宏观经济观察 035：买入风险

一周宏观动态

中国：中美关系阶段性缓和，为结构赢得时间。大豆基金图谱的绘制、华为 5G 标准的参与制定以及三大支付机构获得牌照等影响下，第一阶段协议继续执行，中美夏威夷对话维持进展，为国内结构调整赢得空间。内部来看，虽然仍面临经济下行的较大压力，但形势正逐步向好的方向转变：向前看，陆家嘴论坛释放科创板国际化、创业板注册制、资本项目开放先试等金融改革推进信号，改善市场风偏；向后看：重点领域化解过剩产能和信托窗口指导，继续进行成供给侧的结构调整。

海外：美联储的缩表和美国财政的基建计划。尽管美联储在祭出无限量量化宽松政策之后上周又扩充至单个信用债的购买，但是我们注意到周度美联储资产负债表呈现“缩表”状态。在美国财政部释放 1 万亿基础设施建设计划、零售环比报复性消费、以及新增周度失业人数 150 万的情况下，7 月份开始的失业救助面临停发的可能。

全球宏观定位

定位：当前全球经济处在疫后逐渐修复的阶段，环比意义上的改善已经看到。尽管疫情仍存在反复的波动，但是在失控风险逐渐缓和的情况下，修复是必然的。在这一过程中流动性充裕政策的边际上转变对于金融资产而言势必带来一定的压力和挑战。

周期：（一）库存周期。疫情之下美国库存延续下行（2019 年 6 月至今），同时疫情驱动非美库存在原来的“底部”被动上升后伴随着“报复性消费”证伪和外部冲击将迎来二次下行。（二）产能周期。在分化的货币政策和经济封锁政策下，中美产能周期出现分化——美国期限利差继续扩大而中国收敛。中美通航的改善边际上缓和冲突形成的产能压力。

宏观策略

维持风险资产低仓位持有，但是已经到了增加风险的观察窗口，近阶段需要关注低点带来的入场机会。中期我们继续维持周期准备向上的宏观交易策略（中美达成阶段性协调），配置来源于当前尾部冲击（货币政策边际上收紧）提供的空间；维持当前宏观交易进入到市场二次触底的判断，本周关注市场流动性是否继续边际上收紧。

风险点：疫情突然结束或显著改善

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：

展望复苏，但没有新周期
——2020 年宏观经济半年度更新
2020-06-15

市场情绪的高点
——宏观经济观察 034
2020-06-08

等待期的市场震荡
——宏观经济观察 033
2020-06-01

不设 GDP 目标，市场进入寻底
——宏观经济观察 032
2020-05-25

华为、两会和内循环
——宏观经济观察 031
2020-05-18

现实糟糕但好于预期
——宏观经济观察 030
2020-05-11

一周宏观数据

· **中国：5 月份国民经济运行延续复苏态势**

来源：统计局

5 月份，各地区各部门以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，科学统筹疫情常态化防控和经济社会发展，复工复产复商复市扎实推进，生产需求继续改善，就业物价总体平稳，积极变化累积增多，国民经济逐步恢复。

点评： 定性——复苏在延续

一、工业生产继续回升，装备制造业和高技术制造业较快增长

5 月份，全国规模以上工业增加值同比**增长 4.4%**，增速比 4 月份**加快 0.5 个百分点**；环比增长 1.53%。1-5 月份，全国规模以上工业增加值**同比下降 2.8%**，降幅比 1-4 月份**收窄 2.1 个百分点**。5 月份，分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 2.1%；股份制企业增长 4.8%，外商及港澳台商投资企业增长 3.4%；私营企业增长 7.1%。分三大门类看，采矿业增加值增长 1.1%，**制造业增长 5.2%**，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.6%。5 月份，装备制造业和高技术制造业增加值分别增长 9.5%和 8.9%，快于规模以上工业 5.1 和 4.5 个百分点。从产品产量看，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备，光缆，汽车，工业机器人产量同比分别增长 62.1%、22.3%、20.8%、19.0%、16.9%。

