

维稳措施初见成效 政策调控以己为主

——2019 年 11 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2019 年 11 月 5 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 10 月份，外围经济的不佳仍未改变，欧元区激进的货币宽松对美国的影响正在发生，尽管美联储的鹰派降息意味着预防式降息的结束，但其资产购买行为却难以止步，在资金全球流动的背景下，连锁反应导致的冲击反馈更需引起关注。欧元区方面，尽管经济数据不堪依然明显，但是英国脱欧问题所取得的明显进展有效缓和了区内的担忧情绪，核心国国债收益率水平持续抬升，而且欧元相较于美元也有所走强。
- 9 月份经济数据显示，一方面逆周期调节所带来的预期改善在生产端呈现较明显变化；另一方面内生性需求不足的现象依旧明显，固定资产投资小幅回落，通胀和基数双重利好下的消费仍改善乏力。因此，需求不足依旧是目前国内经济的特征，CPI 高涨并不会对稳增长所需进行的逆周期调节带来过多扰动，在政策落地和 2018 年同期基数回落的双重影响下，四季度 GDP 同比增速有望企稳。
- 尽管 CPI 的持续走高令有关通胀，甚至滞胀的担忧明显抬升，但是我们一再强调供给推动的猪价走高不能掩盖需求不足的根本矛盾，加大财政刺激维稳需求仍是当前政策调控的核心要务，而货币政策则应继续做好辅助工作。总体而言，我们既无需跟随外围政策而被迫波动，也不应过多受制于 CPI 的走高，在“货币搭台，财政唱戏”以维稳经济的同时，管理层无疑将继续完善体制机制释放改革红利，根据内外部情况适时搭配“稳”和“进”以求实现长短期政策目标的平衡。

风险提示：欧美经济下行超预期

目 录

1. 美国采取鹰派降息 欧洲经济不振延续	5
1.1 美联储降息或将暂停 但被迫宽松尚难止步	5
1.2 欧洲经济仍不振 英国脱欧再延期	6
2. 维稳措施初见成效 供给冲击压力不减	9
2.1 景气再度回落 需求仍需呵护	9
2.2 外需不足渐趋强化 贸易顺差逐步承压	11
2.3 内生需求并不乐观 基建投资缓缓而行	11
2.4 供给支撑 CPI 需求压制 PPI	13
3. 政策调控以己为主 “稳”“进”搭配适时而定	15
3.1 财政支出显著提升 政府加杠杆势在必行	15
3.2 CPI 高企虽有掣肘 货币支持仍不可少	16
3.3 聚焦顶层设计 推进改革深化	16

图 目 录

图 1: 消费依旧是支撑美国经济的核心动力	5
图 2: 私人投资对美国经济增长有限	5
图 3: 美国制造业 PMI 指数略有反弹	6
图 4: 美国消费者信心指数略有反弹	6
图 5: 美国私人非农企业员工工资涨势良好	6
图 6: 美国失业率继续维持低位	6
图 7: 美国核心通胀水平略有抬升	6
图 8: 欧元区制造业 PMI 指数持续回落	7
图 9: 欧元区信心指数低位徘徊	7
图 10: 法德十年期国债收益率显著反弹	7
图 11: 德国与意大利十年期国债利差演变	7
图 12: 欧元区核心通胀水平略有抬升	7
图 13: 欧元相对于美元有所走强	7
图 14: 制造业 PMI 指数变动趋势	9
图 15: 不同规模企业制造业 PMI 指数变动趋势	9
图 16: 制造业 PMI 指数历史趋势对比	9
图 17: 制造业 PMI 就业指数变动趋势	9
图 18: 制造业 PMI 生产及订单指数变动趋势	10
图 19: 制造业 PMI 库存指数变动趋势	10
图 20: 工业增加值同环比增速	10
图 21: 工业增加值当月同比 (分类别)	10
图 22: 高新技术产业工业增加值当月同比	10
图 23: 重点行业工业增加值当月同比	10
图 24: 进出口累计同比增速	11
图 25: 当月贸易顺差	11
图 26: 进出口当月季调同比增速	11
图 27: 中国对主要国家与地区出口同比增速	11
图 28: 消费当月及累计同比	12
图 29: 城乡消费累计同比	12
图 30: 餐饮及零售累计同比	12
图 31: 实物商品网上零售同比	12
图 32: 固定资产投资同环比增速	13
图 33: 房地产投资累计同比	13
图 34: 基建投资累计同比	13
图 35: 重点行业固定资产投资累计同比	13
图 36: CPI 同比数据	14
图 37: CPI 环比历史对比	14
图 38: PPI 同环比数据	14
图 39: PPI 环比历史对比	14
图 40: 食用农产品价格指数	14

