

宏观经济观察 007：美联储选择料触发流动性拐点

一周宏观动态

本周重点关注美联储是否会摁下全球流动性转变的开关。截止上周五市场对于美联储的利率预期依然是会降息“25BP”，但是根据美联储9月的点阵图美联储对于未来的降息预期是不断收窄的。从不确定性风险而言，此前影响到美联储做出降息决策的风险在于全球经济下行周期中“中美经贸”和“英国脱欧”两大风险点会加剧外部经济风险对于美国经济的冲击所作的预防性降息（流动性风险我们认为纽约联储通过快速的正回购投放已经大幅降低）。上周报告指出，两大风险点短期均朝着改善的方向运行，虽然短期仍未落地，但是可能意味着美联储利率决策正朝着点阵图中值回归。在美股接近新高之际，关注美联储向市场进行妥协，还是以数据决策，市场的流动性预期料发生波动。

对于国内，种种迹象表明前期紧缩的政策将发生转变，缺少的是一个时机。从供给侧结构性改革的维度来看，从僵尸企业的去化完成到“区块链”战略定位的转变，或释放了政策从紧到松的信号，而作为投资主体的地方财政随着央地财税体系的逐渐理顺，预计新的投资周期将启动。

全球宏观定位

定位：全球经济宏观数据仍在相对底部波动，但是个别经济体的单月经济数据已经出现了改善迹象。货币指标来看，中国、日本等主要经济体和部分新兴市场国家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，而欧元区、加拿大等资源国的货币处在相对宽松的位置。从经济和货币指标综合来看，我们认为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月全球宏观两大风险逐渐缓和预期，后期关注改善预期落地情况，对于库存周期改善的风险在于预期改善之前是否存在政策释放不宽松预期带来的扰动。（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正在出现改善。

宏观策略

预计市场将进入到宏观预期修正交易的第二阶段——待底部风险释放后增加对于风险资产的配置，关注实际经济数据改善、逆周期政策从货币转向财政形成的右侧配置机会。

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

蔡超

☎ 021-60827984

✉ caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

投资咨询号：Z0014736

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

风险改善，关注宏观预期修正

——宏观经济观察 007

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

宽松政策的延续

——宏观经济观察 003

2019-09-23

一周宏观数据与展望

· 中国：中央政府的改革，地方政府的坚守

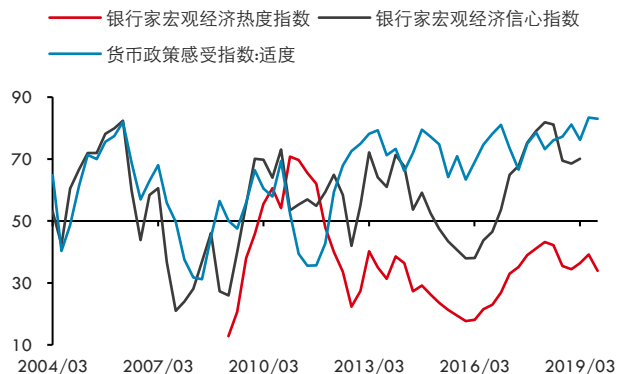
上周中国央行公布了三季度问卷调查报告。报告显示，金融端、生产端和消费端的感受出现了分化的走势，银行家、企业家整体景气预期依然超弱化方向运行，但是家庭部门的感受出现一定程度的改善——居民的购房意愿在加强。

2019 年第三季度**银行家**问卷调查结果显示，银行家宏观经济热度指数为 33.9%，比上季**下降 5.3 个百分点**。贷款总体需求指数为 65.9%，比上季**降低 0.4 个百分点**。货币政策感受指数为 54.5%，比上季**降低 0.7 个百分点**，比上年同期提高 2.9 个百分点。其中，有 13.0% 的银行家认为货币政策“宽松”，比上季减少 0.5 个百分点；4.1% 的银行家认为货币政策“偏紧”，比上季增加 0.9 个百分点；83.0% 的银行家认为货币政策“适度”。

