

宏观流动性观察：11月预现中美流动性分化

宏观流动性摘要：全球经济仍在周期底部徘徊，表现疲软。9月全球PMI略有回升但仍低于荣枯线。10月美国制造业PMI略升，但欧日仍显低迷。9月五大经济体通胀除中国受食品影响以外均有回落。美国失业率超预期下降，但通胀仍未达目标，制造业表现疲软，投资和出口下滑。中国9月社融、M2出现改善，但GDP出现明显下降，固定资产投资和零售数据也低于预期。

美国9月由于之前缩表操作，导致超额存款准备金紧张，流动性紧缩，一度出现钱荒。后在10月中旬开启扩表，缓解态势，流动性出现宽松。中国9月银行体系流动性维持暂时充裕，但10月货币市场利率呈现上涨趋势，紧缩迹象初现。

未来关注美联储和中国央行最新货币政策。美联储10月30日FOMC会议上宣布开启年内第三次降息以帮助美国经济在全球形势发展的情况下保持强劲，并为持续的风险提供保障，符合市场降息预期。同时将超额准备金率从1.8%下调至1.55%，帮助银行将多余的资金投入市场，提高流动性。但是美联储维持资产负债表扩张的同时，在10月声明中释放了未来政策从“降息”向“观望”的转变，经济数据对于政策预期的影响料加强，重点关注美国经济数据的运行状态，预计11月流动性将维持中性。而中国央行预计将保持利率不变，维持稳定中性货币政策。市场的降息预期存在落空风险，关注人民币市场流动性收紧可能。

宏观流动性策略：

预计中美流动性状态的阶段性分化对于人民币汇率形成支撑，中美资产走势料分化

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。

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：

英脱欧一波三折，欧洲趋势待明

——宏观流动性观察 012

2019-10-27

经济下行压力仍在，局势依旧

——宏观流动性观察 011

2019-10-20

美联储扩表

——宏观流动性观察 010

2019-10-13

疏通货币政策传导，改善经济

——宏观流动性观察 009

2019-10-07

全球经济景气状态仍显悲观

9月全球PMI虽略有回升但仍低于荣枯线。美国Markit制造业9月PMI为51.1，比上月回升0.8个百分点。但ISM制造业PMI与非制造业PMI均创新低，分别为47.8和52.6，环比下降1.3和3.8个百分点。10月Markit制造业PMI继续上升至51.5，高于9月，但仍需等待ISM制造业PMI数据做更全面的判断。

中国9月制造业PMI为49.8，比上月回升0.3个百分点。制造业PMI的5个分类指数中，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。但五个分类指数相比较上月均有回升，总体好于上月。10月制造业PMI下降0.5，为49.3，不及预期。

9月欧元区制造业PMI持续走低，连续8个月低于荣枯线。其中德国制造业PMI仅为41.7，远低于预期值44。10月数据与9月持平。

日本制造业PMI从8月的49.3降至9月的48.9再降至10月的48.5，再次低于50枯荣线。而服务业PMI也从53.3降至52.8，而其中主要受国际贸易局势影响。

