

宏观经济观察 013：全球贸易逆转，流动性收紧

一周宏观动态

中美达成阶段性贸易协议，改善市场情绪。临近 15 日加关税节点，中美之间达成第一阶段贸易协议文本阶段，推迟本次加关税，降低上一轮关税，并增加农产品购买。全球主要风险点的阶段性缓和提振市场风险偏好。但是长期来看，民族主义、绥靖主义继续回归，美国对外逆差的收缩向前推进，将继续收紧离岸美元流动性。

中央经济工作会议逆周期为稳定，备战阶段等待右侧来临。前一周的政治局会议释放“保持稳定”，上一周经济工作会议加强“逆周期”，宏观上“重中之重”是保证任务目标完成，微观政策上财政政策“提质增效”、货币政策“灵活适度”，落脚点是就业形势稳定。但全球大势的加速之下，此逆周期强调“工作预案”，非彼逆周期的“一放就活”。

美联储结束周期中降息进入中性，通胀容忍度提升，流动性压力需缓释。我们已经感受到了美国金融市场冲击（18 年底）对于企业投资信心的冲击（19 年），美联储在准备金收紧之际增加了年末的流动性投放（5000 亿美元），将推动资产负债表创新高，监管不放松之下是否能够缓解回购市场的压力，等待未来答案的揭晓。

全球宏观定位

定位：全球经济从周期的底部继续回升，但是改善的延续仍需看到美国信用周期下行平稳不失速和外部冲突继续保持低对抗两个条件的同时成立。上周我们注意到中美第一阶段协议释放了全球经贸压力阶段性缓和的信号，同时我们也看到了美联储通过大量流动性投放意图缓释金融市场压力。本周开始将是测试市场对这些动作有效性的时间窗口。

周期：（一）库存周期。美国库存延续高位下行过程，非美库存仍在低位未现回升，若未来全球风险偏好继续改善，则将提振预期的库存周期出现边际改善，但中期回落的风险仍在。（二）产能周期。中美期限利差均呈现出继续扁平化的特征，显示出周期向上改善的过程仍未出现，在需求——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，配置关注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向上反弹空间，谨慎投资者建议观望。

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：

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

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

一周宏观数据与展望

· 中国：11 月金融指标超预期上升

截止 12 月 13 日央行逆回购操作续停，连停 18 个工作日，追平今年以来最长纪录。央行指出：“目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平”。

2019 年 11 月金融统计数据报告显示：

1、广义货币**增长 8.2%**，狭义货币**增长 3.5%**

11 月末，广义货币(M2)余额 196.14 万亿元，同比增长 8.2%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 56.25 万亿元，同比增长 3.5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 2 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.4 万亿元，同比增长 4.8%。当月净投放现金 578 亿元。

2、11 月份人民币**贷款增加 1.39 万亿元**，外币贷款减少 39 亿美元

11 月末，本外币贷款余额 157.56 万亿元，同比增长 11.9%。月末人民币贷款余额 151.97 万亿元，同比增长 12.4%，**增速与上月末持平**，比上年同期低 0.7 个百分点。

11 月份人民币贷款增加 1.39 万亿元，**同比多增 1387 亿元**。分部门看，住户部门贷款增加 6831 亿元，其中，短期贷款增加 2142 亿元，中长期贷款增加 4689 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 6794 亿元，其中，短期贷款增加 1643 亿元，中长期贷款增加 4206 亿元，票据融资增加 624 亿元；非银行业金融机构贷款增加 274 亿元。