点评：生产端——连续 2 个月同比转正，累计增速虽然仍未下降，但是降幅继续收窄。

1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 12598 亿元，同比**下降 27.4%**，降幅比 1-3 月份**收窄 9.3 个百分点**；4 月份，规模以上工业企业利润总额同比**下降 4.3%**，降幅比 3 月份**收窄 30.6 个百分点**。

图1 规模以上工业增加值增速（月度同比）



二、服务业生产指数增速由负转正，现代服务业增势较好

5 月份，全国服务业生产指数同比**增长 1.0%**，4 月份为下降 4.5%。1-5 月份，服务业生产指数**同比下降 7.7%**，降幅比 1-4 月份**收窄 2.2 个百分点**。从主要行业看，5 月份，信息传输、软件和信息技术服务业，房地产业，金融业生产指数同比分别增长 12.9%、7.1%、5.2%，比 4 月份分别加快 7.7、6.0、0.8 个百分点；**批发和零售业，住宿和餐饮业同比分别下降 2.1%、**

点评： 截止 5 月服务业生产也转正，但是显然随着北京疫情的反复，服务业面临的压力短期增加。

21.7%，降幅比 4 月份分别收窄 4.5、12.0 个百分点。1-4 月份，规模以上服务业企业营业收入同比下降 8.6%，降幅比 1-3 月份收窄 2.9 个百分点，其中信息传输、软件和信息技术服务业增长 6.9%。

三、市场销售逐步回暖，消费升级类商品和网上零售持续向好

点评：和生产端已经有两个月增速转正不同，消费端 5 月依然为下降，且降幅收敛程度不明显。相反，网上零售继续增长，且增速加快，但是网上零售的占比仅占四分之一。

5 月份，社会消费品零售总额 31973 亿元，同比下降 2.8%，降幅比 4 月份收窄 4.7 个百分点；环比增长 0.79%。1-5 月份，社会消费品零售总额 138730 亿元，同比下降 13.5%，降幅比 1-4 月份收窄 2.7 个百分点。5 月份，按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 27881 亿元，同比下降 2.8%；乡村消费品零售额 4092 亿元，下降 3.2%。按消费类型分，餐饮收入 3013 亿元，下降 18.9%；商品零售 28959 亿元，下降 0.8%。基本生活类商品销售较快增长，5 月份，限额以上单位商品零售额中，日用品类、饮料类、粮油食品类同比分别增长 17.3%、16.7%、11.4%。消费升级类商品销售持续改善，5 月份，体育娱乐用品类和化妆品类商品分别增长 15.4%和 12.9%，比 4 月份分别加快 3.8 和 9.4 个百分点；**汽车类增长 3.5%**。网上零售持续向好，1-5 月份，全国网上零售额 40176 亿元，同比增长 4.5%，比 1-4 月份加快 2.8 个百分点；其中，实物商品网上零售额增长 11.5%，比 1-4 月份加快 2.9 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 24.3%，比 1-4 月份提高 0.2 个百分点。

图2 社会消费品零售总额增速（月度同比）



四、固定资产投资降幅明显收窄，高技术产业和社会领域投资增速由负转正

点评：投资依然是相对谨慎的状态，尤其是基建投资依然下降 6.3%，但是在土地扩张的带动下房地产投资降幅收窄至 0.3%，基本收复去年的状态。从投资的结构来看，在“六保”的驱动下，第一产业投资同比持平去年——截至 6 月 15 日，全国夏粮收获已到九成，预计小麦亩产平均提高 4 公斤。