英国9月制造业PMI略升至48.3，而站英国经济主导的服务业PMI意外降至49.5，低于荣枯线，主要受脱欧的不确定性影响。

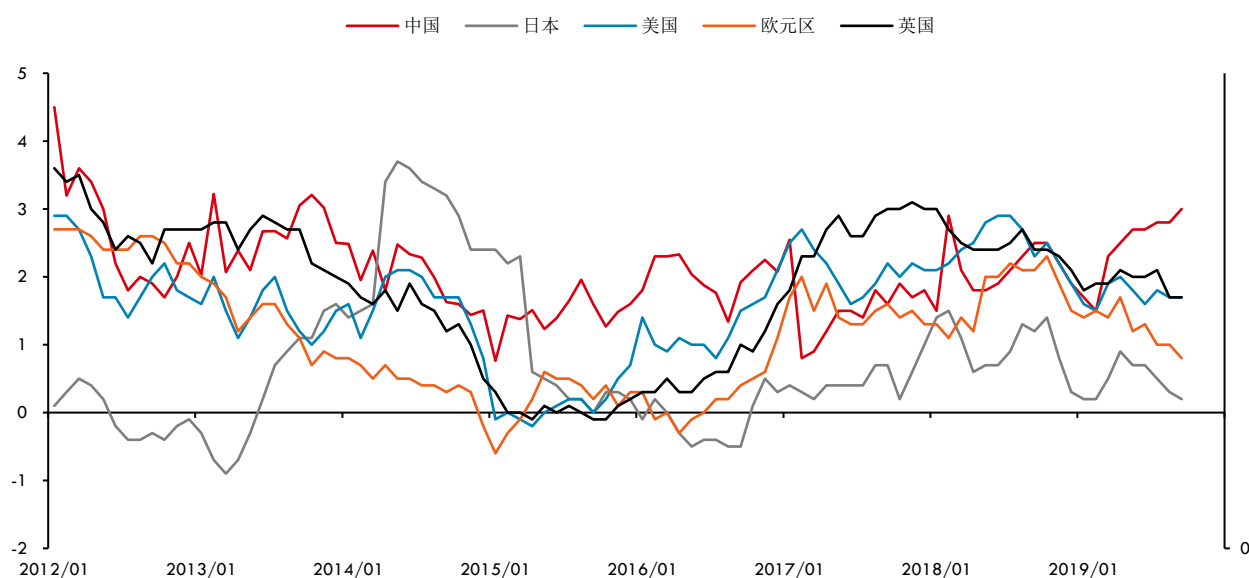
图1： 全球PMI热图

	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10
全球	53.10	53.00	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	###
美国	56.40	55.40	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	51.50
欧元区	55.50	54.90	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	45.70
德国	56.90	55.90	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	41.90
法国	54.40	52.50	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	50.50
意大利	52.70	53.30	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	###
西班牙	53.40	53.40	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	###
英国	54.30	54.40	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	###
澳大利亚	57.50	57.40	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	###
日本	52.80	53.00	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	48.50
中国(财新)	51.10	51.00	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	###
中国(官方)	51.90	51.50	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
韩国	48.90	49.80	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	###
中国台湾	53.40	54.50	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	###
印尼	51.70	50.30	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	###
印度	51.20	53.10	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	###
俄罗斯	49.80	49.50	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	###
巴西	50.70	49.80	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	###
墨西哥	51.00	52.10	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	###

数据来源：Wind 华泰期货研究院

全球经济仍在周期底部徘徊，通胀表现疲软。全球五大经济体通胀指数来看，除中国受猪肉价格影响通胀同比上涨，其余各国均出现回落，美、欧、日、英均未达到通胀 2% 的目标。9 月美国 CPI 同比上涨 1.7%，预期 1.8%，不及预期。中国 CPI 同比增长 3.0%，预期 2.9%，主要受食品价格上涨影响。欧元区 CPI 同比上涨 0.8%，预期 0.9%，创三年新低。日本 CPI 同比增长 0.2%，与预期相符。英国 CPI 同比增长 1.7%，与预期持平，创 2016 年 11 月以来新低。

图 2： 全球通胀曲线



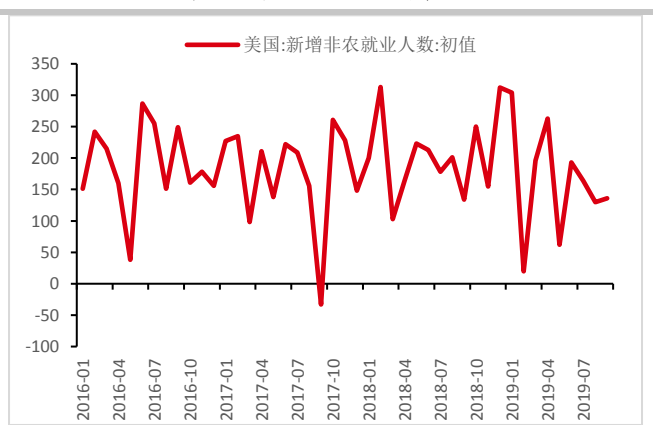
数据来源：Wind 华泰期货研究院

美国经济增速延续放缓，美联储不降息市场压力渐升

9月就业率数据总体向好，通胀接近2.0%的长期目标，制造业疲软。9月非农业就业人口新增13.6万，预期增加14.5万人，不及预期。与上月基本持平。失业率3.5%，预期3.7%，好于预期，刷新近历史低位记录。失业金领取人数也持续低位波动，总体较为平稳，表现强劲。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。