2019 年第三季度**企业家**问卷调查结果显示，企业家宏观经济热度指数为 32.4%，比上季**低 2.1 个百分点**，比去年同期低 4.8 个百分点。产品销售价格感受指数为 45.7%，比上季**低 1.6 个百分点**，比去年同期低 5.2 个百分点。原材料购进价格感受指数为 56.3%，比上季**低 2.4 个百分点**，比去年同期低 8.0 个百分点。出口订单指数为 44.5%，比上季**低 1.9 个百分点**，比去年同期低 4.0 个百分点。国内订单指数为 47.0%，比上季**低 1.8 个百分点**，比去年同期低 2.6 个百分点。

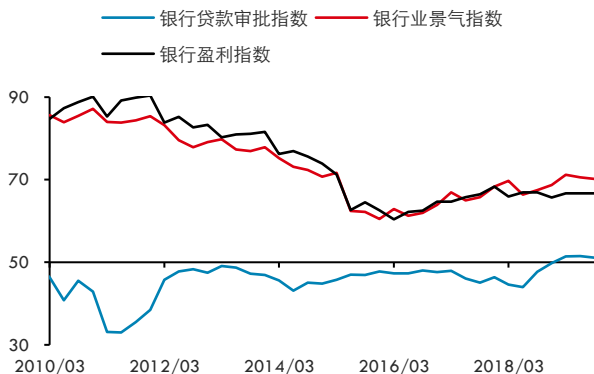
2019 年第三季度**城镇储户**问卷调查结果显示，本季收入感受指数为 54.1%，比上季**上升 1.1 个百分点**。本季就业感受指数为 45.4%，比上季**上升 1.2 个百分点**。对于下个季度，物价预期指数为 65.4%，比上季**上升 3.4 个百分点**。其中，34.6% 的居民预期下季物价将“上升”，48.8% 的居民预期“基本不变”，6.8% 的居民预期“下降”，9.8% 的居民“看不准”。对于下个季度房价，29.3% 的居民预期“上涨”，50.3% 的居民预期“基本不变”，9.8% 的居民预期“下降”，10.6% 的居民“看不准”。

图 1：金融端感受指数环比回落



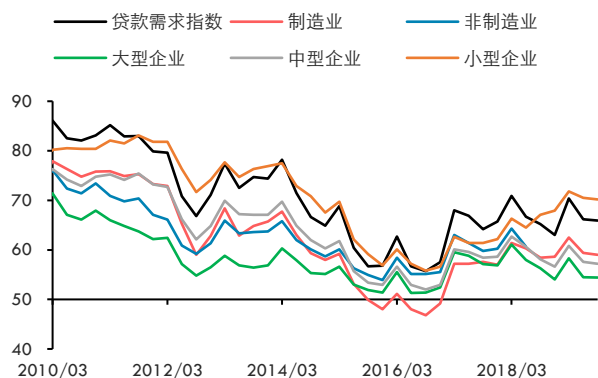
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：银行景气状态未上行



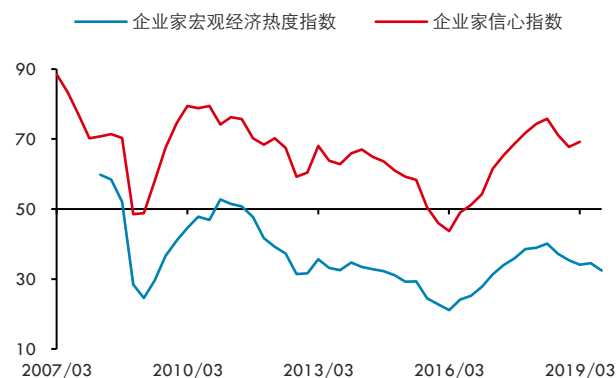
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 实体信贷需求小幅回落



