



“新冠”疫情冲击，市场避险情绪升温

——2020年2月份宏观经济和大类资产配置策略

2020.02.05

	冯刚勇(分析师)	马英博(研究助理)
电话:	020-88836128	020-88836117
邮箱:	feng.gangyong@gzgzhs.com.cn	ma.yingbo@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310519030001	A1310118080002

宏观策略产品

- 1、周策略、月策略、年策略
- 2、策略深度专题报告
- 3、顶级策略、新股策略
- 4、数据点评、事件点评、要闻速评
- 5、资金雷达

重要的经济数据 (1月)

GDP:同比	6.0%
PMI	50.0%
贸易差额:当月值	472.1 亿美元
CPI:当月同比	4.5%
PPI:当月同比	-0.5%
M1:同比	4.4%
M2:同比	8.7%

- **中国经济：“新冠”疫情下短期经济受一定负面冲击，中长期不悲观。** 武汉新型冠状病毒2019-nCoV已波及全国，美英德日等全球20多国相继出现确诊患者，“新冠”肺炎重症和死亡率明显低于SARS，但传染蔓延速度极快。此次疫情将对短期的经济形成一定负面冲击，但当疫情缓解之后经济活动将快速恢复，对中长期的经济健康增长并不悲观。对标非典时期生产端情况，“新冠”疫情使春节假期普遍延长，复工延迟一定程度上导致企业停工减产，第三产业将受“新冠”疫情的冲击影响更为明显。需求端消费、投资、出口“三驾马车”均受不同程度冲击。消费受疫情严重影响，其中餐饮、旅游、电影、交运、教育培训行业受负面冲击较大。投资短期显疲态，制造业、房地产、基建三大投资低迷。本次“新冠”疫情中，外部经济环境相比“非典”时期更加严峻，世卫组织把“新冠”疫情列为PHEIC，短期内进一步打击我国出口。受假期生产减缓，工人复工延迟，交通运输力下降的因素制约，生活消费品供给端不足。叠加疫情下市民的恐慌性囤货、抢购引致的大量增加的需求，将明显带动CPI短期冲高。
- **海外经济：美国经济基本平稳。** 2019年全年美国经济实际增速为2.3%，比2018年的2.9%缩减了0.6个百分点。其中，美国零售销售数据为连续第三个月录得增长，消费支出仍是美国经济的最大支撑。经济景气度方面，美国12月ISM制造业PMI小幅下降，不及预期。就业方面，美国新增非农就业人数不及预期；美国劳动参与率与上月持平。1月消费者信心指数小幅下降，投资信心指数持续上升。美国12月CPI上涨。
- **A股：短期扰动，关注中长期投资机会。** “新冠”疫情来势汹汹，预测节后市场将迎来一波急促调整，但影响的时间和幅度有限。中长期来看，国内外经济和市场环境持续向好，A股仍具备长期投资价值，如果市场出现短期明显调整，将带来中长期较好的投资机会。整体来看，预计市场短期将会受到扰动，建议标配30%，关注中长期机会。
- **港股：震荡调整行情。** 受地缘政治影响，短期维持震荡调整，建议标配区间下限10%。
- **美股：短期维持高位震荡。** 美国四季度GDP增速2.1%，符合预期；12月零售销售总额增长0.3%，表现强劲。中美正式签署第一阶段经贸协议，经贸关系相对稳定。美联储维持基准利率在1.50%到1.75%的目标区间不变。但“新冠”疫情已发展至全国，市场对风险类资产的避险情绪明显升温，我们预计2月美股将维持高位震荡，维持超配20%。
- **债券：市场避险情绪升温，债市有望继续向好。** 近期央行持续投放，通过公开市场操作、常备借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，提供充足流动性，保持金融市场流动性合理充裕，基本面支撑债市，情绪面助推债市上涨，建议标配22%。
- **黄金：短期仍有上升空间。** 受全球主要经济体增长乏力、地缘政治风险、市场避险情绪升温等多方面影响，黄金价格仍有上升空间，建议标配6%。
- **原油：长期需求无放量基础。** 全球经济仍处下行周期，大宗商品整体保持谨慎，其中原油长期需求无放量基础，配置价值不大，维持零配建议。

