宏观经济观察 021：市场或反弹，但仍将趋弱

一周宏观动态

中国：2 月 PMI 数据公布，限制流动性的经济结果显现。尽管规模以上工业企业的复工率在 2 月后期开始逐渐回升，但是经济预期依然处在相对不乐观的状况之中。一方面，复工和复产之间依然存在着差异，相比较人员流动开始回升形成的乐观，经济的复产率依然较低；另一方面，疫情的传播从人传人向非人类宿主迁移，风险依然存在。

美国：社区传染和教皇感染，市场押注美联储 3 月降息。相比较中国通过强力的措施降低病毒的流动，但形成了经济上的负向影响；美国等国家当前对于病毒的防控措施并不严格，由于防疫物资的短缺以及法律等方面的影响，未来一两周是观察外围国家疫情冲高后能否回落的时间窗口。随着罗马教皇感染担忧，美国开始的社区传染加重了市场的担忧，当前利率市场认为美联储将在 3 月降息，鲍威尔周五的声明似乎加重了这一可能，下周将是市场定价美联储降息的时间窗口，风险资产或反弹。

全球宏观定位

定位：全球经济底部预计将从分化走向趋同。2 月 PMI 中国数值的超预期回落加大了市场的担忧，而市场更担心的是美股引发的信用收缩风险，短期内美联储发布的声明预计将提振市场的信心，但是我们预计不确定性仅仅是短期缓解。经济的回落是相对确定性事件，但是随着疫情冲击的不确定性在于：1）是否会引发大周期的拐点；2）是否会触发原材料供应端的进一步短缺；3）是否提前释放美国下半年大选风险。

周期：（一）库存周期。美国库存延续下行（2019 年 6 月至今），非美库存在底部波动状态，且疫情加剧了周期底部下行脉冲。（二）产能周期。中美期限利差在风险事件驱动下均面临扁平化的压力，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——产能周期依然面临下行压力（2018 年 12 月至今）。

宏观策略

随着短期市场的调整，我们中期继续维持周期准备向上的宏观交易策略（风险资产强于避险资产），配置依然来源于当前尾部阶段下行（疫情焦点逐渐从中国转向海外，风险还未完全释放）提供的空间；当前短期交易仍在疫情区间，关注风险资产在波动率中枢回升背景下的再次冲击，以及相应的利率品的交易价值。

风险点：底部以财政支出为代表的逆周期政策强于预期，触发通胀风险

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：

关注外围市场风险
——宏观经济观察 020
2020-02-24

周期底部的震荡料加剧
——宏观经济观察 019
2020-02-17

疫情拐点未至，市场波动反复
——宏观经济观察 018
2020-02-10

岁寒暖冬，构建底部
——一季度中国宏观利率展望
2020-02-01

经济周期底部的波动
——宏观经济观察 017
2020-01-20

中国通胀压力阶段性改善
——宏观经济观察 016
2020-01-13

一周宏观数据

· **中国：盛来运：稳中上台阶 进中增福祉——《2019 年统计公报》评读**

来源：统计局

评论：2019 年的定位，2020 年的定位为——2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，我们要实现第一个百年奋斗目标。

2019 年是新中国成立 70 周年，是决胜全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标的关键之年。这一年，外部风险挑战明显增多，国内经济下行压力持续加大。面对内外矛盾叠加的复杂局面，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，全国上下深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，按照新发展理念和推动高质量发展要求，坚持稳中求进工作总基调，深化供给侧结构性改革，着力打好三大攻坚战，持续扩大高水平开放，全面做好“六稳”工作，我国经济运行总体平稳、稳中有进，主要预期目标较好实现，全面建成小康社会取得新的重大进展。最新发布的《2019 年国民经济和社会发展统计公报》用一笔笔沉甸甸的数据，全景展现了新时代全国人民团结奋斗的新成就，谱写了经济社会持续发展的新篇章。

一、综合国力迈上新台阶，大国发展基础不断巩固

在全国人民共同努力下和一系列稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定政策措施作用下，我国经济总量迈上新台阶，人均发展水平突破一万美元，产业发展和基础设施不断完善，综合国力继续增强，国际影响力持续扩大。

