

宏观经济观察 012: 国内“保稳定”，关注流动性

一周宏观动态

美国非农就业大增，改善市场悲观预期。在全球景气指数 PMI “底部”反弹的过程中，谁也不愿意数据的呈现悲观。上周五公布的美国 11 月新增非农就业情况大超预期，显示出短期经济韧性的特征，降低了市场对于美联储短期内降息的预期。

周期底部回升的过程伴随着风险的增加。上周美国对多国进行了贸易环境收紧的动作，对外战线的进一步延长或是其内部压力的外溢，或是在周期错位之下降低资金流出的选择。美日贸易协议在日议会得到通过，但中美之间依然是全球关注的风险焦点，11 月智利会议取消之后，12 月 15 日加征关税之前能够改善依然充满不确定。

中国政治局会议“保稳定”，释放了政策阶段性边际转变的信号。16 年开始的“经济供给侧”增加了地方政府和企业家的不确定性，18 年开始的金融供给侧叠加外部环境的恶化，加剧了经济回落的压力，随着“收官之年”到来，“保稳定”意味着在防风险之下需要促增长，改善市场预期，对于基建的着重，对于市场的稳定。稳定之下，提升投资机会。

全球宏观定位

定位：全球经济从周期的底部继续回升，但是改善的延续仍需看到美国信用周期下行平稳不失速和外部冲突继续保持低对抗两个条件的同时成立。目前我们认为需要等待中美阶段性信号的进一步明确，推动周期向同步指标传导。

周期：（一）库存周期。美国库存延续高位下行过程，非美库存仍在低位未现回升，预期的库存周期继续高位回落。（二）产能周期。中美期限利差均呈现出继续扁平化的特征，显示出周期向上改善的过程仍未出现，在需求——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，配置关注当前尾部阶段下行提供的空间（风险资产强于避险资产）；短期交易关注同步数据低预期的景气冲击，方向维持报告《[缺乏触点、底部延续](#)》的宏观空头思路（避险资产强于风险资产）。

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：

[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

[缺少触点，底部延续](#)

——宏观经济观察 008

2019-11-04

[美联储的选择料触发流动性的拐点](#)

——宏观经济观察 007

2019-10-28

一周宏观数据与展望

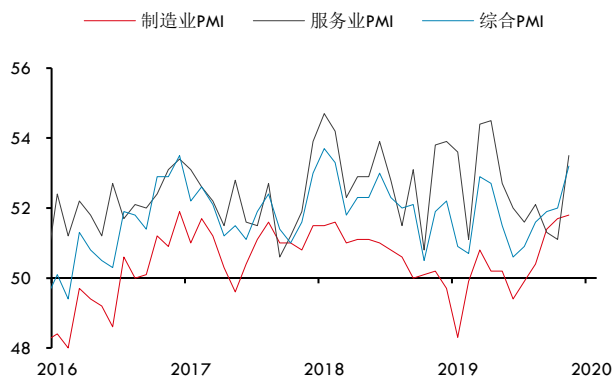
· 中国：PMI 景气回升

12月2日公布的中国11月财新中国制造业PMI录得51.8，预期51.4，较10月提高0.1个百分点，连续四个月处于扩张区间且不断攀升，为2017年以来最高。

莫尼塔研究显示，11月中国经济继续修复，制造业内外需求保持较快增长，就业今年第二次回到扩张状态。但企业信心依然谨慎，对政策和市场环境的担忧挥之不去，补库存意愿仍然有限。这是中国经济复苏的一个制约因素，需要持续的政策扶持予以关照。目前，制造业投资可能处于“磨底”阶段，低库存已经延续较长时间，如果中美贸易谈判能在之后阶段缓和，企业信心能够有效修复，那么将有望带来制造业生产和投资的扎实改善。

