

宏观经济观察 015：跨年的流动性变奏曲

一周宏观动态

中国央行促降“综合融资成本”。岁寒，市场的流动性狂欢仍未停歇，一部分是应对季节性的高峰，另一部分则是“逆周期调节”。四季度央行调查显示，环比意义上主要经济部门仍在为御寒做准备，但是价格层面的企稳在四季度已经看到。统计局数据显示，11月规模以上工业企业利润增5.4%。流动性宽松的措施仍在延续，财政的发力也已看到，剩下的便是企业家信心的提振问题，民企28条之后相应措施正在路上：如存量贷款“LPR”转换。

美联储回购操作认购不足。上周四一级交易商向纽约联储的14天定期回购操作提交了180亿美元的报价，低于350亿美元的招标总额，也是第三次定期回购操作没有得到足额认购。到目前为止，美联储已经向金融体系注入大约2030亿美元，并可能在下周再提供多达2600亿美元。美联储自9月17日以来一直在向回购市场注入流动性，银行资产负债表达到限制的可能增加了流动性通过中介向下传递的困难，QE4箭在弦上。

大类资产狂欢后音乐会再次响起吗。美联储从降息走向中性，人民银行再次释放降息信号，背景是美国经济中周期顶部的韧性和中国经济库存周期底部的疲软。短期关注人民币端的压力，未来真实经济需求是向中国央行的悲观还是向外国央行的乐观靠拢。中美可能在1月初签署协议，继续关注市场乐观预期落地后的转变。

全球宏观定位

定位：全球经济仍处在底部。12月PMI的下行调整，以及中国央行的降低利率，显示出全球经济仍未有效走出底部区间。在此期间，仍需重点关注通胀端的交易；增长端未来关注市场预期的乐观和真实经济的疲弱之间收敛的交易机会。

周期：（一）库存周期。美国库存延续下行，非美库存仍在低位，全球风险偏好的改善提振预期的库存周期到达“极端”乐观区间，回落风险增大。（二）产能周期。中美期限利差均向走出扁平化挣扎，在周期等待启动——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，配置来源于当前尾部阶段下行提供的空间（风险资产强于避险资产）；短期交易关注市场风险偏好改善提供的“泡沫化”空间，观望或尝试空单。

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：

[全球经济收敛还是分化？](#)

——宏观经济观察 014

2019-12-23

[全球贸易逆转，流动性收紧](#)

——宏观经济观察 013

2019-12-16

[国内“保稳定”，关注流动性](#)

——宏观经济观察 012

2019-12-09

[第一场雪后，待跌入冬季](#)

——宏观经济观察 011

2019-12-02

[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

一周宏观数据与展望

· 中国：央行调查环比回落，工业利润企稳

来源：人民银行，统计局

央行上周发布了《2019 年第四季度企业家问卷调查报告》《2019 年第四季度银行家问卷调查报告》《2019 年第四季度城镇储户问卷调查报告》。

四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 30.7%，比上季下降 3.3 个百分点。银行业景气指数为 70.7%，比上季提高 0.5 个百分点，比上年同期提高 2.1 个百分点。银行盈利指数为 67.6%，比上季提高 0.9 个百分点，比上年同期提高 1.9 个百分点。贷款总体需求指数为 65.3%，比上季降低 0.5 个百分点，比上年同期提高 2.3 个百分点。货币政策感受指数为 55.1%，比上季提高 0.6 个百分点，比上年同期提高 2.0 个百分点。其中，有 15.0% 的银行家认为货币政策“宽松”，比上季增加 2.0 个百分点；80.2% 的银行家认为货币政策“适度”，比上季减少 2.7 个百分点。对下季度，货币政策感受预期指数为 61.1%，高于四季度 6.0 个百分点。

四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 31.9%，比上季低 0.5 个百分点，比去年同期低 3.5 个百分点。产品销售价格感受指数为 47.6%，比上季提高 1.9 个百分点，比去年同期低 3.2 个百分点。原材料购进价格感受指数为 57.1%，比上季提高 0.8 个百分点，比去年同期低 6.0 个百分点。出口订单指数为 43.2%，比上季低 1.2 个百分点，比去年同期低 2.3 个百分点。国内订单指数为 49.1%，比上季提高 2.1 个百分点，比去年同期低 0.9 个百分点。资金周转指数为 59.0%，比上季提高 1.2 个百分点，比去年同期提高 0.9 个百分点。经营景气指数为 55.5%，比上季提高 2.2 个百分点，比去年同期低 2.3 个百分点。盈利指数为 57.3%，比上季提高 2.0 个百分点，比去年同期低 1.4 个百分点。

