国信期货宏观月报

宏观

市场流动性依然较为充裕 美国经济刺激计划或将落地

2021 年 02 月 28 日

主要结论

2 月流动性依然较为充裕：由于 2021 年春节期间提倡异地过节，所以今年央行流动性投放程度弱于往年，但 2 月整体流动性依然较为宽裕。通过观察国家资产负债表研究中心出具的 2020 年中国宏观杠杆率，并且将之与美国宏观杠杆率做比较，我们发现相较于美国，我国部门杠杆率主要集中在非金融企业部门，由于企业杠杆上升速度过快以及过高的企业部门杠杆会伤害实体经济，所以需要持续观察 2021 年央行是否会有去杠杆的倾向。同时通过观察我国 2017 年去杠杆的经验，主要是运用了一年多的“三紧”策略，通过在货币、财政、监管方面金融和债务的管理，引导国内债务周期向健康的方向调整。所以未来需要持续关注社融和 M2 的增速，如果出现社融增速小于 M2 增速的情况，则需要警惕是否有出现收缩信贷周期以及去杠杆的可能性。参考 2017 年市场的表现来说，在去杠杆的周期中，大宗商品市场的表现通常是好于权益市场的。

拜登 1.9 万亿刺激计划对经济的影响：这次 1.9 万亿的刺激计划是新冠疫情以来的美国规模第二大的刺激计划。从宏观的角度来看，这次刺激计划的内容将会极大的增加美国政府的债务，经过 PWBM 计算，此次刺激计划将使美国政府债务到 2022 年增加 7%左右，同时由于此次刺激计划将继续对居民分发现金，或将使得投资者使用储蓄来购买政府债务，从而对生产性资本产生挤出效应，据测算，到 2022 年美国资本回报率将下降 1.1 个百分点，到 2040 年资本回报率将下降 1.6 个百分点。所以此项刺激计划虽然短期增加了美国的居民储蓄率并刺激了美国的消费，但是从长期来看，依然会对经济产生一定的利空影响。

分析师：顾琛
从业资格号：F3038154
电话：021-55007766-6624
邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断 并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、宏观热点事件梳理及展望

1.1 本月市场流动性分析

按照过去 5 年来春节前后央行操作的惯例，一般会提前一个月左右进行春节期间的流动性投放，但是由于 2021 年春节期间提倡异地过节，所以今年央行流动性投放程度弱于往年，所以虽然市场感觉流动性偏紧，但是只是央行的操作异于往年，2 月整体流动性依然较为宽裕。但有一点值得投资者注意，通过观察国家资产负债表研究中心出具的 2020 年中国宏观杠杆率，并且将之与美国宏观杠杆率做比较，我们发现相较于美国，我国部门杠杆率主要集中在非金融企业部门，2020 年底我国非金融企业部门杠杆率达到了 162.3，大幅超过了国际警戒线 90。而 2017-2019 年，央行运用 4 年的时间将宏观杠杆率从 160.4 降至 151.9，但是由于 2020 年的疫情以及企业债暴雷的原因，2020 年一年企业部门的杠杆又从 151.9 上升至 162.3。由于企业杠杆上升速度过快以及过高的企业部门杠杆会伤害实体经济，所以需要持续观察 2021 年央行是否会有去杠杆的倾向。

通过观察发达国家去杠杆的经验，我们发现美国在金融危机前，由于债券牛市导致美国企业部门杠杆率在 2008 年达到了 72.6，但是由于美国金融危机爆发，房地产市场泡沫破裂，出现了企业大规模的倒闭潮，在这个情况下，美国政府借此机会通过让企业破产来降低企业部门的杠杆率，并且加大财政支出将企业部门的杠杆率转移至政府部门。但是日本在处理企业杠杆方面就没有这么好的运气了，上世纪 90 年代初，日本经济泡沫破裂，企业由于前期大量负债导致难以偿还借款，但是由于日本政府没有及时进行银行和企业的重组，导致至今日本企业部门的杠杆一直在 100 左右浮动，日本经济发展也处于长期较低的增长速度中。所以通过观察美国和日本去企业部门杠杆的经验，通过比较事件的特殊性和成功率，我们发现国外发达国家的经验比较难以借鉴。

所以反观我国 2017 年底开始的去杠杆的经验，主要是运用了一年多的“三紧”策略，通过在货币、财政、监管方面金融和债务方面的管理，引导债务周期向健康的方向调整。所以未来需要持续关注社融数据中社融增速和 M2 的增速，如果出现社融增速小于 M2 增速的情况，则需要警惕是否有出现收缩信贷周期以及去杠杆的可能性。参考 2017 年市场的表现来说，在去杠杆的周期中，大宗商品市场的表现通常是好于权益市场的。

