

宏观经济观察 018：疫情拐点未至，市场波动反复

一周宏观动态

中国：疫情增加了底部的冲击，节奏仍需疫情等拐点的评估。2月3日节后开市定价经济负面冲击的确定性。在疫情对经济形成冲击（分子）叠加恐慌情绪（分母）的影响下，A股大幅回落，市场买入黄金和利率品进行避险对冲。为稳定市场流动性，央行当天通过逆回购释放了1.2万亿资金并下调逆回购利率10BP。2月4-7日不确定性未至前提下市场短期表现企稳。当前未定价因素在：1) 疫情拐点的时间；2) 节后复工的节奏；3) 逆周期政策的强度。由于当前重心在抗疫，严格的人口流动性限制，以及防疫物资向湖北的集中，增加短期内复工的压力。从生产资料角度预计最早2月底实现有效复工。

美国：信用周期顶部仍在延续，关注全球产业分工冲击风险。高收益债信用利差继续回到低位，在美联储稳定回购市场之后美国信用周期仍在高位保持。1月美国劳动力市场继续超预期，非农的22.5万以及ADP的29.1万显示美国周期仍处韧性区间，关注中国疫情下对美国出口的降低形成的通胀预期继续回升风险。

全球宏观定位

定位：全球经济底部呈现分化。1月美国经济数据的强劲，叠加中国为代表的新兴经济体在疫情影响下的宏观冲击，再次构成了市场对两边冷暖预期的分化。在此期间除了“风险-避险”结构的转变外，仍需重点关注通胀端的交易——对内通胀预期的下行通道，对外通胀预期的上行通道。

周期：（一）库存周期。美国库存延续下行，非美库存在底部波动状态，且疫情加剧底部库存的下行。（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。

宏观策略

中期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），配置来源于当前尾部阶段下行（目前焦点在中国的疫情）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持续冲击，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

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：

[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

[跨年的流动性变奏曲](#)

[——宏观经济观察 015](#)

2019-12-30

[全球经济收敛还是分化？](#)

[——宏观经济观察 014](#)

2019-12-23

[全球贸易逆转，流动性收紧](#)

[——宏观经济观察 013](#)

2019-12-16

一周宏观数据与展望

· 中国：2019 年全国规模以上工业企业利润下降 3.3%

来源：统计局

2019 年全国规模以上工业企业实现利润总额 61995.5 亿元，比上年下降 3.3%（按可比口径计算，考虑统计制度规定的口径调整、统计执法增强、剔除重复数据、企业改革剥离、四经普单位清查等因素影响）。

2019 年，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 16355.5 亿元，比上年下降 12.0%；股份制企业实现利润总额 45283.9 亿元，下降 2.9%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 15580.0 亿元，下降 3.6%；私营企业实现利润总额 18181.9 亿元，增长 2.2%。

2019 年，采矿业实现利润总额 5275.3 亿元，比上年增长 1.7%；制造业实现利润总额 51903.9 亿元，下降 5.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 4816.3 亿元，增长 15.4%。

2019 年，在 41 个工业大类行业中，28 个行业利润总额比上年增长，13 个行业减少。主要行业利润情况如下：电力、热力生产和供应业利润总额比上年增长 19.0%，专用设备制造业增长 12.9%，电气机械和器材制造业增长 10.8%，非金属矿物制品业增长 7.5%，农副食品加工业增长 3.9%，通用设备制造业增长 3.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 3.1%，石油和天然气开采业增长 1.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长 1.2%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 42.5%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 37.6%，化学原料和化学制品制造业下降 25.6%，汽车制造业下降 15.9%，纺织业下降 10.9%，煤炭开采和洗选业下降 2.4%。

2019 年，规模以上工业企业实现营业收入 105.78 万亿元，比上年增长 3.8%；发生营业成本 88.94 万亿元，增长 4.1%；营业收入利润率为 5.86%，比上年降低 0.43 个百分点。

2019 年末，规模以上工业企业资产总计 119.14 万亿元，比上年末增长 5.8%；负债合计 67.39 万亿元，增长 5.4%；所有者权益合计 51.75 万亿元，增长 6.5%；资产负债率为 56.6%，比上年末降低 0.2 个百分点。