广证恒生宏观策略公众号





目录

1.宏观经济	5
1.1 国内经济：“新冠”疫情冲击短期经济，中长期不悲观	5
1.1.1 经济增长：“新冠”疫情冲击短期经济，中长期不悲观	5
1.1.2 经济景气度：PMI 回落，并未反应疫情影响	7
1.1.3 货币政策：12月金融数据好于预期	8
1.1.4 通胀：CPI 同比涨幅不变，PPI 跌幅缩小	8
1.2 海外经济：美国经济维持平稳	9
1.2.1 美国经济增长：美国经济维持平稳	9
1.2.2 景气度：12月ISM制造业PMI小幅下降	10
1.2.3 就业：美国12月就业增长不及预期，劳动参与率与上月持平	11
1.2.4 信心指数：消费信心小幅下降，投资信心持续上涨	11
1.2.5 通胀：美国12月CPI不及预期	12
1.2.6 欧洲经济：欧元区CPI上涨，经济增长持续疲软	12
1.2.7 日本经济：日本经济：日本12月CPI上涨，服务业PMI持续下跌	13
2.股票	13
2.1 A股：短期扰动，关注中长期投资机会	13
2.2 港股：震荡调整	16
2.3 美股：高位震荡	17
3. 债券	18
3.1 资金面维持平稳宽松，货币政策仍有很大空间	18
3.2 市场流动性合理充裕，银行间质押式回购利率多数下跌	19
3.3 社融规模增加，信用债各期限收益率多数下行	20
3.4 短融信用利差整体扩大，中期信用利差小幅收窄	20
3.5 2月债券市场展望	21
大宗商品	22
4.1 黄金	22
4.1.1 黄金回顾：美元小幅下降，黄金小幅上升	22
4.1.2 黄金展望：短期和中长期均利好黄金	23
4.2 原油	23
4.2.1 原油行情回顾：原油需求市场疲软，油价宽幅震荡	23
4.2.2 原油展望：中东地缘局势风险上升，全球原油供应或更加紧张	24
5.2 月份大类资产配置建议	25



图表目录

图 1 固定资产投资增长小幅回升	5
图 2 高技术产业工业增加值比较	6
图 3 高技术制造业投资大幅领先	6
图 4 社零增速保持不变	6
图 5 消费对 GDP 贡献率稳定	6
图 6 进出口大幅回升，贸易顺差缩小	7
图 7 进出口结构	7
图 8 制造业 PMI 指数为 50.....	7
图 9 原材料、产成品库存低于荣枯线，采购量回升	7
图 10 12 月社融上升.....	8
图 11 M1, M2 增速上升.....	8
图 12 CPI 同比涨幅不变	9
图 13 PPI 跌幅缩小	9
图 14 美国 12 月零售销售月率录得不及预期	10
图 15 美国 12 月工业总产值同比、环比均下滑.....	10
图 16 12 月 ISM 制造业 PMI 小幅下降.....	10
图 17 美国新增非农就业人数不及预期.....	11
图 18 美国劳动参与率环比持平上月	11
图 19 1 月消费者信心指数小幅下降.....	11
图 20 1 月投资信心指数持续上涨.....	11
图 21 12 月 CPI 不及预期	12
图 22 欧元区 12 月 CPI 上涨	12
图 23 欧元区 1 月 PMI 仍处于低位.....	12
图 24 日本 12 月 CPI 上涨	13
图 25 日本 12 月服务业 PMI 下跌.....	13
图 26 沪深及权重指、中小板及创业板震荡调整.....	14
图 27 1 月板块走势分化.....	14
图 28 各大指数 PE (TTM)	14
图 29 各大指数 PB.....	14
图 30 近日两融余额、净买入额均上升.....	15
图 31 陆股通流入量减少	15
图 32 新开户数有所回落	15
图 33 恒生指数短期震荡	16
图 34 PE 处于偏低水平.....	17
图 35 PB 处于偏低水平.....	17
图 36 港股通近日处于净流入状态	17
图 37 最近五年三大指数表现	17
图 38 VIX 变化情况	17
图 39 三大指数当前 PE 高于均值.....	18
图 40 三大指数当前 PB 较高.....	18
图 41 公开市场操作与净投放 (单位: 亿元)	19