图：中美两国

国家	居民部门	非金融企业部门	政府部门
美国	116.9	83.5	76.2
中国	62.2	162.3（国际警戒线 90）	45.6

数据来源：WIND 国信期货

1.2 拜登 1.9 万亿刺激计划对于市场的影响

在疫情的影响下，2019 年 4 季度到 2020 年四季度，整体美国 GDP 下降了 2.5%，但是从 2020 年 4 季度经济放缓的速度开始减弱，环比还增长了 1%。当前美国经济依然处于结构性复苏的情况，失业主要集中在零售和销售等特定的低收入部门和年轻人之中。拜登 1.9 万亿刺激法案当前已在众议院通过，预计对于 2021 年的美国宏观经济将会产生一定的利好刺激，并改善当前经济增速和就业情况。对于拜登此次大规模的经济刺激法案，我们认为有 3 点值得投资者关注。首先是从规模的角度来看，2020 年新冠疫情到现在，美国一共进行了 6 轮经济刺激，规模最大的是 3 月底的 CARES 刺激计划，整体的刺激规模达到了 2.6 万亿左右，这次 1.9 万亿的刺激计划是新冠疫情以来的规模第二大的刺激计划。

图：疫情以来财政刺激的规模

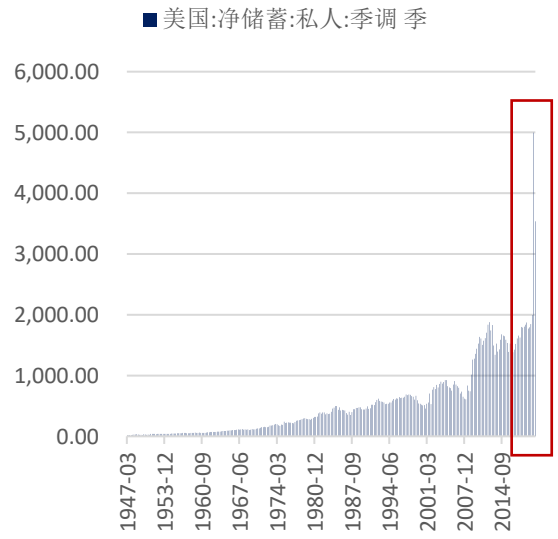
美国救助法案		
时间	事件	价格
2020.3.6	防备和应对冠状病毒补充拨款法案	83 亿（疫苗开发）
2020.3.18	家庭优先冠状病毒应对法案	1920 亿美元（税收减免和免费试剂）
2020.3.27	CARES 法案	2.2 万亿美元（PPP,综合发放现金，为企业提供贷款）
2020.4.24	薪资保护计划和医疗保健增强法案	4840 亿美元（cares 的追加）
2020.12.27	9000 亿新冠疫情救济法案	9000 亿美元（综合性的救助，主要针对居民部门）
2021.1.4	美国救济计划	1.9 万亿（第二大救助法案）

数据来源：WIND 国信期货

其次从刺激法案的内容来看，此次刺激计划相较于 2.6 万亿的 CARES 刺激计划最大的不同是面向的群体不同，CARES 刺激计划主要是面向企业部门，但是此次 1.9 万亿经济刺激计划主要面向的是居民部门，并且只有 1500 亿元给予企业部门。具体来看此次 1.9 万亿刺激计划主要分为 4 各方面，分别是 1、应对 COVID-19 的遏制和疫苗接种，对州和地方政府的援助以及联邦支出的增加（7500 亿美元）；2、对家庭的直接援助（6000 亿美元）：这一类别包括每人 1400 美元的退税支票和儿童税收抵免的扩大；3、对经济脆弱家庭的援助(4000 亿美元):这一类别包括每周额外的 400 美元失业救济金和大流行性失业计划的扩展；4 和对企业的援助（1500 亿美元）：这一类别包括对小型企业的贷款和赠款以及带薪病假。

