

宏观经济观察 006：风险改善，关注宏观预期修正

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：

[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

[继续防范经济下行风险](#)

——宏观经济观察 002

2019-09-16

一周宏观动态

全球两大风险——中美经贸摩擦、英国脱欧——在上周同时出现了转机，中美之间达成阶段性（第一阶段）协议的概率在增加，而英国脱欧也朝着结束纠缠的概率在运行，从事件上而言虽然落地之后带来的调整不可避免，但对于实体经济的不确定性而言将出现降低。

中国公布了三季度宏观经济数据，数据显示经济回落的过程没有结束，但是9月单月迎来一次反弹的过程。随着“房住不炒”政策的延续，经济结构转型的未结束意味着经济仍在寻找下方中枢的过程，但是从短期的视角来看，全球经济下行以来货币政策的持续宽松从负债端形成改善，周期在不确定性预期降低和财政带动资产端的影响下预计将开启上行。

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——中国、加拿大等国的PMI，英国的消费等。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区间，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态势，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得到缓和的预期，后期关注不确定性改善的预期落地情况，对于库存周期而言改善的可能性依然存在，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——底部风险释放后增加对于风险资产的配置，关注在周期底部实际经济数据改善、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

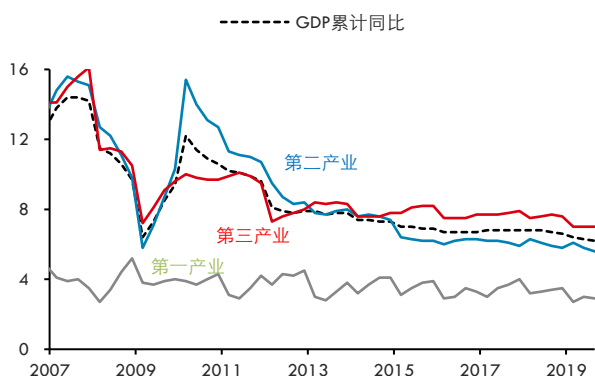
一周宏观数据与展望

· 中国：关注未来地产政策对于短期经济压力的影响

上周公布了中国 9 月宏观数据，总体上而言，我们认为 9 月的中国经济呈现阶段性企稳的特征。但是显然，阶段性的企稳并不意味着 2010 年以来红利褪去的经济中枢已经找到。

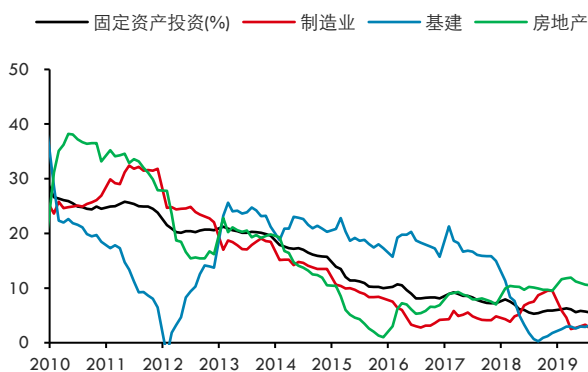
数据显示，三季度 GDP 同比增长 6%，预期 6.1%，前值 6.2%；前三季度 GDP 同比增长 6.2%，预期 6.3%，上半年增速为 6.3%。具体分项来看，9 月规模以上工业增加值同比 5.8%，预期 5.2%，前值 4.4%；1-9 月城镇固定资产投资同比 5.4%，预期 5.5%，1-8 月增速为 5.5%；1-9 月房地产开发投资同比 10.5%，1-8 月增速为 10.5%；9 月社会消费品零售总额同比 7.8%，预期 7.8%，前值 7.5%。而金融数据显示，9 月社会融资规模 22725 亿元，前值 20175 亿元；9 月货币供应量 M2 同比 8.4%，前值 8.2%；财政数据显示，1-9 月累计，全国一般公共预算收入 150678 亿元，同比增长 3.3%。全国一般公共预算支出 178612 亿元，同比增长 9.4%。

图 1： 中国三大产业累计同比增速 (%)



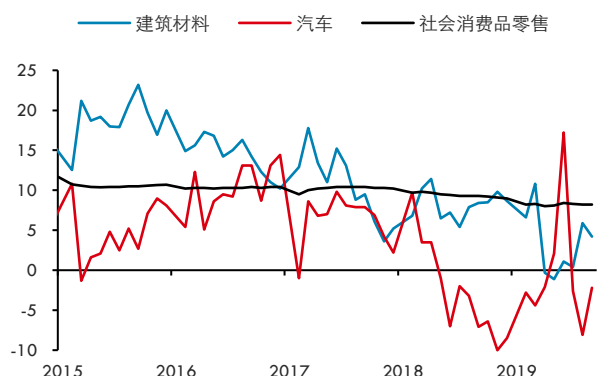
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2： 固定资产投资增速未现起色 (%)



