

宏观流动性观察：1 月中美流动性均显中性

宏观流动性摘要：

全球经济在弱回暖后出现反复。11 月全球制造业 PMI 重回荣枯线上，但 12 月美国、欧洲制造业 PMI 均出现回落，全球制造业仍在衰退。11 月除中国受食品价格影响出现结构性通胀大幅上涨外，各国通胀数据均有改善。美国就业数据良好，但制造业、投资、零售仍不及预期。中国社融、信贷数据略有改善，但投资仍然低迷。

由于年底跨年资金需求旺盛，美国与中国年末均显流动性压力。美国由于持续回购操作稳定流动性，预计 1 月短期流动性依然在可控范围。中国 1 月流动性缺口较大，但受到央行积极宽松货币政策影响，降准降息多重发力，料资金面仍显中性。

美国在 2019 年三联降后，于 12 月议息会议暂停降息，维持观望。由于就业与通胀数据未现大幅波动，预计 2020 年 1 月美联储仍将按兵不动，不作降息。而中国受降准影响，为了进一步扩张信用，降低融资成本，预计 1 月 LPR 将下行。

宏观流动性策略：

中美流动性短期稳定。

风险点：

美国经济超预期增长快速达到通胀目标，使得美联储提前开启加息政策，导致流动性紧缩；中国逆周期调节不及预期，流动性压力未消。

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

[等待中国降准对冲跨年流动性压力——宏观流动性观察 20](#)

2019-12-30

[中国央行三“放水”维护年末流动性稳定，英国于明年初正式脱欧——宏观流动性观察 19](#)

2019-12-23

[美欧维持利率不变，中美达成第一阶段贸易协议——宏观流动性观察 18](#)

2019-12-16

全球经济景气状态回暖后出现反复

11月全球制造业 PMI 重回荣枯线上，多国 PMI 现涨势，但部分国家 12 月初值似回落。美国 Markit 制造业 11 月 PMI 为 52.6，比上月回升 1.3 个百分点，涨势喜人。但 ISM 制造业 PMI 与非制造业 PMI 比上月均出现回落，分别为 48.1 和 53.9，环比下降 0.2 和 0.8 个百分点。12 月 Markit 制造业 PMI 初值略低于 11 月 0.1 个百分点，但仍在高位。12 月 ISM 制造业 PMI 指数仅为 47.2，创 10 年历史新低，远低于预期，表明美国制造业仍在收缩。

中国 11 月制造业 PMI 为 50.2，比上月回升 0.9 个百分点，连续 6 个月低迷后重回扩张区。制造业 PMI 的 5 个分类指数均出现回升，总体好于上月。其中生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。12 月制造业 PMI 与 11 月持平，持续在荣枯线上。

11 月欧元区制造业 PMI 略有回暖，高出上月 1 个百分点，但仍低于荣枯线。12 月数据再次下跌，低于预期，为欧元区制造业走出衰退蒙上阴影。

日本 11 月制造业 PMI 小幅回升，12 月又显回落，持续在荣枯线下徘徊，未有明显回暖。而 11 月服务业 PMI 在 10 月新低后重回扩张区，表明服务业小幅增长。

英国制造业 PMI 自 10 月 49.6 后持续下跌趋势，11 月 PMI 为 48.9，12 月 PMI 为 47.4，投资者需求仍然疲软。其中产出分项指数由 49.1 跌至 45.6，是 2012 年 7 月以来最低。而新订单指数亦连续 8 个月处于 50 以下的收缩水平，并接近逾 7 年来最低。