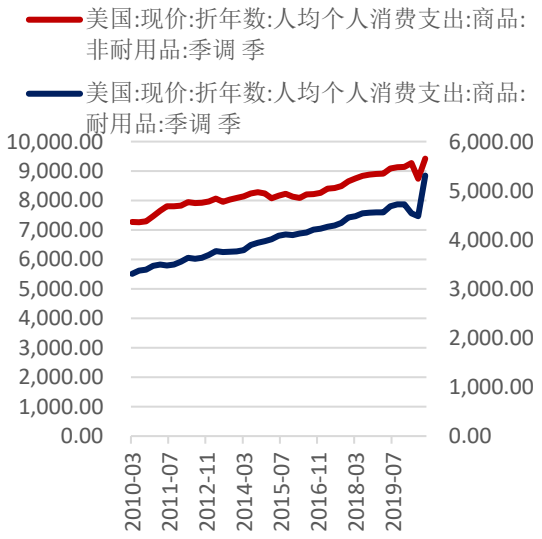
值得注意的是，虽然 2.6 万亿 CARES 刺激计划主要面对的是企业部门，但是依然将美国的居民储蓄率在 2020 年 4 月份提升至了 35%左右，并创了 40 年以来的新高，并且这个创历史纪录的高企的储蓄率极大的提振了从 2020 年 3 季度以来的美国消费。而此次 1.9 万亿刺激计划主要是面对居民部门，距美联储测算，此次刺激计划预计将提升美国的居民储蓄率至 45%，或将直接带动美国 2021 年的消费的提升，并带动经济的复苏。

图：美国净储蓄



数据来源：wind 国信期货

图：美国耐用品及非耐用品支出



数据来源：wind 国信期货

从宏观的角度来看，这次刺激计划的内容将会极大的增加美国政府的债务，经过 PWBM 计算，此次刺激计划将使美国政府债务到 2022 年增加 7%左右，同时由于此次刺激计划将继续对居民分发现金，或将使得投资者使用储蓄来购买政府债务，从而对生产性资本产生挤出效应，据测算，到 2022 年美国资本回报率将下降 1.1 个百分点，到 2040 年资本回报率将下降 1.6 个百分点。所以此项刺激计划虽然短期增加了美国的储蓄率并刺激了美国的消费，但是从长期来看，依然会对经济产生一定的利空影响。

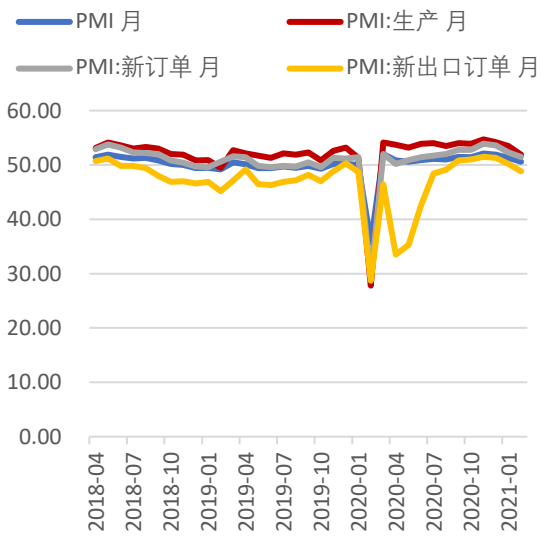
二、重要经济数据点评

受到传统春节因素影响，国家统计局自 2013 年开始不再发布 1、2 月经济活动数据的单月值，而仅在3月中旬公布 1-2 月合并的工业生产、零售、固定资产投资数据，海关总署也将于 3 月公布 1-2 月进出口数据，所以 1-2 月是传统意义上“数据真空期”，由于公开数据量的减少，本月宏观经济数据解读的篇幅将有所缩短，请投资者谅解。

2.1、通胀数据

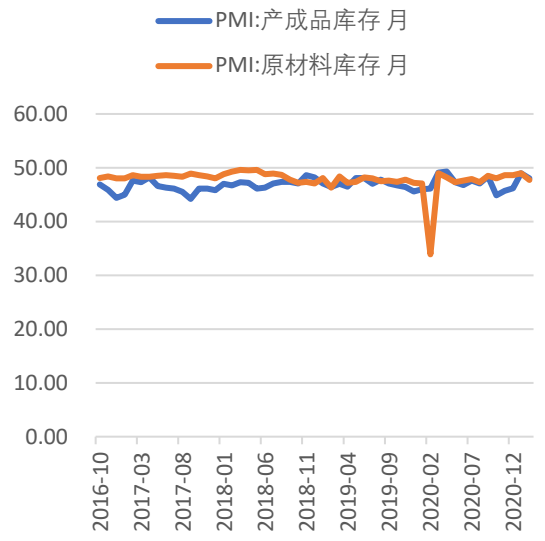
2月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.6%，低于上月0.7个百分点，连续12个月位于临界点以上，制造业景气水平较上月有所回落。数据有两点值得关注。1、从企业规模看，大型企业PMI为52.2%，比上月微升0.1个百分点；中、小型企业PMI分别为49.6%和48.3%，比上月回落1.8和1.1个百分点，均低于临界点。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。生产指数为51.9%，比上月回落1.6个百分点，高于临界点，表明制造业生产扩张步伐有所放慢。新订单指数为51.5%，比上月回落0.8个百分点，高于临界点，表明制造业市场需求增速放缓。原材料库存指数为47.7%，比上月下降1.3个百分点，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量继续降低。从业人员指数为48.1%，比上月下降0.3个百分点，表明制造业企业用工景气度较上月下降。供应商配送时间指数为47.9%，比上月下降0.9个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间有所延长。此次制造业采购经理指数扩张放缓，主要受到节假日的影响，随着疫情的好转以及复产复工的进行，预计经济景气度或将有所提升。