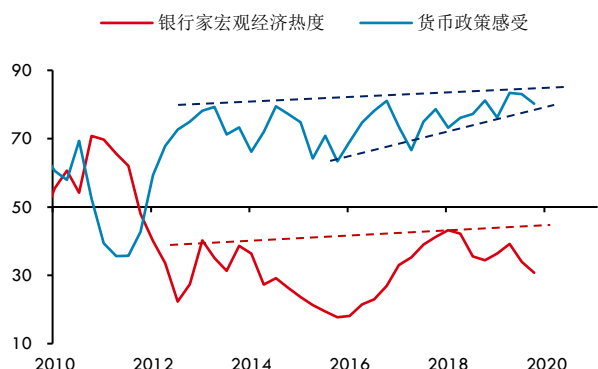
四季度城镇储户问卷调查结果显示，本季收入感受指数为 52.6%，比上季下降 1.5 个百分点。本季就业感受指数为 44.5%，比上季下降 0.9 个百分点。对下季度，物价预期指数为 64.4%，比上季下降 1.1 个百分点。其中，34.9% 的居民预期下季物价将“上升”，45.7% 的居民预期“基本不变”，9.2% 的居民预期“下降”，10.3% 的居民“看不准”。对下季房价，26.5% 的居民预期“上涨”，51.5% 的居民预期“基本不变”，11.1% 的居民预期“下降”，10.9% 的居民“看不准”。倾向于“更多消费”的居民占 28.0%，比上季上升 0.3 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 45.7%，比上季上升 1.2 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 26.3%，比上季下降 1.5 个百分点。

点评：银行家依然谨慎，但是盈利预期在改善，关注未来货币政策宽松以及大行服务下沉带来的信用供给改善。

点评：企业部门现金流环比改善，国外订单回落情况下国内定价改善。关注企业库存周期的企稳可能。

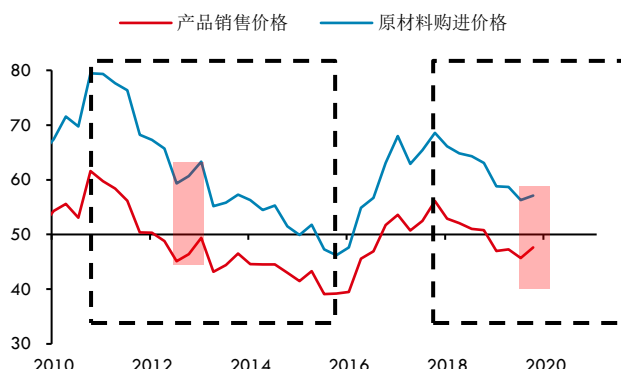
点评：居民部门在收入和就业面临压力的情况下，资金配置继续呈现保守倾向。需要关注一季度通胀压力对于保守的加强风险。

图 1: 四季度银行家宏观热度环比回落



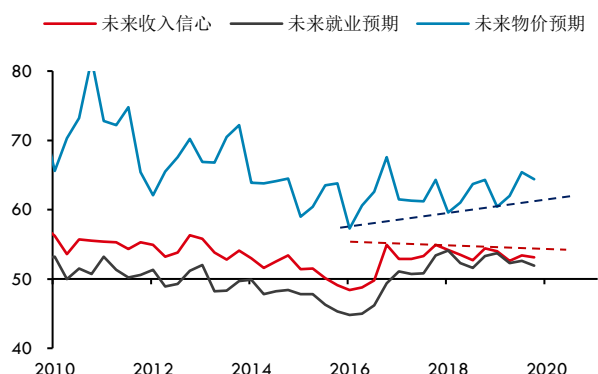
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 四季度企业盈利情况提高



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 四季度家庭收入未改善



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 11 月工业企业利润再度企稳



数据来源: Wind 华泰期货研究院

国家统计局 12 月 27 日发布的工业企业财务数据显示，2019 年 11 月份，全国规模以上工业企业利润总额同比增长 5.4%，增速由负转正（10 月份为下降 9.9%）。1-11 月份累计利润同比下降 2.1%，降幅比 1-10 月份收窄 0.8 个百分点。