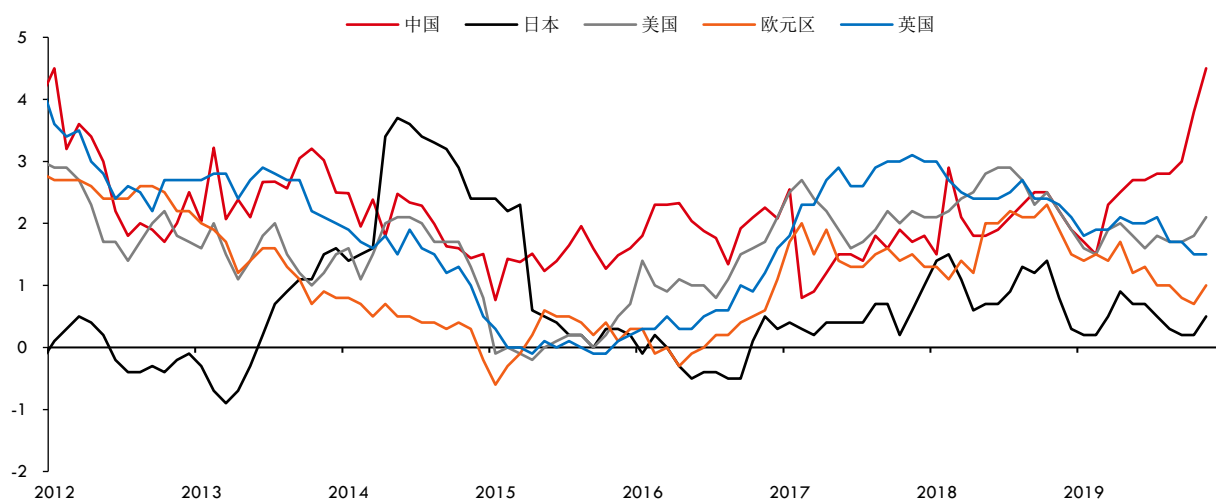
图 1： 全球 PMI 热图

	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	2019-12
全球	52.80	52.60	52.20	52.00	52.00	51.40	50.80	50.60	50.50	50.40	49.80	49.40	49.30	49.50	49.70	49.80	50.30	
美国	55.30	54.70	55.60	55.70	55.30	53.80	54.90	53.00	52.40	52.60	50.50	50.60	50.40	50.30	51.10	51.30	52.60	52.50
欧元区	55.10	54.60	53.20	52.00	51.80	51.40	50.50	49.30	47.50	47.90	47.70	47.60	46.50	47.00	45.70	45.90	46.90	45.90
德国	56.90	55.90	53.70	52.20	51.80	51.50	49.70	47.60	44.10	44.40	44.30	45.00	43.20	43.50	41.70	42.10	44.10	43.40
法国	53.30	53.50	52.50	51.20	50.80	49.70	51.20	51.50	49.70	50.00	50.60	51.90	49.70	51.10	50.10	50.70	51.70	50.30
意大利	51.50	50.10	50.00	49.20	48.60	49.20	47.80	47.70	47.40	49.10	49.70	48.40	48.50	48.70	47.80	47.70	47.60	
西班牙	52.90	53.00	51.40	51.80	52.60	51.10	52.40	49.90	50.90	51.80	50.10	47.90	48.20	48.80	47.70	46.80	47.50	
英国	53.80	52.80	53.60	51.10	53.60	54.20	52.60	52.10	55.10	53.10	49.40	48.00	48.00	47.40	48.30	49.60	48.90	47.40
澳大利亚	52.00	56.70	59.00	58.30	51.30	49.50	52.50	54.00	51.00	54.80	52.70	49.40	51.30	53.10	54.70	51.60	48.10	
日本	52.30	52.50	52.50	52.90	52.20	52.60	50.30	48.90	49.20	50.20	49.80	49.30	49.40	49.30	48.90	48.40	48.90	48.80
中国(财新)	50.80	50.60	50.00	50.10	50.20	49.70	48.30	49.90	50.80	50.20	50.20	49.40	49.90	50.40	51.40	51.70	51.80	
中国(官方)	51.20	51.30	50.80	50.20	50.00	49.40	49.50	49.20	50.50	50.10	49.40	49.40	49.70	49.50	49.80	49.30	50.20	50.20
韩国	48.30	49.90	51.30	51.00	48.60	49.80	48.30	47.20	48.80	50.20	48.40	47.50	47.30	49.00	48.00	48.40	49.40	
中国台湾	53.10	53.00	50.80	48.70	48.40	47.70	47.50	46.30	49.00	48.20	48.40	45.50	48.10	47.90	50.00	49.80	49.80	
印尼	50.50	51.90	50.70	50.50	50.40	51.20	49.90	50.10	51.20	50.40	51.60	50.60	49.60	49.00	49.10	47.70	48.20	
印度	52.30	51.70	52.20	53.10	54.00	53.20	53.90	54.30	52.60	51.80	52.70	52.10	52.50	51.40	51.40	50.60	51.20	
俄罗斯	48.10	48.90	50.00	51.30	52.60	51.70	50.90	50.10	52.80	51.80	49.80	48.60	49.30	49.10	46.30	47.20	45.60	47.50
巴西	50.50	51.10	50.90	51.10	52.70	52.60	52.70	53.40	52.80	51.50	50.20	51.00	49.90	52.50	53.40	52.20	52.90	
墨西哥	52.10	50.70	51.70	50.70	49.70	49.70	50.90	52.60	49.80	50.10	50.00	49.20	49.80	49.00	49.10	50.40	48.00	