图 42 银行质押式回购收益率月变动	19
图 43 SHIBOR 收益率月变动	19
图 44 AAA 级短融收益率月变动 (%)	20
图 45 AAA 级中票收益率月变动 (%)	20
图 46 1Y 各等级短融信用利差走势 (单位, BP)	21
图 47 5Y 各等级中票信用利差走势 (单位, BP)	21
图 48 中债新综合指数	22
图 49 美元指数与黄金价格呈现反向变动	22
图 50 SPDR 黄金持仓小幅回升	23
图 51 沪黄金期货价格维持高位	23
图 52 WTI 短期震荡	24
图 53 布伦特原油现价短期震荡	24
图 54 OPEC 产量低位小幅回落	24
图 55 美国商业原油库存量	24
图 56 大类资产配置建议	25
图 57 大类资产配置建议	25



1. 宏观经济

1.1 国内经济：“新冠”疫情冲击短期经济，中长期不悲观

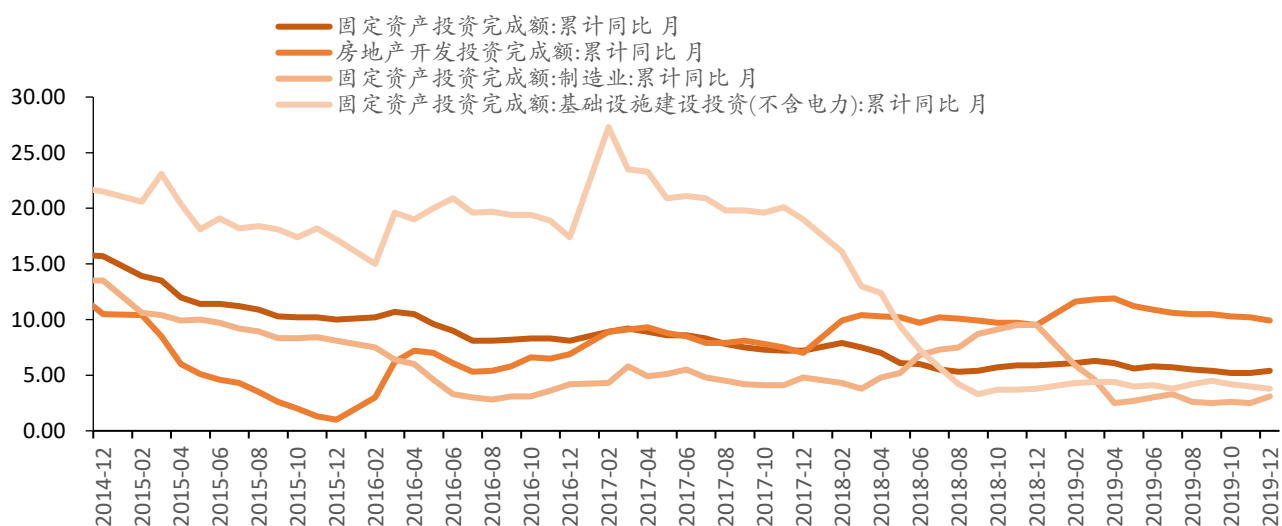
1.1.1 经济增长：“新冠”疫情冲击短期经济，中长期不悲观

武汉新型冠状病毒 2019-nCoV 已波及全国，美英德日等全球 20 多国相继出现确诊患者，“新冠”肺炎重症和死亡率明显低于 SARS，但传染蔓延速度极快。截至 2 月 3 日 24 时，全国累计确诊 20479 例，疑似 23214 例。不到一个月时间，新型冠状病毒肺炎的确诊病例已超过 2003 年 SARS 疫情的确诊病例数。恰逢春节返乡高峰，叠加“新冠”肺炎潜伏期长、前期症状和普通感冒类似等因素，是本次疫情扩散迅速的主要动因，也是后续防控的难点所在。但经过 2003 年“非典”时期疫情的挑战与经验积累，中国各级政府对疫情做出反应的速度上都有较大的提高。

此次疫情将对短期的经济形成一定负面冲击，但当疫情缓解之后经济活动将快速恢复。从全年来看，疫情对 2020 年全年中国经济会有影响，短期有一定负面冲击，但对中长期的经济健康增长并不悲观。

固定资产投资增速回升，短期将有所承压。2019 年 1-12 月固定资产投资完成额累计同比 5.4%，增速较 1-11 月上升 0.2 个百分点。制造业投资同比 3.1%，回升 0.6 个百分点，显示制造业阶段性企稳。地产、基建拖累投资增速。房地产开发投资同比增长 9.9%，增速回落 0.3 个百分点；基础设施投资同比增长 3.8%，增速回落 0.2 个百分点。展望未来，考虑到地产将从新开工向建安过渡，房地产短期韧性犹存，但长期来看已进入下行周期，增速将逐步放缓，但无失速下滑风险。基建方面，受制于地方政府债监管以及国内基建已经较为完善，基建项目整体具有收益率低，收回成本时间较长等特点，预计后续基建投资难有明显起色，托底经济的效力较弱。受“新冠”疫情影响，投资短期显疲态，制造业、房地产、基建三大投资低迷。固定资产投资在“非典”时期所受影响较小，本次“新冠”疫情对固定资产投资的负面影响或比“非典”的影响更大。