点评: 盈利周期下行斜率出现企稳，在政策逆周期、对民企扶持意见出台之下，预期盈利周期继续维持改善。

一、11 月份工业企业利润增速由负转正的主要原因

一是工业生产和销售增长明显加快。11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.2%，增速比 10 月份加快 1.5 个百分点；工业企业营业收入同比增长 5.3%，增速比 10 月份加快 3.8 个百分点。企业生产规模扩张带来了盈利增加。

二是工业品出厂价格降幅收窄。11 月份，工业生产者出厂价格同比下降 1.4%，降幅比 10 月份收窄 0.2 个百分点；工业生产者购进价格同比下降 2.2%，降幅比 10 月份扩大 0.1 个百分点。

点。初步测算，11 月份工业品价格变动影响全部规模以上工业企业利润增速比 10 月份回升 4.0 个百分点。

二、消费品制造业利润增速加快

11 月份，消费品制造业利润同比增长 8.2%，增速比 10 月份加快 3.1 个百分点。其中，食品制造业利润增长 32.5%，10 月份为下降 10.9%；造纸和纸制品业利润增长 66.1%，增速比 10 月份加快 54.3 个百分点；纺织业利润下降 11.4%，降幅收窄 20.5 个百分点。

三、石化、钢铁等重点行业利润明显回暖

11 月份，主要受市场需求有所回升、产品价格上涨等因素影响，化工、石油加工、钢铁行业销售增速加快，利润增长回暖。11 月份，化学原料和化学制品制造业利润同比下降 0.2%，降幅比 10 月份大幅收窄 151.5 个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业利润增长 45.5%，10 月份为下降 31.2%；黑色金属冶炼和压延加工业利润下降 16.3%，降幅收窄 48.0 个百分点。

四、私营企业和小型企业利润增速加快

11 月份，私营企业和小型企业利润同比分别增长 14.7% 和 8.6%，增速比 10 月份分别加快 9.9 和 5.6 个百分点。

五、国有控股企业和外商及港澳台商投资企业利润增速均由负转正

11 月份，国有控股企业利润同比增长 0.6%，扭转了今年下半年以来持续下滑的趋势；外商及港澳台商投资企业利润同比增长 3.5%，10 月份为下降 2.0%。

尽管 11 月份工业企业利润增速由负转正，但也要看到，当前经济下行压力仍然较大，受市场需求、工业品价格等多重因素影响，工业企业利润的波动性和不确定性依然存在。

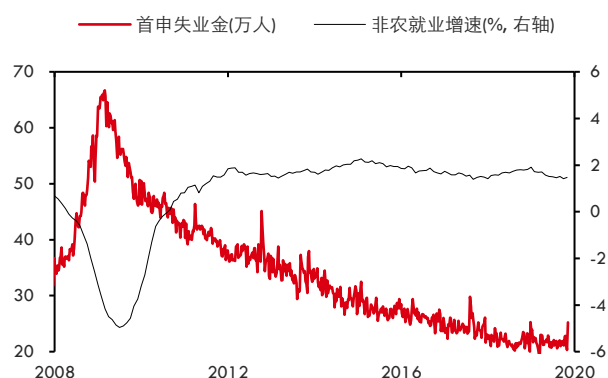
· 美国：失业金申领暂稳定，信用继续改善

美国商务部经济分析局发布 10 月贸易帐，美国 10 月贸易逆差 472 亿美元，前值为 525 亿美元，预期为 487 亿美元。因手机和其他家用品等下降的影响，美国 10 月进口下滑，使得**贸易逆差连续第二个月下降，跌至近一年半以来新低**，或将在第四季度提振美国 GDP 增速。不过值得注意的是，消费品进口有所下降表明美国内需走弱。

美国劳工部发布失业救济申请数据，截至 11 月 30 日当周初请失业金 20.3 万人，跌至 4 月以来新低，预期 21.5 万人，前值为 21.3 万人。美国 11 月 23 日当周续请失业救济人数 169.3 万人，预期 166 万人，前值由 164 万人修正为 164.2 万人。

路透评美国至 11 月 30 日当周初请失业金人数：美国上周初请失业金人数意外下降至七个月低位，表明尽管经济增速放缓，**就业市场依旧稳固**。由于上周为美国感恩节假期，初请失业金人数往往波动较大。2019 年美国就业增长事实上出现一定程度的放缓，平均为每月 16.7 万人，而 2018 年月均就业增长则为 22.3 万人，部分原因在于贸易局势致使需求下降，劳动力出现短缺。