11 月末，外币贷款余额 7946 亿美元，同比下降 1.4%。当月外币贷款减少 39 亿美元，同比减少 138 亿美元。

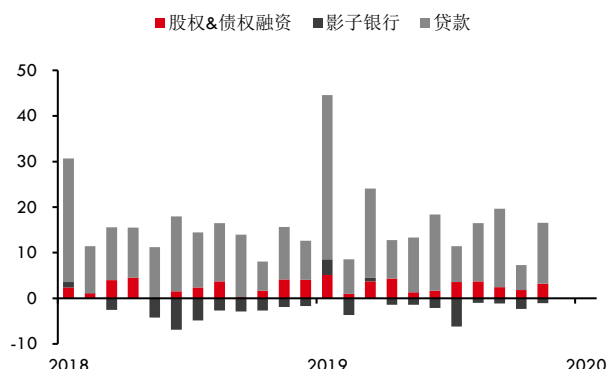
3、11 月份人民币存款增加 1.31 万亿元，外币存款增加 1 亿美元

11 月末，本外币存款余额 197.55 万亿元，**同比增长 8.2%**。月末人民币存款余额 192.28 万亿元，同比增长 8.4%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 0.8 个百分点。

11 月份人民币存款增加 1.31 万亿元，同比多增 3571 亿元。其中，住户存款增加 2466 亿元，**非金融企业存款增加 8656 亿元**，**财政性存款减少 2451 亿元**，非银行业金融机构存款增加 6979 亿元。

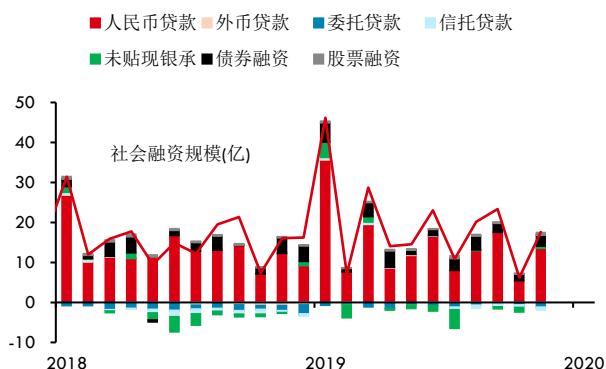
11 月末，外币存款余额 7498 亿美元，同比增长 2.5%。当月外币存款增加 1 亿美元，同比多增 73 亿美元。

图 1: 11 月影子银行缩量降低



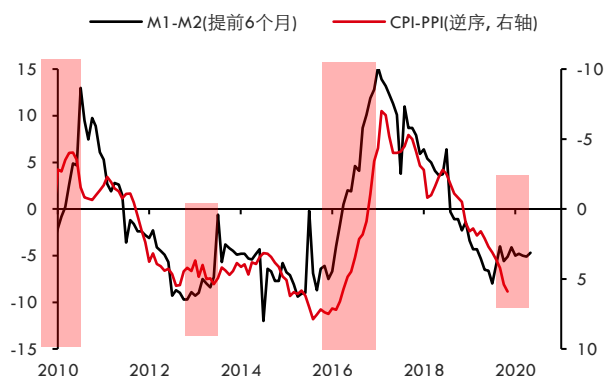
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 11 月环比多增



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 11 月 M1-M2 剪刀差持稳



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 11 月 M1 同比增速持稳



数据来源: Wind 华泰期货研究院

4、社会融资规模回升

初步统计, 1-11 月社会融资规模增量累计为 21.23 万亿元, 比上年同期多 3.43 万亿元。11 月份社会融资规模增量为 1.75 万亿元, 比上年同期多 1505 亿元。其中, 对实体经济发放的人民币贷款增加 1.36 万亿元, 同比多增 1331 亿元; 对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 249 亿元, 同比少减 538 亿元; 委托贷款减少 959 亿元, 同比少减 351 亿元; 信托贷款减少 673 亿元, 同比多减 218 亿元; 未贴现的银行承兑汇票增加 571 亿元, 同比多增 698 亿元; 企业债券净融资 2696 亿元, 同比少 1222 亿元; 地方政府专项债券融资净减少 1 亿元, 同比少减 331 亿元; 非金融企业境内股票融资 524 亿元, 同比多 324 亿元。

初步统计, 11 月末社会融资规模存量为 221.28 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 150.5 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 2.15 万亿元, 同比下降 6.9%; 委托贷款余额为 11.57 万亿元, 同比下降 8.2%;

