稳总量又优结构**。构建完善“三档两优”存款准备金框架，继续发挥再贷款、再贴现、宏观审慎评估等工具的作用，引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持。**三是以我为主，兼顾对外均衡**。人民币汇率双向波动，对美元汇率双向“破 7”。建立在香港常态化发行人民币央行票据的机制，多渠道发声引导预期。**四是用改革的办法疏通货币政策传导**。深化利率市场化改革，改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，遵循市场化、法治化原则，推动存量贷款定价基准由原来的贷款基准利率转换为 LPR 或固定利率。以永续债为突破口助力银行补充资本，缓解银行信用面临的资本约束。**五是牢牢守住风险底线**。金融风险总体可控，重点金融机构风险处置取得突破性进展，有针对性地处置个别中小银行风险。针对结构性流动性紧张局面，增加再贴现额度 2000 亿元、常备借贷便利额度 1000 亿元提供流动性支持，建立了防范中小银行流动性风险的“四道防线”，及时稳定市场信心。

总体来看，稳健的货币政策成效显著，体现了前瞻性、精准性、主动性和有效性。2019 年末，广义货币（M2）同比增长 8.7%，社会融资规模存量同比增长 10.7%，M2 和社会融资规模增速略高于国内生产总值名义增速。2019 年普惠小微贷款“量增、面扩、价降”，民营企业和制造业融资条件明显改善。企业贷款利率显著下降，12 月新发放企业贷款加权平均利率为 5.12%，较 2018 年高点下降 0.48 个百分点。人民币汇率双向波动，弹性进一步增强。

中国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期，近期新冠肺炎疫情对中国经济的影响是暂时的，中国经济长期向好、高质量增长的基本面没有变化。当前，世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，外部不确定不稳定因素增多。我国经济正在由高速增长转向高质量发展，结构性、体制性、周期性问题相互交织，增长速度换挡期、结构调整

**评论：** 2019 年的货币信贷政策评价

- 1) 稳健：货币政策实施
- 2) 加强：逆周期的调节
- 3) 合理增长：货币信贷
- 4) 改革：货币政策传导

**评论：** 未来宏观背景

- 1) 全球经济放缓
- 2) 外部不确定不稳定增多
- 3) 我国“三期叠加”

阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”影响持续深化。经济增长保持了韧性，同时也**必须认识到经济下行压力仍然较大**。下一阶段，人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的十九届四中全会和中央经济工作会议精神，坚决贯彻执行党中央、国务院决策部署，**紧扣全面建成小康社会目标任务和“十三五”规划收官**，坚持稳中求进工作总基调，全面做好“六稳”工作。**科学稳健**把握逆周期调节力度，**守正创新**，勇于担当，稳健的货币政策要灵活适度，加强逆周期调节、结构调整和改革的力度，保持物价水平基本稳定。打好防范化解重大金融风险攻坚战，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。将疫情防控作为当前最重要的工作来抓，加大对新冠肺炎疫情防控的**货币信贷支持**。灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应。推动银行通过发行永续债等途径多渠道补充资本，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。创新和运用结构性货币政策工具，引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持，加大对疫情防控相关领域、相关地区的信贷支持。在做好防控工作的前提下，全力支持各类生产企业复工复产。完善LPR传导机制，推进存量浮动利率贷款定价基准转换，坚决打破贷款利率隐性下限，疏通货币政策传导。把握好保持人民币汇率**弹性**、完善跨境资本流动**宏观审慎政策**和加强国际宏观**政策协调**三方面的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

**评论：2020 年央行工作**  
 1) 货币政策实施：从稳健转向科学稳健——守正创新  
 2) 当前最重要工作：疫情防控  
 3) 货币政策工具运用：合理充裕，和经济相适应

· **美国：联储会议纪要：尽管存在新风险 联储仍持谨慎乐观态度**

来源：新浪美股

北京时间 2 月 20 日讯，今天，美联储最新政策会议的纪要显示，尽管决策者们**承认了冠状病毒爆发带来的新风险**，但他们对今年保持利率稳定的能力**持谨慎乐观态度**。

周三公布的政策讨论结果也显示，美联储官员对是否要重新考虑央行的通胀目标持怀疑态度。政策制定者一致投票决定将利率维持在 1.50%至 1.75%的目标区间。

美联储在 1 月 28 日至 29 日的会议纪要中表示：“与会者普遍认为，经济活动前景的**风险分布情况比上次会议有所好转**。”美联储接着表示，目前的货币政策立场可能会“在一段时间内”保持适当。

美联储在今年年初曾明确表示，在 2019 年三次降息之后，它计划保持利率稳定，除非美国经济前景出现重大变化。政策制定者同时指出了美国的消费者支出水平会让美国经济增长放缓。

美联储主席鲍威尔 (Jerome Powell) 上周表示, 现在判断对美国经济的冲击是否严重或持续到足以令美联储改变当前政策还为时过早。自危机爆发以来, 投资者已将他们对美联储何时再次降息的押注提前至今年6月左右。在会议纪要中, 政策制定者表示, 这种威胁“值得密切关注”。

尽管如此, 美联储官员还是对经济做出了相当乐观的评估, 预计消费者支出“可能会保持稳固的基础”, 就业增长将以健康的步伐增长, 经济将继续温和增长, 通胀将回到2%的目标。

美联储预计今年经济增长2.0%。这与会后公布的一些经济数据不一致。美国商务部上周公布, 1月份消费者支出放缓。商业投资也经历了不断加深的衰退, 美国制造业依然疲软。

作为重新思考美联储通胀目标的讨论的一部分, 以及美联储对其主要政策工具的评估的一部分, 对设定通胀区间存在明显的质疑。“大多数与会者对引入对称的通胀区间表示担忧……这可能被误解为一个信号, 表明该委员会对低于其对称通胀目标的持续失误感到放心,” 美联储表示。

#### 资产负债表

会议记录的其他部分, 美联储决策者讨论了如何处理不断扩大的资产负债表。自去年10月以来, 美联储每月买进600亿美元美债, 以增加银行体系的准备金, 以应对流动性紧缩。

鲍威尔曾表示, **美联储可能会在4月至6月期间的某个时候开始缩减这一规模**, 届时银行体系的准备金水平可能会被认为是足够的。

在那之后, “随着时间的推移, 将需要定期的公开市场操作, 以适应美联储债务的趋势增长, 并保持充足的储备供应,” 美联储政策制定者在会议纪要中指出。几位政策制定者要求“不久”就建立长期回购机制的可能性进行更多讨论, 该机制将允许银行在需要时以固定利率借入现金。

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\\_7035](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7035)

