

宏观经济观察 010：经济企稳和风险释放仍需时日

一周宏观动态

本周关注 11 月 PMI 的预览值。市场的预期在美联储“不降息”的发言中再次改善对经济的展望修正，环比预期再次上行。但是仍需警惕美国周期的转折风险——周度失业金的恶化和高收益债的风险。

上周国内宏观数据显示，消费、生产和投资指标继续回落，但房地产数据表现超预期。土地购置面积延续回落过程中，地产投资表现出资金需求特征的上涨。央地博弈过程中，未来对投资杠杆的放松存在对经济的支撑作用。

上周美国宏观数据显示，通胀压力维持在高位，高收益债信用利差持续走高的情况下，失业金申领报告出现了周度的向上跳涨。美联储对降息延续按兵不动，但继续较快的扩表。

全球宏观定位

定位：全球经济宏观数据当前仍在相对底部波动，经济同步数据延续回落姿态。货币指标来看，主要经济体的信用扩张仍显艰难，中国¹、日本等仍处在历史上的紧缩区间，美国紧缩程度虽有改善但未至扩张²，而欧元区、加拿大等资源国的货币处在相对宽松的位置。综合来看，我们依然确认当前全球经济依然处在底部区间，在长周期下行的过程中，短周期整体改善无论是改善空间还是辐射程度都相对有限。

周期：（一）库存周期。主要经济的库存预期从年初至今延续扩张，市场对于未来不确定性预期的依然存在使得实际库存的扩张性呈现相对较缓的状态。随着 10 月市场交易了周期改善之后，随着中美周末不确定性再次升温，关注实际经济数据底部预期证伪带来的风险。（二）产能周期。中美周期的分化从产能周期角度而言，2018 年中国领先于美国回落，而随着美债期限利差的倒挂推动美国产能周期 2019 年下行预期的悲观。随着美联储对于短端利率的下沉推动，中国对于长端负债预期的提振，我们认为阶段性的周期预期仍沿着改善的方向运行。

宏观策略

维持周期待变过程的宏观交易策略，中期配置关注这一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，方向维持月报《[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：

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

贸易环境改善，宽松力度加强

——宏观经济观察 005

2019-10-14

全球经济放缓的延续

——宏观经济观察 004

2019-10-08

¹ 中国 10 月信贷低季节性回落

² 美国四季度信贷标准趋紧

一周宏观数据与展望

· 中国：信用释放低预期，经济企稳待时日

上周中国央行公布了10月金融数据。

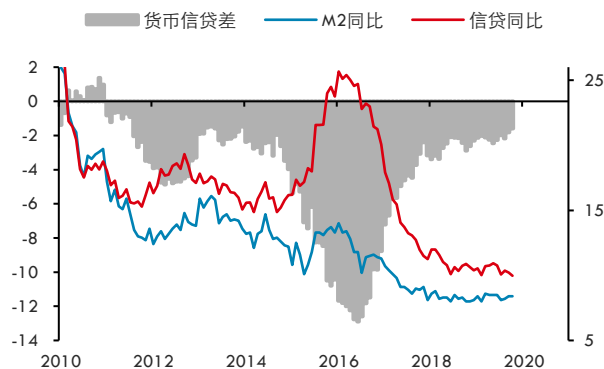
点评：信用短期有企稳现象

M2：同比上涨 8.4%。10 月末，广义货币(M2)余额 194.56 万亿元,同比增长 **8.4%**，增速与上月末持平，比上年同期高 0.4 个百分点；狭义货币(M1)余额 55.81 万亿元,同比增长 **3.3%**，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.6 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.34 万亿元,同比增长 4.7%。当月净回笼现金 734 亿元。

点评：信用需求传导依然谨慎

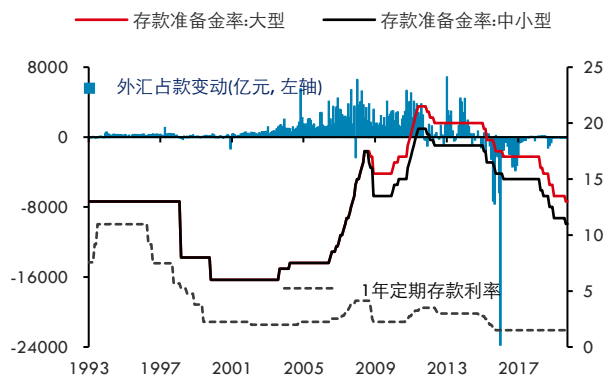
信贷：同比增长 12.4%。10 月末，本外币贷款余额 156.22 万亿元，同比增长 **11.8%**。月末人民币贷款余额 150.59 万亿元，同比增长 12.4%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 0.7 个百分点。10 月份人民币贷款增加 6613 亿元，同比少增 357 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 4210 亿元，其中，短期贷款增加 623 亿元，中长期贷款增加 3587 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 1262 亿元，其中，短期贷款减少 1178 亿元，中长期贷款增加 2216 亿元，票据融资增加 214 亿元；非银行业金融机构贷款增加 1123 亿元。10 月末，外币贷款余额 7986 亿美元，同比下降 3%。当月外币贷款减少 12 亿美元，同比多减 58 亿美元。