经济总量逼近 100 万亿元大关。初步核算，2019 年我国国内生产总值 990865 亿元，按年平均汇率折算达到 14.4 万亿美元，稳居世界第二位；人均国内生产总值 70892 元，按年平均汇率折算达到 10276 美元，首次突破 1 万美元大关，与高收入国家差距进一步缩小。经济增速在世界主要经济体中名列前茅。2019 年，我国国内生产总值比上年增长 6.1%，明显高于全球经济增速，在经济总量 1 万亿美元以上的经济体中位居第一；对世界经济增长贡献率达 30%左右，持续成为推动世界经济增长的主要动力源。

就业扩大物价总体稳定。2019 年全国城镇新增就业 1352 万人，连续 7 年保持在 1300 万人以上；农民工总量 29077 万人，比上年增长 0.8%。月度全国城镇调查失业率保持在 5.0%—5.3%之间，低于 5.5%左右预期目标。市场价格涨幅总体温和。2019 年居民消费价格比上年上涨 2.9%，低于全年预期目标。其中，扣除食品和能源的核心 CPI 上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。

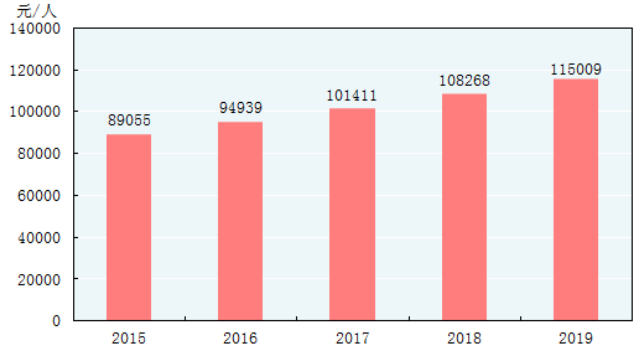
产业发展水平继续提升。农业基础地位得到加强。2019 年第一产业增加值 70467 亿元，比上年增长 3.1%。粮食总产量 66384 万吨，创历史新高。2019 年新增耕地灌溉面积 27 万公顷，新增高效节水灌溉面积 146 万公顷。工业持续发展。2019 年工业增加值 317109 亿元，比上年增长 5.7%，其中制造业增加值有望连续 10 年位居世界第一。主要产品产量稳居世界前列。2019 年，集成电路产量 2018 亿块，增长 8.9%；钢材产量 12 亿吨，增长 6.3%。2019

年末，全国发电装机容量 201066 万千瓦，比上年末增长 5.8%。服务业增势较好。2019 年服务业增加值 534233 亿元，比上年增长 6.9%，其中信息传输、软件和信息技术服务业增长 18.7%，租赁和商务服务业增长 8.7%。

评论：基础设施建设成绩斐然，但是通过本次新冠疫情，也可以发现，一方面适应未来的基建还未搭建完成，另一方面在基建之上的城市治理还没有有效启动。

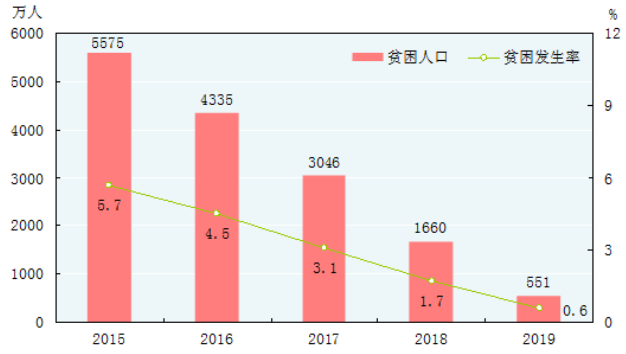
基础设施建设成绩斐然。交通运输设施不断完善。2019 年末，高速铁路营业总里程超过 3.5 万公里，占全球高铁里程 2/3 以上；高速公路里程超过 14 万公里，稳居世界第一。邮政快递服务能力提升。2019 年邮政行业业务总量达到 16230 亿元，比上年增长 31.5%；快递业务量 635.2 亿件，增长 25.3%。信息通信发展步伐加快。2019 年移动互联网用户接入流量比上年增长 71.6%。5G 商用稳步推进，大数据、云计算、人工智能等现代信息技术快速发展，“网络强国”建设迈出坚实步伐。