2019 年末，规模以上工业企业应收票据及应收账款 17.40 万亿元，比上年末增长 4.5%；产成品存货 43283.8 亿元，增长 2.0%。

2019 年，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.08 元，比上年增加 0.18 元；每百元营业收入中的费用为 8.97 元，比上年增加 0.27 元。

2019 年末，规模以上工业企业每百元资产实现的营业收入为 92.4 元，比上年末减少 2.1 元；人均营业收入为 141.1 万元，比上年末增加 10.8 万元；产成品存货周转天数为 16.9 天，与上年末持平；应收票据及应收账款平均回收期为 53.7 天，比上年末增加 2.0 天。

评论：2019 年规模以上工业企业利润受多重因素影响有所下降：

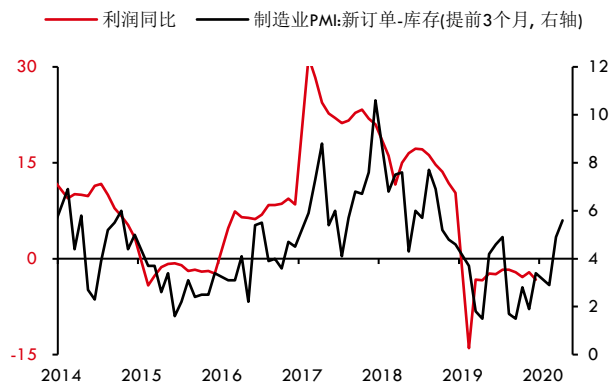
- 1、工业产品销售增速回落
- 2、成本上升挤压利润空间
- 3、钢铁、石化、汽车等重点行业利润下降拉动作用明显
- 4、个别行业及企业大幅计提资产减值损失

评论：工业企业效益呈现结构性改善：

- 1、高技术制造业和战略性新兴产业利润保持增长
- 2、私营企业和小型企业利润保持增长
- 3、利润保持增长的行业较多

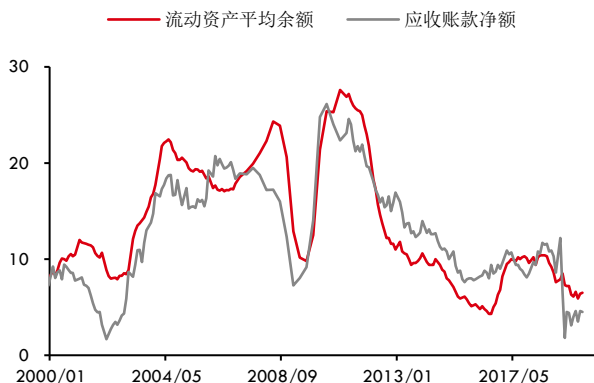
2019 年 12 月份，规模以上工业企业实现利润总额 5883.9 亿元，**同比下降 6.3%**，11 月份为**同比增长 5.4%**。

图 1: 中国盈利增速 2019 年底未开启向上阶段



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 企业现金流处在相对紧张阶段



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· **美国：美国 1 月非农新增就业人数远超预期**

周五晚，备受关注的美国 1 月非农就业数据公布。数据显示，**美国 1 月非农就业人数增加 22.5 万人，远超市场预期**。但失业率上升至 3.6%，尽管就业参与率升至 63.4%。此外，每小时薪资月率下滑至 0.2%，低于预期，但年率升至 3.1%，好于市场预期的 3%。鉴于数据好坏参半，目前市场反应有限。

路透评美国 1 月非农数据认为，政府对企业的调查显示，美国 1 月建筑工地就业人口增幅为一年来最高，运输和仓储行业的招聘也录得强劲增长。但随着公共卫生事件对供应链造成影响，尤其是苹果公司等科技公司的供应链，预计 2 月份就业增长将放缓。