图：PMI 数据



数据来源：wind 国信期货

图：PMI 数据细分项



数据来源：wind 国信期货

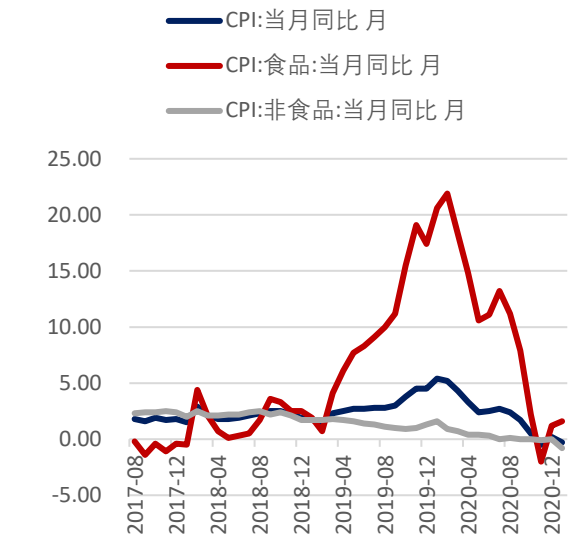
2.2、通胀数据

2021 年 1 月份，全国居民消费价格同比下降 0.3%。其中，城市下降 0.4%，农村下降 0.1%；食品价格上涨 1.6%，非食品价格下降 0.8%；消费品价格下降 0.1%，服务价格下降 0.7%。1 月份，全国居民消费价格环比上涨 1.0%。其中，城市上涨 1.0%，农村上涨 1.1%；食品价格上涨 4.1%，非食品价格上涨 0.3%；消

费品价格上涨 1.5%，服务价格上涨 0.2%。2021 年 1 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.3%，环比上涨 1.0%；工业生产者购进价格同比上涨 0.9%，环比上涨 1.4%。

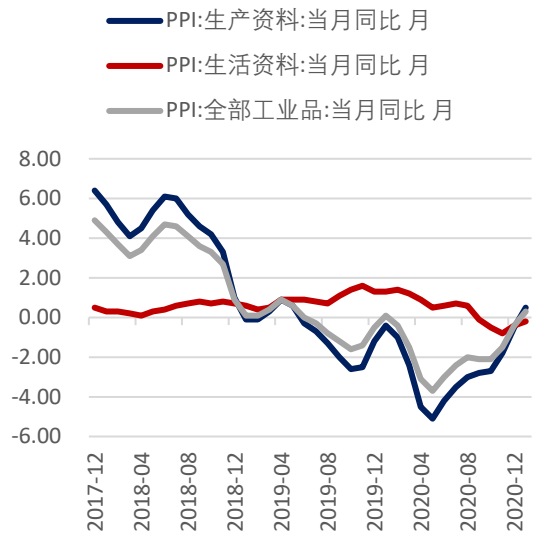
数据有两点值得关注。1、从 CPI 的数据来看，猪肉价格的回落，是 1 月通胀数据下行的主要原因。从细分数据来看，食品烟酒类价格同比上涨 1.4%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.41 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 10.9%，影响 CPI 上涨约 0.24 个百分点；粮食价格上涨 1.6%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜果价格上涨 1.3%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；蛋类价格上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；畜肉类价格下降 0.4%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。2、从 PPI 数据来看，国内需求持续改善，原油、铁矿石等国际大宗商品价格延续上涨势头，带动 PPI 上涨 1.0%。从同比看，PPI 由上月下降 0.4%转为上涨 0.3%。其中，生产资料价格由上月下降 0.5%转为上涨 0.5%；生活资料价格下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点。主要行业中，价格涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 9.9%，扩大 4.9 个百分点；煤炭开采和洗选业，上涨 9.1%，扩大 7.8 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 8.9%，扩大 0.6 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 21.9%，收窄 5.1 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 9.0%，收窄 3.5 个百分点。此外，化学原料和化学制品制造业价格由持平转为上涨 1.2%。总体来看当前经济复苏的预期不变，整体通胀依然处于较为温和的状态。

图：CPI 数据



数据来源：wind 国信期货

图：PPI 数据



数据来源：wind 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。