图 1： 货币信贷增速对比



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2： 央行定向降准和流动性压力



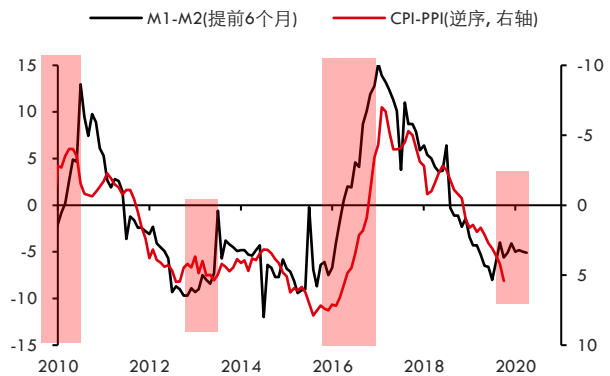
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图3: 企业盈利仍在低位



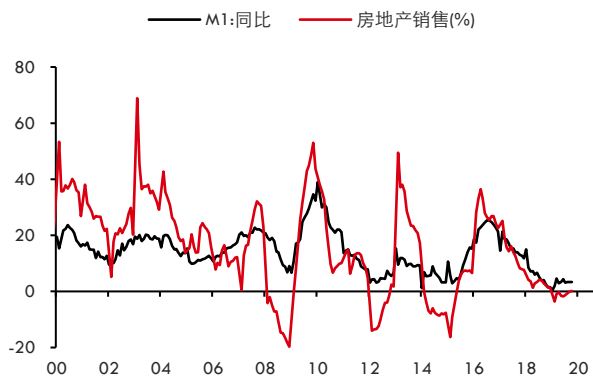
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图4: CPI-PPI 剪刀差仍待解



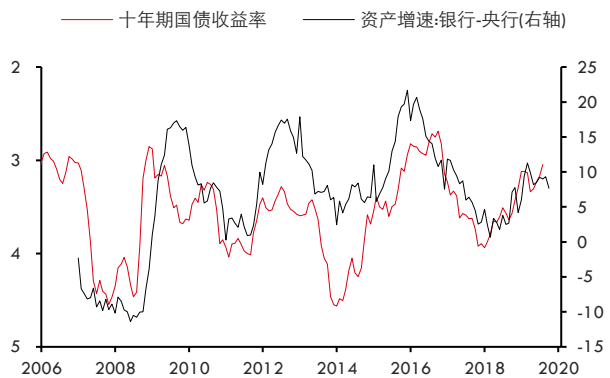
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图5: 地产销售底部状态



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图6: 央行和商业银行资产增速差和利率



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

社融存量: 同比增长 10.7%。10 月末社会融资规模存量为 219.6 万亿元, 同比增长 10.7%。其中, 对实体经济发放的人民币贷款余额为 149.13 万亿元, 同比增长 12.5%; 对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.18 万亿元, 同比下降 9%; 委托贷款余额为 11.67 万亿元, 同比下降 8.4%; 信托贷款余额为 7.62 万亿元, 同比下降 3.4%; 未贴现的银行承兑汇票余额 3.18 万亿元, 同比下降 14.5%; 企业债券余额为 22.81 万亿元, 同比增长 14.2%; 地方政府专项债券余额为 9.41 万亿元, 同比增长 29.6%; 非金融企业境内股票余额为 7.26 万亿元, 同比增长 4.1%。

从结构看, 10 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 67.9%, 同比高 1.1 个百分点; 对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 1%, 同比低 0.2 个百分点; 委托贷款余额占比 5.3%, 同比低 1.1 个百分点; 信托贷款余额占比 3.5%, 同比低 0.5 个百分点; 未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.4%, 同比低 0.5 个百分点; 企业债券余额

占比 10.4%，同比高 0.3 个百分点；地方政府专项债券余额占比 4.3%，同比高 0.6 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.3%，同比低 0.2 个百分点。

社融增量：比上年同期少 1185 亿元。1-10 月社会融资规模增量累计为 19.41 万亿元，比上年同期多 3.21 万亿元。10 月份社会融资规模增量为 6189 亿元，比上年同期少 1185 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 5470 亿元，同比少增 1671 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 10 亿元，同比少减 790 亿元；委托贷款减少 667 亿元，同比少减 282 亿元；信托贷款减少 624 亿元，同比少减 742 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1053 亿元，同比多减 600 亿元；企业债券净融资 1622 亿元，同比多 99 亿元；地方政府专项债券融资净减少 200 亿元，同比多减 1068 亿元；非金融企业境内股票融资 180 亿元，同比多 4 亿元。