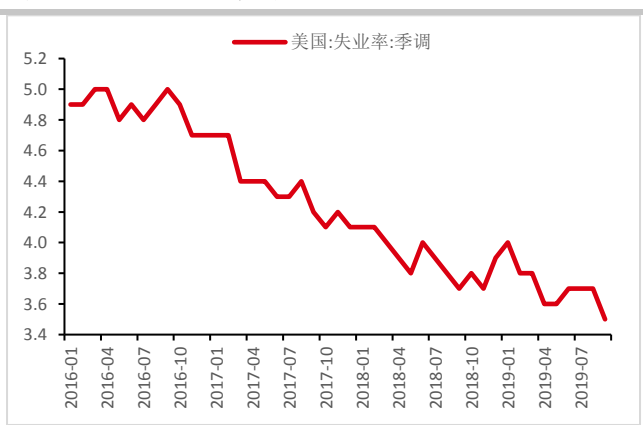
9月PPI意外走低，同比增长1.4%，不及预期1.8%，预计短期内通胀可能持续低迷。9月CPI同比增长1.7%，预期1.8%，与上月持平。CPI低于长期通胀目标2.0%，存在潜在通胀回落。9月ISM制造业PMI仅为47.8，低于荣枯线，创历史新低。但10月Markit制造业PMI为51.5，高于预期，仍处于缓慢上升中。制造业是否回暖仍需等待10月ISM制造业PMI数据做更准确判断。

图3： 美国新增非农就业人数（千人）



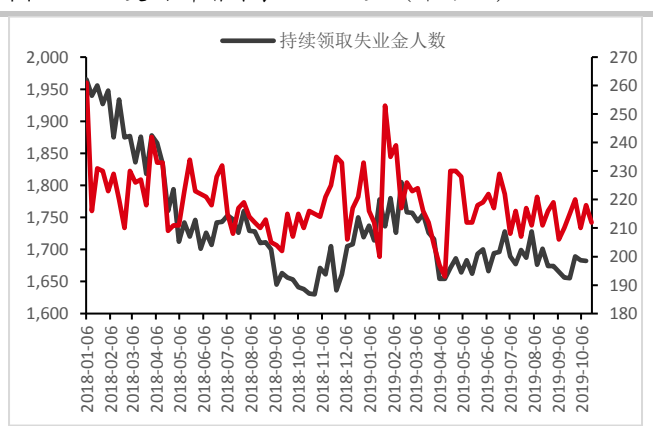
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图4： 美国失业率（%）



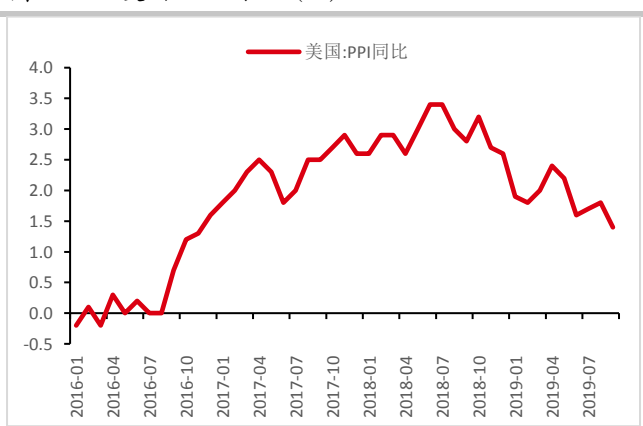
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5： 美国新增非农就业人数（十万人）



