

宏观经济观察 015：中国通胀压力阶段性改善

一周宏观动态

中国 12 月通胀没有进一步抬升。在多种因素（加大养殖、加大进口等）的配合之下，12 月的猪肉价格出现了回落，从而缓和了高企的 CPI 没有进一步快速上升。但是春季依然是农作物值得关注的季节，在飞蛾仍有极大可能卷土重来的情况下，叠加未来中东事件的继续发酵可能，我们认为在国内周期筑底的阶段（央行 6 日开启了今年的降准）通胀将成为市场关注的焦点因素。

美国 12 月非农增速进一步回落。在美联储的持续宽松作用下，我们注意到美国的信用市场开始企稳，并没有出现加速回落的风险。但是美国的实体经济下行仍在继续，目前仍处在库存周期的下行阶段，对于经济增长形成拖累。12 月失业率虽维持在低位，但是非农就业总和增速进一步放缓至前低的 1.4%，显示出实体压力依然受到较大影响。

关注乐观定价落地之后的市场。中东火药桶点燃，但是短期并没有进一步的发酵（等待）；中美贸易第一阶段协议正待签署，市场等待事件的落地（等待）。落地市场的市场在充分反馈了相对乐观的预期之余，存在着调整的风险。

全球宏观定位

定位：全球经济仍处在底部。12 月 PMI 的下行调整，以及中国央行的降息降准，显示出全球经济仍未有效走出底部区间。在此期间，仍需重点关注通胀端的交易；增长端未来关注市场预期的乐观和真实经济的疲弱之间收敛的交易机会。

周期：（一）库存周期。美国库存延续下行，非美库存仍在低位，全球风险偏好的改善提振预期的库存周期到达“极端”乐观区间，回落风险延续。（二）产能周期。中美期限利差均向走出扁平化挣扎，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——向上的可持续性较低的环境下，产能周期下行的风险仍未解除。

宏观策略

中期维持周期准备向上的宏观交易策略，配置来源于当前尾部阶段下行提供的空间（风险资产强于避险资产）；当前短期交易仍关注市场风险偏好改善提供的“泡沫化”空间，观望或尝试空单。

风险点：底部风险释放低于预期，导致宏观预期修正低于预期

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：

[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

[全球贸易逆转，流动性收紧](#)

——宏观经济观察 013

2019-12-16

[国内“保稳定”，关注流动性](#)

——宏观经济观察 012

2019-12-09

[第一场雪后，待跌入冬季](#)

——宏观经济观察 011

2019-12-02

华泰期货宏观年报：夕阳无限好

2019-11-25

一周宏观数据与展望

· 中国：CPI 涨幅稳定 PPI 降幅收窄

来源：统计局

国家统计局今天发布了 2019 年 12 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沈赞进行了解读。

一、CPI 环比由涨转平，同比涨幅与上月相同

从环比看，CPI 由上月上涨 0.4% 转为持平。其中，食品价格由上月上涨 1.8% 转为下降 0.4%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点。食品中，**随着生猪生产出现积极变化，中央和地方储备猪肉陆续投放，进口量有所增加，猪肉供给紧张状况进一步缓解**，价格由上月上涨 3.8% 转为下降 5.6%，影响 CPI 下降约 0.27 个百分点。在猪肉价格下降的影响下，牛肉和羊肉价格涨幅分别由 2.8% 和 1.3% 回落至 0.1% 和 0.2%，鸡肉和鸭肉价格分别由上涨 4.3% 和 3.6% 转为下降 4.9% 和 1.9%。鸡蛋供应充足，价格下降 5.5%，降幅扩大 4.8 个百分点。受冷空气及大范围降雪影响，鲜菜、鲜果生产和储运成本增加，价格分别上涨 10.6% 和 0.6%。非食品中，**受调价影响，液化石油气价格上涨 4.0%，汽油和柴油价格均上涨 1.4%**。