1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）199194 亿元，同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份收窄 4.0 个百分点；5 月份环比增长 5.87%。分领域看，基础设施投资同比下降 6.3%，制造业投资下降 14.8%，房地产开发投资下降 0.3%，降幅分别比 1-4 月份收窄 5.5、4.0、3.0 个百分点。全国商品房销售面积 48703 万平方米，同比下降 12.3%；商品房销售额 46269 亿元，下降 10.6%，降幅分别比 1-4 月份收窄 7.0 和 8.0 个百分点。分产业看，第一产业投资**同比持平**，1-4 月份为下降 5.4%；第二产业投资下降 11.8%，第三产业投资下降 3.9%，降幅分别比 1-4 月份收窄 4.2、3.9 个百分点。高技术产业投资增长 1.9%，1-4 月份为下降 3.0%；其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 2.7%和 0.5%。高技术制造业中，计算机及办公设备制造业、医药制造业分别增长 12.0%、6.9%；高技术服务业中，电子商务服务业、科技成

果转化服务业投资分别增长 25.4%、25.2%。社会领域投资增长 3.6%，1-4 月份为下降 3.1%；其中教育、卫生投资分别增长 10.4%、9.5%，比 1-4 月份分别加快 7.5、4.8 个百分点。

图3 固定资产投资（不含农户）增速（累计同比）

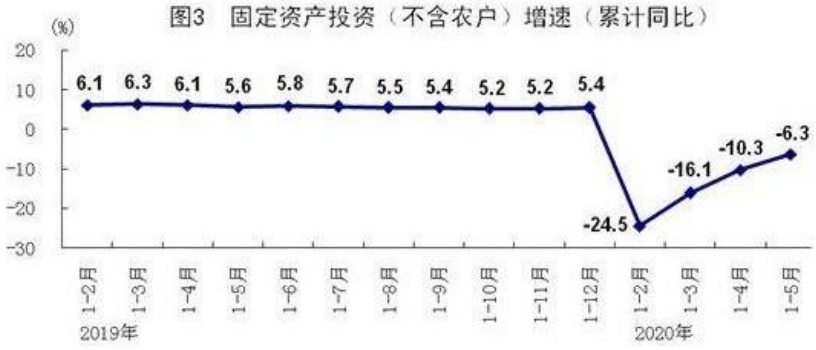
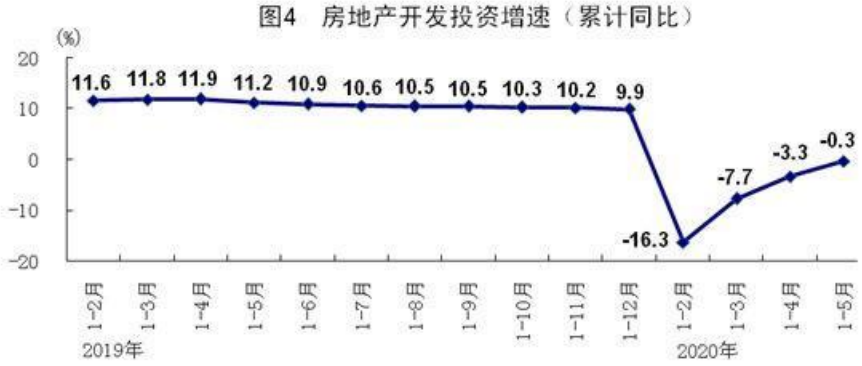


图4 房地产开发投资增速（累计同比）



五、居民消费价格涨幅回落，工业生产者出厂价格降幅扩大

点评：从产业链利润和信用角度来看，5 月无论是通胀剪刀差还是货币剪刀差，均没有出现明显的改善迹象。显示出经济的复苏依然是相对缓慢的，且这种缓慢的信用扩张状态下，产业链的结构预计将进一步转变。

5 月份，全国居民消费价格**同比上涨 2.4%**，涨幅比 4 月份**回落 0.9 个百分点**；环比下降 0.8%。1-5 月份，全国居民消费价格同比上涨 4.1%。分类别看，5 月份，食品烟酒价格同比上涨 8.5%，衣着下降 0.4%，居住下降 0.5%，生活用品及服务上涨 0.1%，交通和通信下降 5.1%，教育文化和娱乐上涨 2.2%，医疗保健上涨 2.1%，其他用品和服务上涨 5.3%。在食品烟酒价格中，猪肉上涨 81.7%，粮食上涨 1.5%，鲜菜下降 8.5%，鲜果下降 19.3%。扣除食品和能源价格后的**核心 CPI 上涨 1.1%，与 4 月份持平**。

