

宏观经济观察 009：警惕“滞涨”冲击

一周宏观动态

本周继续关注价格压力回升、经济周期未开启向上背景下，宏观的类滞涨环境带来对于大类资产的“滞涨”定价冲击——双“11”股债双杀的风险。

上周国内宏观数据显示，PPI/CPI 的裂口继续扩大，显示出供给侧成本的上抬和需求侧疲弱的压力共同存在，形成宏观类滞涨的风险在上升。对于经济周期而言，本周将公布的 10 月份经济数据将给出答案，预计经济底部的状态短期仍将延续。

上周美国宏观数据显示，三季度劳动成本延续上升过程，但是劳动生产率继续承压，创造了海外“类滞涨”的环境也在酝酿。美国企业的盈利领先指标显示，未来美国仍将面临盈利回落的库存周期下行冲击，而在中间品供给矛盾暂未解决的情况下存价格压力。

全球宏观定位

定位：全球经济宏观数据当前仍在相对底部波动，但是 10 月 PMI 继续显示周期将要开启上行的概率在增强。货币指标来看，主要经济体的信用扩张仍显艰难，中国、日本等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。综合来看，我们依然确认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 月市场交易了周期改善之后，随着中美周末不确定性再次升温，关注实际经济数据底部预期证伪带来的风险。（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仍沿着改善的方向运行。

宏观策略

维持周期待变过程的宏观交易策略，中期配置关注这一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“滞涨”形成的冲击风险，方向维持月报《[缺乏触点、底部延续](#)》的宏观空头思路（避险资产强于风险资产）。

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：

[缺少触点，底部延续](#)

——宏观经济观察 008

2019-11-04

[美联储的选择料触发流动性的拐点](#)

——宏观经济观察 007

2019-10-28

[风险改善，关注宏观预期修正](#)

——宏观经济观察 006

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：经济未稳，通胀高企

上周**统计局**公布了10月通胀数据。

CPI：同比上涨3.8%。2019年10月份，全国居民消费价格同比上涨3.8%。其中，城市上涨3.5%，农村上涨4.6%；**食品价格上涨15.5%**，非食品价格上涨0.9%；消费品价格上涨5.2%，服务价格上涨1.4%。1-10月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨2.6%。10月份，全国居民消费价格环比上涨0.9%。其中，城市上涨0.8%，农村上涨1.2%；食品价格上涨3.6%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格上涨1.4%，服务价格持平。

具体来看，10月份，食品烟酒类价格同比上涨11.4%，影响CPI（居民消费价格指数）上涨约3.37个百分点。食品中，畜肉类价格上涨66.8%，影响CPI上涨约2.92个百分点，其中**猪肉价格上涨101.3%**，影响CPI上涨约2.43个百分点；禽肉类价格上涨17.3%，影响CPI上涨约0.21个百分点；鸡蛋价格上涨12.3%，影响CPI上涨约0.07个百分点；水产品价格上涨2.7%，影响CPI上涨约0.05个百分点；粮食价格上涨0.5%，影响CPI上涨约0.01个百分点；鲜菜价格下降10.2%，影响CPI下降约0.27个百分点；鲜果价格下降0.3%，影响CPI下降约0.01个百分点。

其他七大类价格同比六涨一降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨5.5%、2.1%和1.9%，衣着、生活用品及服务、居住价格分别上涨1.2%、0.6%和0.5%；**交通和通信价格下降3.5%**。

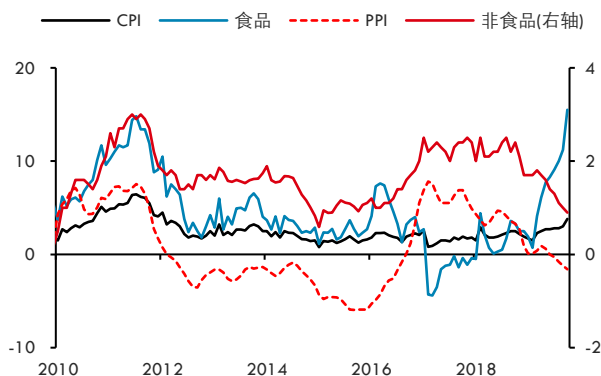
扣除食品和能源价格的核心CPI环比上涨0.1%，涨幅比上月回落0.1个百分点；同比上涨1.5%，涨幅与上月相同。如扣除猪肉价格上涨因素，CPI环比上涨约0.1%，同比上涨约1.3%，总体稳定。