从同比看，CPI 上涨 4.5%，涨幅与上月相同。其中，食品价格上涨 17.4%，涨幅回落 1.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.43 个百分点。食品中，鲜果价格下降 8.0%，降幅扩大 1.2 个百分点。猪肉价格上涨 97.0%，涨幅回落 13.2 个百分点。牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在 7.3%—20.4% 之间，均有不同程度回落。鲜菜价格上涨 10.8%，涨幅有所扩大。非食品中，医疗保健、教育文化和娱乐、衣着价格分别上涨 2.1%、1.8% 和 0.8%，交通和通信价格下降 0.7%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.4%，涨幅与上月相同。

二、PPI 环比由降转平，同比降幅收窄

从环比看，PPI 由上月下降 0.1% 转为持平。其中，生产资料价格由上月下降 0.2% 转为持平；生活资料价格由上涨 0.3% 转为下降 0.2%。主要行业中，涨幅扩大的有石油和天然气开采业，上涨 3.8%，比上月扩大 3.7 个百分点；燃气生产和供应业，上涨 2.2%，扩大 1.1 个百分点。由降转涨的有石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 0.7%；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 0.4%。非金属矿物制品业上涨 0.7%，涨幅回落 0.1 个百分点。农副食品加工业由涨转降，下降 0.5%。煤炭开采和洗选业下降 0.8%，降幅扩大 0.3 个百分点。

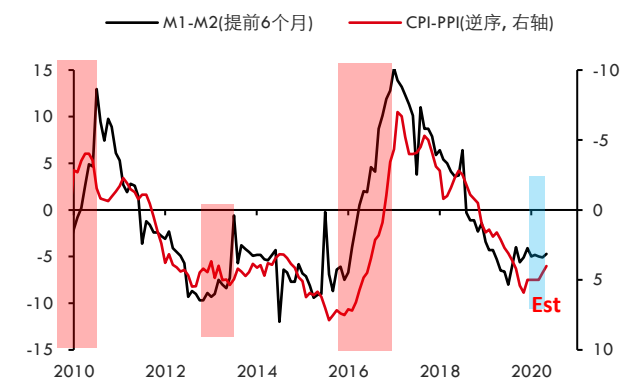
从同比看，PPI 下降 0.5%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.2%，降幅收窄 1.3 个百分点；生活资料价格上涨 1.3%，涨幅回落 0.3 个百分点。主要行业中，涨幅扩大的有黑色金属矿采选业，上涨 8.8%，比上月扩大 0.5 个百分点；有色金属冶炼和压延

评论：12 月通胀环比增幅趋缓，但仍需要关注今年一季度的通胀情况。

评论：12 月 PPI 阶段性企稳，但是在企业加杠杆信心仍不足的情况下，我们认为价格仍存在反复。

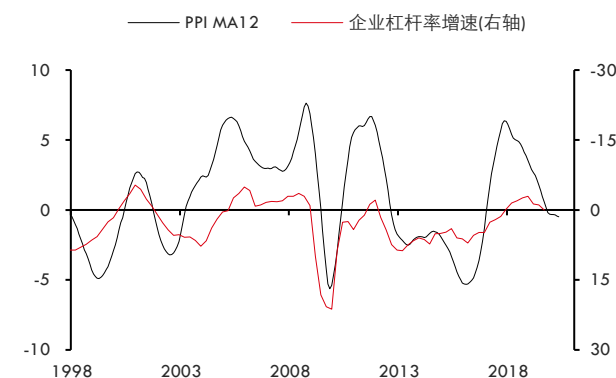
加工业，上涨 1.1%，扩大 0.6 个百分点。降幅收窄的有化学原料和化学制品制造业，下降 5.4%，收窄 1.0 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 1.8%，收窄 8.1 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 0.7%，收窄 4.6 个百分点。石油和天然气开采业由降转涨，上涨 5.8%。煤炭开采和洗选业下降 3.6%，降幅扩大 0.8 个百分点。

图 1: 剪刀差对比



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: PPI 和企业杠杆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 美国：非农不及预期