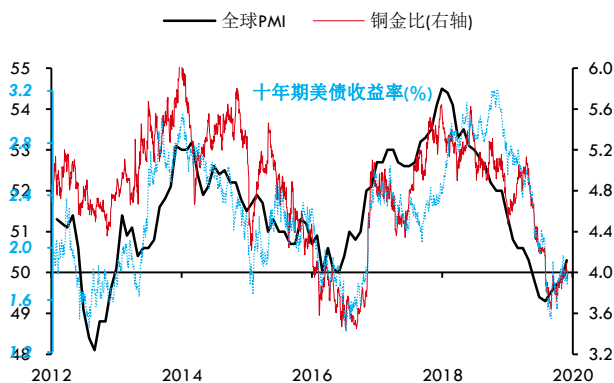
11月新订单指数从上月高位小幅回落，但仍属近年来较高水平，制造业需求保持较快的扩张速度。分类数据显示，三大监测类别普遍录得订单增长，厂商普遍表示整体需求复苏。新出口订单指数略有下降，但已是2018年初以来首次连续两月录得环比增长，调查显示海外市场潜在需求有所改善，不过增速仅属轻微。11月欧元区和美国的Markit制造业PMI初值分别为46.6（回升0.7个百分点）和52.2（回升0.9个百分点），9月以来，美国、欧元区及日本国债收益率均从底部回升，全球经济预期有所修复。中国出口订单的改善或主要源于此。

图 1: 11 月财新 PMI 改善



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2: 11 月全球 PMI 继续反弹

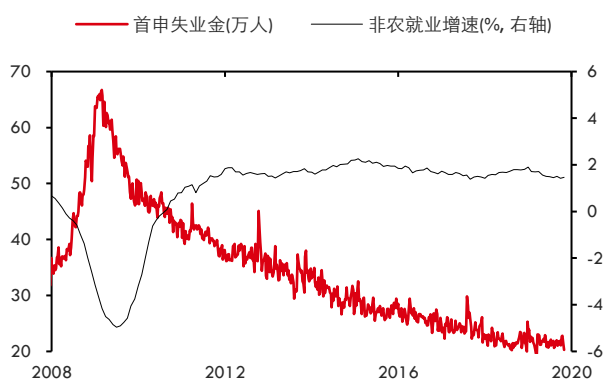


数据来源：Wind 华泰期货研究院

· **美国：前周褐皮书温和，上周非农大涨**

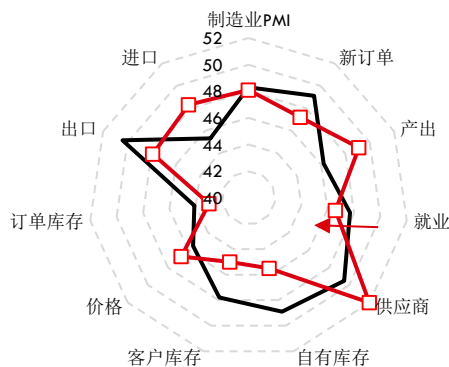
美国联邦储备委员会 11 月 27 日发布的全国经济形势调查报告显示，美国经济 10 月至 11 月中旬继续温和扩张，就业市场持续小幅增长，物价水平略有上升。在整体经济活动方面，从 10 月到 11 月中旬**经济活动温和增长，与上一个报告期的增长速度类似**。多数地区的消费支出稳定增长，有几个地区的汽车销售和旅游业出现增长。在制造业方面，尽管大多数地区仍然没有增长，不过本次报告期的扩张地区数量比前一期有所增加。非金融服务的前景仍然相当乐观，大多数地区报告的增长都比较温和。银行贷款规模的增长仍在继续，但略有放缓。房屋销售大多持平或上升，住宅建设出现比之前报告更广泛的增长，而非住宅房地产的建设和租赁活动继续以温和的速度增长。整体农业状况几乎没有变化，仍然受到天气和农作物价格走低的影响。**报告地区的能源部门活动略有恶化**。

图 3： 失业金申领和非农就业



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4： 11 月 PMI 的就业分项并没有继续扩张



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

上周五（12 月 6 日）公布的美国非农就业报告显示，11 月非农就业**新增 26.6 万人（创今年 1 月以来最高水平）**，预期增幅 18 万，前值修正后为 15.6 万；失业率降至 3.5%（创下自 1969 年以来的最低水平），平均时薪同比增速 3.1% 好于预期。数据将支持美联储的“观望”立场，风险资产跳涨，黄金跌 1%，美债收益率大幅上行。