5 月份，全国工业生产者出厂价格**同比下降 3.7%**，降幅比 4 月份**扩大 0.6 个百分点**；环比下降 0.4%。工业生产者购进价格同比下降 5.0%，环比下降 1.2%。1-5 月份，全国工业生产者出厂价格和工业生产者购进价格同比分别下降 1.7%和 2.2%。

图5 居民消费价格上涨情况（月度同比）



图6 工业生产者出厂价格上涨情况（月度同比）



六、城镇调查失业率总体稳定，新增就业略有减少

5 月份，全国城镇调查失业率为 5.9%，比 4 月份**下降 0.1 个百分点**；其中 25-59 岁人口调查失业率为 5.4%，下降 0.1 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率为 5.9%，比 4 月份上升 0.1 个百分点。5 月份，全国企业就业人员周平均工作时间为 46.1 小时，比 4 月份**增加 1.8 小时**。1-5 月份，全国城镇新增就业 460 万人，与上年同期相比少增 137 万人。

七、货物出口保持增长，贸易顺差有所扩大

点评：5 月对外账户继续显示出衰退型的顺差，且央行口径的外汇占款继续显示出流出的状态，显示出外需当前没有完全恢复，国内的进口需求在消费改善缓慢的情况下表现低迷。

5 月份，货物进出口总额 24696 亿元，同比**下降 4.9%**。其中，出口 14562 亿元，**增长 1.4%**；进口 10134 亿元，**下降 12.7%**。进出口相抵，贸易顺差 4427 亿元，比 4 月份**扩大 1246 亿元**。1-5 月份，货物进出口总额 115381 亿元，同比**下降 4.9%**。其中，出口 61989 亿元，下降 4.7%；进口 53391 亿元，下降 5.2%。贸易方式结构继续优化。1-5 月份，一般贸易进出口占进出口总额的比重为 59.9%，比上年同期**提高 0.1 个百分点**。民营企业进出口占进出口总额的比重为 44.3%，比上年同期提高 2.9 个百分点。

八、金融信贷较快增长，市场预期总体稳定

5 月末，社会融资规模存量为 268 万亿元，同比增长 12.5%；其中对实体经济发放的人民币贷款余额为 162 万亿元，**增长 13.3%**。广义货币（M2）余额 210 万亿元，同比**增长 11.1%**，增速与 4 月末持平；狭义货币（M1）余额 58 万亿元，**增长 6.8%**，增速比 4 月末**高 1.3 个百分点**；流通中货币（M0）余额 8 万亿元，增长 9.5%。5 月末，人民币贷款余额 163 万亿元，

同比增长 13.2%，增速比 4 月末高 0.1 个百分点。5 月份，人民币贷款增加 1.48 万亿元，同比**多增 2984 亿元**。

5 月份，综合 PMI 产出指数为 53.4%，与 4 月份持平。制造业采购经理指数为 50.6%，比 4 月份**回落 0.2 个百分点**。非制造业商务活动指数为 53.6%，比 4 月份上升 0.4 个百分点；其中建筑业商务活动指数为 60.8%，**上升 1.1 个百分点**，服务业商务活动指数为 52.3%，上升 0.2 个百分点。

总的来看，5 月份主要经济指标持续改善，经济运行延续复苏态势。同时也要看到，境外疫情和世界经济形势更趋严峻复杂，国内经济稳定运行仍面临较多风险挑战。下一步，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真贯彻落实全国“两会”和政府工作报告精神，紧扣全面建成小康社会目标任务，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚决打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，狠抓各项政策举措早落地早见效，努力完成全年经济社会发展目标任务。