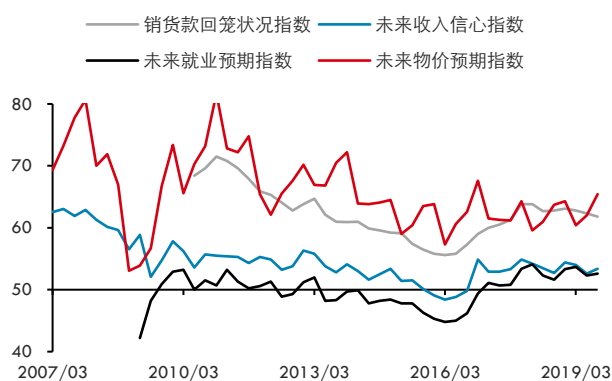
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: 企业家预期并未明显改善



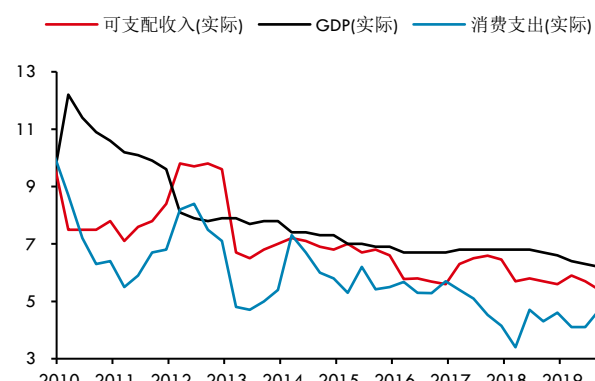
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 家庭端景气表现较平稳



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 可支配收入下行情况下支出回升



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

国家统计局近日公布 31 省份前三季度居民人均可支配收入，上海以 52292 元位居第一，成为最能挣钱的地区。北京紧随其后，前三季度居民人均可支配收入 50541 元。上海和北京也是前三季度全国仅有的居民人均可支配收入“5 万元俱乐部”成员。

就名义增速看，共 17 省份人均可支配收入增速超全国水平，西藏以 12.8% 的增速居第一，贵州、安徽、云南前三季度居民人均可支配收入增速也达两位数，分别增长 10.9%、10.2%、10.0%。

国家统计局国民经济综合统计司司长、新闻发言人毛盛勇指出，人均可支配收入今年前三季度实际增长 6.1% 和经济增长基本同步，经济增长速度 6.2%。如果从人均 GDP 增长速度

来看，人均可支配收入比人均 GDP 增速要快。从名义增长看，前三季度全国居民人均可支配收入增长 8.8%，这个收入增长还是不错的。

当前房地产依然是市场关注的焦点之一。除了上周有买方机构认为地产是经济和资产价格运行的核心驱动，今年房地产得到的信贷支持持续上升下房地产的销售和投资的表现持续的超预期强劲。我们注意到周末，海南省基本取消落户限制，显示出整体政策继续沿着松绑的方向在运行。

市场认为，此次海南全省范围内全面取消落户限制，有典型的示范效应。此前，在 10 月 20 日前后，三亚已经调整了人才购房政策¹。因为，海南作为一个特殊区域，可以说在过去一年为实现了房住不炒，制定了全中国楼市调控最严厉政策，特别是，海口、三亚的限购、限贷、限售等政策，全面超过了北上深等一线城市。如今，随着海南全面人才新政的来临，将争夺人才之战，推向深入，并推动以落户之名的全国房地产市场进一步去库存。

· 美国：关注美联储议息会议下的流动性风险

本周将进行美联储 FOMC 议息会议。市场对于美联储的利率预期依然存在 25BP 的降息可能——据 CME “美联储观察”：美联储 10 月降息 25 个基点至 1.50%-1.75% 的概率为 94.1%，维持当前利率的概率为 5.9%；到 12 月降息 25 个基点至 1.50%-1.75% 的概率为 70.6%，降息 50 个基点的概率为 25.0%，维持当前利率的概率为 4.4%。我们认为一旦当前美联储对于未来的利率政策行动超出市场预期，市场的流动性风险将再次点燃。

9 月 18 日美国联邦储备委员会宣布下调联邦基金利率 25 个基点，这是美联储今年以来第二次降息。和欧央行本周内部的分歧类似，美联储当前的分歧也很大。9 月点阵图显示出，决策者对未来的降息路径存在较大分歧——