图 41: 猪牛羊价格周环比涨幅	14
图 42: 9 月财政支出显著提升	15
图 43: 四季度财政支出将进一步加力	15
图 44: 9 月份财政赤字大幅增加	15
图 45: 财政收支累计差额同 GDP 对比	15
图 46: 不同等级 5 年期企业债利差变动	16
图 47: 不同等级 5 年期城投债利差变动	16

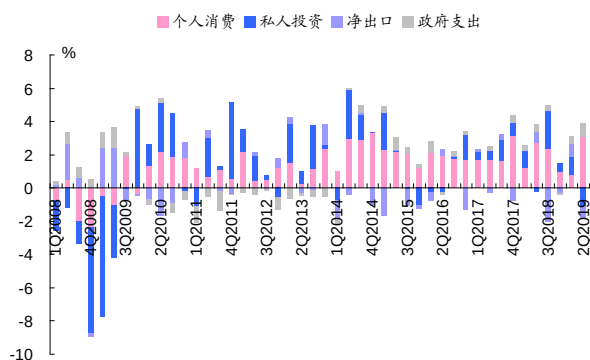
10 月份，外围经济的不佳仍未改变，欧元区激进的货币宽松对美国的影响正在发生，尽管美联储的鹰派降息意味着预防式降息的结束，但其资产购买行为却难以止步，在资金全球流动的背景下，连锁反应导致的冲击反馈更需引起关注。国内方面，稳增长措施逐步落地，基建投资增速继续回升，生产热情有所增强，但是长期预期不佳令制造业投资热情尚难回复，剔除通胀因素后的消费亦并不乐观；供给冲击下的 CPI 高涨难以掩盖 PPI 跌幅扩大所呈现的通缩压力，于是稳增长措施仍需进一步强化。

1. 美国采取鹰派降息 欧洲经济不振延续

1.1 美联储降息或将暂停 但被迫宽松尚难止步

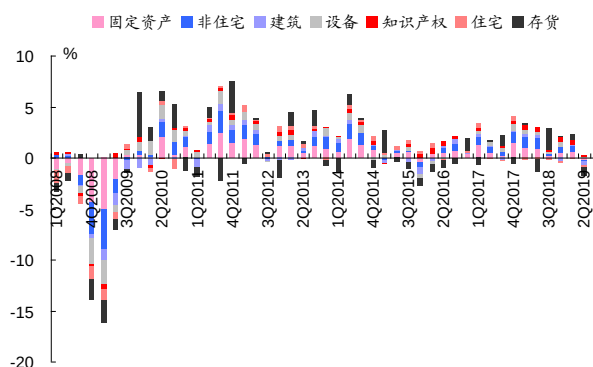
10 月份公布的 GDP 数据显示，在强劲消费的支撑下，美国 GDP 维持了较好的增长态势，三季度 1.9% 的季调环比折年率与市场预期相符；此后公布的 ISM 制造业 PMI 指数也有所回升，且密歇根大学消费者信心数据保持良好，虽然美国经济的周期性降温难以避免，但是在劳工市场仍旧坚挺的情况下，其国内经济的前瞻并非岌岌可危。

图 1：消费依旧是支撑美国经济的核心动力



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：私人投资对美国经济的拉动有限

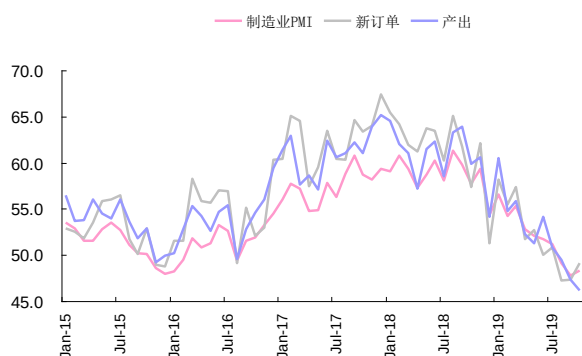


资料来源：Wind，渤海证券研究所

美联储始终将英国脱欧及中美贸易争端等作为其预防式降息的重要依据，也从另一角度说明其对美国经济前景并未过于悲观，且 9 月份降息后委员们的分歧也说明即便考虑预防诉求，降息行为也越加难以获得一致认可。然而，除经济因素外，市场（特别是金融市场）和政治诉求也是美联储不得不考虑的决策要素，在全球持续宽松后杠杆交易日渐强化，金融市场流动性的紧张令美联储不得不站在博弈的一端。10 月份结束的美联储会议之所以选择鹰派降息，显然是在安抚市场的同时，明示自身底线，以达到沟通市场的目的，然而金融市场既成事实的流动性紧