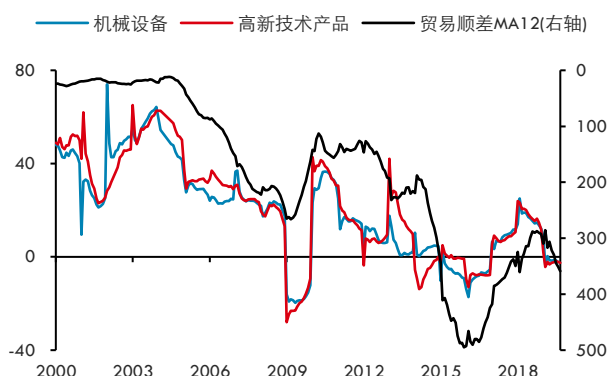
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图3: 消费维持在8%以上



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图4: 高新技术出口同比(%)和贸易顺差对比



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

市场仍在关注中国经济转型——尤其是房地产市场困局之下，短期的方向对于市场形成预期方向的影响。随着香江事件的发酵，“房住不炒”的坚定性进一步增强，对于依赖于土地财政的地方政府而言无疑加大了财政的压力，中央政府虽以通过转移支付、财政改革的方式试图改善地方的压力，但短期内的压力仍在继续加大——土地财政下的限购在变相放松。

10月，中国国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》(下称《方案》)。《方案》提出，保持增值税“五五分享”比例稳定，调整完善增值税留抵退税分担机制，后移消费税征收环节并稳步下划地方。专家分析，这些措施有利于进一步理顺中央与地方财政分配关系，支持地方政府落实减税降费政策、缓解财政运行困难。

但是9月以来已经超过30城发布了各种人才引入政策。2019年全国已经有超过150城发布了各种人才政策，与2018年同期相比上涨超过40%——

10月19日三亚:网传三亚市住建局文件《关于进一步完善人才住房政策的通知》。按照这份网传文件的内容，在海南全省降低人才购房门槛¹后，三亚进一步放宽人才购房限制条件——全日制大专以上学历(全日制)+海南工作证明，即可买房无需落户；不用个税或社保证明，直接网签，以家庭为单位，可以买一套。

10月15日南京:南京市六合区取消外地人购房“三年内累计两年社保或个税证明”限制的消息传出——外地户口在六合区内只要有大专以上学历，提供南京市正规劳动合同或暂住证二者之一，即可获得购房资格。不到半年的时间，南京市已有两个区放宽了购房政策²。

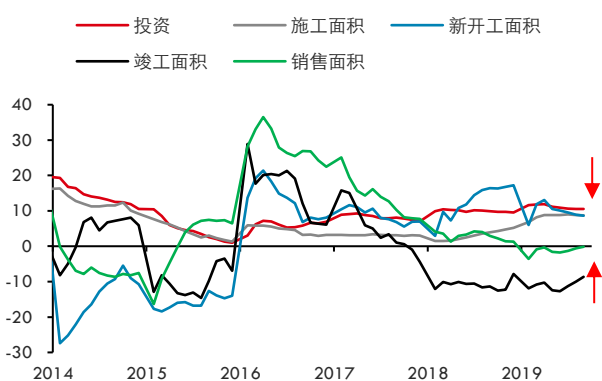
¹ 6月27日，海南省新闻办公室举行完善人才住房、购车政策新闻吹风会，对实际引进在海南工作但尚未落户的各类人才，在购房购车方面进一步放低门槛，以鼓励和支持各类引进人才在海南创业就业。

² 6月5日，南京市高淳区取消了外地人购房需要“三年内累计两年社保或个税证明”的规定。10月9日，南京市江北新区出台了《南京

10月15日天津：天津市发展和改革委员会发布了关于对《关于天津市促进承接北京非首都功能项目发展的政策措施（试行）》征求意见的公告。明确对户籍暂未迁入天津市的职工，其家庭在天津无住房的，可在本市购买住房1套，不再提供在津社会保险或个人所得税证明。该政策拟在天津滨海中关村科技园、宝坻中关村科技城试行，试行期限为一年。征求意见时间2019年10月15日至10月21日³。