数据来源：Wind 华泰期货研究院

全球经济仍在周期底部徘徊，通胀略有回升。全球五大经济体通胀指数来看，中国受猪肉价格影响通胀继续结构性大幅上涨，美国、欧元区、日本与上月比均出现小幅回升，而英国也略高于预期。11月美国CPI同比上涨2.1%，略高于预期，达到2%的目标通胀率，通胀可能正从下行向上行转变。中国CPI同比增长4.5%，预期4.3%，受食品价格上涨影响的结构性通胀矛盾依旧。欧元区CPI同比上涨1.0%，预期1.0%，符合预期。日本CPI同比增长0.5%，前值0.2%，增速升温符合预期。英国CPI同比增长1.5%，预期1.4%，略高于预期，但仍低于2%目标位。

图 2： 全球通胀曲线



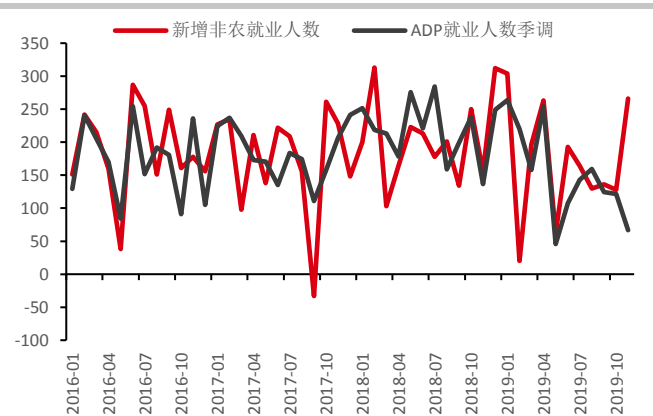
数据来源：Wind 华泰期货研究院

美国经济仍然低迷，美联储结束降息开始观望

11月实际就业并不像数据那么乐观，通胀略有回暖，制造业复苏迹象不明。11月非农就业人数新增26.6万，预期18.3万，前值12.8万，远超预期；失业率3.5%，预期3.6%，前值3.6%。但是ADP小非农就业人数录得增加6.7万人，远低于预期的增加14万人，前值12.1万人。非农数据与ADP数据通常相差不大，相关性高达0.9，但此次二者趋势相反。非农数据向好显示经济仍有韧性，其中主要受通用汽车罢工结束带来的正面影响。而ADP小非农数据显示私营企业就业仍有压力，就业情况并无想象中乐观。就业率数据作为美联储衡量美国经济走势重要指标，对美国货币政策有重要影响。