点评：需解决的两端问题

- 1、原料的来源
- 2、中间品的出口

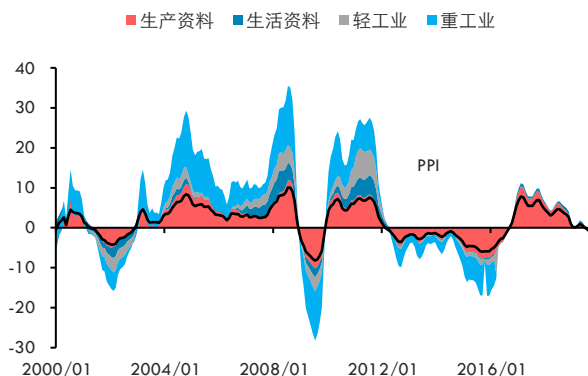
点评：科技进步

图1：CPI及分项



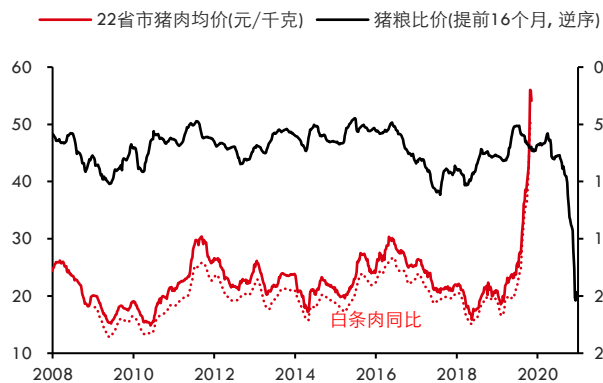
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图2：PPI及分项



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 猪肉价格跟踪



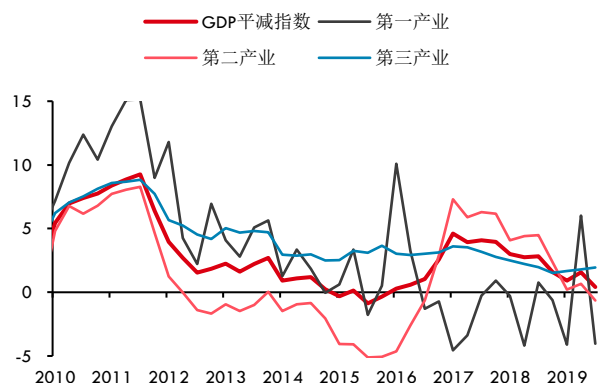
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: 库存周期的改善点仍未到来



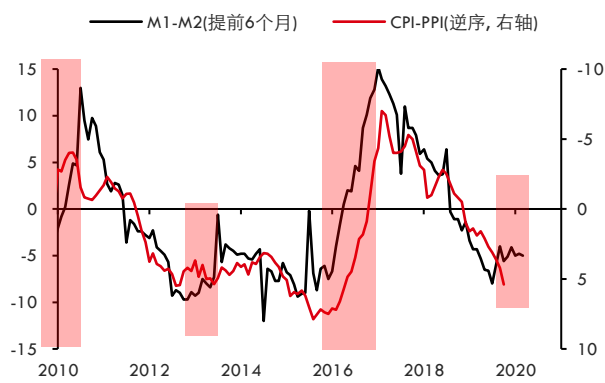
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 三季度平减指数除第三产业未企稳



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 信用的传导仍显迟滞



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

PPI: 同比下降 1.6%。2019 年 10 月份, 全国工业生产者出厂价格同比下降 1.6%, 环比上涨 0.1%; 工业生产者购进价格同比下降 2.1%, 环比上涨 0.2%。1-10 月平均, 工业生产者出厂价格比去年同期下降 0.2%, 工业生产者购进价格下降 0.5%。