图 1 固定资产投资增长小幅回升



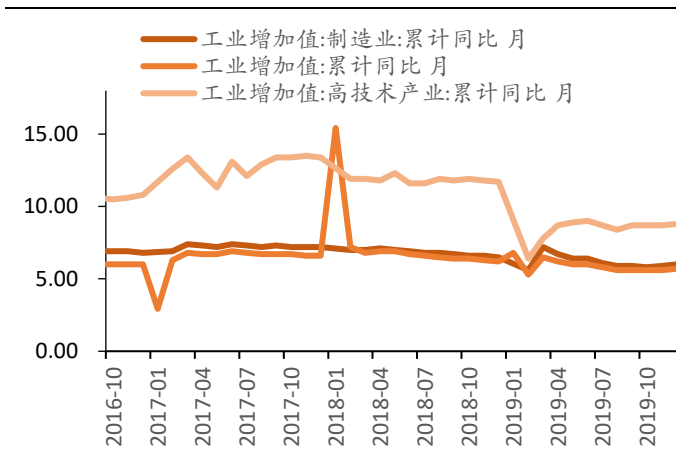
数据来源：Wind、广证恒生

新兴高端制造业投资大幅度领先制造业，内部结构逐步优化。2019 年 1-12 月工业增加值累计同比 5.7%，而同期高技术产业工业增加值累计同比 8.8%，显著高于制造业的 6.6%，表明高技术产业推动经济增长效果显现。从投



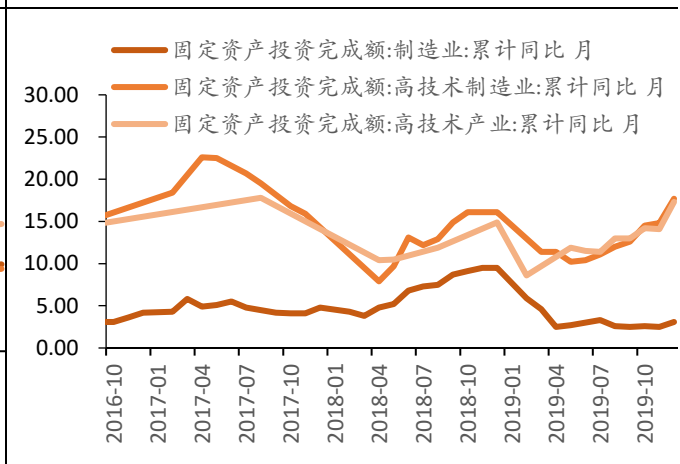
资看，1-12月高技术制造业固定资产投资完成额累计同比17.7%，较上月提高2.9个百分点，大幅度领先制造业的3.1%，显示高技术产业投资显著高于制造业整体投资水平，为经济结构转型提供了充足的动力。