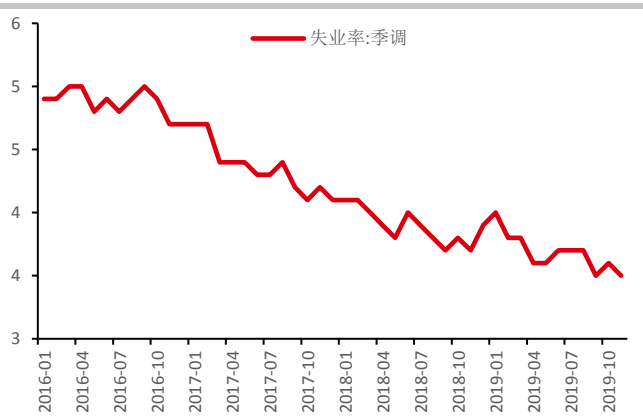
11月PPI环比意外持平，预期升0.2%，前值升0.4%；同比升1.1%，预期升1.2%，不及预期；且为2016年10月以来最小增幅。同时11月季调后CPI环比上涨0.3%，预期上涨0.2%，略高于预期；11月CPI同比上涨2.1%，预期2%，略有回暖，对美国12月不降息的决议形成有力支撑。因食品和汽油价格的上涨被服务成本的下降所抵消，表明尽管近期消费者物价有所上涨，但通胀仍温和。11月ISM制造业PMI为48.1，继续低于荣枯线，仍显低迷。而11月Markit制造业PMI为52.6，数据回暖，为5月以来最高值；12月Markit制造业PMI为52.5，再次不及预期；同时ISM制造业PMI仅为47.2，为近十年来最低值。制造业略有反复迹象，短期复苏仍存在不确定性。

图3： 美国大非农 VS 小非农（千人）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图4： 美国失业率（%）



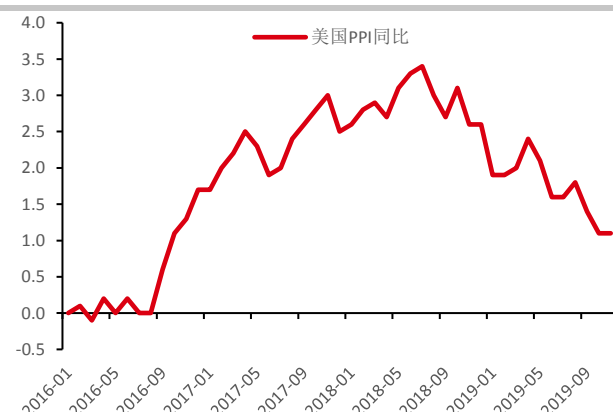
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5: 美国当周初领失业金 VS 持续领失业金(千人)



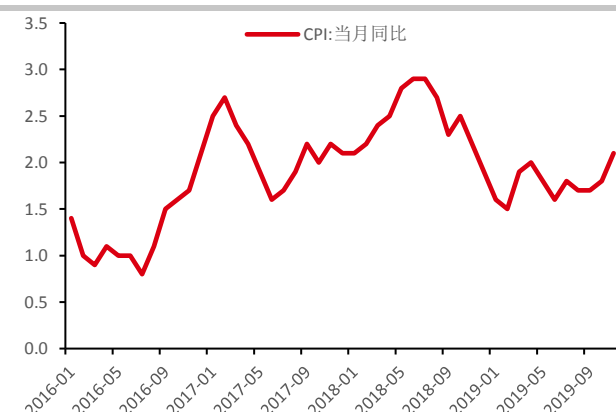
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 美国 PPI 同比 (%)



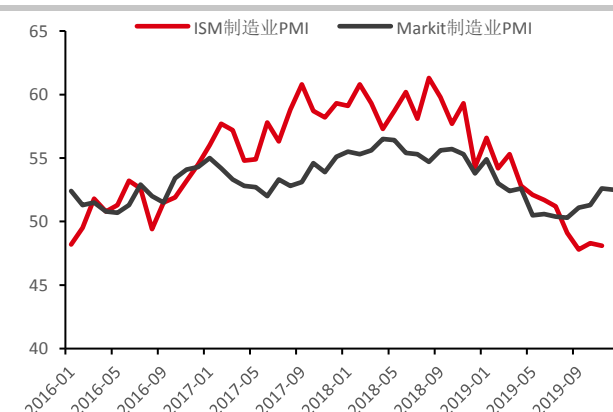
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 美国 CPI 同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