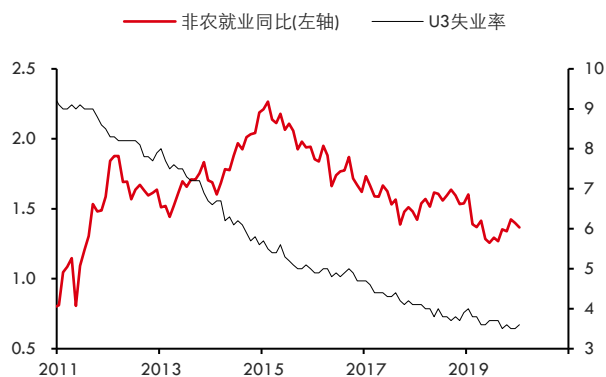
机构评美国 1 月非农数据表示，**美国制造业就业人数继去年 12 月减少 5000 人之后，1 月又减少了 12000 人**。除了受贸易局势影响外，波音公司 1 月暂停生产使其陷入困境的 737 MAX 喷气式飞机也对制造业造成了挤压。波音最大的供应商 Spirit AeroSystems 上月表示，由于波音 737 MAX 停产，该公司计划在堪萨斯州威奇托工厂裁员 20% 以上。

市场分析师 Steve Matthews 认为，时薪增长对美国工人来说是好消息，就业参与率上涨暗示劳动力市场仍存在空间。

2021 年 1 月到期的美国联邦基金期货暗示到 2020 年年底的利率为 1.255%，在非农数据公布前为 1.26%。按照有效联邦基金利率约为 1.59% 的水平计算，意味着市场预期美联储今年将降息约 33.5 个基点，且联邦基金利率期货已充分预期至今年 10 月时降息 25 个基点。

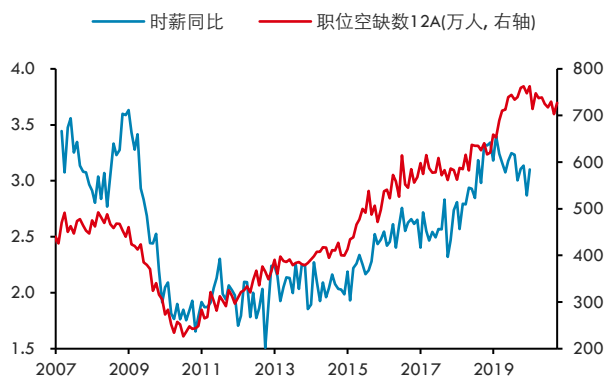
据 CME “美联储观察”：美联储 3 月维持当前利率在 1.50%—1.75% 区间的概率为 94.5%，降息 25 个基点的概率为 5.5%，加息 25 个基点的概率为 0%；到 4 月维持当前利率在 1.50%—1.75% 区间的概率为 78.3%，降息 25 个基点的概率为 20.8%，降息 50 个基点的概率为 0.9%。

图 3： 美国非农就业增速和失业率对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 美国薪资增速和就业市场紧张度对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观事件与展望

· 中国：肺炎疫情动态

来源：国家卫健委

2月8日0—24时，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告，新增确诊病例2656例（湖北2147例），新增重症病例87例（湖北52例），新增死亡病例89例（湖北81例，河南2例，河北、黑龙江、安徽、山东、湖南、广西各1例），新增疑似病例3916例（湖北2067例）。

当日新增治愈出院600例（湖北324例），解除医学观察的密切接触者31124人。

截至2月8日24时，据31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告，现有确诊病例33738例（其中重症病例6188例），累计治愈出院病例2649例（黑龙江核减1例），累计死亡病例811例，累计报告确诊病例37198例（山西、黑龙江、河南、海南各核减1例），现有疑似病例28942例。累计追踪到密切接触者371905人，尚在医学观察的密切接触者188183人。

累计收到港澳台地区通报确诊病例53例：香港特别行政区26例（死亡1例），澳门特别行政区10例（治愈出院1例），台湾地区17例（治愈出院1例）。

· 消息称特朗普将提议大幅增加AI与量子科学研究资金

来源：新浪科技

北京时间2月9日早间消息，据外媒报道，知情人士说，白宫周一将在其2021年预算提案中提议大幅增加美国政府在人工智能和量子信息科学研究方面的开支。

特朗普政府希望国会到2022年将人工智能研发经费的支出从9.73亿美元增加一倍至近20亿美元，并在两年内将量子信息科研的支出增加一倍至8.6亿美元。

白宫顾问、美国首席技术官迈克尔克·拉齐奥斯（Michael Kratsios）拒绝证实此消息，但他的一份声明中表示，预算将“确保美国在人工智能和量子等关键技术领域继续领先世界。美国的经济力量和国家安全有赖于此。”