5 位决策者认为今年余下时候应按兵不动，将利率水平维持在 1.75%-2.00%；

另外 5 位则认为应该加息 25 个基点；

剩下 7 位则支持今年至少再降一次息。

10 月 10 日美联储公布了 9 月联邦公开市场委员会(FOMC)会议的会议纪要。会议纪要显示，部分决策者担心，市场对降息幅度的预期超出了美联储的计划。决策者认为，美国经济增长基本强劲，但预期风险是下行的。此次纪要一共提到了 28 次贸易相关事宜——“作出这一

¹ 布了见 10 月 21 日报告《风险改善，关注宏观预期修正——宏观经济观察 006》

评估的重要因素包括，国际贸易紧张局势和海外经济发展似乎更可能朝着对美国经济产生重大负面冲击的方向发展，而不是朝着比预期更有利的方向发展，”

我们依然从一些状态来关注本次议息会议。

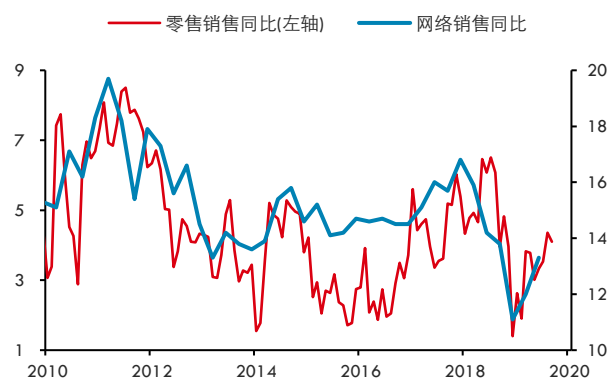
经济褐皮书——10月公布的美联储经济褐皮书指出，**美国制造业活动继续走低**，持续的贸易紧张局势和全球经济增长对经济活动形成了压力。与美联储发布上一份“褐皮书”时相比，美国经济整体**温和扩张**，就业人数**略有上升**，物价水平**涨幅不大**。从行业来看，制造业活动继续小幅下滑，旅游业及相关支出小幅增长，房地产市场则变化不大。同时，受恶劣天气、商品价格疲软及贸易局势等影响，农业状况进一步恶化。此外，企业非住宅类固定资产投资增速略有放缓。从这份报告来看，我们认为美联储对于10月利率决议的判断应是中性的。

消费——消费占美国经济的比重约七成，是拉动美国经济增长的主引擎。10月16日美国9月零售销售额环比下降0.3%，七个月来首次下降，并显著低于市场预期。数据公布当天纽约股市三大股指全线下跌。10月25日美国10月密歇根大学消费者信心指数终值95.5，预期96，初值96。美国10月密歇根大学消费者预期指数终值84.2，初值84.8。美国10月密歇根大学消费者现况指数终值113.2，初值113.4。

就业——美国9月失业率环比下降0.2个百分点至3.5%，为1969年12月以来新低；非农部门当月新增就业岗位13.6万个，低于市场预期。市场认为，美国就业市场较为健康，但增速正在放缓。另一方面，美国汽车工人联合会25日宣布，经工会工人投票，决定与通用汽车签订新的为期四年的劳动合同，并宣布结束罢工行动。美国劳工部表示，罢工不仅造成通用汽车逾20亿美元的损失，10月份的美国非农就业数据也可能受到影响。

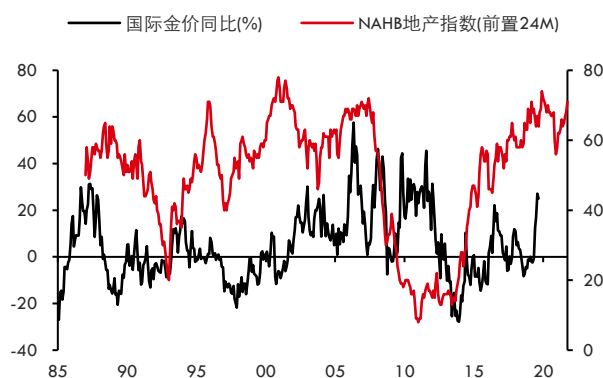
市场——欧美市场指数本周涨幅较大，截至收盘，美股道指和纳指连涨四周，三大指数逼近历史新高，标普500指数距历史最高点3027.98仅差6点。流动性支撑下的市场继续表现韧性。耶鲁大学经济学教授、诺贝尔奖得主罗伯特·席勒(Robert Shiller)日前表示，美国金融市场泡沫无处不在，无论是股票市场、债券市场还是房地产市场，投资者都无路可逃。