点评: 裂口的扩张延续

具体来看, 工业生产者出厂价格中, **生产资料价格同比下降 2.6%**, 降幅比上月扩大 0.6 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.95 个百分点。其中, 采掘工业价格下降 1.9%, 原材料工业价格下降 5.6%, 加工工业价格下降 1.5%。**生活资料价格同比上涨 1.4%**, 涨幅比上月扩大 0.3 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.36 个百分点。其中, 食品价格上涨 4.4%, 衣着价格上涨 0.6%, 一般日用品价格上涨 0.4%, 耐用消费品价格下降 1.8%。

工业生产者购进价格中，农副产品类价格上涨 6.3%，建筑材料及非金属类价格上涨 3.1%，黑色金属材料类价格上涨 0.8%；**化工原料类价格下降 8.5%，燃料动力类价格下降 5.5%**，有色金属材料及电线类价格下降 2.4%。据测算，在 10 月份 1.6% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 -1.2 个百分点，新涨价影响约为 -0.4 个百分点。

此外，上周还公布了 10 月份**贸易数据**，**降幅收窄**。海关总署 11 月 8 日发布数据显示，中国 10 月出口（以美元计）同比**降 0.9%**，预期降 2.9%，前值降 3.2%；进口**降 6.4%**，预期降 8.2%，前值降 8.5%；贸易顺差 428.1 亿美元，前值 396.5 亿美元。

点评：贸易结构在改善

具体来看，**一般贸易增长且比重提升**。前 10 个月，我国一般贸易进出口 15.19 万亿元，增长 4.8%，占我外贸总值的 59.3%，比去年同期提升 1.4 个百分点。其中，出口 8.14 万亿元，增长 8.5%；进口 7.05 万亿元，增长 0.7%；贸易顺差 1.09 万亿元，扩大 1.2 倍。同期，加工贸易进出口 6.5 万亿元，下降 4.9%，占 25.3%，下滑 1.9 个百分点。其中，出口 4.13 万亿元，下降 3%；进口 2.37 万亿元，下降 8%；贸易顺差 1.76 万亿元，扩大 4.5%。此外，我国以保税物流方式进出口 2.96 万亿元，增长 6.8%，占我外贸总值的 11.6%。其中，出口 9850.8 亿元，增长 10%；进口 1.98 万亿元，增长 5.2%。

对欧盟和东盟等主要市场进出口增长，对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体。前 10 个月，中欧贸易总值 3.98 万亿元，增长 8.3%，占我外贸总值的 15.5%。其中，对欧盟出口 2.42 万亿元，增长 10.4%；自欧盟进口 1.56 万亿元，增长 5.1%；对欧贸易顺差 8660.5 亿元，扩大 21.4%。与东盟贸易总值为 3.54 万亿元，增长 11.9%，占我外贸总值的 13.8%。其中，对东盟出口 1.97 万亿元，增长 16.1%；自东盟进口 1.57 万亿元，增长 7%；对东盟贸易顺差 3961.2 亿元，扩大 75.4%。中美贸易总值为 3.07 万亿元，下降 10.6%，占我外贸总值的 12%。其中，对美国出口 2.39 万亿元，下降 6.8%；自美国进口 6857.4 亿元，下降 21.5%；**对美贸易顺差 1.7 万亿元，扩大 0.8%**。中日贸易总值为 1.77 万亿元，下降 0.4%，占我外贸总值的 6.9%。其中，对日本出口 8078.7 亿元，增长 2.8%；自日本进口 9586.3 亿元，下降 2.9%；对日贸易逆差 1507.6 亿元，收窄 25.1%。同期，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口 7.47 万亿元，增长 9.4%，高出全国整体增速 7 个百分点，占我外贸总值的 29.1%，比重提升 1.9 个百分点。

