

宏观经济观察 011：第一场雪后，待跌入冬季

一周宏观动态

上周全球景气数据继续偏暖——中欧等经济的 PMI 数值继续呈现“低位”之后的反弹状态，英国脱欧继续延长、中美新一轮加征关税之前博弈强度的趋缓，推动周期低位的经济新订单增长支撑了景气呈现回升的转变。但是经济同步数据依然处在相对疲软状态，10 月中国企业利润继续回落，美国盈利增速进一步放缓，显示出整体经济端改善的信号仍在等待时间的传导过程中。

市场波动率的持续走低是已经定价了对于经济下行的预期，还是货币政策的持续宽松平抑了市场的波动率；虽然下一轮衰退结束之前宽松的状态仍将延续，但超量的押注波动率走低和巨量的黄金看涨期权之间的分歧总需要得到修复。当周期下行的时候，大国用逆周期政策带来的“软着陆”稳态，对于外部的外溢性仍在显现，德国 SPD 新任党魁的落地或意味着默克尔时代的提前结束，有利于欧洲从“平衡财政”走向“财政扩张”。

在全球经济增速回落的过程中，一方面需要关注财政扩张对于增速下行的缓和作用，在外部冲突趋缓的背景下我们已经看到经济阶段性的景气改善；另一方面需要关注价格“涨”的压力带来的叠加冲击，本周关注 OPEC 会议对于未来能源供给的引导。

全球宏观定位

定位：全球经济仍在周期的底部，周期的改善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。目前两者均无法有效保证持续性的情况下，景气的改善依然持阶段性的，向同步指标的传导力预计较弱。2019-2020 年北京的第一场雪已经落下，景气指标的阶段性反弹不改冲击的可能，因而继续保持对末端回落的警惕。

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。(二) 产能周期。中美期限利差均呈现出阶段性的扁平化特征，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：

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

风险改善，关注宏观预期修正

——宏观经济观察 006

2019-10-21

一周宏观数据与展望

· 中国：PMI 景气回升，企业经营现状仍在回落

上周中国统计局央行公布了 11 月采购经理指数。数据显示，2019 年 11 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.2，比上月**上升 0.9** 个百分点；非制造业商务活动指数为 54.4，比上月**上升 1.6** 个百分点，表明非制造业继续保持增长态势，增速加快；综合 PMI 产出指数为 53.7，比上月**上升 1.7** 个百分点，表明我国企业扩张步伐总体加快。

统计局解读：

点评：短期景气企稳

11 月份，制造业 PMI 为 50.2%，比上月上升 0.9 个百分点，在连续 6 个月低于临界点后，**再次回到扩张区间**。本月制造业 PMI 的主要特点：

一是供需两端均有改善。生产指数和新订单指数为 52.6%和 51.3%，环比分别**上升 1.8 和 1.7 个百分点**，均为下半年以来的高点，其中新订单指数重回扩张区间。从行业大类看，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药、汽车、铁路船舶航空航天设备等制造业生产指数和新订单指数双双上升，且均位于扩张区间。

二是进出口有所好转。新出口订单指数和进口指数为 48.8%和 49.8%，环比分别**上升 1.8 和 2.9 个百分点**。其中，新出口订单指数回升，与圣诞节海外订单增加有关；进口指数回升明显主要受国内需求拉动。

三是大中小企业景气普遍回升。大、中、小型企业 PMI 为 50.9%、49.5%和 49.4%，分别**高于上月 1.0、0.5 和 1.5 个百分点**，其中大型企业 PMI 再次回到扩张区间。从生产情况看，大、中、小型企业生产指数均高于上月，全部位于临界点之上。

四是转型升级加快推进。从重点行业看，高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 分别为 51.7%、51.0%和 51.1%，均连续两个月上升。

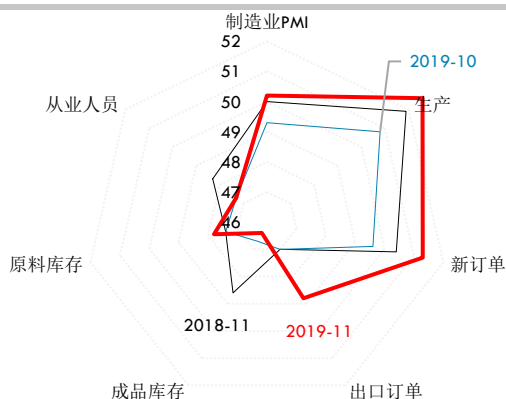
11 月份，非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月回升 1.6 个百分点，为**4 月份以来的高点**。