图2 高技术产业工业增加值比较



数据来源: wind, 广证恒生

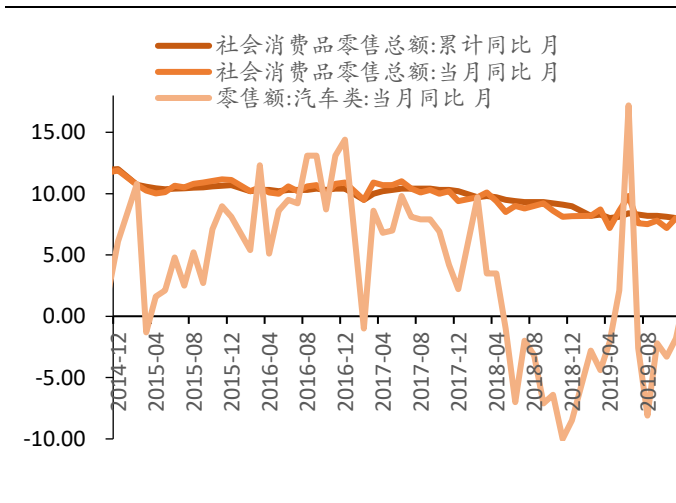
图3 高技术制造业投资大幅领先



数据来源: wind, 广证恒生

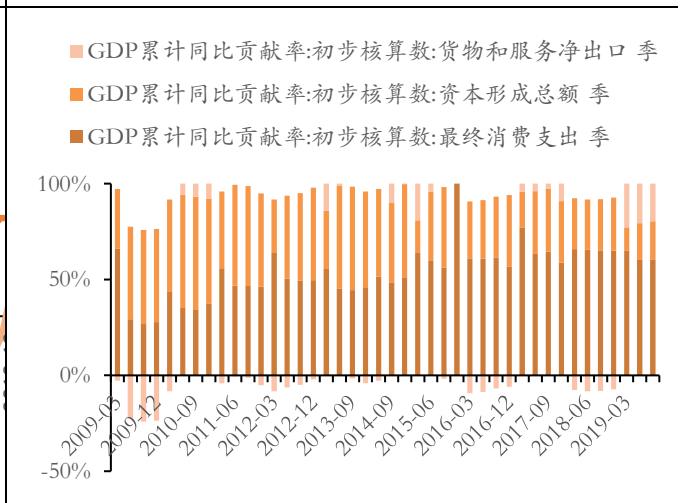
社零增速保持不变，但受“新冠”疫情影响，后续承压较大。1-12月社会消费品零售总额累计同比8.0%，增速较1-11月不变。汽车销售回暖是社零增长企稳的主要因素。自6月份汽车销售持续回落后，12月汽车零售额当月同比1.8%，下半年该数值首次由负转正，表明汽车销售短期企稳。在“新冠”疫情突发情况下，消费受疫情严重影响，**餐饮、旅游、电影、交运、教育培训行业受负面冲击较大。**春节假期国民多采用“居家隔离”的方式进行防护，肺炎疫情使得人们大幅减少外出消费，餐饮行业亏损严重，旅游行业、交运行业受疫情防控政策限制，2020春节档七部大片撤档，电影票房低迷，教育培训行业面临线上教学转型难关。

图4 社零增速保持不变



数据来源: wind, 广证恒生

图5 消费对GDP贡献率稳定



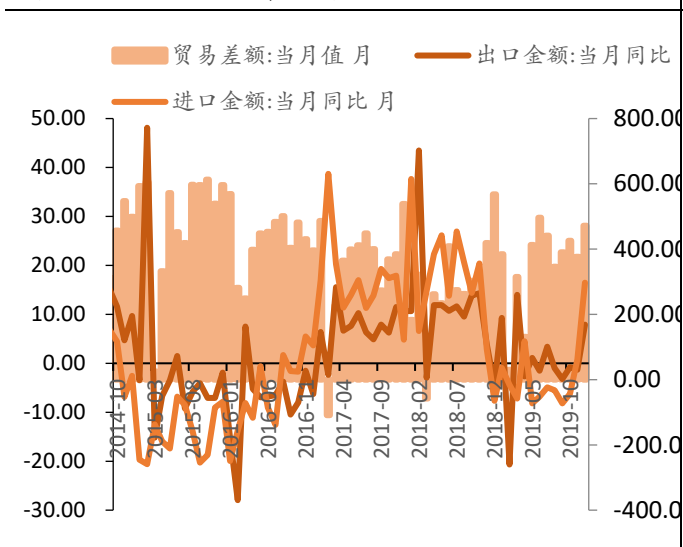
数据来源: wind, 广证恒生

进出口大幅回升，贸易顺差缩小，后续出口受疫情负面影响较大。以美元记，12月出口同比7.9%，较上月大幅回升9.2个百分点，该数值自7月份以来首次转正。进口同比16.5%，大幅回升15.7个百分点。海关口径货物贸易顺差472.1亿美元，同比下降95.9亿美元。12月对美国出口有所下降。对美出口(-12.5%)较11月下降0.1个百分点。对美进口方面，1-12月进口金额累计同比-20.9%，较上月回升2.4个百分点，显示外部环境有所缓和。进口方面从产品结构看，原油、大豆进口增速有所回升。受“新冠”疫情影响，预计短期内出口将受到较大的短期冲击。同