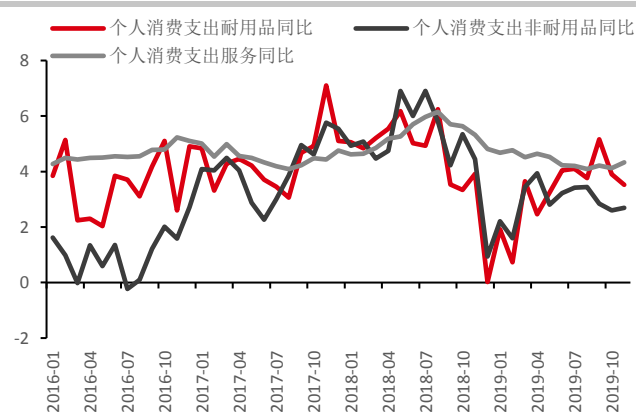
图 8: 美国制造业 PMI



数据来源: Wind 华泰期货研究院

2019 年美国三次降息, 分别在 7 月、9 月和 10 月, 三大股指在这三次议息会议前均现涨势, 表明市场对降息政策的期待。而降息落地后由于收益率下降, 股指随之下降。而在 12 月 12 日的议息会议上美联储暂停降息, 公开表示除非经济前景发生巨大变化, 否则暂无降息计划, 进入观望模式。由于此次暂停降息符合市场预期, 股指小幅震荡。但在 12 月 3 日由于美国 ISM 公布 PMI 不及预期, 美股受此数据影响大幅下跌。总体而言美股在 11 月和 12 月受非农就业数据好于预期, 国际贸易局势缓和, 英国脱欧等多重利好消息影响, 涨势喜人, 波动不大。

图 11: 美国个人消费支出分项同比 (%)



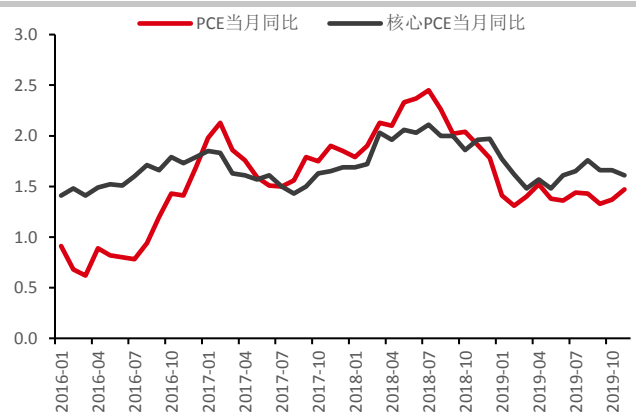
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 美国私人固定投资总额同比 (%)



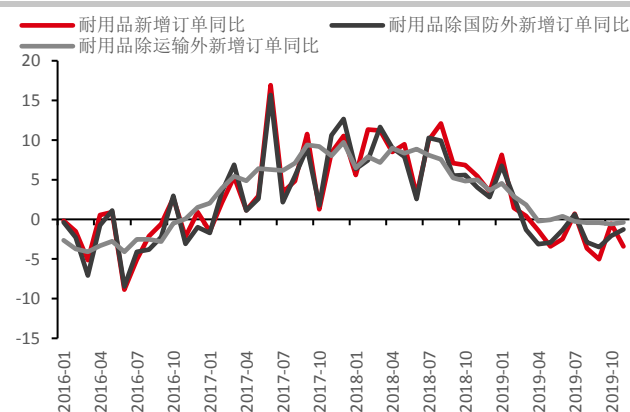
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 美国个人消费支出同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 美国耐用品新增订单同比 (%)