服务业增速明显加快。服务业商务活动指数为 53.5%，比上月回升 2.1 个百分点，且高于年均值 0.4 个百分点。由于制造业景气有所回升，企业采购活动较上月活跃，与其密切相关的生产性服务业和物流业商务活动指数环比分别上升 7.6 和 4.3 个百分点，为 58.5%和 61.5%，业务总量实现较快增长。其中，批发零售、货物运输及仓储、快递、电信互联网软件、金融等行业商务活动指数环比明显上升，是带动服务业加快扩张的主要力量。从市场需求和预期看，新订单指数升至扩张区间，为 50.5%，比上月上升 2.1 个百分点。业务活动预期指数

为 60.6%，连续两个月上升，位于高位景气区间，表明服务业企业对行业发展信心持续增强。其中，航空运输、邮政快递、银行、保险等行业业务活动预期指数继续位于 65.0% 以上。

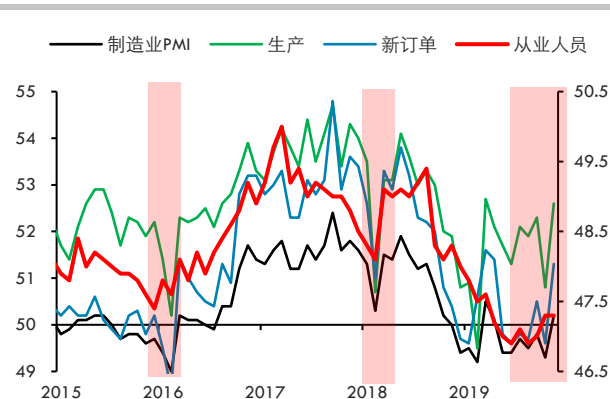
建筑业景气高位运行。建筑业商务活动指数为 59.6%，虽比上月回落 0.8 个百分点，但与年均值基本持平，继续保持较快增长。从市场需求和劳动力需求看，新订单指数和从业人员指数为 56.0% 和 55.5%，分别较上月上升 1.2 和 3.7 个百分点，显示建筑业生产活动持续处于较高景气区间，带动市场需求和企业用工稳定增长。

图 1: 11 月 PMI 分项环比改善



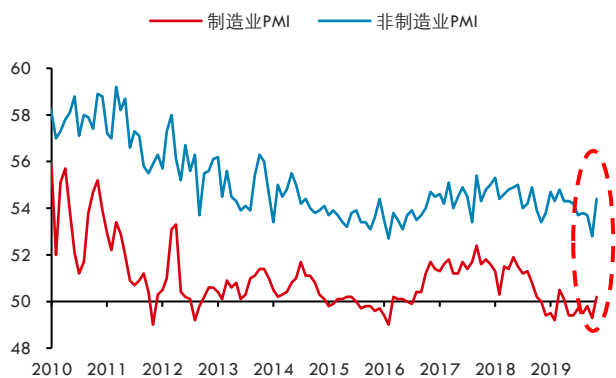
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 11 月 PMI 分项趋势反弹



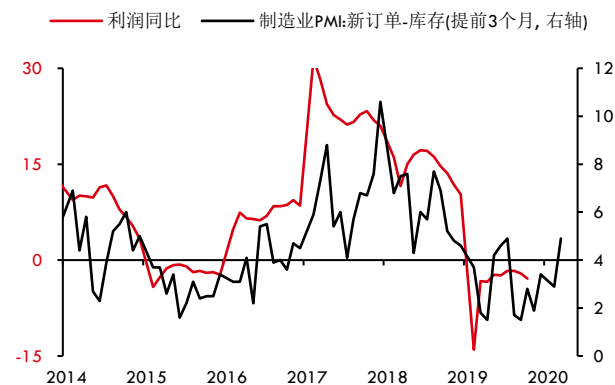
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 制造业和非制造业 PMI 均呈现反弹



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: PMI 景气类似于一季度出现反弹



数据来源: Wind 华泰期货研究院

此外，上周中国统计局央行还公布了 10 月工业企业利润数据。1-10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 50151.0 亿元，同比下降 2.9%，降幅比 1-9 月份扩大 0.8 个百分点。其中：

1-10 月份,规模以上工业企业中,国有控股企业实现利润总额 14715.5 亿元,同比**下降 12.1%**;股份制企业实现利润总额 36623.3 亿元,**下降 2.4%**;外商及港澳台商投资企业实现利润总额 12585.0 亿元,**下降 4.0%**;私营企业实现利润总额 13915.0 亿元,**增长 5.3%**。

1-10 月份,采矿业实现利润总额 4721.3 亿元,同比增长 2.4%;制造业实现利润总额 41291.4 亿元,下降 4.9%;**电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 4138.4 亿元,增长 14.4%**。