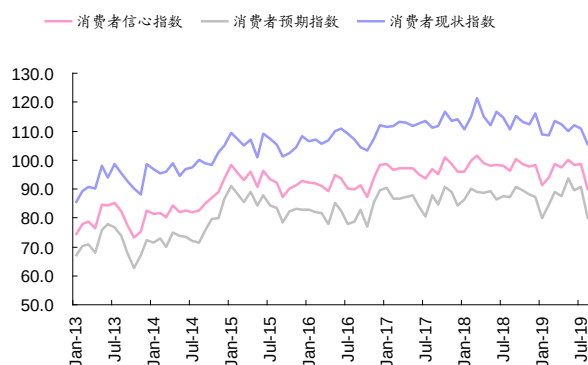
张令美联储的资产购买步伐难以停止，所以市场与联储间的博弈仍在继续，而且在美联储用行动证明其话术前，市场仍有强烈的冲动提升杠杆以维持其盈利水平。

图 3: 美国制造业 PMI 指数略有反弹



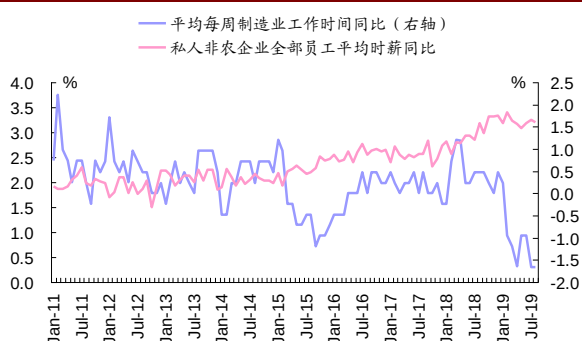
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美国消费者信心指数略有反弹



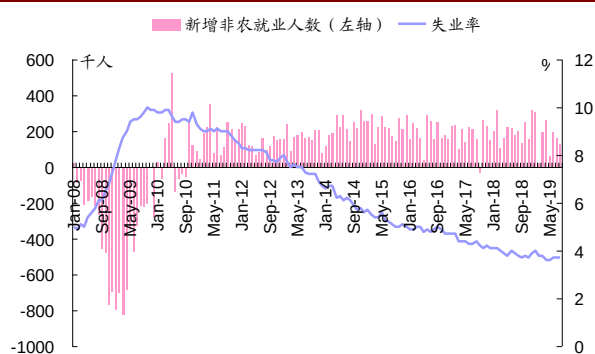
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 美国私人非农企业员工工资涨势良好



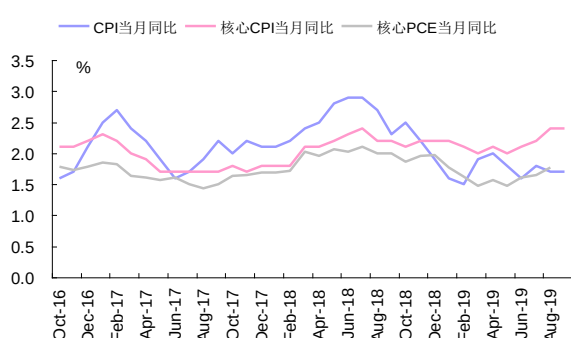
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 美国失业率继续维持低位



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 美国核心通胀水平略有抬升



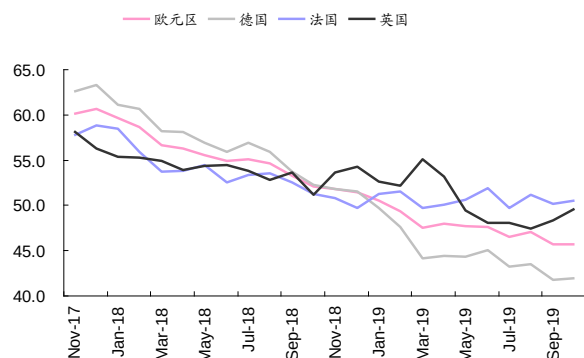
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.2 欧洲经济仍不振 英国脱欧再延期