图 1：　2015-2019 年全员劳动生产率



数据来源：统计局 华泰期货研究院

图 2：　2015-2019 年年末全国农村贫困人口和发生率



数据来源：统计局 华泰期货研究院

二、供给侧结构性改革扎实推进，创新引领作用持续增强

坚持**“巩固、增强、提升、畅通”**八字方针，持续深化供给侧结构性改革，大力实施创新驱动发展战略，着力推动大众创业万众创新，积极发挥科技创新示范带动作用，推进改革和创新“双轮”驱动，发展新活力不断迸发。

供给侧结构性改革成效明显。“三去一降一补”成果巩固。2019 年全国工业产能利用率为 76.6%，比上年提高 0.1 个百分点。年末商品房待售面积比上年末减少 2593 万平方米，规模以上工业企业资产负债率下降 0.2 个百分点。2019 年教育、生态保护和环境治理业固定资产投资分别比上年增长 17.7%和 37.2%。“放管服”改革深入推进，微观主体活力不断增强。2019 年新登记市场主体 2377 万户，日均新登记企业 2 万户，年末市场主体总数达 1.2 亿户。财政金融支持实体经济力度加大。2019 年减税降费超过 2.3 万亿元。年末对实体经济发放的人民币贷款余额 151.6 万亿元，比上年末增长 12.5%。

科技创新引领作用增强。创新环境不断改善。2019 年我国位列全球创新指数排名第 14 位，比上年上升 3 位。创新投入较快增长。**2019 年全国研究与试验发展（R&D）经费支出比上年增长 10.5%，与国内生产总值之比为 2.19%。**创新成果不断涌现。嫦娥四号探测器世界上首次成功登陆月球背面，长征五号遥三运载火箭成功发射，雪龙 2 号首航南极，北斗导航全球组网进入冲刺期。2019 年发明专利申请量 140.1 万件，每万人口发明专利拥有量达 13.3 件，提前完成“十三五”规划确定的目标任务。

评论：转型的速度相比较旧有经济模式的速度较快，但是还不够快，使得：一方面转型依然是一个长期的过程，另一方面旧有的供给侧一旦速度过快，带来的供需矛盾也会加大（基于地产的钢铁、基于消费的养殖等），限制了速度。

发展新动能茁壮成长。新产业新模式新产品快速发展，成为推动经济增长、结构调整的新动力。2019 年工业战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，快于规模以上工业 2.7 个百分点；战略性新兴服务业企业营业收入增长 12.7%，快于规模以上服务业 3.3 个百分点；服务机器人产量增长 38.9%。线上线下两翼齐飞，网络新势力加速形成。2019 年实物商品网上零售额比上年增长 19.5%，占社会消费品零售总额比重达 20.7%。

三、经济结构持续优化，发展协调性稳步提高

大力推动产业升级，着力扩大内需拉动力，统筹城乡区域发展，加快构建区域良性互动机制，我国结构调整和转型升级取得新进展。

三大产业升级发展。农业种植结构调整优化。2019 年油菜籽、花生、蔬菜等经济作物播种面积增加，优质稻谷面积扩大，大豆播种面积比上年增长 10.9%。制造业向中高端迈进。2019 年装备制造业、高技术制造业增加值增速分别快于规模以上工业 1.0 和 3.1 个百分点，占规模以上工业比重分别达 32.5%和 14.4%。服务业“稳定器”作用进一步增强。2019 年服务业增加值占国内生产总值比重为 53.9%，比上年提高 0.6 个百分点；对经济增长贡献率为 59.4%，高于第二产业 22.6 个百分点。

内需结构持续改善。在国际环境复杂、外部需求波动的情况下，内需特别是消费对于稳定经济运行的压舱石作用明显。2019 年内需对经济增长贡献率为 89.0%，其中最终消费支出贡献率为 57.8%，比资本形成总额高 26.6 个百分点。社会消费品零售总额达 411649 亿元，比上年增长 8.0%，规模首次突破 40 万亿元。弱项短板领域投资得到加强。2019 年高技术产业和社会领域投资分别比上年增长 17.3%和 13.2%。