图 5： 美国失业金申领人数维持低位



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6： 美国贸易逆差继续收窄



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观事件与展望

· 中国：货币再度“降准”，劳动力要素释放

来源：中国政府网，人民银行

点评：总理提出目标是明显缓解**融资难融资贵**；手段是包括降准、定向降准、再贷款和再贴现在内的多种措施。我们的理解是目前货币传导阻滞依然在于货币政策传导的问题。由于金融周期处在下半场，微观实体信用风险仍将释放，对于金融机构而言贷款发放存在担忧，从而形成了顺周期行为——偏向行业集中度提升的国有企业（融资难），增加其他企业的违约溢价（融资贵）。

1、贷款供给端

针对“**融资贵**”：央行今年8月开启增量贷款锚定“LPR”定价，明年3月开启存量贷款锚定“LPR”定价，从而使得融资贵这一问题得到进一步解决。

针对“**融资难**”：我们当前看到的是通过金融机构贷款指标的考核，增加小微企业贷款比例要求，增加大银行下沉来实现银行主动增加对于小微企业倾斜。

2、贷款需求端

促民企28条已经发布，试图提升企业家信心，进而带来转变企业从“守”向“供”，增加融资需求。

据中国政府网消息，中共中央政治局常委、国务院总理李克强12月23日下午考察成都银行自贸区支行，仔细了解小微企业融资难在哪儿、贵在哪儿，需要政府帮助解决什么。银行负责人提出三点愿望：一是**适时降低存款准备金率**，二是**推动贷款需要的涉企信息共享**，三是**促进大中小银行形成服务小微企业合理分工机制**。李克强当场“答应”，表示国家将进一步研究采取**降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施**，推动小微企业融资难融资贵问题明显缓解。他明确要求金融机构要兑现一个承诺：进一步提高小微贷款比重，切实降低实际利率和综合融资成本。

在中央经济工作会议“降低实体融资成本”要求下，市场预期货币政策仍然有宽松的空间。

首先，从季节性上来看，春节前现金流出规模较大。明年春节在2020年1月27日，比往年略早。从历次春节所在月份来看，M0流出规模较大，对银行体系造成的流动性压力较大，需要央行进行流动性对冲。

可见的是，面对流动性压力，央行在暂停逆回购操作20个交易日后，在12月18日重新向市场大量投放流动性，并表态将密切关注市场流动性状况，灵活开展公开市场操作，维护年末流动性平稳。但银行间市场资金价格并未明显下降。

其次，新年地方专项债发行在即，也需要进行流动性对冲，1月降准可以有助于为年初甚至上半年财政政策发力腾挪空间。

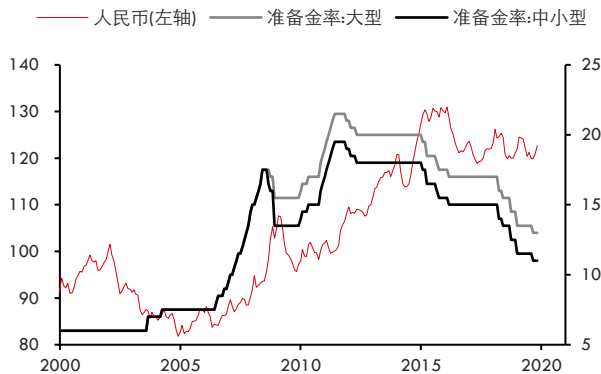
此外，LPR改革后，下行幅度和速度相对较慢，后期仍需持续推进其成本的下降，但在MLF利率不宜过度调低背景下，采取降准以压低银行信用利差来促进LPR下行也是可行之举。

按照12月13日国务院常务会议提出的要求，明年实现普惠小微贷款综合融资成本再降0.5个百分点，贷款增速继续高于各项贷款增速，其中5家国有大型银行普惠小微贷款增速不低于20%。

2019年8月17日，人民银行发布改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制公告。目前接近90%的新发放贷款已经参考LPR定价，但存量浮动利率贷款仍基于贷款基准利率定价，不能及时反映市场利率变化，不利于保护借贷双方的权益。为进一步深化LPR改革，2019年12月28日人民银行发布公告，推进存量浮动利率贷款定价基准平稳转换——自2020年3月1日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同