1-10 月份,在 41 个工业大类行业中,30 个行业利润总额同比增加,11 个行业减少。主要行业利润情况如下:

电力、热力生产和供应业利润总额同比**增长 16.2%**;

电气机械和器材制造业增长 15.0%,专用设备制造业**增长 12.0%**;

非金属矿物制品业**增长 10.9%**;

计算机、通信和其他电子设备制造业**增长 6.0%**;

有色金属冶炼和压延加工业**增长 5.4%**;

农副食品加工业**增长 5.1%**;

石油和天然气开采业**增长 3.4%**;

通用设备制造业**增长 2.8%**;

石油、煤炭及其他燃料加工业**下降 51.2%**;

黑色金属冶炼和压延加工业**下降 44.2%**;

化学原料和化学制品制造业**下降 25.3%**;

汽车制造业**下降 14.7%**;

纺织业**下降 6.4%**;

煤炭开采和洗选业**下降 2.1%**。

统计局解读: 1-10 月份工业企业效益情况呈现以下特点:

一是**高技术制造业、战略性新兴产业和装备制造业利润增长加快**。1-10 月份,高技术制造业、战略性新兴产业和装备制造业利润同比分别增长 7.5%、5.3%和 2.0%,增速比 1-9 月份分别加快 1.2、0.7 和 1.1 个百分点。其中,汽车制造业利润虽同比下降 14.7%,但降幅比 1-9 月份收窄 1.9 个百分点;计算机通信和其他电子设备制造业利润同比增长 6.0%,增速比 1-9 月份加快 2.4 个百分点。

点评:上游和中游的利润分化。

二是私营企业和小型企业利润保持稳定增长。1-10 月份，私营企业和小型企业利润同比分别增长 5.3%和 8.8%，与 1-9 月份大体持平。

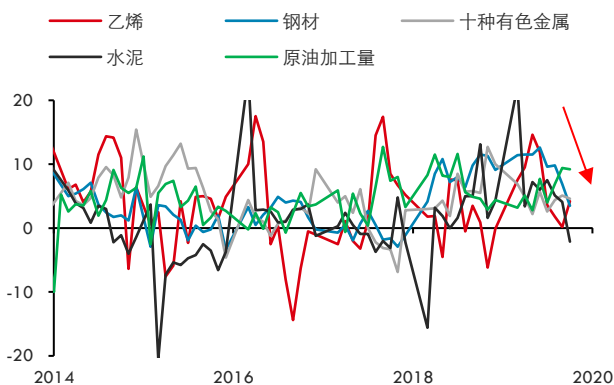
三是外商及港澳台商投资企业利润降幅继续收窄。1-10 月份，外商及港澳台商投资企业利润同比下降 4.0%，降幅比 1-9 月份收窄 0.2 个百分点，已连续 4 个月呈降幅收窄态势。

四是资产负债率下降。10 月末，规模以上工业企业资产负债率为 56.8%，同比降低 0.5 个百分点。其中，国有控股企业资产负债率为 58.3%，降低 0.7 个百分点。

五是产成品存货周转有所加快。10 月末，规模以上工业企业产成品存货周转天数为 17.3 天，同比减少 0.2 天。

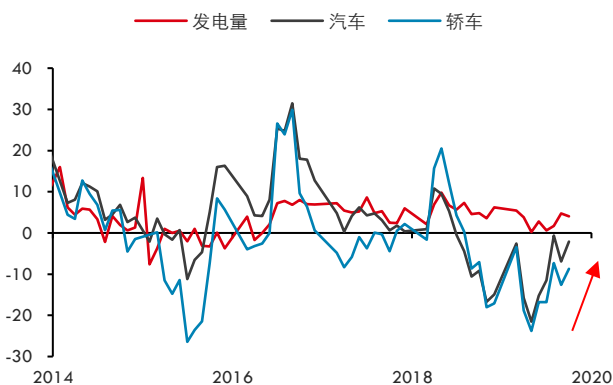
10 月份，工业企业利润同比下降 9.9%，降幅比 9 月份有所扩大，主要受工业品出厂价格降幅扩大、生产销售增长放缓等因素影响。

图 5: 原材料生产回落 (同比%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 下游生产回升 (同比%)