信托贷款余额为 7.55 万亿元，同比下降 3.7%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.23 万亿元，同比下降 12.6%；企业债券余额为 23.09 万亿元，同比增长 13.6%；地方政府专项债券余额为 9.41 万亿元，同比增长 30.2%；非金融企业境内股票余额为 7.31 万亿元，同比增长 4.5%。

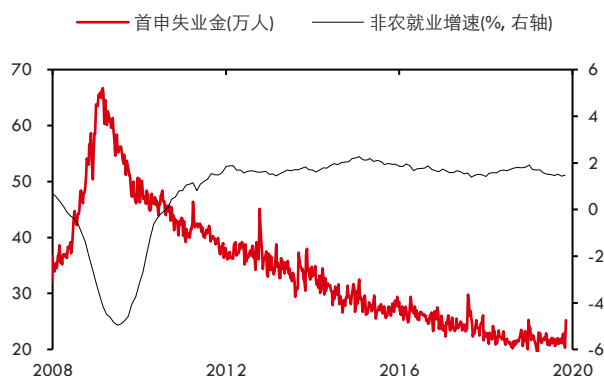
从结构看，11 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 68%，**同比高 1.1 个百分点**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 1%，同比低 0.2 个百分点；委托贷款余额占比 5.2%，同比低 1.1 个百分点；信托贷款余额占比 3.4%，同比低 0.5 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.5%，同比低 0.4 个百分点；企业债券余额占比 10.4%，同比高 0.2 个百分点；地方政府专项债券余额占比 4.3%，同比高 0.7 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.3%，同比低 0.2 个百分点。

· 美国：零售销售低预期，核心 CPI 稳定

上周美国商务部公布了 11 月零售销售数据，数据录得 0.2%，**不及预期的 0.5%**，前值被上修至 0.4%。与此同时公布的 11 月进口物价指数月率录得 0.2%，与预期持平。11 月零售销售较去年同期增长 3.3%。

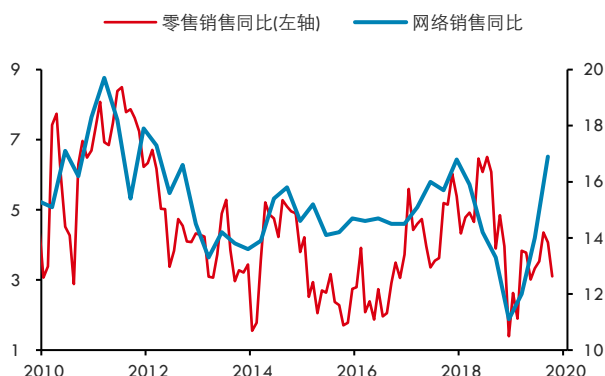
剔除汽车和汽油后，核心零售销售在 11 月环比零增长，逊于市场预期的增幅 0.4%；10 月前值由增幅 0.1%上修为 0.2%。分析称，这是今年 2 月以来最弱的核心零售销售。与 GDP 计算中消费者支出关系紧密的对照组数据——排除汽车、汽油、建材和食品服务后，11 月零售销售**环比仅增长 0.1%**，低于预期，也弱于前值的 0.3%。这一数据被认为更能反映潜在的消费者需求，后者占据美国经济活动的 2/3。9-11 月该数据增长 1.3%，不及 8-10 月的增幅 3.4%。

图 5： 失业金申领和非农就业



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6： 11 月零售销售增速放缓



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

劳工部上周三发布的数据显示，核心消费者价格指数连续第二个月环比上涨 0.2%，**同比上涨 2.3%**。这些数字与接受彭博调查的经济学家预期中值一致。总体 CPI 环比上涨 0.3%、同比上涨 2.1%。其中，能源和住房是支撑 11 月通胀的主要因素。由于汽油和燃油价格上涨，能源价格环比上涨了 0.8%。

劳工部周三的另一份报告显示，11 月通胀调整后平均**时薪同比增长 1.1%**，低于 10 月的 1.4%。更高的通货膨胀侵蚀了工资增长。接受彭博调查的经济学家对核心 CPI 的预期中值为环比上涨 0.2%、同比上涨 2.3%，对总体 CPI 预期为环比上涨 0.2%、同比上涨 2%。

一周宏观事件与展望

· 中国：中央经济工作会议“逆周期”

新华社北京12月12日电 中央经济工作会议12月10日至12日在北京举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平，中共中央政治局常委、国务院总理李克强，中共中央政治局常委栗战书、汪洋、王沪宁、赵乐际、韩正出席会议。

习近平在会上发表重要讲话，总结2019年经济工作，分析当前经济形势，部署2020年经济工作。李克强在讲话中对明年经济工作作出具体部署，并作了总结讲话。

会议认为，今年以来，面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，全党全国贯彻党中央决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，扎实做好“六稳”工作，保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，精准脱贫成效显著，金融风险有效防控，生态环境质量总体改善，改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破，人民群众获得感、幸福感、安全感提升，“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成小康社会取得新的重大进展。

点评：2020年的出发点在于认识。第一条不是“风险意识”，而是“逆周期调节”。

经济治理方式从系统论出发，不是点，也不是面。经济系统的动态优化。

会议指出，成绩来之不易，根本原因在于我们坚持党中央集中统一领导，保持战略定力，坚持稳中求进，深化改革开放，充分发挥中央和地方两个积极性。在工作中，我们形成一些重要认识：**必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度，增强微观主体活力，把供给侧结构性改革主线贯穿于宏观调控全过程；必须从系统论出发优化经济治理方式，加强全局观念，在多重目标中寻求动态平衡；必须善于通过改革破除发展面临的体制机制障碍，激活蛰伏的发展潜能，让各类市场主体在科技创新和国内国际市场竞争的第一线奋勇拼搏；必须强化风险意识，牢牢守住不发生系统性风险的底线。**

点评：尽管2020年是“逆周期”，求“稳定”，但是全球的背景没变——深度调整，且在加速。不能一味的“逆周期”，而是基于“预案”的逆周期。

会议强调，在充分肯定成绩的同时，必须清醒认识到，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的**攻关期**，结构性、体制性、周期性问题**相互交织**，“三期叠加”影响持续深化，**经济下行压力加大**。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的**深度调整期**，世界大变局**加速演变**的特征更趋明显，全球动荡源和风险点**显著增多**。我们要做好**工作预案**。

会议指出，我国经济稳中向好、长期向好的**基本趋势没有改变**。我们有党的坚强领导和中国特色社会主义制度的显著优势，有改革开放以来积累的雄厚物质技术基础，有超大规模的市场优势和内需潜力，有庞大的人力资本和人才资源，全党全国坚定信心、同心同德，**一定能战胜各种风险挑战**。

点评：给出了“逆周期”的经济调节目的是为收官之年“打基础”。

点评：既然是“稳”，那么就要防止经济过冷，也要防止过热。但是强调“量”在“质”前。

点评：浙江省政府决定把研发经费提升工作作为“一把手”工程，加强考核评价，对全社会研究与试验发展(R&D)经费和科技投入增幅双下降的市县实行一票否优。——地方的激励

点评：三大攻坚战“脱贫”是重点“确保”，污染防治是“打好”，金融防风险是“基本稳定宏观杠杆率”而不是去杠杆。

会议强调，明年是全面建成小康社会和“十三五”规划**收官之年**，要实现第一个百年奋斗目标，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标**打好基础**，做好经济工作十分重要。要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会精神，坚决贯彻党的基本理论、基本路线、基本方略，增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”，紧扣全面建成小康社会目标任务，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官，得到人民认可、经得起历史检验。

会议指出，实现明年预期目标，要坚持**稳字当头**，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要积极进取，坚持**问题导向、目标导向、结果导向**，在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现**量的合理增长和质的稳步提升**。要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会。

会议确定，明年要抓好以下重点工作。

一是坚定不移贯彻新发展理念。理念是行动的先导。新时代抓发展，必须更加突出发展理念，坚定不移贯彻**创新、协调、绿色、开放、共享**的新发展理念，推动高质量发展。各级党委和政府必须适应我国发展进入新阶段、社会主要矛盾发生变化的必然要求，紧紧扭住新发展理念推动发展，把注意力集中到**解决各种不平衡不充分的问题上**。要树立**全面、整体**的观念，遵循经济社会发展规律，重大政策出台和调整要进行综合影响评估，切实抓好政策落实，坚决杜绝形形色色的形式主义、官僚主义。**要把坚持贯彻新发展理念作为检验各级领导干部的一个重要尺度。**

二是坚决打好三大攻坚战。要确保**脱贫攻坚**任务如期全面完成，集中兵力打好深度贫困歼灭战，政策、资金重点向“三区三州”等深度贫困地区倾斜，落实产业扶贫、易地搬迁扶贫等措施，严把贫困人口退出关，巩固脱贫成果。要建立机制，及时做好返贫人口和新发生贫困人口的监测和帮扶。要打好**污染防治**攻坚战，坚持方向不变、力度不减，突出精准治污、科学治污、依法治污，推动生态环境质量持续好转。要重点打好蓝天、碧水、净土保卫战，完善相关治理机制，抓好源头防控。**我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力。要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。**

三是确保**民生**特别是困难群众**基本生活**得到有效保障和改善。要发挥政府作用保基本，注重普惠性、基础性、兜底性，做好**关键时点、困难人群**的基本生活保障。要稳定就业总量，改善就业结构，提升就业质量，突出抓好**重点群体就业工作**，确保零就业家庭动态清零。要加快补齐民生短板，有效解决进城务工人员子女上学难问题。要兜住**基本生活底线**，确保养老金按时足额发放，加快推进养老保险全国统筹。要发挥市场供给灵活性优势，深化医疗养

点评：医疗养老是开放的市场，存在机会。住房市场关注点不在增量，而关注租赁市场——稳定的现金流和租赁衍生市场。

点评：财政从“扩张”走向“提质增效”，强调在于为“六稳”，稳就业预计是第一位的。货币趋向灵活，流动性会投放。

老等民生服务领域市场化改革和**对内对外开放**，增强多层次多样化供给能力，更好实现社会效益和经济效益相统一。要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市**更新**和存量住房**改造**提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展**租赁住房**。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，**稳地价、稳房价、稳预期**的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。

四是继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要**大力提质增效**，更加注重结构调整，**坚决压缩一般性支出**，做好重点领域保障，**支持基层保工资、保运转、保基本民生**。稳健的货币政策要**灵活适度**，保持**流动性合理充裕**，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，**引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域**，促进产业和消费“双升级”。要充分挖掘超大规模市场优势，发挥消费的基础作用和投资的关键作用。

五是着力推动高质量发展。要坚持巩固、增强、提升、畅通的方针，以创新驱动和改革开放为两个轮子，全面提高经济整体竞争力，加快现代化经济体系建设。要**狠抓**农业生产保障供给，加快农业供给侧结构性改革，带动农民增收和乡村振兴。要**加快恢复**生猪生产，做到保供稳价。要深化科技体制改革，加快科技成果转化应用，加快提升企业技术创新能力，发挥**国有企业**在技术创新中的积极作用，健全鼓励支持基础研究、原始创新的体制机制，完善科技人才发现、培养、激励机制。要支持战略性新兴产业发展，支持**加大设备更新和技改投入**，推进传统制造业优化升级。要落实减税降费政策，降低企业用电、用气、物流等成本，**有序推进**“僵尸企业”处置。要健全体制机制，打造一批有国际竞争力的先进制造业集群，提升产业基础能力和产业链现代化水平。要**大力发展**数字经济。要更多依靠市场机制和现代科技创新推动服务业发展，推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸，推动生活性服务业向高品质和多样化升级。要重视解决好“一老一小”问题，加快建设养老服务体系，支持社会力量发展普惠托育服务，推动旅游业高质量发展，推进体育健身产业市场化发展。要着眼

点评：详述了高质量发展的几个方面。
首句：指导思想

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_8354