点评：总体贸易形势并非过度悲观，虽然短期有反复，这也部分印证了前期财新制造业 PMI 强于统计局 PMI 的原因。

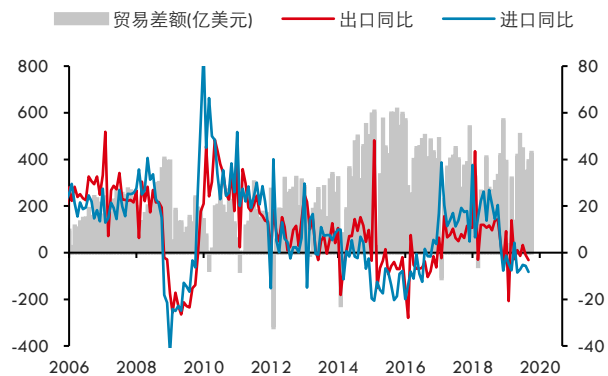
民营企业进出口快速增长，所占比重提升。前 10 个月，民营企业进出口 10.87 万亿元，增长 10.3%，占我外贸总值的 42.4%，比去年同期提升 3 个百分点，成为我国第一大外贸主体。其中，出口 7.18 万亿元，增长 12.8%，占出口总值的 51.3%；进口 3.69 万亿元，增长 5.8%，占进口总值的 31.7%。同期，外商投资企业进出口 10.32 万亿元，下降 3.4%，占我外贸总值的 40.3%。其中，出口 5.48 万亿元，下降 1.5%；进口 4.84 万亿元，下降 5.4%。此外，国有企业进出口 4.34 万亿元，下降 1%，占我外贸总值的 17%。其中，出口 1.32 万亿元，下降 6.1%；进口 3.02 万亿元，增长 1.3%。

机电产品、劳动密集型产品出口均保持增长。前 10 个月，我国机电产品出口 8.15 万亿元，增长 4.3%，占出口总值的 58.3%。其中，电器及电子产品出口 3.73 万亿元，增长 5.5%；机械设备 2.34 万亿元，增长 1.9%。同期，服装出口 8624.1 亿元，与去年同期基本持平；纺织品 6810.7 亿元，增长 5.5%；家具 2986.6 亿元，增长 6.2%；鞋类 2683 亿元，增长 5.4%；塑料制品 2680.8 亿元，增长 17%；玩具 1802.5 亿元，增长 32.2%；箱包 1522.4 亿元，增长 5.1%；上述 7 大类劳动密集型产品合计出口 2.71 万亿元，增长 6.1%，占出口总值的 19.4%。此外，钢材出口 5509 万吨，减少 5.8%；汽车 100 万辆，增加 3%。

原油、煤、天然气等商品进口量增加，铁矿砂、大豆进口量减少，大宗商品进口均价涨跌互现。前 10 个月，我国进口原油 4.15 亿吨，增加 10.5%，进口均价为每吨 3274.6 元，下跌 3.6%；煤 2.76 亿吨，增加 9.6%，进口均价为每吨 535.1 元，下跌 7%；天然气 7771 万吨，增加 7.9%，进口均价为每吨 2984.8 元，上涨 11.3%；铁矿砂 8.77 亿吨，减少 1.6%，进口均价为每吨 659.3 元，上涨 43.3%；大豆 7069 万吨，减少 8.1%，进口均价为每吨 2731.6 元，下跌 2.9%；初级形状的塑料 3009 万吨，增加 10.3%，进口均价为每吨 1 万元，下跌 11.9%；成品油 2485 万吨，减少 9.2%，进口均价为每吨 3815.5 元，下跌 2.6%；钢材 978 万吨，减少 11.9%，进口均价为每吨 8084.1 元，下跌 0.9%；未锻轧铜及铜材 397 万吨，减少 10%，进口均价为每吨 4.51 万元，下跌 3.3%。此外，机电产品进口 5.08 万亿元，下降 4.5%。其中，集成电路 3562.1 亿个，与去年同期基本持平，价值 1.71 万亿元，下降 1.9%；汽车 84 万辆，减少 12.3%，价值 2644.4 亿元，下降 5.5%。