一周宏观事件

- **中国：李克强主持召开国务院常务会议 部署引导金融机构进一步向企业合理让利助力稳住经济基本盘等**

来源：国务院

点评：金融回到初心——服务实体。伴随着经济结构转型，融资结构也将转型，但是短期步子还不宜迈的太大。

国务院总理李克强 6 月 17 日主持召开国务院常务会议，部署引导金融机构进一步向企业**合理让利**，助力稳住**经济基本盘**；要求加快降费政策落地见效，为**市场主体减负**。

点评：合理让利，是在压降影子银行、增加中小微贷款、提升风险容忍度的情况下实现的，盈利模型需要：1）增加银行资本金，以市场化承担这部分风险；2）降低准备金，扩乘数，增加贷款规模。需要关注的是银行杠杆是否会上升。

会议指出，按照党中央、国务院部署，做好“六稳”工作，落实“六保”任务，必须在发挥好积极财政政策特别是纾困和激发市场活力规模性政策作用同时，**加大货币金融政策支持实体经济力度**，帮助企业特别是中小微企业渡过难关，推动金融机构与企业共生共荣。今年 1-5 月，通过降准、再贷款再贴现、引导市场利率下行等措施，人民币贷款同比多增，企业综合融资成本降低。下一步要根据政府工作报告要求，一是抓住**合理让利**这个关键，保市场主体，稳住经济基本盘。进一步通过引导**贷款利率和债券利率下行**、发放优惠利率贷款、实施**中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款**、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。二是综合运用**降准、再贷款**等工具，保持**市场流动性合理充裕**，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力，全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年。三是遵循**市场规律**，完善资金直达企业的政策工具和相关机制。按照有保有控要求，确保新增金融资金主要流向**制造业、一般服务业尤其是中小微企业**，更好发挥救急纾困、“雪中送炭”效应，防止资金跑偏和“空转”，防范金融风险。四是增强金融服务中小微企业能力和动力。**合理补充中小银行资本金**。督促银行完善内部考核激励机制，提升普惠金融在考核中的权重。**加大不良贷款核销处置力度**。严禁发放贷款时附加不合理条件。切实做到市场主体实际融资成本明显下降、贷款难度进一步降低。

点评：其实在 5 月高速公路重启收费之后，我们注意到费用出现了大幅提升，显示出疫情对于资产负债表的冲击。关注压力之下，破产法等带动杠杆的继续向主权部门转移，完成资产负债表的出清。

会议指出，今年以来，各有关部门和单位出台**免收全国收费公路通行费、降低工商业企业电价、降低电信资费、减免相关政府性基金收费**等一系列降费措施，为企业纾困发挥了积极作用。下一步，要紧扣保就业保民生保市场主体，一是已定的降费措施要说到做到，落实到位。通过将**降低**工商业电价 5%、**免征**航空公司民航发展基金和进出口货物港口建设费、**减半征**收船舶油污损害赔偿基金政策延长至年底，并降低宽带和专线平均资费 15%，连同上半年降费措施，全年共为企业减负 3100 多亿元。二是坚决制止不合规收费。严禁收“过头税费”、违规搅税收费和以清缴补缴为名增加市场主体不合理负担。对已取消、停征、免征及降低征收标准的收费基金项目，要坚决落实到企业。三是深化“放管服”改革，打造市场化法治化国际化营商环境。在开展进出口环节、企业融资、公用事业、物流、行政审批相关中介服务等重点领域收费专项治理基础上，完善制度机制，从制度上铲除乱收费的土壤。