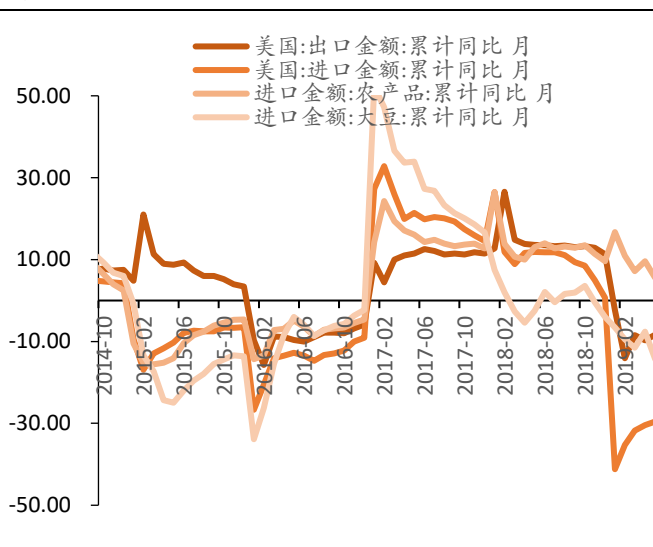
时，尽管1月份签署的中美贸易协定表明中美摩擦阶段性缓和，但仍具有反复的可能。本次“新冠”疫情中，外部经济环境相比“非典”时期更加严峻。世卫组织把“新冠”疫情列为PHEIC，短期内进一步打击我国出口。

图 6 进出口大幅回升，贸易顺差缩小



数据来源：wind，广证恒生

图 7 进出口结构



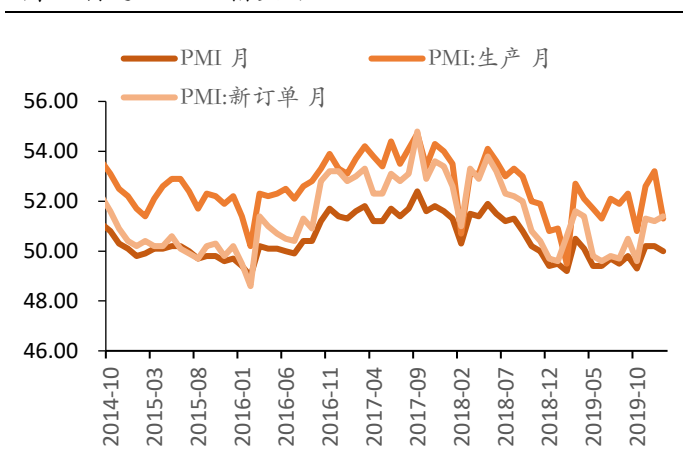
数据来源：wind，广证恒生

1.1.2 经济景气度：PMI 回落，并未反应疫情影响

1 月制造业 PMI 指数较上月回落。2020 年 1 月 PMI 录得 50.0，较上月回落 0.2，但并未跌至荣枯分水线以下，表明制造业暂时稳定。从各大分项看，生产 PMI 录得 51.2，较上月下降 1.9，表明生产扩张有所放缓，但总体仍维持在荣枯分水线以上，生产端依旧强劲。新订单 PMI 录得 51.4，前值 51.2，显示需求端有所回暖。库存角度看，原材料库存 PMI (47.1) 和产成品库存 PMI (46) 均位于荣枯线以下水平，采购量 PMI 录得 51.6，较上月回升 0.3，整体看企业仍处于去库存阶段。

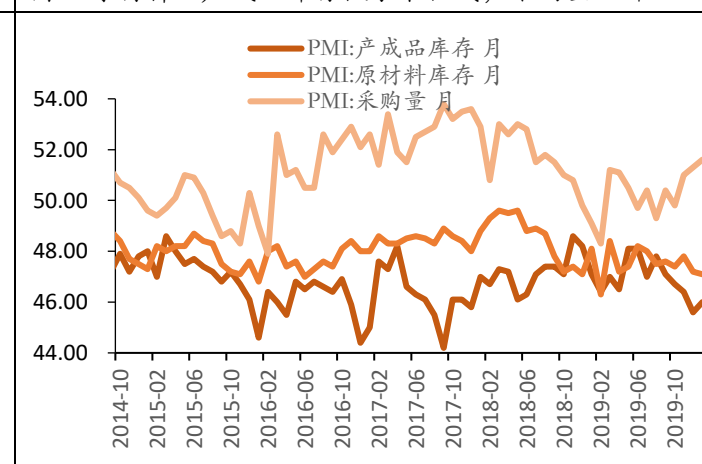
1 月 PMI 数据并未反应疫情影响。本次公布的 1 月 PMI 调查是在 1 月 20 日之前，调查期间新型冠状病毒疫情影响尚未充分反映。由于疫情的影响，工人复工延迟，企业生产无法有效进行，预计 PMI 在后期将有一定程度的下滑。