美国劳工部公布非农业就业数据，美国 12 月非农就业人口增加 14.5 万人，预期 16 万人，11 月为 26.6 万人。

评论: 12 月美国非农增量低于预期，且从总量的角度而言，同比增速进一步放缓至关键位置。

美国 12 月失业率 3.5%，预期 3.5%，前值 3.5%。

美国 12 月私营部门就业人口变动 13.9 万人，预期 15.3 万人，前值 25.4 万人。

美国 12 月平均每周工时 34.3 小时，预期 34.4 小时，前值由 34.4 小时修正为 34.3 小时。

美国 12 月制造业就业人口变动 -1.2 万人，预期 0.5 万人，前值 5.4 万人。

美国 12 月非农就业人口变动 14.5 万人，预期 16 万人，前值 26.6 万人。

美国 12 月平均每小时工资同比 2.9%，预期 3.1%，前值 3.1%。

美国 12 月平均每小时工资环比 0.1%，预期 0.3%，前值 0.2%。

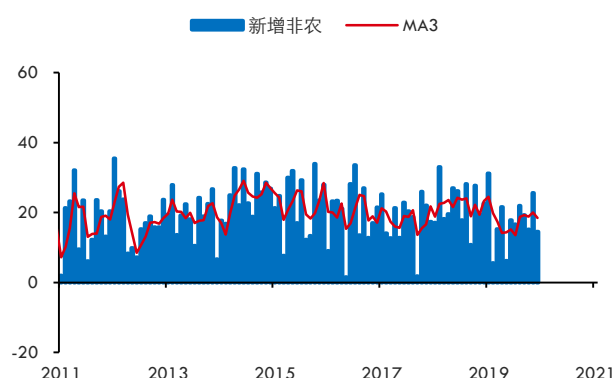
美国 12 月劳动力参与率 63.2%，前值 63.2%。

市场评论：美国 12 月非农就业人口增加 14.5 万人，低于预期值 16.0 万，表明美国 12 月就业增长放缓幅度大于预期，但就业增长速度仍足以维持史上最长的经济扩张，尽管制造业因贸易争端而进一步下滑。报告还显示失业率维持在 3.5% 不变，符合预期；平均每小时薪

资增速同比增长 2.9%，低于预期值 3.1%。但整体而言，这份报告可能不会改变美联储对经济和货币政策都处于“良好状态”的评估。

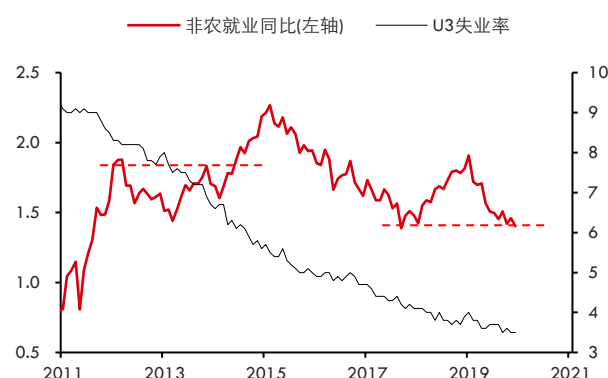
前美联储理事克罗兹纳（Randall Kroszner）表示，在经历了十多年的就业增长后，就业增速放缓是很自然的。薪资数据向市场表明美联储将继续观望。美国当前处于相当充分的就业状态。

图 3： 新增非农低于预期（万人）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 非农就业增速和失业率对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观事件与展望

· 中国：中美将于下周签署第一阶段经贸协议

来源：商务部，外交部

一、应莫桑比克共和国总统纽西邀请，国家主席习近平特使、全国人大常委会副委员长蔡达峰将赴莫桑比克首都马普托出席于1月15日举行的纽西总统就职仪式。

二、经双方商定，外交部副部长乐玉成将于1月14日同日本外务事务次官秋叶刚男在西安举行第十五轮中日战略对话。双方将就双边关系和共同关心的国际和地区问题深入交换意见。

中日战略对话是两国外交部门进行高级别战略沟通的重要渠道。当前中日关系总体保持改善发展势头，中方希望双方通过此轮对话进一步凝聚共识、增进互信，为顺利实施双边重大政治议程、推动两国关系更好发展创造有利条件。