图 7: 美国 9 月消费同比增速延续改善



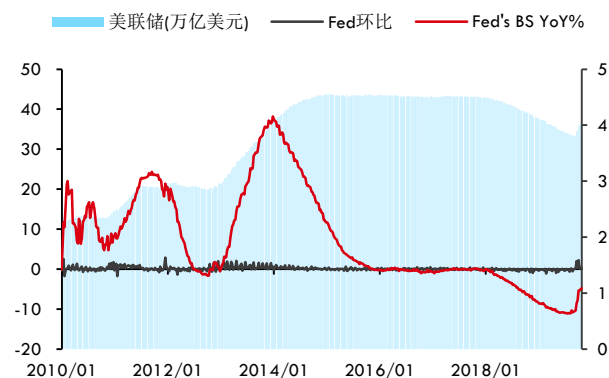
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 美国 9 月地产维持高位波动



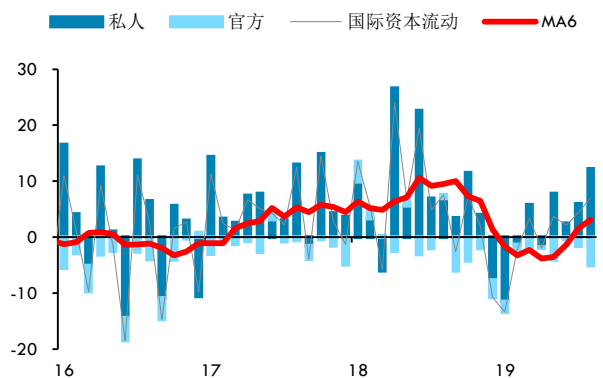
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 美联储总资产增速快速上升



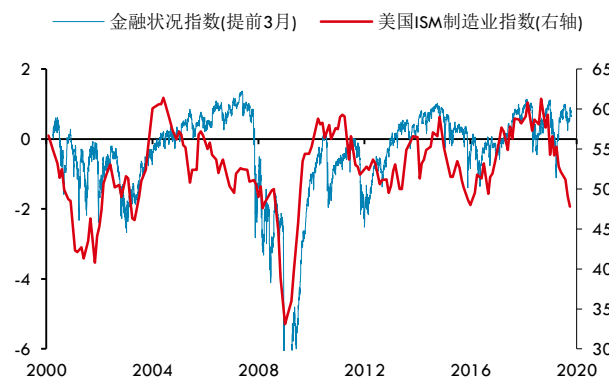
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 美国 8 月资本流动继续改善



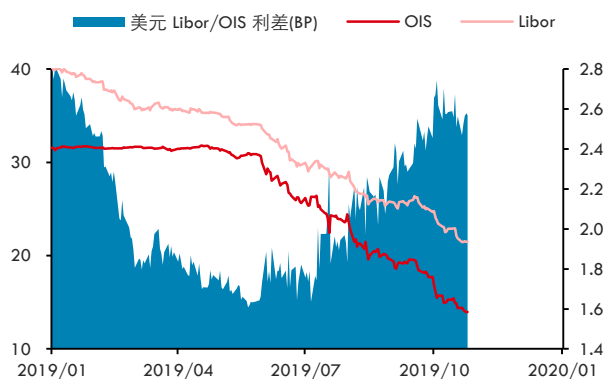
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 美国金融压力和 PMI 阶段性分化



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 年内快速上升的流动性压力初现改善



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

一周宏观事件与展望

· 中国供给侧改革：从紧缩向扩张的转变可能

关注本周 10 月 28 日至 31 日的四中全会，随着供给侧结构性改革逐渐在目标前落地，经济的供给侧改革和制度的供给侧改革有望继续推进，从而随着央地财税体系的理顺、外部压力的阶段性缓和，经济增长的“稳”将越来越明显。