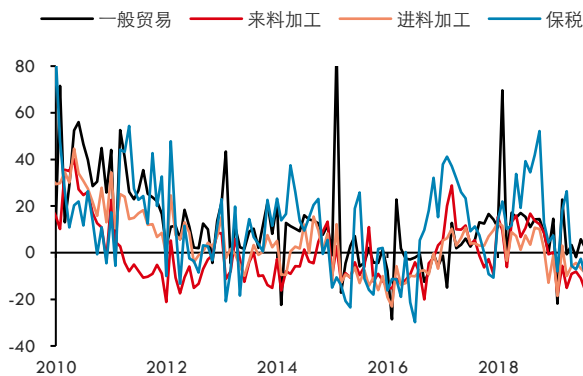
上周人民银行还发布了 10 月外汇储备数据。数据显示，中国 10 月末外汇储备 31051.6 亿美元，前值为 30924.31 亿美元。其中比较有意思的变化在于，中国 10 月末黄金储备为 6264 万盎司，较 9 月末持平，央行短期不再继续增持黄金储备。

图 7： 10 月外贸形势有所企稳



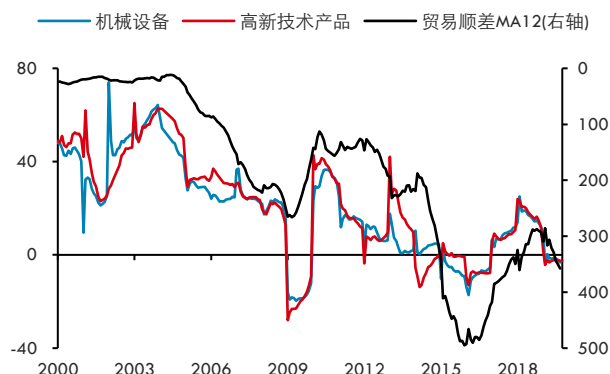
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8： 贸易结构有所改善



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 关注未来对外账户改善可能



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 央行暂停购金和金价对比



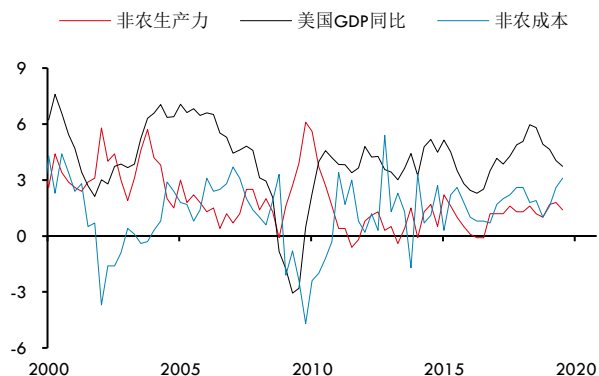
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

· 美国：关注“类滞涨”的担忧

上周公布了美国生产力和成本报告。数据显示，美国第三季度非农生产力初值**降0.3%**，预期升0.9%，前值从升2.3%修正为升2.5%；美国第三季度非农单位劳动力成本初值**升3.6%**，预期升2.2%，前值升2.6%。这是自2015年以来最糟糕的情况，远远低于经济学家预期的0.9%的生产率增幅。

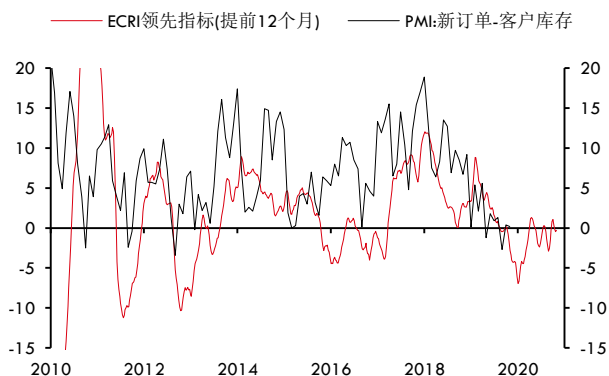
在这个数字之后，标准普尔500指数在接下来的几分钟里几乎忽视这一消息，实际上还略微上涨了一点。目前生产率之所以如此重要，还有一个特别的原因：美国官方数据显示制造业处于衰退之中。“衰退”被定义为三个月的负增长，正如你所看到的，过去三个月制造业出现了这种情况。10月份的数据将于11月15日公布，市场预期届时经济将下滑0.7%。

图 11: 美国三季度生产力降、成本升



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 关注美国库存周期的回落



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

一周宏观事件与展望

· 中国：对外开放的扩大

伴随着上周进博会的召开，下半周政策密集出台。

1、营商环境优化

10月22日，《优化营商环境条例》正式颁布，《条例》确立了对各类市场主体一视同仁的营商环境基本制度规范，为营造法治化营商环境奠定基础。《条例》出台的核心意义，在于从国家层面确立了优化营商环境的基础性行政法规，必将促进我国营商环境再上新台阶。

11月8日，上海海关推出了下一阶段进一步优化跨境贸易营商环境首批措施，包括六项举措，分别是落实“两步申报”改革试点、设立“疑难报关单受理专窗”、开通上海海关12360热线综合查询平台、实施肉类和化妆品快速通关机制、进一步健全企业主动披露容错机制、推进以信用为基础的企业管理。

2、人民币资产扩容

11月4日，中国建设银行新加坡分行成功发行10亿元“一带一路”基础设施离岸人民币债券，债券将在新交所挂牌上市。

11月7日，中国人民银行在香港成功发行了两期人民币央行票据，其中3个月期央行票据200亿元，1年期央行票据100亿元，中标利率均为2.90%。

11月7日，上海自贸区据悉将发行首只企业债，南京一城投拟募10亿元人民币。

3、对外开放政策提速

11月7日，国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》。全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围限制，丰富市场供给，增强市场活力。减少外国投资者投资设立银行业、保险业机构和开展相关业务的数量型准入条件，取消外国银行来华设立外资法人银行、分行的总资产要求，取消外国保险经纪公司在华经营保险经纪业务的经营年限、总资产要求。扩大投资入股外资银行和外资保险机构的股东范围，取消中外合资银行中方唯一或主要股东必须是金融机构的要求，允许外国保险集团公司投资设立保险类机构。继续支持按照内外资一致的原则办理外资保险公司及其分支机构设立及变更等行政许可事项。2020年取消证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、寿险公司外资持股比例不超过51%的限制。

11月8日，由人民银行上海总部倡议推动、G60 科创走廊九城市与有关金融机构共同研究形成的《金融支持长三角 G60 科创走廊先进制造业高质量发展综合服务方案》（以下简称《方案》）正式发布。

11月8日，证监会就《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》公开征求意见。本次征求意见的《科创板再融资办法》主要内容包括：一是设定基本发行条件，规范上市公司再融资行为，切实保护投资者合法权益和社会公众利益。二是优化调整非公开发行股票制度安排，支持上市公司引入战略投资者。鉴于非公开发行对象主要针对具有较高风险识别和承受能力的合格投资者，非公开发行股票从保护上市公司利益、投资者合法权益和社会公共利益角度，设置相对公开发行较低的负面清单形式的基本发行条件。同时，支持上市公司引入战略投资者，有效提升非公开发行业股票的便捷性。三是设置便捷高效的注册程序，提升融资效率。一方面，最大限度压缩监管部门的审核和注册期限，上海证券交易所审核期限为2个月，证监会注册期限为15个工作日。另一方面，授权上海证券交易所根据科创板再融资运行总体情况和市场实际需要，研究制定小额融资的业务规则。

11月8日，证监会《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则进行修订公开征求意见。修订内容主要包括：一是精简发行条件，拓宽创业板再融资服务覆盖面。取消创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于45%的条件；取消创业板非公开发行股票连续2年盈利的条件；将创业板前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致由发行条件调整为信息披露要求。二是优化非公开制度安排，支持上市公司引入战略投资者。上市公司董事会决议提前确定全部发行对象且为战略投资者等的，定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日；调整非公开发行股票定价和锁定机制，将发行价格不得低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的9折改为8折；将锁定期由现在的36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月，且不适用减持规则的相关限制；将目前主板（中小板）、创业板非公开发行股票发行对象数量由分别不超过10名和5名，统一调整为不超过35名。三是适当延长批文有效期，方便上市公司选择

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_9114