评论：近期市场的不那么悲观，也有对于中美之间接近达成阶段性协议进行定价。

问：刘鹤副总理将赴华盛顿签署中美第一阶段经贸协议。能否介绍中方代表团成员？具体是哪天签署协议？

答：昨天商务部新闻发言人在记者会上已经回答了有关问题，我没有进一步的信息可以提供。

问：关于中美签署第一阶段经贸协议的问题，我记得上次中美元首阿根廷会晤后，中方举行了中外记者吹风会，王毅国务委员兼外长向媒体介绍了情况。请问此次刘鹤副总理访美是否也有此类媒体安排？

答：你应该注意到，昨天商务部发布的消息中有一句话“**双方团队正在就协议签署的具体安排密切沟通**”。我想具体安排包括方方面面，也包括媒体方面的安排。如果有这方面的信息，我们会及时通知大家。

问：关于第十五轮中日战略对话，请问时间、地点的选择是否有特殊意义？双方会不会谈到中日第五份政治文件？

答：关于你提到第五份政治文件的问题，目前我没有可以提供的信息。

关于第十五轮中日战略对话的时间、地点，我理解这是经双方商定作出的安排。

· 美国：伊朗此时承认误击，一定程度能缓解地区紧张局势

来源：红星新闻

据央视新闻报道，11日，来自伊朗国家电视台的消息称，伊朗军方承认由于人为操作失误，“无意”中击落乌克兰航空公司的一架波音737客机。

伊朗承认“非故意”击落民航，鲁哈尼下令采取一切措施补偿

据伊朗迈赫尔通讯社11日报道，在乌克兰航空客机坠毁后，伊朗武装部队参谋部立即成立了一支独立于民航组织的调查小组。

该小组经调查认为：目前中东敏感又危急的状况下，乌克兰航空的752号航班从伊玛目霍梅尼机场起飞，在改变方向的时候，其形态“完全类似于在接近伊斯兰革命卫队敏感战略中心的敌对目标”。在这种情况下，由于人为的失误，该客机无意中成为了目标，进而导致了可怕的坠毁以及176名无辜平民的死亡。

评论：阶段性的缓和并不意味着中东局势的转变，我们依然认为中东的导火索已经点燃。

伊朗总统鲁哈尼随后也发布声明称，“伊朗对这一灾难性的错误深感抱歉，我代表伊朗伊斯兰共和国向受害者家属表示最深切的哀悼，并指示所有有关机构，采取一切必要措施，来赔偿遇难者家属，并对他们表示同情。我也对其他相关国家的受害者家庭及政府表示深切哀悼和同情。”

他同时表示，将进一步调查以查明这场悲剧的所有原因和根源，并对这一“不可原谅的错误”的肇事者进行起诉。此外，伊朗必须采取必要的安排和措施来解决伊朗国防系统的弱点，以确保这种灾难不会再次发生。

此前伊朗民航组织曾表示，伊朗从10日开始解码坠毁客机的“黑匣子”，如果不成功，伊朗愿意接受来自俄罗斯、加拿大、法国和乌克兰的协助。今日，伊朗民航组织事故应对办公室主任哈桑·雷扎伊法尔表示，将把“黑匣子”送到法国解码：“坠毁飞机是波音公司的新一代先进飞机，伊朗没有下载该飞机‘黑匣子’信息的技术。我们向乌克兰、瑞典、英国、加拿大、美国发出请求下载‘黑匣子’的信息，最终决定送到法国解码。”

承认误击时刻微妙，一定程度能缓解地区紧张局势

作为空难中的关键“证人”，“黑匣子”能清晰地纪录下事故发生的关键原因，在最终解码结果出台之前，人们不禁要问，此前伊朗一直坚决否认击落客机，为何又突然承认误击了航班？