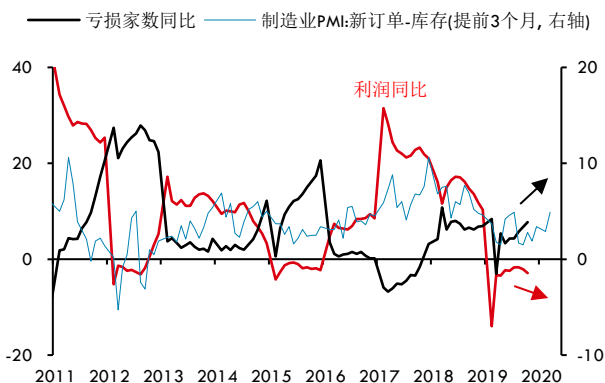
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 库存周期未开启



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 工业企业周期仍未脱离筑底阶段



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· **美国：经济褐皮书温和基调不变**

美国联邦储备委员会 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。

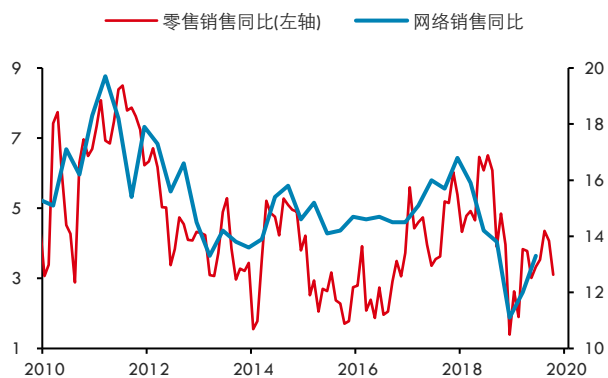
在整体经济活动方面，从 10 月到 11 月中旬**经济活动温和增长，与上一个报告期的增长速度类似**。多数地区的消费支出稳定增长，有几个地区的汽车销售和旅游业出现增长。在制造业方面，尽管大多数地区仍然没有增长，不过本次报告期的扩张地区数量比前一期有所增加。非金融服务业的前景仍然相当乐观，大多数地区报告的增长都比较温和。银行贷款规模的增长仍在继续，但略有放缓。房屋销售大多持平或上升，住宅建设出现比之前报告更广泛的**增长，而非住宅房地产的建设和租赁活动继续以温和的速度增长**。整体农业状况几乎没有变化，仍然受到天气和农作物价格走低的影响。**报告地区的能源部门活动略有恶化**。

点评：关注美国能源部门。

在就业和工资方面，美国各地的劳动力市场依然吃紧，但整体就业人数继续小幅上升。部分地区专业技术服务和医疗保健领域的就业增长相对强劲。制造业就业喜忧参半，部分地区就业人数增加，部分地区就业水平稳定，有一个地区报告裁员，还有零星的报道称零售和批发行业的就业减少了。由于缺乏合格的申请者，绝大多数地区仍然存在招聘困难，劳动力短缺的情况出现在大多数行业和技能水平的岗位中，一些人表示这限制了企业的增长。大部分地区的工资持续温和增长。低技能职位的工资压力加剧。

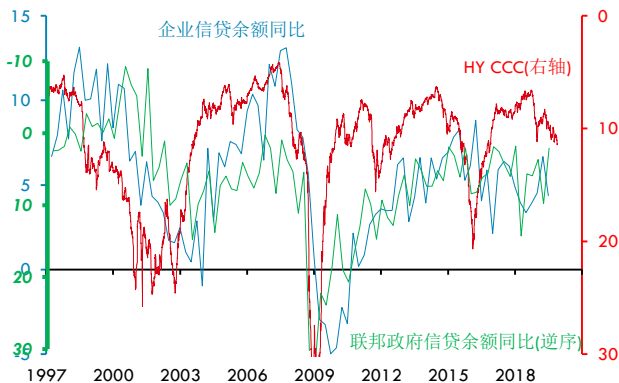
在价格方面，报告期内价格上涨速度适中，不过企业普遍预期未来价格会上涨。关于制造业投入成本和销售价格，一些地区价格出现减速，而另一些地区则成本压力上升，少数地区几乎没有变化。零售商表示成本提高，一些地区认为这是关税造成的。一些地区指出，受关税影响的企业更倾向于转嫁成本上涨。报告地区的**服务业价格大多稳中有升**。能源和钢铁价格稳中有降，建筑材料和农产品价格喜忧参半。

图 9： 关注年底消费季美国表现情况



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10： CCC 利差接近年初水平



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

一周宏观事件与展望

· 中国：结构转型和地方压力

11月29日晚间，广东省佛山市人力资源和社会保障局联合佛山市住房和城乡建设局发布《关于进一步完善人才住房政策的补充通知》。《通知》显示，认定为**优粤佛山卡 A卡、B卡、C卡、T卡**的人才，享受**佛山市户籍人口购房政策**。

