

宏观经济观察 014：全球经济收敛还是分化？

一周宏观动态

中国央行增加流动性投放，下调利率。一方面岁末金融机构对于流动性的需求增加，另一方面 2020 年春节的提前增加了流动性紧张风险。人民银行上周在超量续作 2850 亿到期 MLF 之后，继续向释放投放流动性 5500 亿以跨年。此外，14 天逆回购利率也下调 5BP 至 2.65%，释放了未来经济下行压力未消的风险信号。

瑞典央行加息结束负利率，日本央行公布 ETF 借贷计划。继此前美联储在 12 月释放结束“中周期降息”之后，多数央行在 12 月维持按兵不动。主要央行中日本央行、欧央行、英国央行均维持当前政策不变。但是我们注意到尤其是资源型国家受通胀影响，非常规货币政策实施国家受金融市场流动性影响，货币政策开始被动“正常化”，瑞典结束了负利率、日本央行宣布 ETF 借贷计划，而美联储则是通过扩表提供回购市场流动性。全球化压低了全球通胀，逆全球化是否向市场释放通胀？关注 2020 年通胀超预期回归的可能性。

内外货币政策再次分化，关注资金涌动的 1 月风险。美联储从降息走向中性，人民银行再次释放降息信号，背景是美国经济中周期顶部的韧性和中国经济库存周期底部的疲软。短期关注人民币端的压力，未来真实经济需求是向中国央行的悲观还是向外国央行的乐观靠拢。消息显示中美可能在 1 月初签署协议，关注市场乐观预期落地后的转变。

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，以及中国央行的降低利率，显示出全球经济仍未有效走出底部区间。未来依然需要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，回落风险增大。（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）；短期交易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：

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

经济企稳和风险释放仍需时日

——宏观经济观察 010

2019-11-18

警惕“滞涨”冲击

——宏观经济观察 009

2019-11-11

一周宏观数据与展望

· 中国：经济数据暂好于预期，地产“稳”压力增强

来源：统计局

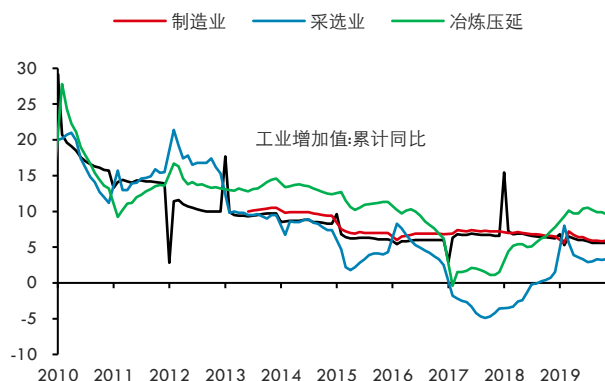
11 月份，在一系列政策效应的作用下，在全国上下的共同努力下，经济运行出现了积极变化，经济运行总体平稳、稳中有进的态势进一步显现。从主要的指标来看，可以总结成以下几个特点：一是“两加快”，二是“两稳定”，三是“两改善”。

两加快：一是工业和服务业增长加快。从刚才介绍的情况来看，11 月份规模以上工业增加值同比增长 6.2%，比上月加快 1.5 个百分点。从行业来看，41 个大类行业中有 33 个行业增速比上月加快，占到全部行业八成左右的水平。从主要产品来看，从统计的 500 多种主要工业产品当中有六成以上的工业产品产量增速比上月加快。11 月份服务业生产指数增长 6.8%，比上月加快 0.2 个百分点，多数服务业行业增长也都比上月加快。**二是市场销售加快。**11 月份社会消费品零售总额同比增长 8%，比上个月加快 0.8 个百分点。在统计的 18 大类商品类别中，有 14 类比上月加快，占到全部比例七成以上。市场销售的加快和 11 月份网上零售的增长有很大关系，11 月份网上零售的当月增速比上月明显加快，对拉动当月社会消费品零售总额增长起到积极作用。

两稳定：一是就业形势保持稳定。前 11 个月，城镇新增就业达到 1279 万人，已经提前完成了全年的预期目标。从全年来看，新增就业水平有望达到 1300 万人以上，将是连续 7 年新增就业达到 1300 万，是非常不容易的。从调查失业率来看，11 月份全国城镇调查失业率是 5.1%，与上月持平，其中 25 岁到 59 岁就业主体的调查失业率是 4.6%，也是与上月持平的，就业形势保持稳定。**二是外贸外资增长保持稳定。**前 11 个月进出口总额增长 2.4%，其中出口增长 4.5%，与主要贸易伙伴比如像欧盟进出口总额增长 7.7%，与东盟国家进出口总额增长 12.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 9.9%，外贸增长的形势稳定。从外资情况来看，前 11 个月实际利用外资同比增长 6%，其中高技术产业利用外资增长接近 30%，外贸外贸增长保持稳定。