据伊朗半官方法尔斯通讯社的报道：伊朗领袖哈梅内伊和总统鲁哈尼，是直到10日早上才得知误击一事，此前军方一直瞒报。在11日伊朗发出的承认“误击”的声明中专门提到，“伊斯兰革命卫队相关官员将前往伊朗伊斯兰共和国广播电视台（IRIB）向全国做出详细说明”，这也指向了革命卫队击落客机后未立即上报的可能性。

而根据央视新闻消息，伊朗军方承认意外击落乌克兰客机后，伊朗伊斯兰议会改革派议员穆罕默德·雷扎·塔贝什在接受伊朗媒体采访时，批评伊朗当局在第一时间试图“隐藏”真相，称这是不可原谅的，其影响比导弹更坏。

那么，中东原本剑拔弩张的局势，在伊朗态度大幅转变之后，又会走向何方？对此，红星新闻采访了中国察哈尔学会高级研究员王冲，对伊朗此时的这一表态进行分析。

在王冲看来，伊朗此时承认误击，在一定程度上或能“缓解”目前中东地区的紧张局势。他告诉红星新闻记者：“伊朗在道歉中也表明了悔恨之意，这对目前的紧张局势反而能起到一种缓解作用。因为悲剧发生当前，各方又在对伊朗施压，军事方面的措施都不会被迅速提及且放在首位。与此同时，伊朗在面对自己的失误时，从道义上来说，也无法再继续强调自己的军事打击能力，从而减少对其他国家平民造成伤害的可能性。”

一周交易日历

关注中国 12 月经济数据，美国消费数据

表格 1：一周交易日历

日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
13-Jan	17:30	英国	11 月工业产出(环比)	月	0.1%	0.0%	中美第一阶段经贸协议 / 20:40
			11 月商品贸易帐(亿英镑)	月	-144.9	-117.0	美联储博斯蒂克讲话 / 23:00 美 联储罗森格伦讲话
14-Jan	7:50	日本	11 月季调后经常帐(十亿日元)	月	1732.2	-	欧盟朱洛娃讲话 / 16:30 欧洲央
	10:30	中国	12 月贸易帐(十亿美元)	月	38.73	45.25	行默施讲话 / 22:00 美联储威廉
	21:30	美国	12 月末季调核心 CPI(同比)	月	2.3%	2.3%	姆斯讲话
15-Jan	15:45	法国	12 月 CPI 终值(同比)	月	1.4%	1.3%	普京国情咨文 / 欧佩克月报 / 2:00 美联储乔治讲话 / 8:30 日 本央行黑田东彦讲话 / 16:40 英 国央行桑德斯讲话
	17:00	德国	2019 年全年 GDP	年	1.5%	0.6%	
	17:30	英国	12 月核心 CPI(同比)	月	1.7%	1.7%	
	18:00	欧元区	11 月工业产出(环比)	月	-0.5%	0.4%	
			11 月季调后贸易帐(亿欧元)	月	245	-	
	21:30	美国	1 月纽约联储制造业指数	月	3.5	4	
			12 月核心 PPI(同比)	月	1.3%	1.3%	
16-Jan	7:50	日本	12 月国内企业商品物价指数(同比)	月	0.1%	0.9%	0:00 美联储哈克讲话 / 1:00 美
			11 月核心机械订单(同比)	月	-6.1%	-5.3%	联储卡普兰讲话 / 3:00 美联储
	15:00	德国	12 月调和 CPI 终值(同比)	月	1.5%	1.5%	经济状况褐皮书 / 9:30 中国 70
	21:30	美国	12 月零售销售(环比)	月	0.2%	0.3%	个大中城市住宅销售价格月报 /
			首申失业金人数(万人)	周	21.4	-	19:00 土耳其央行利率决议 /
	23:00		1 月 NAHB 房价指数	月	76	74	19:30 欧洲央行会议纪要
	5:00	美国	11 月国际资本净流入(亿美元)	月	-483	-	
	9:30	中国	12 月规上工业企业利润(同比)	月	5.4%	-	
			12 月规上工业增加值(同比)	月	6.2%	5.9%	
	10:00		四季度实际 GDP(同比)	季	6.0%	6.0%	

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_7847