在 2019 年 8 月 30 日中央政治局会议。决定 2019 年 10 月在北京召开中国共产党第十九届中央委员会第四次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究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若干重大问题。会议审议了《中国共产党党内法规制定条例》、《中国共产党党内法规和规范性文件备案审查规定》、《中国共产党党内法规执行责任制规定（试行）》。

及至 2019 年 10 月 24 日政治局会议。研究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若干重大问题。

中共中央政治局听取了《中共中央关于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若干重大问题的决定》稿在党内外一定范围征求意见的情况报告，决定根据这次会议讨论的意见进行修改后将文件稿提请十九届四中全会审议。会议指出，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的总体目标是，到我们党成立 100 年时，在各方面制度更加成熟更加定型上取得明显成效；到 2035 年，各方面制度更加完善，基本实现国家治理体系和治理能力现代化；到新中国成立 100 年时，全面实现国家治理体系和治理能力现代化，使中国特色社会主义制度更加巩固、优越性充分展现。

此外，外部环境有望阶段性得到压力的缓和。10 月 25 日晚，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意妥善解决各自核心关切，确认部分文本的技术性磋商基本完成。双方确认就美方进口中国自产熟制禽肉、鲶鱼产品监管体系等效以及中方解除美国禽肉对华出口禁令、应用肉类产品公共卫生信息系统等达成共识。双方牵头人将于近期再次通话，在此期间工作层将持续抓紧磋商。

· 欧央行议息会议：未有行动，等待 11 月

欧洲央行理事会决定，将三大关键利率，也就是主要再融资利率、隔夜贷款利率、隔夜存款利率，继续分别维持在 0.0%、0.25%、-0.5% 不变；并重申将于 11 月开始每月规模为 200 亿欧元的资产购买计划。

欧洲央行行长德拉基召开了任内最后一次新闻发布会，强调需要在更长时间内保持高度宽松的立场，呼吁各国更多财政的支持，并暗示货币政策效果减退。但是由于欧央行内部的意见分歧严重，所以欧央行没有继续强化 QE 政策，而是保持原有政策不变，这也符合市场预期，对黄金的影响虽然利多，但力度不强。

欧洲央行针对专业预测人士的最新调查显示，对通货膨胀和经济增长的预期全面下降。根据季度调查，对 2020 年通货膨胀的预估降低了 0.2 个百分点，对 2019 年和 2021 年的通胀预估均降低了 0.1 个百分点。经济增长预估也被下调，尤其是明年。在特别令人担忧的事态发展中，预测人士将长期核心通胀的前景从 1.7% 下调至 1.6%，这是欧洲央行观察人士可能对央行维持价格稳定能力失去信心的警讯。对较长期整体通胀的预期维持在 1.7% 不变。

11 月 1 日，前国际货币基金组织总裁拉加德将接替德拉吉，出任欧洲央行第四任行长，任期八年。欧洲央行候任行长拉加德对德国《明镜》周刊表示，她将积极致力于结束央行内部分歧。此前，央行利率决策者之间的公开争吵使该机构出现了罕见的严重分歧。拉加德补充表示，她打算一上任就展开广泛的政策评估，并从一开始就让负责利率决策的管理委员会委员参与进来。此外，她还重申了欧洲央行行长德拉基的一贯信息，即财政政策需要在提振增长和通胀方面发挥更大作用。

特别的，中国央行在 25 日宣布，经国务院批准，近日，中国人民银行与欧洲中央银行续签了双边本币互换协议，互换规模为 3500 亿元人民币/450 亿欧元，协议有效期三年，经双方同意可以展期。中欧续签双边本币互换协议，将对维护金融市场稳定、扩大中欧间本币使用发挥积极作用，同时有助于促进贸易和投资的便利化。早在 2017 年，欧洲央行在其官网的一则短声明——欧洲央行与佳都公羊元外汇银行 达成人民币欧元 欧洲央行在声明中称

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_9395