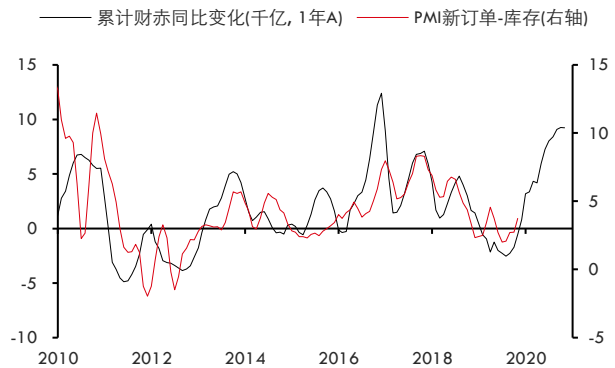
约定的利率定价方式转换为以 LPR 为定价基准加点形成 (加点可为负值), 但**存量商业性个人住房贷款在转换时点的利率水平保持不变。**

图 7: 人民币有效汇率和准备金率对比



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 财政周期和经济周期对比



数据来源: Wind 华泰期货研究院

12 月 22 日,《中共中央 国务院关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》(以下简称《意见》)全文发布。《意见》表示,健全银行业金融机构服务民营企业体系。进一步提高金融结构与经济结构匹配度,支持发展以中小微民营企业为主要服务对象的中小金融机构。

12 月 25 日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》。促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革,形成合理、公正、畅通、有序的社会性流动,有利于进一步解放和发展社会生产力,实现经济持续健康发展;有利于释放和增强社会发展活力,保持社会公平正义和社会大局的长期稳定;有利于创造更多个人职业发展和价值实现的机会,增强个人通过努力奋斗改变命运的动力,实现人的全面发展。

点评: 要素流动性红利将进一步释放,从顶层设计上得到推进。从而使得“人”和“经济”之间形成良性匹配——针对当前主要矛盾中的区域“不平衡”。

改革开放以来,我国持续深化经济、政治、社会体制改革,推进教育、就业、社会保障、户籍等制度深层次变革,出台一系列政策举措,社会性流动实现从计划到市场、从单一到多元的历史性转变。《意见》共六部分 16 条政策措施,首次构建了促进劳动力和人才社会性流动的政策体系框架。

· 美国：圣诞期间“清淡”，关注年末流动性

来源：彭博

纽约联储在年终时段向金融体系注入现金的操作在上周四未得全额认购，可能说明交易商的资产负债表已接近上限。

一级交易商向纽约联储的 14 天（1 月 9 日到期）定期回购操作提交了 180 亿美元的报价，低于 350 亿美元的招标总额，也是第三次定期回购操作没有得到足额认购。到目前为止，美联储已经向金融体系注入大约 2030 亿美元，并可能在本周（注：12 月 30 日当周）再提供多达 2600 亿美元。

Jefferies 的货币市场经济学家 Thomas Simons 表示，为年底时段提供充足的流动性，不是简单的美联储进行足够回购操作的问题，还依赖于一级交易商将其传递到更广阔的市场。

随着银行可能达到资产负债表的限制，这种中介可能会变得更加困难，最近定期操作的认购不足已在 Simons 意料之中。他预计，12 月 30 日的下一轮定期操作也将认购不足，但他认为当天上午的一天远期操作（1 月 2 日到期）可能会足额认购。

美联储自 9 月 17 日以来一直在向回购市场注入流动性，当时一般抵押品回购协议的隔夜利率从 2% 左右飙升至 10%。美联储还一直在购买美国国债以增加系统的准备金。除了几个月以来吸引眼球的流动性投放操作之外，美联储是否正在悄悄地采取更多行动来平息回购市场。纽约联储银行管理着一种叫做外国逆回购池的交易，其他国家的中央银行可以在此存放现金。自 9 月中旬达到 3,060 亿美元的峰值以来，这个外国逆回购池的规模减少了 18%。

在三个月前的市场动荡之后，外国逆回购池的规模下降符合美联储增加银行系统准备金、以使回购市场有序运转的目标。Wrightson ICAP 的 Lou Crandall 和美国银行策略师 Mark Cabana 怀疑，美联储可能有意驱使机构退出这个逆回购计划。

当外国中央银行动用美联储的外国逆回购池时，会从美国的金融系统中吸收流动性，不利

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_8118