会议还研究了其他事项。

一周交易日历

6 月制造业 PMI 初值、5 月美国个人收支报告

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
22-Jun	22:00	欧元区	6 月消费者信心指数初值	月	-18.8	-14.5	中欧峰会 / 22:15 欧央行金多斯讲话 / 23:00 加拿大央行麦克勒姆讲话
	22:00	美国	5 月成屋销售(万户)	月	433	415	
23-Jun	15:15	法国	6 月 Markit 制造业 PMI 初值	月	40.6	47	APEC 会议(至 25 日) / 6:30 美联储卡什卡利讲话
	15:30	德国	6 月 Markit 制造业 PMI 初值	月	36.6	42.5	
	16:00	欧元区	6 月 Markit 制造业 PMI 初值	月	39.4	43	
	16:30	英国	6 月 Markit 制造业 PMI 初值	月	40.7	45.5	
	21:45	美国	6 月 Markit 制造业 PMI 初值	月	39.8	47.8	
	22:00		5 月新屋销售(万户)	月	62.3	63	
24-Jun	14:45	法国	6 月产出前景指数	月	-49	-55	IMF《世界经济展望》/ 7:50 日本央行会议纪要 / 10:00 新西兰联储利率决议
	16:00	德国	6 月商业景气指数	月	79.5	84.8	
	21:00	美国	4 月 FHFA 房价指数(环比)	月	0.1%	0.5%	
25-Jun	6:45	新西兰	5 月贸易帐(百万纽元)	月	1267	1290	端午节休市 / 0:30 美联储埃文斯讲话 / 3:00 美联储布拉德讲话 / 16:00 菲律宾央行利率决议 / 土耳其央行利率决议 / 20:30 欧洲央行施纳贝尔讲话 / 23:00 美联储博斯蒂克讲话
	14:00	德国	7 月消费者信心指数	月	-18.9	-12	
	20:30	美国	5 月耐用品订单初值(环比)	月	-17.7%	12.0%	
			一季度实际 GDP 终值(年环比)	季	-5.0%	-5.0%	
			首申失业金人数(万人)	周	150.8	-	
26-Jun	7:30	日本	6 月东京核心 CPI(同比)	月	0.2%	0.1%	1:00 英国央行霍尔丹讲话 / 2:00 墨西哥央行利率决议
	17:00	意大利	6 月消费者信心指数	月	94.3	-	
	20:30	美国	5 月个人消费支出(环比)	月	-13.6%	8.7%	
			5 月核心 PCE 物价指数(同比)	月	1.0%	0.9%	
	22:00		6 月密歇根大学消费者信心指数终值	月	78.9	78.9	

资料来源：FX168 华泰期货研究院

宏观坐标更新

- **总量：外部经济冲击，通胀预期继续回落**

图 1：全球 PMI 热图（截止 5 月）——外围经济的冲击

	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	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05
全球	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	47.1	47.3	39.6	42.4
美国	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	51.9	50.7	48.5	36.1	39.8
欧元区	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	49.2	44.5	33.4	39.4
德国	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	48.0	45.4	34.5	36.6
法国	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	49.8	43.2	31.5	40.6
意大利	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	48.7	40.3	31.1	45.4
西班牙	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	50.4	45.7	30.8	38.3
英国	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	51.7	47.8	32.6	40.7
澳大利亚	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	44.3	53.7	35.8	41.6
日本	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	47.8	44.8	41.9	38.4
中国(财新)	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	40.3	50.1	49.4	50.7
中国(官方)	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	35.7	52.0	50.8	50.6
韩国	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	48.7	44.2	41.6	41.3
中国台湾	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	49.9	50.4	42.2	41.9
印尼	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	49.5	49.3	51.9	45.3	27.5	28.6
印度	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	54.5	51.8	27.4	30.8
俄罗斯	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	48.2	47.5	31.3	36.2
巴西	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	51.0	52.3	48.4	36.0	38.3
墨西哥	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	50.3	47.9	35.0	38.3