作为支持未来产业的一部分，白宫还致力于推动量子信息研究。量子计算目前仍处于初级阶段，它的发展目标是最终能够比当前的量子机理超级计算机运行速度快上数百万倍。

这些研发投入尚不包括国防部的一些研究项目在内。官员们说，这次研发投入增加是为了跟上中国的步伐。据消息人士透露，周一的预算提案将包括美国国家科学基金会（NSF）增加 70% 的人工智能相关拨款和跨学科研究机构，增至 8.5 亿美元以上，以及 NSF 对量子信息科学的资助大幅增加。

白宫还将提议为其他一些联邦机构提供额外资金。

与此同时，一位消息人士称，**白宫将再次提议全面削减联邦研发支出**。政府去年提议 1341 亿美元，但最终国会批准了 1559 亿美元。预计政府将在 2021 年预算中提出 1422 亿美元的总体研发资金。

去年 2 月，美国总统特朗普签署了一项行政命令，要求联邦机构在人工智能的研究、推广和培训方面投入更多资源和投资。

白宫去年表示，对人工智能的投资“**对创造未来的产业至关重要，比如自主汽车、工业机器人、疾病诊断算法等。**”

专家表示，量子计算可能对医疗、通信、金融服务、交通、人工智能、天气预报等领域产生重大影响。。

一周交易日历

关注中国经济数据

表格 1: 一周交易日历

日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
	7:50	日本	12 月季调后经常帐(十亿日元)	月	1794.9	1660.3	
10-Feb	9:30	中国	1 月 PPI(同比)	月	-0.5%	0.0%	21:15 美联储理事鲍曼讲话
			1 月 CPI(同比)	月	4.5%	4.9%	
	17:30	欧元区	2 月 Sentix 投资者信心指数	月	7.60	-	
11-Feb	17:30	英国	12 月工业产出(同比)	月	-1.6%	-0.8%	美国 2020 总统大选(新罕布什尔州初选投票) / 4:15 美联储哈克讲话 / 20:30 英国央行坎利夫讲话 / 23:00 美联储证词
			四季度 GDP 初值(同比)	季	1.1%	0.8%	
			12 月商品贸易帐(百万英镑)	月	-5256	-10200	
12-Feb	7:00	韩国	1 月季调后失业率(环比)	月	3.8%	3.6%	欧佩克月报 / 9:00 新西兰联储利率决定 / 16:30 瑞典央行利率决议 / 23:00 美联储鲍威尔证词
	18:00	欧元区	12 月工业产出(环比)	月	0.2%	-0.2%	
13-Feb	-	德国	1 月 PPI(同比)	月	1.3%	-	3:10 新西兰联储奥尔讲话 /
	-	美国	1 月政府预算(十亿美元)	月	-13.3	-	6:00 MSCI 季度指数评估结果
	15:00	德国	1 月调和 CPI 终值(同比)	月	1.6%	1.6%	/ 8:15 加拿大央行波洛兹讲话 / 17:00 IEA 月报 / 20:00
	21:30	美国	1 月末季调核心 CPI(同比)	月	2.3%	2.2%	欧洲央行连恩讲话
			首申失业金人数(万人)	周	20.2	-	
14-Feb	12:30	日本	12 月第三产业活动指数(环比)	月	1.3%	-	
	15:00	德国	四季度未季调 GDP 初值(同比)	季	1%	0.3%	
	18:00	欧元区	四季度 GDP 初值(同比)	季	1.0%	1.0%	2:00 英国央行泰勒讲话 /
			12 月季调后贸易帐(十亿欧元)	月	19.2	-	2:00 欧洲央行连恩讲话 /
	21:30		1 月零售销售(环比)	月	0.3%	0.3%	3:00 墨西哥央行利率决议 /
	22:15	美国	1 月产能利用率	月	77.0%	76.8%	18:00 日本央行雨宫正讲话
			1 月工业产出(环比)	月	-0.3%	-0.3%	
23:00		2 月密歇根大学消费者信心指数初值	月	99.8	98.9		