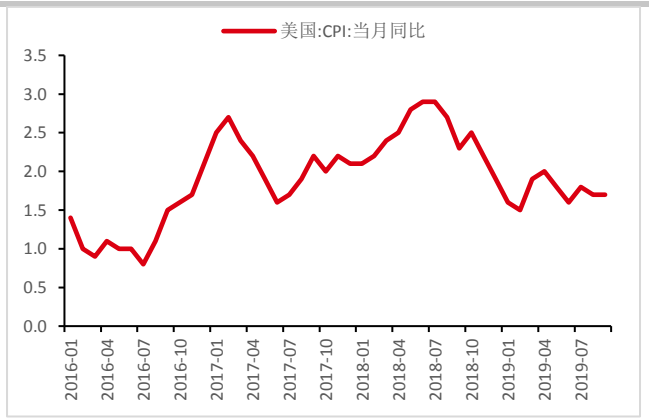
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 美国PPI同比（%）



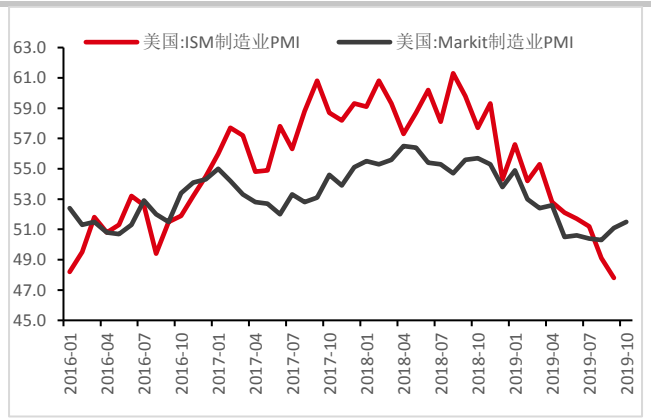
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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

美国三大股指在近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。同时 10 月初受到 ISM 制造业 PMI 指数公布的影响, 市场信心下降, 美国股市再次全线下跌。

图 9: 道琼斯工业平均指数与美联储利率对比图



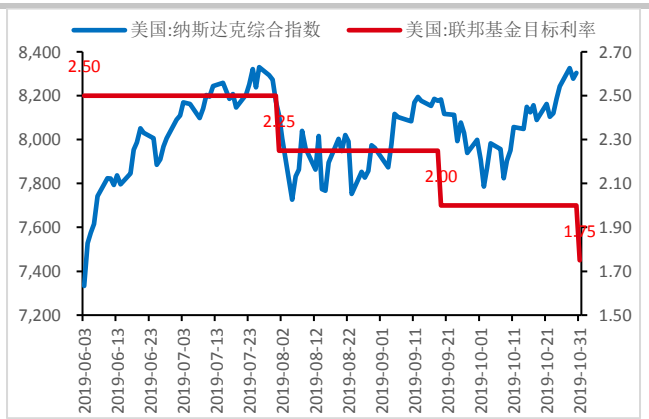
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 标准普尔 500 指数与美联储利率对比图



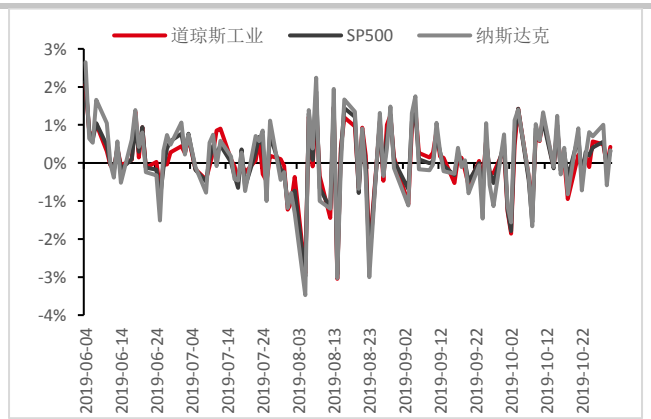
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 纳斯达克综合指数与美联储利率对比图



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 美国三大股指每日变化趋势 (%)