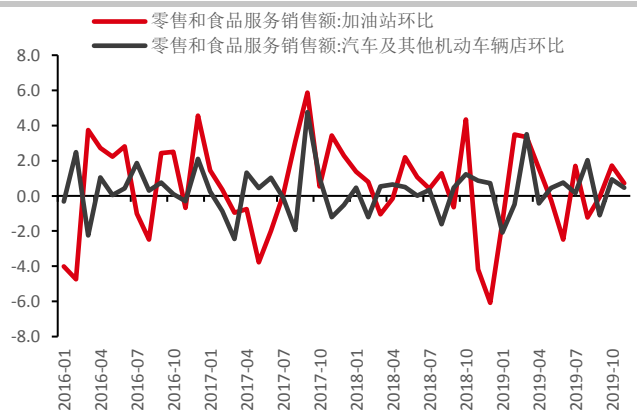
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 美国零售和食品服务销售额环比 (%)



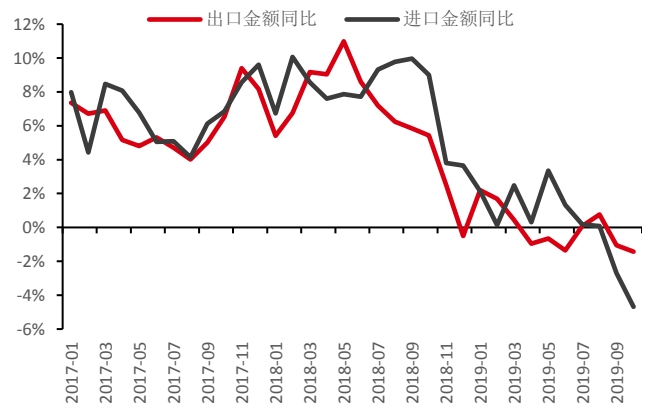
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 美国零售和食品服务销售额分项环比 (%)



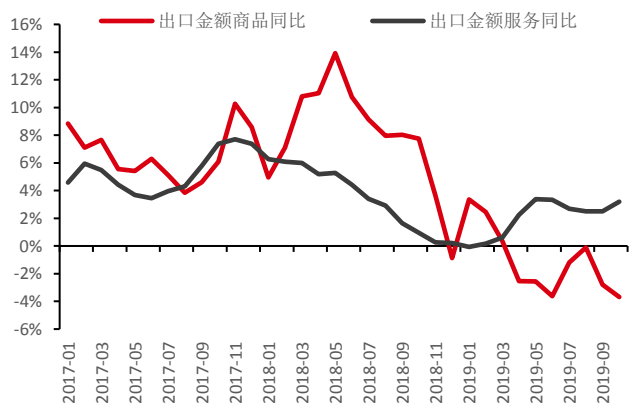
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 美国出口金额同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 美国出口金额分类同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

国际贸易局势出现缓和, 但政治军事冲突再起

英国脱欧在即, 能否有协议脱欧等待 1 月底一锤定音。12 月 12 日英国结束大选投票, 英国首相约翰逊领导的保守党 650 个议席中赢得 368 席, 以绝对优势击败工党, 为英国脱欧带来利好消息。但同月 20 日, 英国议会下院在辩论后, 以 358 票支持, 234 票反对的结果, 原则上通过一份脱欧相关法案, 以确保英国在 2020 年 1 月底正式脱欧, 同时法案还明确禁止政府延长脱欧过渡期。根据此法案, 英国将于 2020 年 1 月 31 日正式脱欧, 随后进入过渡期, 如果在 11 个月内无法完成脱欧谈判, 英国则将无协议脱欧。英国虽仍有无协议脱欧风险, 但由于对脱欧的积极推进, 对英国欧洲金融市场均有正面推动。

12 月 15 日, 中美贸易战达成第一阶段协议, 中美贸易战按下暂停键。美国已经宣布 12 月 15 日对 1560 亿美元中国商品加征的关税将无限期暂缓实施; 而 9 月 1 日对 1200 亿中国商品加征的 15% 关税将降为 7.5%。中国方面, 原计划于 12 月 15 日 12 时 01 分起加征关税的原产于美国的部分进口商品, 暂不征收 10%、5% 关税, 对原产于美国的汽车及零部件继续暂停加征关税。虽然去全球化趋势仍然明显, 但近期中美贸易战休战对中美乃至全球经济都有积极驱动。

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_7992