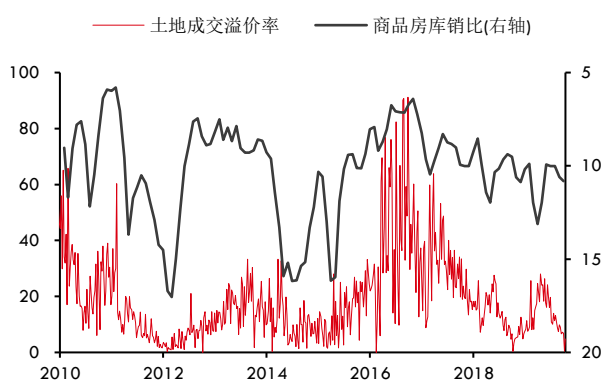
10月8日宿州：安徽省宿州市住建委官方微信发布了《关于推进农业转移人口市民化，致全市人民群众的一封信》，农业转移人口在主城区购买首套商品住房、办理不动产登记并落户，对缴纳的契税给予全额财政补贴⁴。

图 5： 房地产周期从上游向下游转移



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6： 房地产库存和土地供应对比



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

· **美国：经济数据高位不胜寒，资产荒下的市场波动**

上周公布了美国地产和消费相关数据。美国经济2019年以来实际环比改善的状态和市场的担忧继续形成相对背离的状态。

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。报告还显示，企业大多预计经济扩张将继续，但不少人降低了对未来6至12个月的前景展望。从上周具体数据来看，消费市场上，美国9月零售销售月率实际公布-0.3%，预期0.3%，前值0.4%；核心零售销售月率实际公布-0.1%，预期0.2%，前值0%。其中9月核心零售销售月率录得7个月来首次下滑。房地产数据喜忧参半，9月营建

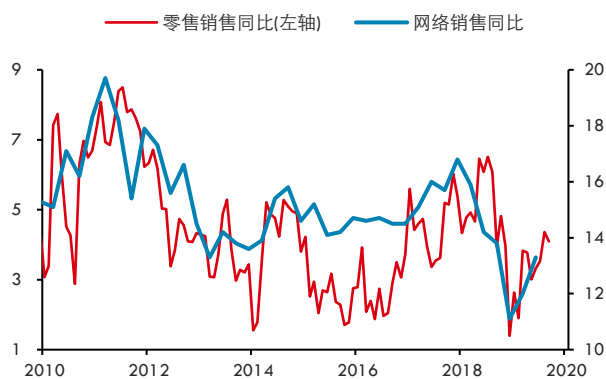
市江北新区人才安居服务管理办法（试行）》，在新区为引进人才提供人才商品房。

³ 2018年5月16日，天津发布了新人才引进政策“海河英才”行动计划，入户几乎“零门槛”。

⁴ 9月15日，徐州市住房公积金管理中心已签订有关合作协议，将率先在淮海经济区内的宿州、淮北、商丘、菏泽、枣庄、连云港、宿迁等7个已签约的核心城市开办住房公积金贷款互认互贷，即缴存互认、贷款互贷。该业务9月17日起正式开始办理。

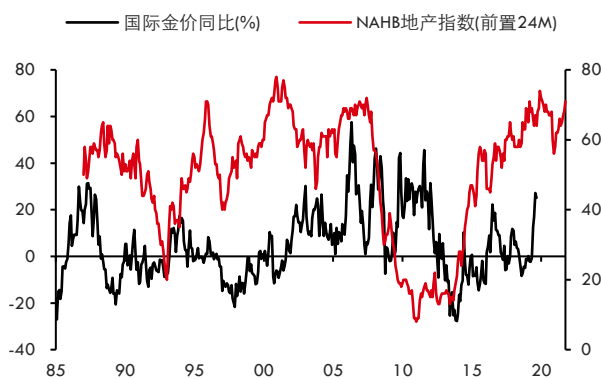
许可 138.7 万户，预期 135 万户，前值由 141.9 万户修正为 142.5 万户。9 月新屋开工 125.6 万户，预期 132 万户，前值由 136.4 万户修正为 138.6 万户。资本流动上，TIC 报告显示，美国 8 月国际资本净流入 705 亿美元，其中外国私人资本净流入 1215 亿美元，外国官方资本净流出 510 亿美元。美国 8 月长期投资组合资本净流出 411 亿美元，创 2018 年 12 月以来的最大月度净流出额。其中中国 8 月持有美国国债金额减少 68 亿美元至 11035 亿美元。