在贸易摩擦带来的全球经济逆风影响下，劳动力市场意外走强或可缓解人们对美国经济增长的担忧。尽管交易员仍然认为美联储会降息，但他们现在的预测是降息要到 2021 年才会到来。

一周宏观事件与展望

· 中国：政治局会议“保稳定”

中共中央政治局 12 月 6 日召开会议，分析研究 2020 年经济工作；听取中央纪律检查委员会工作汇报，研究部署 2020 年党风廉政建设和反腐败工作。中共中央总书记习近平主持会议。

点评：2019 年成果回顾。

会议认为，今年以来，面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，全党全国贯彻党中央决策部署，坚持稳中求进工作总基调，以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，做好“六稳”工作，保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得**关键进展**，改革开放迈出**重要步伐**，供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破，人民群众获得感、幸福感、安全感提升，“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成小康社会取得了新的重大进展。

点评：2020 年的定位。

会议指出，2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划**收官之年**，我们要实现第一个百年奋斗目标。做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会精神，紧扣全面建成小康社会目标任务，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，加快建设现代化经济体系，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进**稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定**，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。

点评：和 2018 年 12 月政治局会议的提法差异——“保稳定”。

会议强调，当前和今后一个时期，我国经济稳中向好、长期向好的**基本趋势没有变**。我们要坚持用辩证思维看待形势发展变化，增强必胜信心，善于把外部压力转化为深化改革、扩大开放的强大动力，**集中精力办好自己的事**。要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，坚持问题导向、目标导向、结果导向，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。明年要**坚决打好三大攻坚战**，确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险。要加快现代化经济体系建设，推动农业、制造业、服务业高质量发展，**加强基础设施建设**，推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局，提升科技实力和创新能力，深化经济体制改革，建设更高水平开放型经济新体制。

点评：强调“以我为主”，三大攻坚战实现目标——脱贫、污染防治、不发生系统性金融风险。基建依然是重要选项。

会议要求，深入贯彻党的十九届四中全会精神，切实把党领导经济工作的制度优势转化为治理效能，全面做好改革发展稳定各项工作，改进领导经济工作的方式方法，**完善担当作为的激励机制**。确保困难群众基本生活得到有效保障和改善。做好岁末年初各方面工作，落实安全生产责任制，确保社会大局和谐稳定。

点评：中国经济的发动机之一——地方政府，激励机制为“担当作为”。

会议指出，在党中央坚强领导下，中央纪委国家监委和地方各级纪委监委忠实履行党章和宪法赋予的职责，深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，督促党员干部自觉做到“两个维护”，贯彻落实全面从严治党方针和要求，坚持稳中求进、实事求是、依规依纪依法，纪检监察工作坚定稳妥、扎实有效，在高质量发展上取得新的成绩。强化监督职责，深化政治监督，落实中央八项规定精神，集中整治形式主义、官僚主义问题，抓好政治巡视和巡视整改，运用“四种形态”，严格执纪执法、精准有力问责。深化拓展整治群众身边腐败和作风问题，巩固发展反腐败斗争压倒性胜利。统筹推进纪检监察体制改革，提高规范化法治化水平，建设忠诚干净担当的纪检监察铁军。

会议强调，党的十九届四中全会对坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化作出战略部署，对推动全面从严治党向纵深发展提出新的要求。**纪检监察工作**要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会精神，增强“四个意识”，坚定“四个自信”，做到“两个维护”，协助党委深化全面从严治党，坚持和完善党和国家监督体系，强化对权力运行的制约和监督，一体推进不敢腐、不能腐、不想腐，建设高素质专业化纪检监察干部队伍，为实现第一个百年奋斗目标提供坚强保障。

此前，习近平总书记主持召开中央政治局常委会会议，听取中央纪委2019年工作情况和十九届中央纪律检查委员会第四次全体会议准备情况汇报。

会议同意明年1月13日至15日召开十九届中央纪律检查委员会第四次全体会议。

· 美国：全面开战

上周美国针对巴西、阿根廷的钢铝恢复关税征收，对欧盟计划实施加征关税的提议，且特朗普讲话称贸易协议的达成最佳时间是在大选之后，美国针对法国商品加征关税，并考虑对意大利、土耳其和奥地利进行调查，在外围对与委内瑞拉相关的邮轮进行制裁。全球贸易环境出现了短期显著的恶化，冲突狼烟四起，增加了市场的避险情绪。外交是内政的延续，我们猜测美国短期面临的压力在增加，目前我们注意到美国高收益债利差继续维持在高位区间，关注未来美国国内冲突的显性化过程。

一周交易日历

关注美联储议息会议、中美 12 月 15 日关税是否会推迟

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
9-Dec	7:50	日本	三季度实际 GDP 终值(同比)	季	0.2%	0.6%	诺曼底四国峰会
			10 月季调后经常帐(十亿日元)	月	1485.2	1731.1	
	15:00	德国	10 月季调后贸易帐(十亿欧元)	月	21.2	-	
	17:30	欧元区	12 月 Sentix 投资者信心指数	月	-4.5	-5.5	
10-Dec	9:30	中国	11 月 PPI(同比)	月	-1.6%	-1.5%	英国央行金融稳定报告 / 6:05 澳洲联储洛威讲话 / 23:00 意大利央行维斯科讲话 / 23:50 IMF 格奥尔基耶娃讲话
			11 月 CPI(同比)	月	3.8%	4.3%	
	15:45	法国	10 月工业产出(环比)	月	0.3%	0.3%	
	17:30	英国	10 月工业产出(环比)	月	-0.3%	0.3%	
			10 月商品贸易帐(亿英镑)	月	-125.41	-115	
	18:00	欧元区	12 月 ZEW 经济景气指数	月	-1	-	
	18:00	德国	12 月 ZEW 经济景气指数	月	-2.1	3.5	
11-Dec	21:30	美国	三季度非农业单位劳动力成本终值	季	3.6%	3.4%	OPEC 月报 / 0:00 EIA 月报 / 8:00 新西兰半年度财政和经济 报告
			三季度非农业生产力终值	季	-0.3%	-0.1%	
	7:50	日本	11 月国内企业商品物价指数(同比)	月	-0.4%	0.0%	
11-Dec	21:30	美国	11 月核心 CPI(同比)	月	2.3%	2.3%	
12-Dec	-	美国	11 月政府预算(十亿美元)	月	-134.5	-	欧盟峰会(至 13 日) / 英国大选/ 3:00 美联储利率决议 / 3:30 美 联储新闻发布会 / 9:30 日本央 行雨宫正佳讲话 / 16:00 菲律宾 央行利率决议 / 16:30 瑞士央行 利率决议 / 17:00 IEA 月报 / 20:45 欧洲央行利率决议 / 21:30 欧洲央行新闻发布会
	7:50	日本	10 月核心机械订单(环比)	月	-2.9%	0.7%	
	15:00	德国	11 月 HICP 终值(同比)	月	1.2%	1.2%	
	15:45	法国	11 月 HICP 终值(同比)	月	1.2%	1.2%	
	18:00	欧元区	10 月工业产出(环比)	月	0.1%	-0.2%	
	21:30	美国	11 月核心 PPI(同比)	月	1.6%	1.7%	
13-Dec	7:50	日本	四季度短观指数(大型制造业)	季	5	3	1:30 加拿大央行波洛兹讲话 / 16:00 欧洲央行金多斯讲话 / 17:00 欧洲央行霍尔茨曼讲话 / 18:30 俄罗斯央行利率决议
			10 月工业产出终值(同比)	月	-7.4%	-	
	12:30		11 月进口物价指数(环比)	月	-0.5%	0.2%	
	21:30	美国	11 月零售销售(环比)	月	0.3%	0.4%	
	23:00		10 月商业库存(环比)	月	0.0%	0.2%	