点评：经济继续放缓

工业增加值：同比实际增长 4.7%，比 9 月份回落 1.1 个百分点。采矿业增加值同比增长 3.9%，回落 4.2 个百分点；制造业增长 4.6%，回落 1.0 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.6%，加快 0.7 个百分点。分行业看，10 月份，41 个大类行业中有 31 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业下降 2.7%，纺织业下降 1.3%，化学原料和化学制品制造业增长 3.0%，非金属矿物制品业增长 4.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 6.3%，有色金属冶炼和压延加工业增长 9.1%，通用设备制造业增长 3.1%，专用设备制造业增长 5.0%，汽车制造业增长 4.9%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 3.0%，电气机械和器材制造业增长 10.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 8.2%，电力、热力生产和供应业增长 6.7%。

消费：单月同比名义增长 7.2%，实际增长 4.9%。1-10 月份社会消费品零售总额累计同比增长 8.1%，除汽车以外的消费品零售额增长 9.0%。其中，城镇消费品零售额累计同比增长 7.9%；乡村消费品零售额累计同比增长 9.0%。

投资：同比增长 5.2%，回落 0.2 个百分点。分产业看，第二产业中，工业投资同比增长 3.5%，增速比 1—9 月份加快 0.3 个百分点。其中，采矿业投资增长 25.1%，增速回落 1.1 个百分点；制造业投资增长 2.6%，增速加快 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 1.9%，增速加快 1.5 个百分点。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.2%，增速比 1—9 月份回落 0.3 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 5.9%，增速回落 3.9 个百分点；道路运输业投资增长 8.1%，增速加快 0.2 个百分点；水利管理业投资增长 0.6%，增速回落 1.3 个百分点；公共设施管理业投资增长 0.2%，增速回落 0.7 个百分点。

房地产：超预期的分项。1-10 月份，全国房地产开发投资 109603 亿元，同比增长 10.3%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点。

点评：地产投资超预期增长

其中，房地产开发企业房屋施工面积累计同比增长 9.0%，增速加快 0.3 个百分点。房屋新开工面积累计同比增长 10.0%，增速加快 1.4 个百分点。房屋竣工面积累计同比下降 5.5%，降幅收窄 3.1 个百分点。房地产开发企业土地购置面积累计同比下降 16.3%，降幅收窄 3.9 个百分点；土地成交价款累计同比下降 15.2%，降幅收窄 3.0 个百分点。

房地产开发企业到位资金情况：房地产开发企业到位资金累计同比增长 7.0%，增速回落 0.1 个百分点。其中，国内贷款增长 7.9%；利用外资增长 63.2%；自筹资金增长 3.3%；定金及预收款增长 9.4%；个人按揭贷款增长 14.1%。

点评：房价环比涨幅放缓

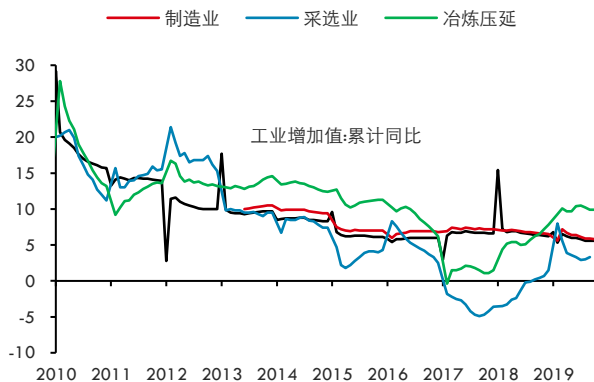
房地产价格：一二三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比涨幅均有所回落。10 月份，各地继续贯彻党中央、国务院部署，坚持“房住不炒”定位，夯实城市主体责任，围绕稳地价、稳房价、稳预期的目标，深入落实房地产调控“一城一策”，房地产市场进一步趋稳，**价格涨幅有所回落**。初步测算，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。二手住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.5% 和 0.1%，涨幅比上月均回落 0.1 个百分点。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.6% 和 0.5%，涨幅比上月均回落 0.2 个百分点。