图 7: 美国 9 月消费同比增速延续改善



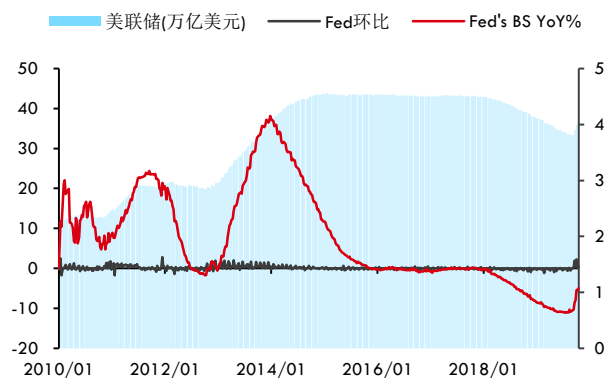
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 美国 9 月地产维持高位波动



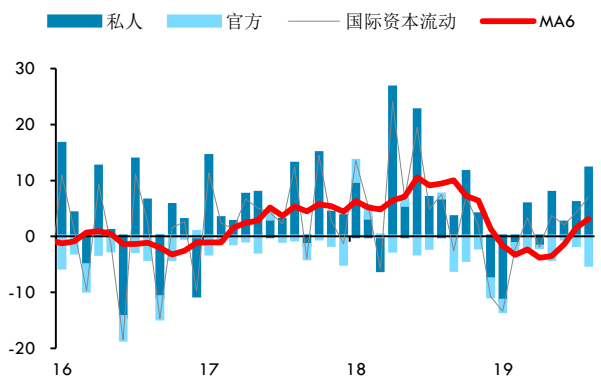
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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

一周宏观事件与展望

· 中美经贸摩擦：第一阶段协议达成，但仍缺乏细节

据美国《新闻周刊》网站 10 月 17 日报道称，自特朗普总统日前宣布两国将很快签署初步协议以来，美中达成的“第一阶段”贸易协议所带来的希望一直起伏不定。两国之间的谈判仍在继续，北京和华盛顿正努力解决旨在结束持续一年多的贸易战的“第一阶段”协议的细节问题。但中国今天警告称，除非美国取消自 2018 年 7 月以来加征的所有关税，否则这场旷日持久的冲突不会结束。

环球时报称，中国官方第一时间的通报使用了“实质性进展”的措辞，并且指出这些进展的领域包括农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等。这在中国官方对外通报的通常语境下，是非常积极的。

预计在两国领导人最终签署协议前，相互之间的细节协商对于市场的波动性影响仍将存在，但是我们认为 10 月两国均释放了相对积极的信号，为市场的风险偏好改善奠定了基础。

· 英国脱欧进展：英欧协议草案达成，但英议会阻力仍存

10 月 17 日，欧盟和英国领导人确认达成脱欧协议草案。

10 月 19 日，英国议会下院举行 37 年来首次周六会议。不过，原定当日由议会下院表决的新脱欧协议因修正案的通过并未进行表决。英国议会以 322 票对 306 票的微弱优势，通过了由前保守党议员奥利弗·莱特温 (Oliver Letwin) 提出的一项修正案。该修正案要求：在英国政府完成脱欧协议的相关立法之前，议会不能通过约翰逊的新脱欧协议。修正案的通过意味着约翰逊将不得不向欧盟寻求再度推迟“脱欧”，否则将存在法律问题。

从英国议会年度女王演讲来看，我们认为 10 月脱欧作为议程仍将取得事实性的进展。对于市场而言，虽然英国内部反对的声音仍然存在，爱尔兰等独立公投引发的市场情绪仍将继续对于风险资产带来负面影响，但是我们认为随着外部风险偏好的改善，市场的关注点将逐渐转移。