资料来源: FX168 华泰期货研究院

全球宏观坐标更新

· 总量：经济景气波动，通胀预期向上隐现

图 5：全球 PMI 热图（截止 1 月）——全球的反弹面临回调

	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01
全球	53.0	52.8	52.6	52.2	52.0	52.0	51.4	50.8	50.6	50.5	50.4	49.8	49.4	49.3	49.5	49.7	49.8	50.3	50.1	50.4
美国	55.4	55.3	54.7	55.6	55.7	55.3	53.8	54.9	53.0	52.4	52.6	50.5	50.6	50.4	50.3	51.1	51.3	52.6	52.4	51.7
欧元区	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.3	47.5	47.9	47.7	47.6	46.5	47.0	45.7	45.9	46.9	46.3	47.9
德国	55.9	56.9	55.9	53.7	52.2	51.8	51.5	49.7	47.6	44.1	44.4	44.3	45.0	43.2	43.5	41.7	42.1	44.1	43.7	45.3
法国	52.5	53.3	53.5	52.5	51.2	50.8	49.7	51.2	51.5	49.7	50.0	50.6	51.9	49.7	51.1	50.1	50.7	51.7	50.4	51.1
意大利	53.3	51.5	50.1	50.0	49.2	48.6	49.2	47.8	47.7	47.4	49.1	49.7	48.4	48.5	48.7	47.8	47.7	47.6	46.2	48.9
西班牙	53.4	52.9	53.0	51.4	51.8	52.6	51.1	52.4	49.9	50.9	51.8	50.1	47.9	48.2	48.8	47.7	46.8	47.5	47.4	48.5
英国	54.4	53.8	52.8	53.6	51.1	53.6	54.2	52.6	52.1	55.1	53.1	49.4	48.0	48.0	47.4	48.3	49.6	48.9	47.5	50.0
澳大利亚	57.4	52.0	56.7	59.0	58.3	51.3	49.5	52.5	54.0	51.0	54.8	52.7	49.4	51.3	53.1	54.7	51.6	48.1	48.3	45.4
日本	53.0	52.3	52.5	52.5	52.9	52.2	52.6	50.3	48.9	49.2	50.2	49.8	49.3	49.4	49.3	48.9	48.4	48.9	48.4	48.8
中国(财新)	51.0	50.8	50.6	50.0	50.1	50.2	49.7	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	51.5	51.1
中国(官方)	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0
韩国	49.8	48.3	49.9	51.3	51.0	48.6	49.8	48.3	47.2	48.8	50.2	48.4	47.5	47.3	49.0	48.0	48.4	49.4	50.1	49.8
中国台湾	54.5	53.1	53.0	50.8	48.7	48.4	47.7	47.5	46.3	49.0	48.2	48.4	45.5	48.1	47.9	50.0	49.8	49.8	50.8	51.8
印尼	50.3	50.5	51.9	50.7	50.5	50.4	51.2	49.9	50.1	51.2	50.4	51.6	50.6	49.6	49.0	49.1	47.7	48.2	49.2	49.6
印度	53.1	52.3	51.7	52.2	53.1	54.0	53.2	53.9	54.3	52.6	51.8	52.7	52.1	52.5	51.4	51.4	50.6	51.2	52.7	55.3
俄罗斯	49.5	48.1	48.9	50.0	51.3	52.6	51.7	50.9	50.1	52.8	51.8	49.8	48.6	49.3	49.1	46.3	47.2	45.6	47.5	47.9
巴西	49.8	50.5	51.1	50.9	51.1	52.7	52.6	52.7	53.4	52.8	51.5	50.2	51.0	49.9	52.5	53.4	52.2	52.9	50.2	-
墨西哥	52.1	52.1	50.7	51.7	50.7	49.7	49.7	50.9	52.6	49.8	50.1	50.0	49.2	49.8	49.0	49.1	50.4	48.0	47.1	49.0

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：全球通胀曲线（截止 1 月）——全球通胀在走升

	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01
中国	1.90	2.10	2.30	2.50	2.50	2.20	1.90	1.70	1.50	2.30	2.50	2.70	2.70	2.80	2.80	3.00	3.80	4.50	4.50	-

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_7366