图 7： 库存周期仍未企稳



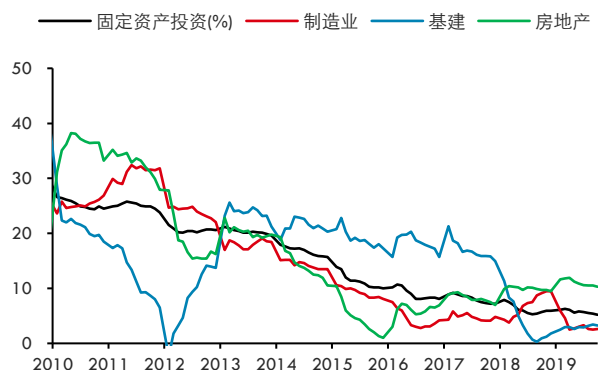
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8： 工业增加值回落



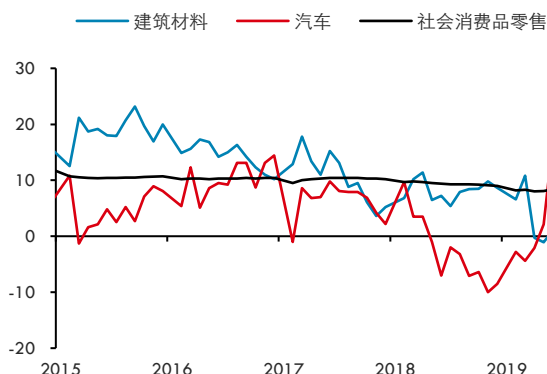
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 投资仍趋下行



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 汽车消费似有企稳



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 10 月房价趋降



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 房地产库存略升



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

· 美国: 通胀维持阶段性高位, 信用利差继续上升

上周公布了美国通胀报告。数据显示, 美国 10 月消费者物价指数回升, 为美联储近期不再进一步降息提供了支撑。美国 10 月季调后 CPI 月率刷新 3 月以来新高, 受家庭能源、医疗、事务和其他开支增加的影响, 美国 10 月消费者物价指数回升, 录得好于预期的表现, 表明潜在通胀有所上升, 加上贸易摩擦和经济衰退担忧缓和, 为美联储近期不再进一步降息提供了支撑。数据显示,

美国 10 月未季调 CPI 年率实际公布 1.8%, 预期 1.7%, 前值 1.7%;

美国 10 月未季调 CPI 月率实际公布 0.2%, 预期 0.2%, 前值 0.1%。

美国 10 月未季调核心 CPI 年率实际公布 2.3%, 预期 2.4%, 前值 2.4%。

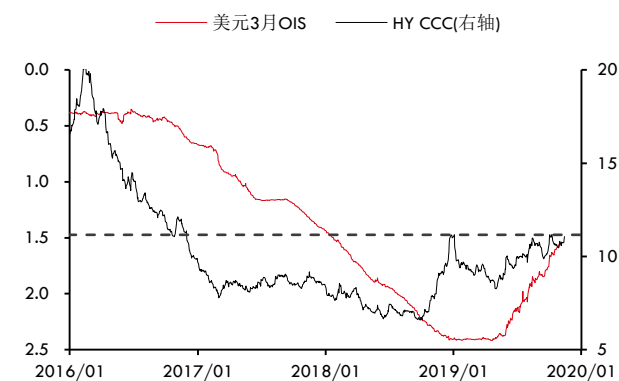
美国 10 月未季调 CPI 指数实际公布 265.01，预期 257.23，前值 256.76。

图 13: 美国通胀维持高位



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 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：供给侧的延续

1、投资

国务院常务会议决定健全固定资产投资项目资本金管理，适当调整了基础设施项目的资本金比例。固定资产投资项目资本金制度是优化投资结构、深化投资领域供给侧结构性改革的重要手段。1996 年我国建立这项制度以来，国务院分别在 2004 年、2009 年、2015 年对项目最低资本金比例进行过调整，在当时的背景下，对于加强宏观调控，保持国民经济持续健康发展起到了积极效果。

今年以来，党中央对做好“六稳”工作、促进有效投资、加大基础设施补短板力度提出了明确的部署和要求。今年《政府工作报告》明确提出要“创新项目融资方式，适当降低基础设施等项目资本金比例”。贯彻落实党中央和国务院决策部署，通过适当调整资本金比例，有利于发挥项目资本金制度的引导作用，有利于调动各方的积极性，也有利于促进产业结构调整优化，促进形成强大国内市场。

为了做好这项工作，国家发展改革委按照问题导向，按照如何进一步提升政策的有效性和针对性，今年以来，做了大量的调查研究工作，也广泛听取了各方面的意见，了解市场的需求、广泛听取各方面意见。此次调整项目资本金比例，主要是明确下调部分行业项目资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%调整到 20%。考虑到项目回报水平、收益覆盖债务融资的能力各有差异，有些项目建成后收益好、偿债能力强，在政策上允许金融机构有一些灵活性，比如，对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，允许在不超过 5 个百分点的幅度内适当降低项目资本金最低比例。同时，还对鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金明确了有关政策。

· 总结

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_8944