一周交易日历

关注中美对抗情绪再次发酵可能，欧央行议息会议

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 |
|--------|-------------------|-----|------------------------------|------|---------------|----------|---|
| 21-Oct | 7:01 | 英国 | 10月平均房屋要价指数(同比) | 月 | -0.20% | - | 加拿大大选 / 9:30 中国 70 个大中城市住宅销售价格 / 23:00 英国央行霍尔丹讲话 |
| | 7:50 | 日本 | 9月商品贸易帐(十亿日元) | 月 | -130.8 | - | |
| | 12:30 | | 8月所有产业活动指数(环比) | 月 | 0.20% | - | |
| | 14:00 | 德国 | 9月PPI(同比) | 月 | 0.30% | - | |
| 22-Oct | 5:00 | 韩国 | 9月PPI(同比) | 月 | -0.60% | - | 日本休市 / 16:00 欧央行银行放款调查报告 / 22:30 加拿大央行商业展望调查 |
| | 16:30 | 英国 | 9月政府收支短差(十亿英镑) | 月 | 6.40 | - | |
| | 20:30 | 加拿大 | 9月零售销售(环比) | 月 | 0.40% | - | |
| | 22:00 | 美国 | 9月成屋销售(万户) 10月里士满联储制造业指数 | 月 | 549 -9 | 545 - | |
| 23-Oct | 5:45 | 新西兰 | 9月出口(十亿纽元) | 月 | 4.13 | - | 6:20 澳洲联储肯特讲话 |
| | 21:00 | 美国 | 8月FHFA房价指数(同比) | 月 | 5.00% | - | |
| 24-Oct | 22:00 | 欧元区 | 10月消费者信心指数初值 | 月 | -6.50% | -6.70% | 美国副总统彭斯对华政策演说 / 英国央行伍兹讲话 / 15:00 印尼央行利率决议 / 15:30 瑞典央行利率决议 / 16:00 挪威央行利率决议 / 19:00 土耳其央行利率决议 / 19:45 欧洲央行利率决议 / 20:30 欧洲央行德拉基新闻发布会 |
| | - | 德国 | 9月进口物价指数(同比) | 月 | -2.70% | - | |
| | 7:00 | 韩国 | 三季度实际GDP初值(同比) | 季 | 2% | 2% | |
| | 8:30 | 日本 | 10月制造业PMI初值 | 月 | 48.9 | - | |
| | 15:15 | 法国 | 10月制造业PMI初值 | 月 | 50.1 | - | |
| | 15:30 | 德国 | 10月制造业PMI初值 | 月 | 41.7 | 42 | |
| | 16:00 | 欧元区 | 10月制造业PMI初值 | 月 | 45.7 | 46 | |
| | 20:30 | 美国 | 9月耐用品订单初值(环比) 首申失业金人数(万人) | 月 | 0.20% 50.9 | -1% - | |
| 21:45 | 10月Markit制造业PMI初值 | | 月 | 51.1 | - | | |
| 25-Oct | 22:00 | | 9月新屋销售(万户) | 月 | 71.3 | - | 18:30 俄罗斯央行利率决议 / 22:30 法国央行维勒鲁瓦德加洛讲话 |
| | 5:00 | 韩国 | 10月消费者信心指数 | 月 | 96.9 | - | |
| | 14:00 | 德国 | 11月消费者信心指数 | 月 | 9.9 | 9.8 | |
| | 14:45 | 法国 | 9月PPI(同比) | 月 | -0.70% | - | |
| | 16:00 | 德国 | 10月IFO商业景气指数 | 月 | 94.6 | 94.5 | |
| 25-Oct | 22:00 | 美国 | 10月密歇根大学消费者信心指数终值 | 月 | 96 | 96 | |
| | | | 10月密歇根大学1年通胀预期终值 | 月 | 2.50% | - | |

资料来源: FX168 华泰期货研究院

全球宏观坐标更新

· 总量：经济仍在底部，通胀预期回升

图 11： 全球 PMI 热图（截止 9 月）——全球月度的反弹

| | 2018-01 | 2018-02 | 2018-03 | 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 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 全球 | 54.4 | 54.1 | 53.3 | 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 |
| 美国 | 55.5 | 55.3 | 55.6 | 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 |
| 欧元区 | 59.6 | 58.6 | 56.6 | 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 |
| 德国 | 61.1 | 60.6 | 58.2 | 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 |
| 法国 | 58.4 | 55.9 | 53.7 | 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 |
| 意大利 | 59.0 | 56.8 | 55.1 | 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 |
| 西班牙 | 55.2 | 56.0 | 54.8 | 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 |
| 英国 | 55.3 | 55.2 | 54.9 | 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 |
| 澳大利亚 | 58.7 | 57.5 | 63.1 | 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 |
| 日本 | 54.8 | 54.1 | 53.1 | 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 |
| 中国(财新) | 51.5 | 51.6 | 51.0 | 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 |
| 中国(官方) | 51.3 | 50.3 | 51.5 | 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 |
| 韩国 | 50.7 | 50.3 | 49.1 | 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 |
| 中国台湾 | 56.9 | 56.0 | 55.3 | 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 |
| 印尼 | 49.9 | 51.4 | 50.7 | 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 |
| 印度 | 52.4 | 52.1 | 51.0 | 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 |
| 俄罗斯 | 52.1 | 50.2 | 50.6 | 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 |
| 巴西 | 51.2 | 53.2 | 53.4 | 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 |
| 墨西哥 | 52.6 | 51.6 | 52.4 | 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 |

数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 12： 全球通胀曲线（截止 9 月）——全球依然冷热不均

| | 2018-01 | 2018-02 | 2018-03 | 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 |
|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 中国 | 1.5 | 2.9 | 2.1 | 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 |

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_9534