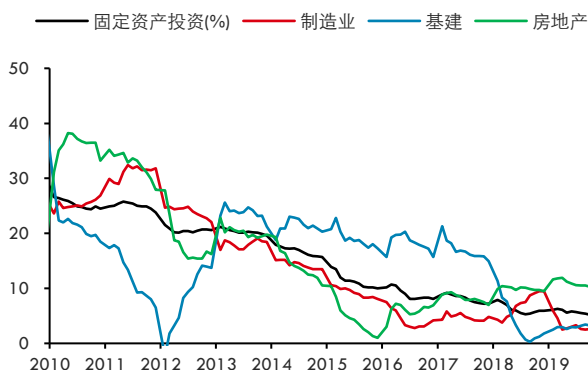
两改善：一是经济结构继续改善。可以看到，内需对经济增长的拉动继续增强，无论是投资还是市场销售的增速都快于出口增速。在内需当中，消费的增长又继续快于投资的增长，内需结构继续优化。从产业结构来看，工业当中的高技术产业和装备制造业当月增长分别是 8.9% 和 8.5%，明显快于规模以上工业的增长；服务业当中的现代服务业，像信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业增速都快于全部服务业生产指数。**二是市场预期改善。**11 月份制造业 PMI 的指数是 50.2%，比上月上升了 0.9 个百分点，在连续几个月低于临界点之后首次回升，达到荣枯线以上。非制造业的 PMI 指数是 54.4%，服务业 PMI 指数是 53.5%，都比上月明显回升。

图 1: 11 月工业生产加快



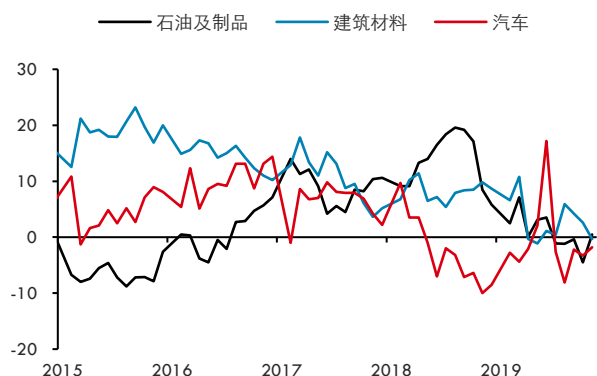
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 11 月投资保持稳定



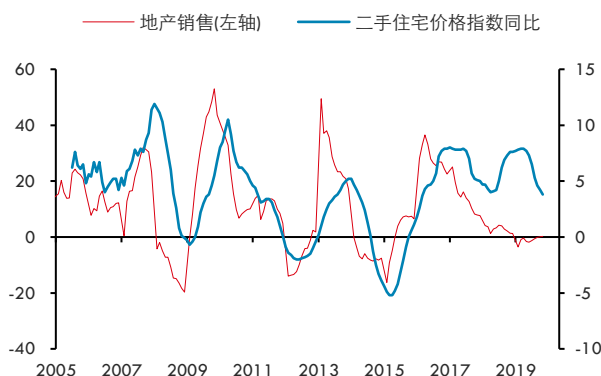
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 11 月消费出现改善



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 11 月地产部门仍存压力



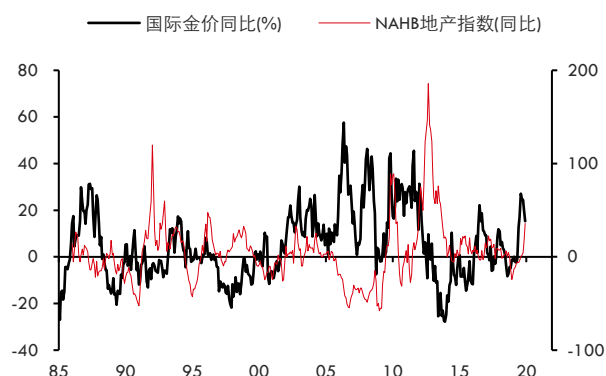
数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 美国：收入消费增长超预期，地产景气创出新高

美国房屋建筑商的情绪在 12 月份上升至 1999 年以来的最高水平，这归因于销售强劲以及潜在的买家人流量增加。上周一发布的数据显示，全美房屋建筑商协会(NAHB)/富国银行(Wells Fargo)住房市场指数跃升 5 点至 76，是自 2017 年底以来的最大单月涨幅。

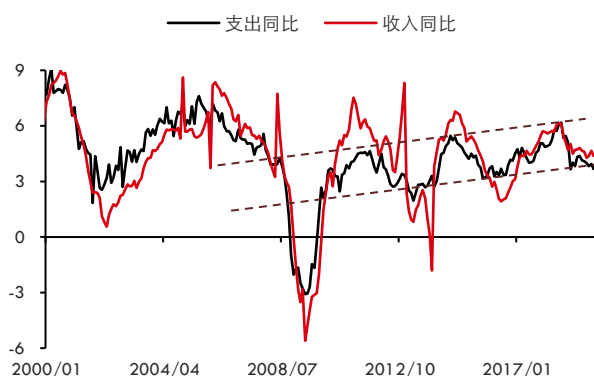
尽管最近几个月的房屋开工情况有所改善，但建设速度仍大大低于 2000 年代初的水平。缺乏库存，加上抵押贷款利率低，已经推高了房价，并限制了美国人的房屋拥有率增长。NAHB 的潜在买家交易量指标上升了 4 点，达到 58，达到 1998 年以来的最高水平；目前的销售指数上升了 7 点，达到 84，是自 1999 年以来的最高水平。

图 5: NAHB 地产指数新高



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 美国消费增速维持低位



数据来源: Wind 华泰期货研究院

美国商务部上周五公布的数据显示, 在经通货膨胀因素调整后, 11 月占美国经济总量三分之二的消费支出**环比增长 0.3%**, 超过 10 月的 0.1%。该数字高于经济学家的预估中值, 名义支出增长 0.4%, 符合预期水平。

由于贸易政策波动, 制造业疲软和商业投资减少, 消费支出成了 2019 年支持经济增长的主要动力。尽管增势可能较前两个季度有所降温, 但数据显示, 在就业市场强劲的情况下, 消费支出将继续推动明年美国经济保持创纪录的扩张。

美国商务部周五早些时候发布的另一份报告显示, **第三季度美国消费支出增长超过初值**, 但由于库存水平下降, 第三季度美国 GDP 增长虽仍处于健康状态, 2.1% 的经济增长率未作修正, 维持初值水平。

一周宏观事件与展望

· 中国：中国央行降息，经济下行压力未消

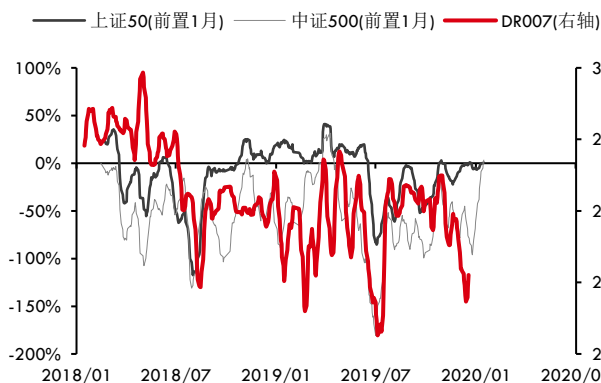
时隔近3个月后，14天逆回购操作重启，中标利率下调至2.65%。中国人民银行12月18日公告显示，以利率招标方式开展了2000亿元逆回购操作。其中，7天逆回购中标量为500亿元，中标利率2.5%；14天逆回购中标量为1500亿元，中标利率2.65%。因18日无逆回购到期，当日实现净投放2000亿元。

此前，央行已连续20个工作日未开展逆回购操作，创今年最长暂停纪录。此次7天逆回购操作的利率未作调整，但14天逆回购操作的中标利率不再是2.7%，而是下调至2.65%。值得注意的是，自2018年4月份以来，央行14天逆回购操作的利率一直维持在2.7%的水平。公告称，人民银行将密切关注市场流动性状况，灵活开展公开市场操作，维护年末流动性平稳。

国内货币政策“灵活适度”开启。在11月-12月的顶层定调之下，我们认为未来货币政策执行将更多取决于经济周期的运行，短期的经济压力加大需要货币政策逆周期调节的“灵活”，但是长期的经济调结构过程未完成决定了货币政策逆周期调节的“适度”。12月18日人民银行将14天期逆回购操作下调5BP，即提供了跨年的流动性需求，又保证了货币政策的稳健性。

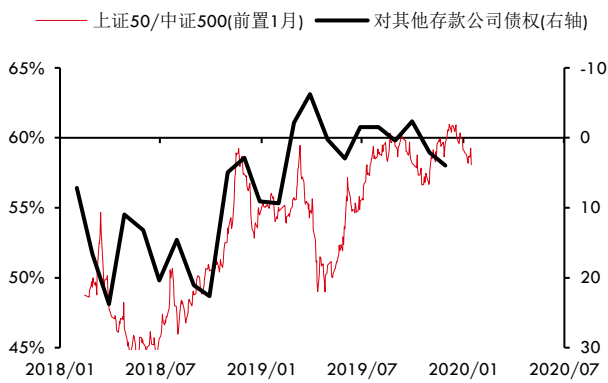
关注年末全球市场的流动性测试。国内而言，随着12月流动性总体情况的稳定，我们认为央行在MLF续作和逆回购流动性投放之后，总体流动性将呈现稳定。关注国外流动性压力的变化情况。美联储9月开启了扩表的路径，以对冲回购市场的流动性紧张。但是总体来看银行流动性投放的意愿不强，关注未来流动性变化情况。

图7： 股指期货贴水情况和DR007对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： 大小盘对比和央行流动性投放



数据来源：Wind 华泰期货研究院

长期来看，关注 2020 年货币政策的定向流动性释放。总体而言，国内货币政策在短周期库存周期回升和中周期经济下行压力之下，货币政策仍将维持中性的节奏。但是在 2020 年目标压力之下，短周期的逆周期存在流动性偏宽松的投放状态。

在 11 月-12 月的顶层定调之下，我们认为未来货币政策执行将更多取决于经济周期的运行，短期的经济压力加大需要货币政策逆周期调节的“灵活”，但是长期的经济调结构过程未完成决定了货币政策逆周期调节的“适度”。12 月 18 日人民银行将 14 天期逆回购操作下调 5BP，即提供了跨年的流动性需求，又保证了货币政策的稳健性。

· 美国：特朗普弹劾案，短期冲击中期无碍

美国当地时间 12 月 18 日晚，美国国会众议院通过了弹劾特朗普的两大条款：滥用职权和妨碍国会调查。特朗普成为继安德鲁·约翰逊和比尔·克林顿之后，第三位遭到众议院弹劾并通过的美国总统。

从弹劾的进程和预期上来看，众议院可谓是达成了关键一步。但在大部分观察者看来，最终将特朗普弹劾下台的可能性极低。

这是因为，罢免总统的最后一步是参议院投票，而特朗普所在的共和党则是参议院的多数党，出于对党派利益的维护，共和党议员大面积支持弹劾特朗普的可能性极低。这一点，从众议院投票中，共和党无一人投出支持票也可看出。

另一方面，滥用职权和妨碍国会调查这两大弹劾条款，在美国法律上也极难构成犯罪的判定。且从法律角度看，当前的证词均难构成第一手信息，尤其是特朗普最终在乌克兰没有调查拜登的情况下，依然提供了对乌军事和安全援助，难以证明存在明确的利益交换。

由于弹劾条款不够尖锐、事实不够确凿，美国民众对弹劾的态度也出现了极大的分化。根据一项民调显示，47%的人支持弹劾特朗普，同样有 47%的人反对弹劾他。

一周交易日历

关注圣诞期间市场的流动性风险

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
23-Dec	12:30	日本	10 月所有产业活动指数(环比)	月	1.50%	-4.30%	全国人大常委会第十五次会议 (至 28 日)
	13:00		10 月领先指标终值	月	91.8	-	
	21:30	美国	11 月耐用品订单(环比)	月	0.5%	1.5%	
			11 月芝加哥联储全国活动指数	月	-0.71	-	
			11 月新屋销售(万户)	月	73.3	73	
24-Dec	23:00	美国	12 月里士满联储制造业指数	月	-1	1	7:50 日本央行会议纪要
25-Dec	7:50	日本	11 月企业服务价格指数(同比)	月	2.10%	2.10%	美加德法英圣诞休市
26-Dec	13:00	日本	11 月新屋开工(同比)	月	-7.40%	-8.10%	-
			11 月营建订单(同比)	月	6.40%	-	
	21:30	美国	首申失业金人数(万人)	周	23.4	-	
27-Dec	-	德国	11 月实际零售销售(同比)	月	1.40%	1.60%	7:50 日本央行会议意见摘要 / 17:00 欧洲央行经济公报
	7:30	日本	11 月失业率	月	2.40%	2.40%	
	7:50		11 月工业产出(同比)	月	-7.70%	-8.50%	
			11 月零售销售(同比)	月	-7.00%	-1.10%	
	9:30	中国	11 月规模以上工业企业利润(同比)	月	-9.90%	-	

资料来源：FX168 华泰期货研究院

全球宏观坐标更新

· 总量：经济景气波动，通胀预期向上隐现

图 9：全球 PMI 热图（截止 12 月）——全球的反弹面临回调

	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12
全球	53.1	53.0	52.8	52.6	52.2	52.0	52.0	51.4	50.8	50.6	50.5	50.4	49.8	49.4	49.3	49.5	49.7	49.8	50.3	-
美国	56.4	55.4	55.3	54.7	55.6	55.7	55.3	53.8	54.9	53.0	52.4	52.6	50.5	50.6	50.4	50.3	51.1	51.3	52.6	52.5
欧元区	55.5	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.3	47.5	47.9	47.7	47.6	46.5	47.0	45.7	45.9	46.9	45.9
德国	56.9	55.9	56.9	55.9	53.7	52.2	51.8	51.5	49.7	47.6	44.1	44.4	44.3	45.0	43.2	43.5	41.7	42.1	44.1	43.4
法国	54.4	52.5	53.3	53.5	52.5	51.2	50.8	49.7	51.2	51.5	49.7	50.0	50.6	51.9	49.7	51.1	50.1	50.7	51.7	50.3
意大利	52.7	53.3	51.5	50.1	50.0	49.2	48.6	49.2	47.8	47.7	47.4	49.1	49.7	48.4	48.5	48.7	47.8	47.7	47.6	-
西班牙	53.4	53.4	52.9	53.0	51.4	51.8	52.6	51.1	52.4	49.9	50.9	51.8	50.1	47.9	48.2	48.8	47.7	46.8	47.5	-
英国	54.3	54.4	53.8	52.8	53.6	51.1	53.6	54.2	52.6	52.1	55.1	53.1	49.4	48.0	48.0	47.4	48.3	49.6	48.9	47.4
澳大利亚	57.5	57.4	52.0	56.7	59.0	58.3	51.3	49.5	52.5	54.0	51.0	54.8	52.7	49.4	51.3	53.1	54.7	51.6	48.1	-
日本	52.8	53.0	52.3	52.5	52.5	52.9	52.2	52.6	50.3	48.9	49.2	50.2	49.8	49.3	49.4	49.3	48.9	48.4	48.9	48.8
中国(财新)	51.1	51.0	50.8	50.6	50.0	50.1	50.2	49.7	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	-
中国(官方)	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	-
韩国	48.9	49.8	48.3	49.9	51.3	51.0	48.6	49.8	48.3	47.2	48.8	50.2	48.4	47.5	47.3	49.0	48.0	48.4	49.4	-
中国台湾	53.4	54.5	53.1	53.0	50.8	48.7	48.4	47.7	47.5	46.3	49.0	48.2	48.4	45.5	48.1	47.9	50.0	49.8	49.8	-
印尼	51.7	50.3	50.5	51.9	50.7	50.5	50.4	51.2	49.9	50.1	51.2	50.4	51.6	50.6	49.6	49.0	49.1	47.7	48.2	-
印度	51.2	53.1	52.3	51.7	52.2	53.1	54.0	53.2	53.9	54.3	52.6	51.8	52.7	52.1	52.5	51.4	51.4	50.6	51.2	-
俄罗斯	49.8	49.5	48.1	48.9	50.0	51.3	52.6	51.7	50.9	50.1	52.8	51.8	49.8	48.6	49.3	49.1	46.3	47.2	45.6	-
巴西	50.7	49.8	50.5	51.1	50.9	51.1	52.7	52.6	52.7	53.4	52.8	51.5	50.2	51.0	49.9	52.5	53.4	52.2	52.9	-
墨西哥	51.0	52.1	52.1	50.7	51.7	50.7	49.7	49.7	50.9	52.6	49.8	50.1	50.0	49.2	49.8	49.0	49.1	50.4	48.0	-

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：全球通胀曲线（截止 11 月）——全球依然冷热不均

	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11
印度	3.4	3.2	3.1	3.2	3.2	3.0	3.2	3.2	3.1	2.8	2.6	2.5	2.8	3.3	3.3	3.3	3.5	3.4	3.1	3.0

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_8212