城乡区域协调发展成效明显。新型城镇化稳步推进。2019 年末，常住人口城镇化率为 60.60%，比上年末提高 1.02 个百分点；户籍人口城镇化率为 44.38%，提高 1.01 个百分点。重大区域发展战略统筹推进，京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展按下快进键，黄河流域生态保护和高质量发展上升为国家战略，区域协同发展格局进一步优化。2019 年，中部、西部地区生产总值分别比上年增长 7.3%和 6.7%，快于全国 1.2 和 0.6 个百分点；京津冀地区生产总值增长 6.1%，长江经济带地区生产总值增长 6.9%，长江三角洲地区生产总值增长 6.4%。

四、生态文明加快建设，绿色发展取得新成效

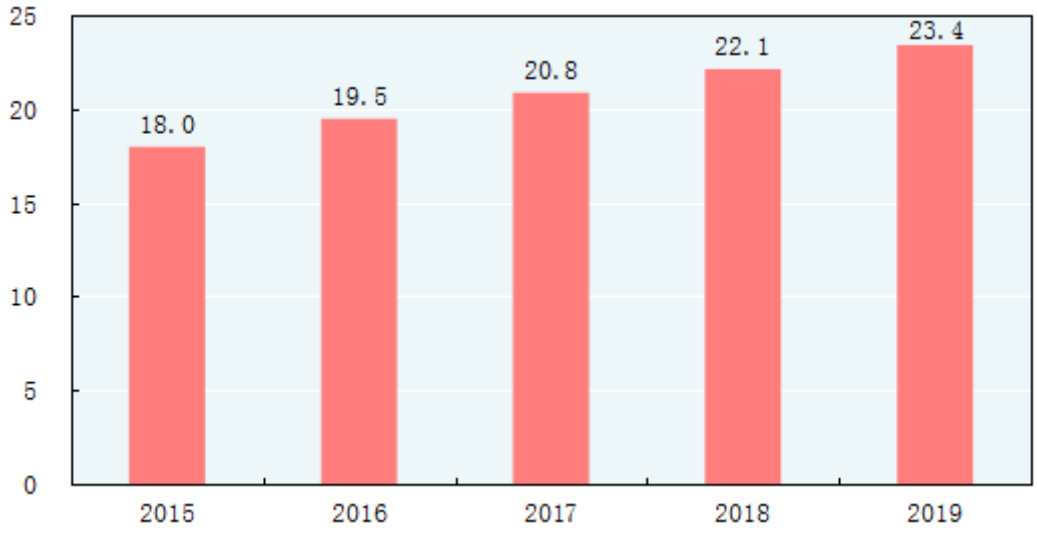
全国上下深入贯彻绿色发展理念，加大生态环境保护和污染防治力度，坚决打好蓝天、碧水、净土保卫战，持续提高资源利用效率，神州大地的“颜值”和“气质”持续提升，绿色低碳环保的生产生活方式加快形成。

资源利用效率不断提升。节能降耗减排成效显现。2019 年全国万元国内生产总值能耗比上年下降 2.6%，万元国内生产总值二氧化碳排放**下降 4.1%**，万元国内生产总值用水量**下降 6.1%**。清洁能源使用更加广泛。2019 年煤炭消费量占能源消费总量的 57.7%，比上年**下降 1.5 个百分点**；天然气、水电、核电、风电等清洁能源消费量占能源消费总量的 23.4%，提高 1.3 个百分点。

生态保护改善加强。生态系统保护和修复力度加大，水土流失综合治理扎实推进。2019 年，完成造林面积 707 万公顷，森林抚育面积 773 万公顷，新增水土流失治理面积 5.4 万平方公里。截至年底，国家级自然保护区 474 个。

环境质量总体改善。人民群众享受到更多蓝天碧水。2019 年，全国 337 个地级及以上城市空气质量平均优良天数比例为 82%。细颗粒物(PM2.5)未达标城市平均浓度比上年下降 2.4%。全国地表水优良（Ⅰ-Ⅲ类）水质断面比例比上年上升 3.9 个百分点，劣 V 类断面比例下降 3.3 个百分点。在开展城市区域声环境监测的 322 个城市中，声环境质量好的城市占 2.5%，较好的占 66.8%。

图 3：2015-2019 年清洁能源消费量占能源消费总量的比重



数据来源：统计局 华泰期货研究院

五、全面开放力度加大，对外经贸逆势增长

面对全球贸易保护主义、单边主义抬头，全球化遭遇“逆风”，我国坚定维护多边贸易体制，实行更加积极主动的开放战略，提升贸易便利化水平，持续优化营商环境，以开放促改革、促发展，全方位开放水平不断提高，对外经贸发展取得新成绩。

对外贸易稳中提质。贸易规模再创新高。2019 年我国货物进出口总额 31.6 万亿元，比上年增长 3.4%，连续两年超过 30 万亿元，有望蝉联世界第一。贸易结构继续优化。2019 年一般贸易进出口占货物进出口总额比重达 59.0%，比上年提高 1.2 个百分点。服务贸易规模稳步扩张。2019 年服务进出口总额比上年增长 2.8%，服务贸易逆差收窄 10.5%。其中，服务出口总额在服务进出口总额中的比重达 36.1%，比上年提高 2.0 个百分点。

利用外资继续扩大。广阔的市场空间和不断优化的营商环境，使我国持续成为外商投资的热土。在全球跨境投资大幅下降的情况下，2019 年我国实际使用外商直接投资金额 9415 亿元，比上年增长 5.8%。自贸试验区引资作用增强，新设 6 个自贸试验区和增设上海自贸区临港新片区，18 个自贸区落地外资企业 6242 家、利用外资 1436 亿元，占全国比重均超过 15%。

共建“一带一路”成果丰硕。2019 年，我国对“一带一路”沿线国家进出口总额 92690 亿元，比上年增长 10.8%。其中，出口增长 13.2%，进口增长 7.9%。双向投资深入发展。2019 年，我国对“一带一路”沿线国家非金融类直接投资额 150 亿美元，占对外总投资比重比上年提高 0.6 个百分点；“一带一路”沿线国家对华直接投资金额 84 亿美元，增长 30.6%。

六、社会事业全面进步，人民生活持续改善

坚持共享发展、发展为民，各地区各部门持续增加民生投入，加快推动各项社会事业发展，居民收入继续提高，贫困人口进一步减少，社会保障持续完善，教育文化卫生体育等事业得到加强，为增进民生福祉奠定坚实基础。

居民收入与经济增长基本同步。多措并举促进城乡居民增收，落实个人所得税专项附加扣除政策，居民人均收入水平首次突破 3 万元。2019 年全国居民人均可支配收入 30733 元，比上年实际增长 5.8%，与 GDP 增长基本同步，快于人均 GDP 增速。居民收入差距进一步缩小。2019 年城乡居民人均可支配收入比值为 2.64，比上年缩小 0.05。

脱贫攻坚成效突出。贫困人口减少。2019 年，1109 万农村贫困人口脱贫，连续 7 年减贫 1000 万人以上；**贫困发生率为 0.6%**，比上年下降 1.1 个百分点，向着消除绝对贫困迈出一大步。贫困地区居民收入较快增长。2019 年贫困地区农村居民人均可支配收入 11567 元，比上年增长 11.5%；扣除价格因素实际增长 8.0%，快于全国农村居民人均可支配收入实际增速 1.8 个百分点。

社会保障体系继续完善。养老和医疗保险参保人数增加。2019 年末，全国参加城镇职工基本养老保险、城乡居民基本养老保险、基本医疗保险人数分别比上年末增加 1581 万、874 万和 978 万人。社会帮扶力度不断加大。2019 年临时救助 918 万人次，资助 7782 万人参加基本医疗保险，实施门诊和住院救助 6180 万人次。困难群体住房保障持续推进。2019 年全国各类棚户区改造开工 316 万套，基本建成 254 万套。

社会事业繁荣发展。教育文化持续加强。2019 年，九年义务教育巩固率为 94.8%，比上年提高 0.6 个百分点；高中阶段毛入学率为 89.5%，提高 0.7 个百分点。2019 年全国规模以上文化及相关产业企业营业收入 86624 亿元，比上年增长 7.0%。医疗卫生机构和人员增加。2019 年末，全国共有医疗卫生机构 101.4 万个，比上年增加 1.7 万个；卫生技术人员 1010 万人，增加 57 万人。竞技体育迭创佳绩，群众体育蓬勃发展，体育健身设施更加完善。根据第七次全国体育场地普查结果，全国共有体育场地 316 万个，人均体育场地面积 1.86 平方米。