资料来源: FX168 华泰期货研究院

全球宏观坐标更新

· 总量：经济景气回升，通胀预期未降

图 5：全球 PMI 热图（截止 11 月）——全球的反弹延续

	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
全球	53.5	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	56.5	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
欧元区	56.2	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
德国	58.1	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
法国	53.8	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
意大利	53.5	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	54.4	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	53.9	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
澳大利亚	58.3	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	53.8	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
中国(财新)	51.1	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)	51.4	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	48.4	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	54.8	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	51.6	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	51.6	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	51.3	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	52.3	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	51.6	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 6：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
中国	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	-
印度	4.0	4.0	3.9	5.6	5.6	5.6	5.2	4.9	5.2	6.6	7.0	7.7	8.3	8.7	8.6	6.0	6.3	7.0	7.6	-
印尼	3.4	3.2	3.1	3.2	3.2	2.9	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
日本	0.6	0.7	0.7	0.9	1.3	1.2	1.4	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5	0.9	0.7	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2	-
韩国	1.5	1.5	1.5	1.1	1.4	2.1	2.0	2.0	1.3	0.8	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6	0.0	-0.4	0.0	0.2
马来西亚	1.4	1.8	0.8	0.9	0.2	0.3	0.6	0.2	0.2	-0.7	-0.4	0.2	0.2	0.2	1.5	1.4	1.5	1.1	1.1	-
中国台湾	2.0	1.8	1.4	1.8	1.5	1.7	1.2	0.3	-0.1	0.2	0.2	0.6	0.7	0.9	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6
泰国	1.1	1.5	1.4	1.5	1.6	1.3	1.2	0.9	0.4	0.3	0.7	1.2	1.2	1.2	0.9	1.0	0.5	0.3	0.1	0.2
美国	2.5	2.8	2.9	2.9	2.7	2.3	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9	2.0	1.8	1.6	1.8	1.7	1.7	1.8	-
欧元区	1.2	2.0	2.0	2.2	2.1	2.1	2.3	1.9	1.5	1.4	1.5	1.4	1.7	1.2	1.3	1.0	1.0	0.8	0.7	1.0
英国	2.4	2.4	2.4	2.5	2.7	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0	2.0	2.1	1.7	1.7	1.5	-

数据来源：Wind 华泰期货研究院

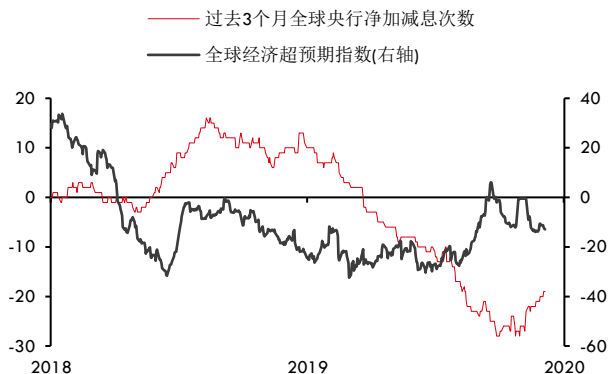
· 结构：宽松预期稍降，关注结构转变

图 7： 实际经济周期和预期经济周期对比



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8： 预期经济周期和利率周期对比



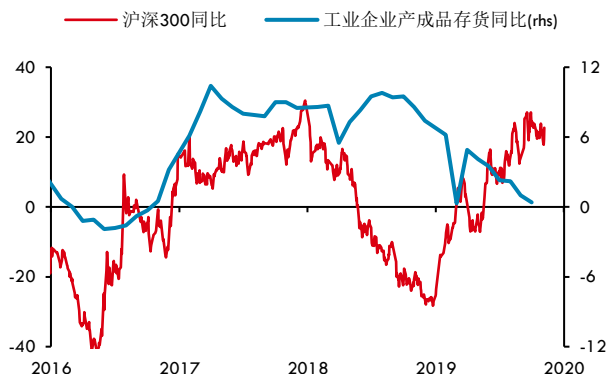
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9： 美国库存周期回落、预期开始下降



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10： 中国库存周期低位、预期顶部回落



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11： 美国长短端利差再次扁平化增加担忧

—— 期限利差(LHS) —— 产能利用率

图 12： 中国期限利差也开始收窄

—— 期限利差(LHS) —— 产能利用率

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_8586



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>