此次《通知》的一大亮点在于，《通知》提出，在佛山市工作、具有本科及以上学历或中级工及以上职业资格的人才，**首套购房不受户籍和个税、社保缴存限制**。

《通知》显示，为提高《优粤佛山卡服务管理暂行办法》等人才住房保障措施的精准性、实效性，着力解决好人才普遍关心的购房问题，大力吸引各类人才尤其是产业技能人才来佛山市安居乐业，培养产业人才大军，让各类人才引得进、留得住、用得好，为佛山市建设世界级先进制造业城市提供强有力的人才支撑，经市政府同意，对完善人才住房政策进行补充通知。

今年9月9日发布的《优粤佛山卡服务管理暂行办法》将佛山市人才主要分成了四个类别：A卡为尖端人才，B卡为高级人才，C卡为中初级人才，T卡为特色人才。经测算，计划向佛山全市各类人才发出优粤佛山卡约95万张，其中：**A卡约6百张、B卡约6万张、C卡约88万张、T卡约3千张**。

11月28日，佛山市住房和城乡建设局发布关于征求《佛山市住房发展规划（2018-2022）文本（征求意见稿）》社会公众意见的公告，提出适时调整现有房地产调控政策：优化限购、限贷政策等。

《征求意见稿》第33条提出，对现有房地产调控政策进行全面梳理，适时调整，消除社会稳定风险；优化限购、限贷政策，因地制宜、因城施策；建立人口流动、房价、地价、租金水平、交易面积等与土地供应、金融税收和住房保障等政策工具的联动机制，做好差异化调控政策储备和风险防范预案，**既要防止由于供应不足或需求旺盛导致价格快速上涨，又要防止由于外部环境变化、预期逆转导致市场断崖式下挫**，切实保障群众合理的自住和改善需求，保持地价、房价和市场预期的稳定。

同时，第34条明确，建立区域性住房发展协调机制，佛山做好承接广深等热点城市产业和人口转移。《征求意见稿》指出，为满足粤港澳大湾区发展的需要，佛山将承接广深等热点城市产业和人口转移，因此，需要积极谋划和建立区域性房地产市场联动调控和协调发展机制，加快区域一体化进程，促进周边城市房地产市场平稳健康发展。

点评：地方政府未来的收入来源于通过公共服务吸引纳税户进入形成的现金流，逐渐从土地财政走出。但是短期转型的压力依然很大，佛山不应是个例。

佛山市住建局提出，与相关城市联合编制区域住房发展规划，统筹区域轨道交通、公共服务设施和居住空间布局，促进区域协同发展；建立工作机制，加强区域房地产市场信息共享与住房业务交流；加强政策制定和实施的互通互评，强化政策的协调联动。

而在这之前，针对微博账号“邓浩志”发布的“佛山购房认广州社保”的消息，11月27日，佛山市住房和城乡建设局发布严正声明称，该微博发布的上述内容为虚假信息。

目前，佛山市执行的楼市政策为2017年5月31日发布的《关于进一步加强房地产市场调控的通知》，按照《通知》：在禅城区全区，南海区桂城街道、大沥镇、里水镇，顺德区大良街道、陈村镇、北滘镇、乐从镇等区域执行商品住房(含新建商品住房和二手商品住房，下同)限购政策：

(一)佛山市户籍居民家庭在本市拥有两套及以上住房的，暂停向其销售上述区域的商品住房。

(二)非佛山市户籍居民家庭在本市没有住房的，在上述区域购买商品住房时，需提供购房之日前两年内在本市累计缴纳1年以上的个人所得税缴纳证明或社会保险缴纳证明，通过补缴的个人所得税或社会保险缴纳证明不予认定。

(三)非佛山市户籍居民家庭在本市拥有1套及以上住房的，暂停向其销售上述区域的商品住房。

· **美国：控制收益率曲线设想**

11月27日，美联储官员布雷纳德在讲话中提出一个设想：美联储是否可以“控制收益率曲线”？他说：“我一直在探索如何以更持续的方式来扩展利率目标空间，拓展我们传统政策空间，并借此加强我们前瞻指引的效用。我认为，我们可以考虑对**中短期**美国国债的收益率曲线设定上限，并以就业和通胀结果作为对加息的前瞻指引。具体来说，一旦政策利率降至有限下限水平，这种方法将顺利转向为短期至中期收益率曲线设定收益率上限。”

点评：作为货币政策宽松的先行者，日本央行依然现在所谓的质化宽松和收益率曲线控制的泥潭中。人口结构的老化叠加缺乏劳动生产率的爆发，货币政策依然

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_8697