综合来看，在世界经济增长趋缓、国内经济下行压力加大的背景下，中国经济巨轮坚定前行，高质量发展蹄疾步稳，充分彰显了中国经济稳定向好的基本面和中国特色社会主义制度优势，也充分展示了大国经济持续发展的韧性、潜力和活力。这是以习近平同志为核心的党中央举旗定向、掌舵领航的结果，是各地区各部门攻坚克难、真抓实干的结果，也是全党全国各族人民坚定信心、团结奋斗的结果。**2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，保持经济持续健康发展意义重大。**必须清醒地看到，我国仍处于并将长期处于社会主义初级阶段的基本国情没有变，我国是世界上最大发展中国家的国际地位没有变，发展不平衡不充分的问题依然突出，医疗、教育、住房等公共服务领域存在不少短板，需要我们持续努力，久久为功。当前，面对新冠肺炎疫情对我国人民生产生活造成的不利影响，我们要更加紧密团结在以习近平同志为核心的党中央周围，坚定信心，同舟共济，按照党中央、国务院决策部署，切实把各项工作抓实、抓细、抓落地，坚决打赢疫情防控的总体战、阻击战，下更大力度做好“六稳”工作，保持经济持续健康发展，确保全面建成小康社会圆满收官！

- **中国：受疫情冲击 2 月份采购经理指数明显回落**
- *来源：统计局*

国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2020 年 2 月中国采购经理指数

2020 年 2 月 29 日国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。对此，国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河进行了解读。

2020 年 2 月份，中国采购经理指数受新冠肺炎疫情影响较大，制造业 PMI 为 35.7%，比上月下降 14.3 个百分点；非制造业商务活动指数为 29.6%，比上月下降 24.5 个百分点。同时调查结果显示，随着党中央、国务院统筹推进疫情防控和经济社会发展，目前企业复工率回升较快，生产经营活动正有序恢复。截至 2 月 25 日，全国采购经理调查企业中，大中型企业复工率为 78.9%，其中**大中型制造业企业达到 85.6%**。

一、制造业采购经理指数明显收缩

评论：疫情冲击下数字的回落是必然，关键在于冲击带来的结构性分化，以及未来能否起。疫情对于处在下行期的经济类似于一次供给冲击，消费需求的放缓带来消费链向上传导的行业现金流压力，生产活动的放缓带来供给链向下传导的行业现金流压力。从抗压性上形成行业间的分化，以及行业内的兼并重组。

2 月份，受疫情影响，制造业 PMI 为 35.7%，较上月大幅回落。本月制造业 PMI 主要特点：**一是保障基本民生的行业受影响相对较小。**本月制造业 21 个行业 PMI 均落入收缩区间，但各行业受影响程度不同。其中，化学纤维、通用设备、专用设备、汽车等行业 PMI 落至 30.0%以下；在稳产保供政策支持下，保障人民群众基本生活需求的农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业 PMI 保持在 42.0%以上，提供卫生健康与医疗保障的医药制造业 PMI 为 39.7%，均高于制造业总体水平，受影响相对较小。**二是新订单指数下降幅度小于生产指数。**生产指数和新订单指数分别为 27.8%和 29.3%，比上月回落 23.5 和 22.1 个百分点，新订单指数高于生产指数 1.5 个百分点，表明制造业需求情况相对较好。调查的 21 个行业中，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药等 15 个行业新订单指数高于生产指数，尤其是农副食品加工业新订单指数仍处于扩张区间。**三是制造业进出口压力加大。**新出口订单指数和进口指数分别为 28.7%和 31.9%，较上月下降 20.0 和 17.1 个百分点。部分调查企业反映，受疫情影响，订单取消、延迟交货等情况有所增加。**四是大、中、小型企业 PMI 普遍回落。**大、中、小型企业 PMI 分别为 36.3%、35.5%和 34.1%，比上月下降 14.1、14.6 和 14.5 个百分点。

二、非制造业商务活动指数降至临界点下

2 月份，非制造业商务活动指数为 29.6%，比上月下降 24.5 个百分点，受疫情冲击较为严重。

评论：从金融的本源来看，是以提高实体的效率而非增加实

服务业景气回落。服务业商务活动指数为 30.1%，比上月下降 23.0 个百分点。在调查的 21 个行业中，有 19 个行业的商务活动指数位于收缩区间，但金融业商务活动指数为 50.1%

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_6902