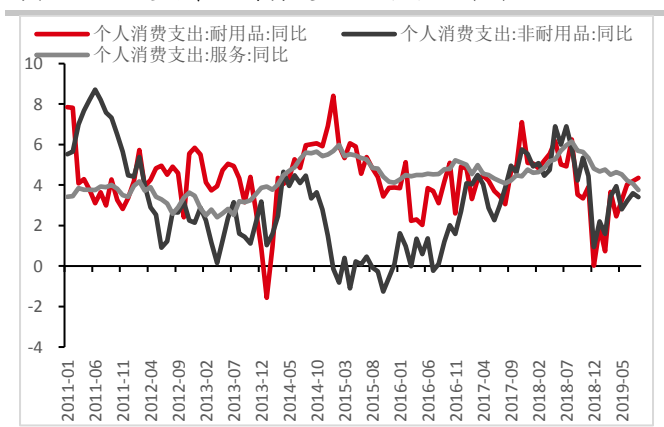
数据来源: Wind 华泰期货研究院

第三季度数据总体好于预期，但商业投资和出口仍然疲弱，制造业产出在过去一年里有所下降。第三季度实际 GDP 初值环比上升 1.9%，低于前值 2%，但超此前预期 1.6%。8 月个人消费支出中服务和非耐用品分项同比均略有下降，耐用品同比保持上升趋势。同时，8 月 PCE 和核心 PCE 分别仅增长 1.5% 和 1.8%，均未达到目标。但第三季度个人消费支出环比增幅 2.9%；核心 PCE 年化初值环比增加 2.2%，预期 2.1%；同比增加 1.7%，前值为 1.6%。第二季度数据中，私人固定资产投资同比仅为 2.89%，第三季度继续呈现下降趋势。

9 月零售数据出现七个月以来首次下滑，环比减少 0.3%，远低于预期。其中主要由于汽车销量下滑引起。9 月汽车零售销量为 8 个月以来最大降幅，环比下降 0.71%，而全美加油站收入也下滑 0.7%。

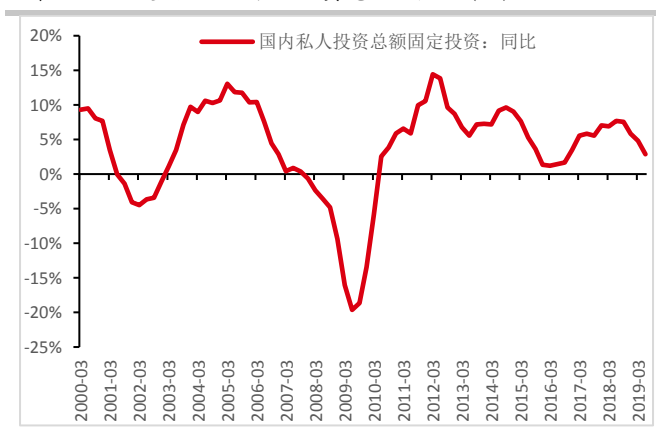
9 月耐用品订单同比下降 4.62%，比上月同比多降 1.1%，预期多降 0.8%，逊于预期，总体仍显示下降趋势，制造业持续疲软。出口方面，8 月总出口金额同比略升，从 7 月的 -0.63% 至 8 月的 0.05%，但收贸易战影响，仍未见企稳。其中服务出口金额同比与上月基本持平，商品出口金额同比上升至 0.56%。

图 13： 美国个人消费支出分项同比 (%)



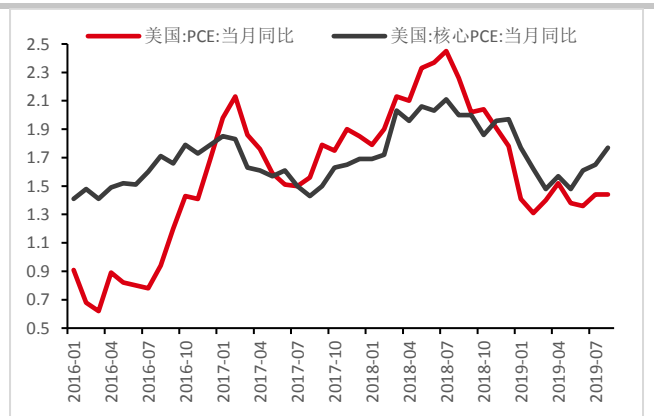
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14： 美国私人固定投资总额同比 (%)



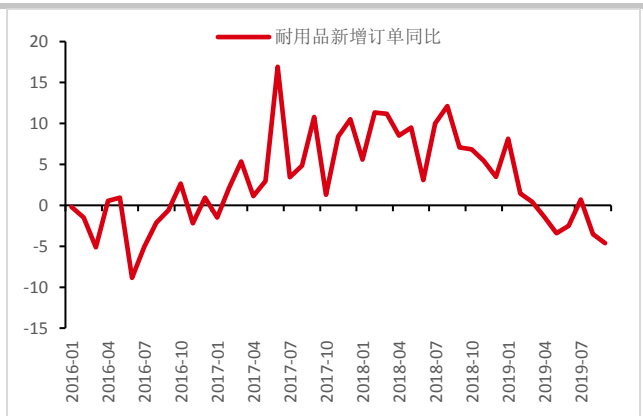
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15: 美国个人消费支出同比 (%)



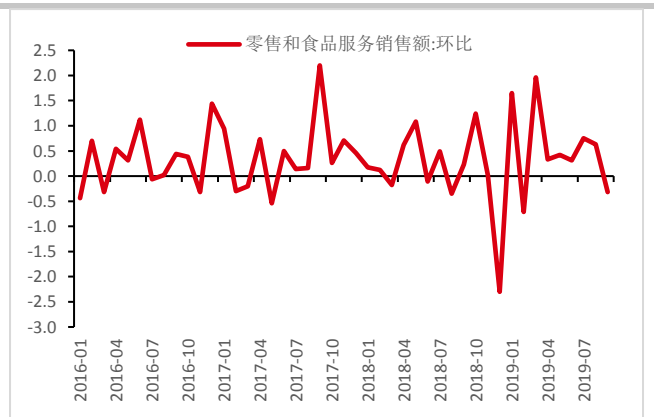
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 美国耐用品新增订单同比 (%)



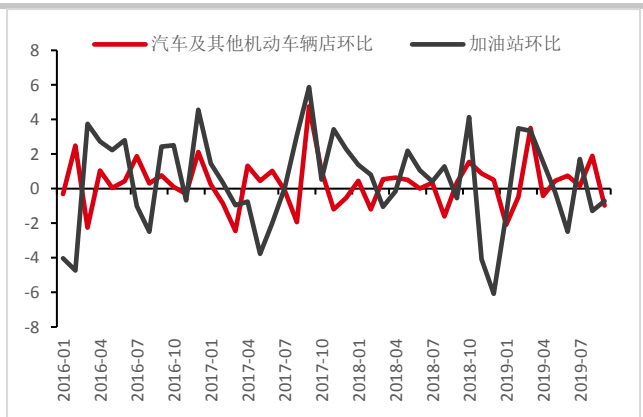
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 美国零售和食品服务销售额环比 (%)



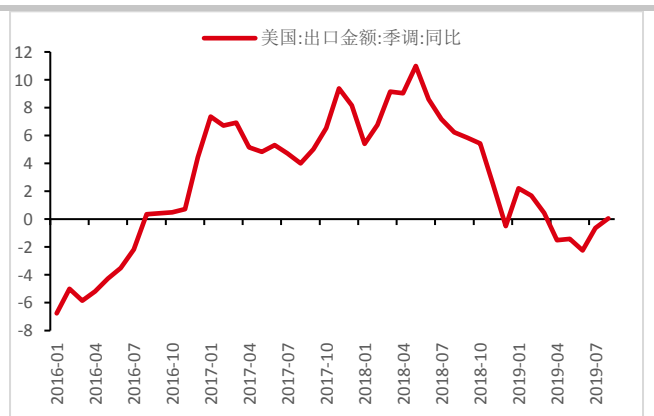
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 美国零售和食品服务销售额分项环比 (%)



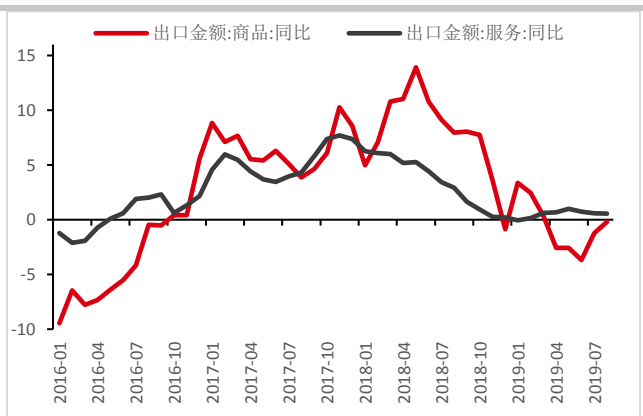
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 美国出口金额同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 美国出口金额分类同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

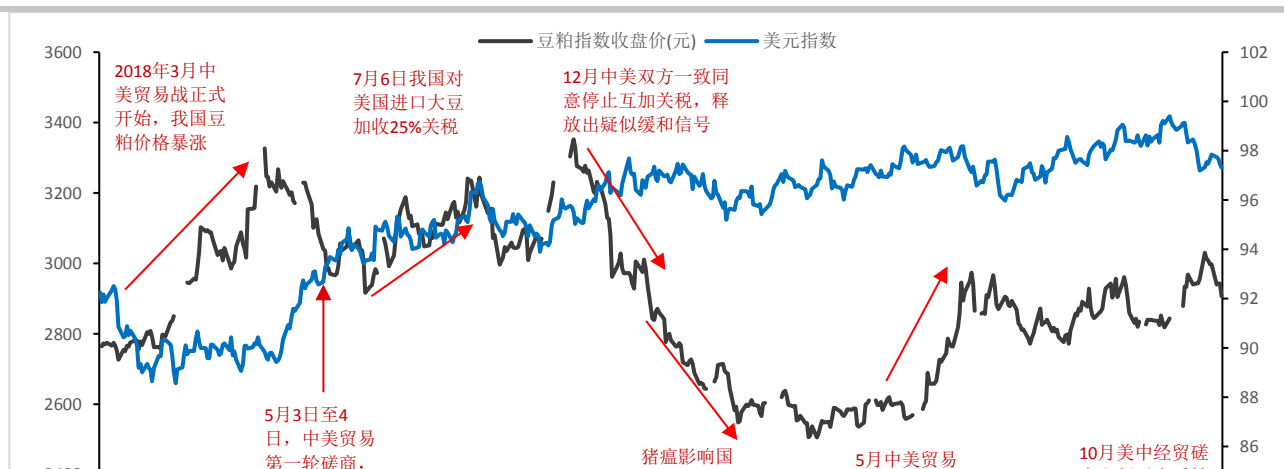
全球两大风险继续缓和，美元流动性预期中性偏宽松

英国脱欧一波三折，目前脱欧风险有所缓解。10月23日英国议会否决了首相约翰逊的脱欧时间表，使原定10月31日的协议脱欧继续延期。而后29日下议院通过了12月12日提前大选的动议，为打破脱欧僵局争取希望。若英国脱欧利好消息持续，英镑升值，美元指数将承压下跌。

持续已久的中美贸易战在10月取得阶段性进展，第一阶段协议有望达成。美国商务部也声称将自10月31日起，对中国3000亿美元加征关税清单产品启动排除程序。我们认为，距离中美贸易战完全结束还有漫长的路要走，但是根据目前释放的信号，11月中美贸易战会存在暂时休停的可能，部分商品的关税也将被取消，人民币兑美元也将继续保持上升趋势。有利于美国进口贸易，同时促进国内消费，对全球经济也有积极驱动。

在中美贸易战小有进展的同时，欧美贸易战也相继展开，美国以“空客补贴”的理由对欧洲价值75亿美元的商品和服务增加关税。欧美贸易战将对美国的零售商产生不利影响。目前来看，欧美双方谈判前进惨淡，11月将对美国经济产生负面作用，抑制进口。

图 21: 美元指数与豆粕价格双曲线



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_9265