10 月份欧元区经济的下行步伐亦有所缓和，尽管制造业 PMI 指数仍位于荣枯线

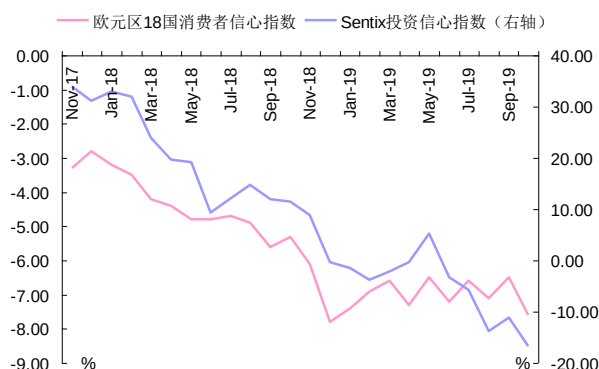
之下，但跌势有所趋缓，特别是英国，其制造业景气因硬脱欧风险的大幅降低而出现明显反弹。然而，制造业信心的反弹并未阻挡消费者信心和投资信心指数的进一步回落，区内经济的疲弱仍较为明显。

图 8：欧元区制造业 PMI 指数持续回落



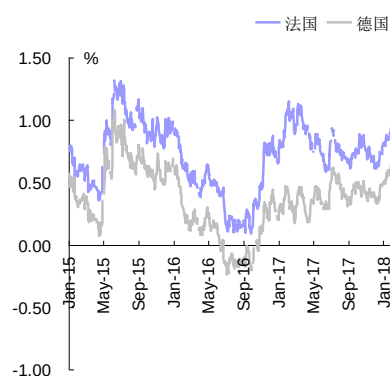
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 9：欧元区信心指数低位徘徊



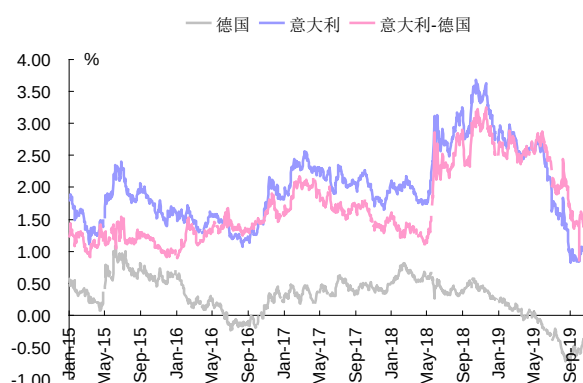
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10：法德十年期国债收益率显著反弹



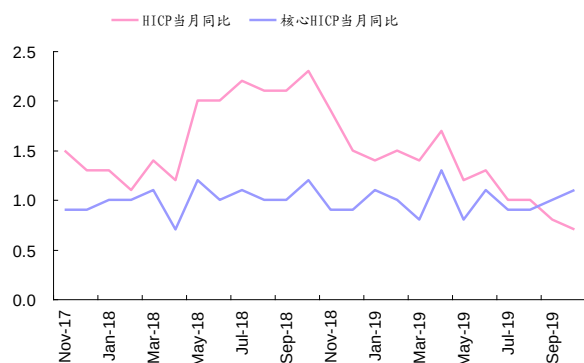
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 11：德国与意大利十年期国债利差演变



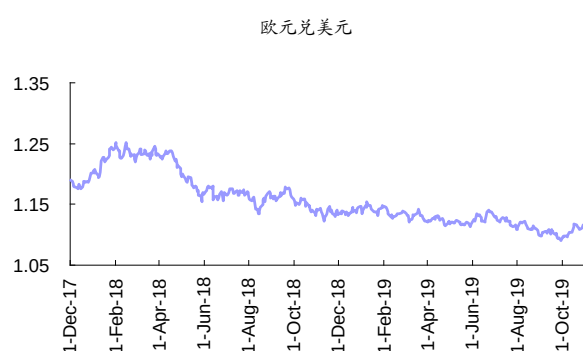
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 12：欧元区核心通胀水平略有抬升



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 13：欧元相对于美元有所走强



资料来源：Wind，渤海证券研究所

尽管经济数据不堪依然明显，但是英国脱欧问题所取得的明显进展有效缓和了区内的担忧情绪，核心国国债收益率水平持续抬升，而且欧元相较于美元也有所走强。

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_9220