图 8 制造业 PMI 指数为 50



数据来源：wind，广证恒生

图 9 原材料、产成品库存低于荣枯线，采购量回升



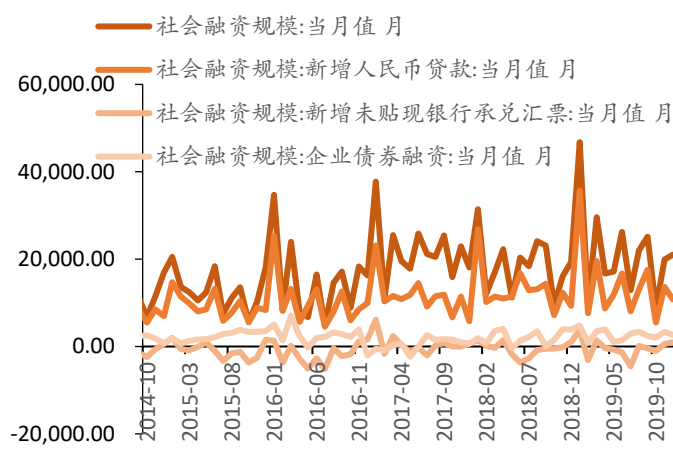
数据来源：wind，广证恒生

1.1.3 货币政策：12月金融数据好于预期

12月社融上升，新增人民币贷款下滑。12月社会融资规模21030亿元，同比多增1719亿元。信贷同比增加与政府债券融资规模同比回升，是社融的主要带动项。而企业债券融资与未贴现银行承兑汇票同比回落是社融的主要拖累项。12月新增人民币贷款11400亿元，同比多增600亿元。居民贷款的回升推动信贷规模增长。12月居民新增信贷6459亿，同比少增1955亿。展望未来，政策的主要发力点可能在解决融资结构分层问题上，社融规模将逐渐企稳。

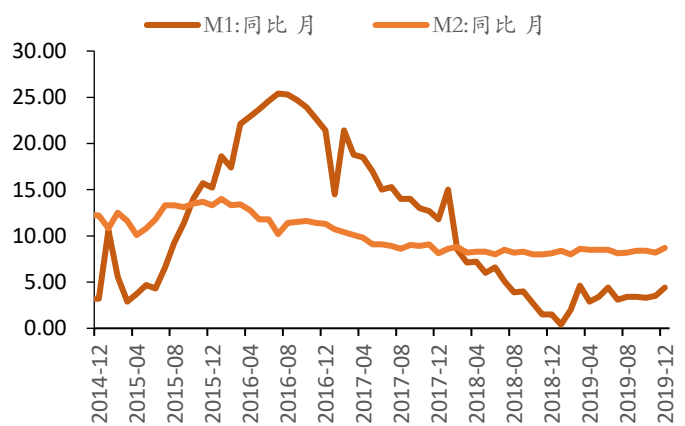
M1, M2 增速上升。12月M2同比8.7%，增速较上月提升0.5个百分点；M1同比4.4%，增速较上月上升1.1个百分点。后续随着央行开年降准的影响，M1, M2预计将继续冲高。同时由于疫情影响，预期未来存在通过降准刺激经济的可能性。

图 10 12月社融上升



数据来源：wind，广证恒生

图 11 M1, M2 增速上升



数据来源：wind，广证恒生

1.1.4 通胀：CPI 同比涨幅不变，PPI 跌幅缩小

CPI 同比涨幅不变，猪肉价格下降。12月CPI同比上涨4.5%，涨幅与上月持平。猪肉价格环比在下半年首次出现负值，12月猪肉CPI环比-5.6，表明猪肉价格已脱离顶部，正步入下行通道，CPI后续有望逐步下滑。其他肉类涨幅也明显放缓，在肉类全线增速放缓背景下，鲜菜环比大幅上涨，12月鲜菜CPI环比10.6，较上月提升9.2个百分点。非食品方面价格保持稳定，12月非食品CPI环比上涨0.1%。

“新冠”疫情将推动CPI短期冲高后回落。受疫情影响，工人复工延迟，交通运力下降，生活消费品供给端不

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_7441



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn