宏观周报：科技类贸易如期回暖，欧美央行预计按兵不动

本周要点回顾

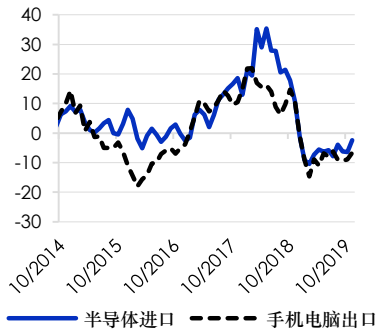
政治局提用好逆周期调节，坚持以改革开放应对外部压力。中共中央政治局周五召开会议，分析研究 2020 年经济工作。周期性政策方面，会议强调要提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具，并提到要加强基础设施建设，表明 2020 年政策支持稳增长力度将会提升，以保证全面建成小康社会任务圆满收官。结构性政策方面，会议强调要把外部压力转化为深化改革和扩大开放的动力，建设高水平开放型经济新体制，改革、开放出现的频次增多。此外，政治局已连续第二年在年度经济工作会议上不提房地产，近期可重点关注中央经济工作会议的具体表述。

美国就业数据大超预期，消费有望继续支持美国经济。据彭博社报导，中美已就取消关税数额接近达成一致，.有望在新一期关税威胁[1]生效前（即下周日）达成第一阶段协议。此外，新华社报中国正展开对美国大豆和猪肉的关税排除工作，美国总统特朗普也一改口径，表示中美谈判进展良好。数据方面，美国制造业、非制造业 ISM 双双不及预期走弱，而非农就业人数远超预期，工资增速和失业率也好于预期。数据虽好坏参半，但受贸易协议消息提振，市场避险情绪有所缓和，美国 10 年期国债利率升至 1.83%。

11 月科技类贸易回暖，总进口强势回弹。11 月出口数据不及预期，对美出口跌幅扩大，抢出口效应并不明显。而进口增速则受益于去年底基数，增速结束下跌转正。分类别看，出口受劳动力密集型行业（家具服装等）拖累下滑，而科技供给链贸易明显转好，电子用品出口和半导体元件进口跌幅缩窄（图 1），与我们预期全球科技硬件周期回暖带动中国贸易向好的判断一致。详细分析请见我们发表的《*宏观视野：经济再现曙光 - 2020 年宏观展望*》。

图 1：科技产业链相关贸易增速稳中向好

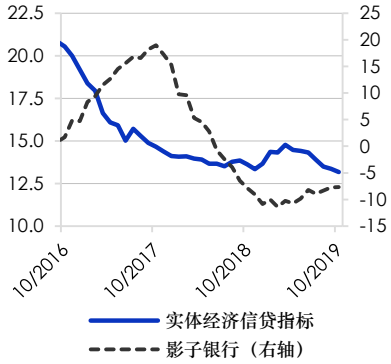
中国科技硬件进出口（3个月移动平均同比



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 2：实体经济信贷指标近期走弱

信贷增速(同比%)



资料来源：CEIC，建银国际证券

下周关注

猪价环比涨幅缩窄，CPI 春节前预计继续冲高。猪价在 11 月末回落，而平均零售价格环比上涨 12%，较 10 月 19%收窄。整体食品价格 11 月继续上行，预计推动 CPI 同比升破 4.5%。猪周期还未结束：近期农户由于担忧疫情再爆发加紧出栏，这个短期因素影响过后，我们预计猪价将继续波动上行，CPI 同比冲高走势将延续至春节。工业生产价格方面，能源价格虽随国际原油价格回落，但国内金属价格走高。我们预计 PPI 能维持环比小幅正增长，同比降幅收窄。

逆周期调节虽加大，控风险基调不改，信贷增速仍预计小幅走缓。11 月人民银行小幅调降 OMO 利率，但信贷政策方面基调未见明显转向，总体仍以防范化解金融风险为主旋律。央行领导表示，金融系统的防控风险任务具体包括继续拆解影子银行、遏制房地产泡沫化倾向以及主动配合地方政府整顿隐性债务。月中的座谈会上，央行表示社会融资规模增速与 GDP 增速基本匹配并略高一些，表明对信贷近期小幅走弱的容忍度较高（图 2）。数据方面，我们预计银行新增贷款 11 月季节性回弹，存量增速在控风险压力下小幅放缓。此外，企业债发行强劲，地方专项债无新增。预期社会融资总额 11 月将回升至 1.5 万亿左右，增速则由 10 月的 10.7%微降至 10.6%。

预计美联储、欧央行 12 月按兵不动。美联储、欧央行下周相继召开议息会。我们与市场预期一致，认为两大央行不会有进一步政策调整动作，且明年上半年也不会进一步降息。但若下周日美国按原计划对中国进口产品加征关税，有可能引致市场避险情绪攀升，金融状况收紧，市场对美联储在明年一季度（1 月 29 日、3 月 18 日）再次降息的预期将回升。

崔历
(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com

黄舒
(852) 3911 8012
clairehuang@ccbintl.com

薛莹
(852) 3911 8013
xueying@ccbintl.com

[1]美国原定于 12 月 15 日（下周日）对华加征的新一期关税，涵盖包括电子产品、玩具、服装等大量消费品。若此次关税开征，对中美经济增速的直接影响较小，在 0.1-0.2 个百分点左右。

表 1：一周重要数据、事件日程表

日期	时间	国家	数据	统计期限	彭博调查预期	建银国际预测	前值
12 月 9-15 日	--	中国	新增人民币贷款	11 月	1,200b	1,200b	661.3b
12 月 9-15 日	--	中国	社融（人民币）	11 月	1,470b	1480b	618.9b
12 月 9-15 日	--	中国	M2 增速	11 月	8.4%	8.3%	8.4%
12 月 10 日	09:30	中国	CPI 同比增速	11 月	4.3%	4.7%	3.8%
12 月 10 日	09:30	中国	PPI 同比增速	11 月	-1.5%	-1.4%	-1.6%
12 月 11 日	21:30	美国	CPI 环比	11 月	0.2%	--	0.40%
12 月 11 日	21:30	美国	核心 CPI 环比	11 月	0.2%	--	0.20%
12 月 11 日	21:30	美国	CPI 同比	11 月	2.0%	--	1.80%
12 月 11 日	21:30	美国	核心 CPI 同比	11 月	2.3%	--	2.30%
12 月 12 日	03:00	美国	联邦基金目标利率上限	12 月	1.75%	1.75%	1.75%
12 月 12 日	03:00	美国	联邦基金目标利率下限	12 月	1.50%	1.50%	1.50%
12 月 12 日	20:45	欧元区	欧央行主要再融资利率	12 月	0.00%	0.00%	0.00%
12 月 12 日	20:45	欧元区	欧央行边际借贷便利利率	12 月	0.25%	--	0.25%
12 月 12 日	20:45	欧元区	欧央行存款便利利率	12 月	-0.50%	--	-0.50%
12 月 13 日	21:30	美国	零售环比	11 月	0.4%	--	0.3%
12 月 13 日	21:30	美国	零售（剔除汽车）环比	11 月	0.3%	--	0.2%

日期	时间	国家	全球央行发言人日程、重要事件
12 月 12 日	03:30	美国	• 美联储主席鲍威尔在 12 月议息会议后的发布会上讲话
12 月 12 日	21:30	欧元区	• 欧央行行长拉加德在 12 月货币政策会议后的发布会上讲话
12 月 14 日	00:00	美国	• 美联储 Williams（投票成员）讨论货币政策问题
12 月 15 日	00:00	美国/中国	• 按计划美国将对 3000 亿美元中国商品中的第二部分加征 15%关税

资料来源：彭博，建银国际证券

评级定义：

优于大市 – 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 – 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 – 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)）内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及 / 或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序， 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及 / 或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息，且不应分发给零售客户。如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在读阅本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2019。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097

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_8333