数据来源：Wind　华泰期货研究院

图 2：全球通胀曲线（截止 5 月）——全球通胀回落压力

	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	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05
中国	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4
印度	5.6	5.6	5.2	4.9	5.2	6.6	7.0	7.7	8.3	8.7	8.6	6.0	6.3	7.0	7.6	8.6	9.6	7.5	6.8	5.5	5.5	-
印尼	3.2	2.9	3.2	3.2	3.1	2.8	2.7	2.5	2.8	3.1	2.8	2.8	3.1	3.1	2.9	2.7	2.6	2.7	3.0	3.0	2.7	2.2
日本	1.3	1.2	1.4	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5	0.9	0.7	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2	0.5	0.8	0.7	0.4	0.4	0.1	0.1
韩国	1.4	2.1	2.0	2.0	1.3	0.8	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6	0.0	-0.4	0.0	0.2	0.7	1.5	1.1	1.0	0.1	-0.3
马来西亚	0.2	0.3	0.6	0.2	0.2	-0.7	-0.4	0.2	0.2	0.2	1.5	1.4	1.5	1.1	1.1	0.9	1.0	1.6	1.3	-0.2	-2.9	-
中国台湾	1.5	1.7	1.2	0.3	-0.1	0.2	0.2	0.6	0.7	0.9	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	1.1	1.9	-0.2	0.0	-1.0	-1.2
泰国	1.6	1.3	1.2	0.9	0.4	0.3	0.7	1.2	1.2	1.2	0.9	1.0	0.5	0.3	0.1	0.2	0.9	1.1	0.7	-0.5	-3.0	-3.4
美国	2.7	2.3	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9	2.0	1.8	1.6	1.8	1.7	1.7	1.8	2.1	2.3	2.5	2.3	1.5	0.3	0.1
欧元区	2.1	2.1	2.3	1.9	1.5	1.4	1.5	1.4	1.7	1.2	1.3	1.0	1.0	0.8	0.7	1.0	1.3	1.4	1.2	0.7	0.3	0.1
英国	2.7	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0	2.0	2.1	1.7	1.7	1.5	1.5	1.3	1.8	1.7	1.5	0.8	0.5

数据来源：Wind 华泰期货研究院

· **结构：预计库存/产能将进入去化测试阶段**

图 3： 实际经济周期和预期经济周期对比



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4： 预期经济周期和利率周期对比



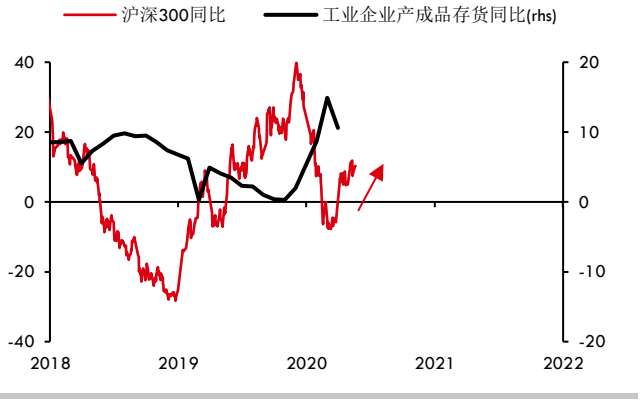
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5： 美国库存周期回落，预期反弹结束



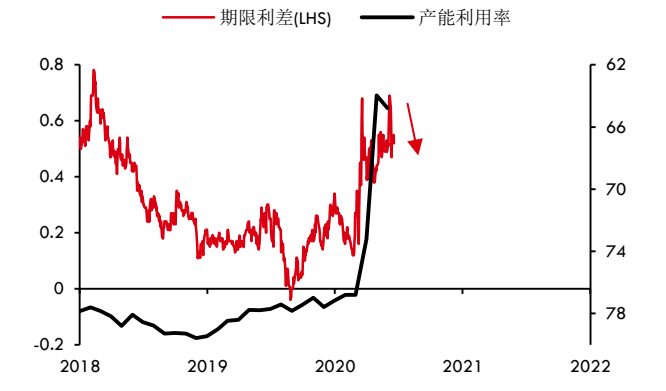
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6： 中国库存周期回落、预期阶段性改善



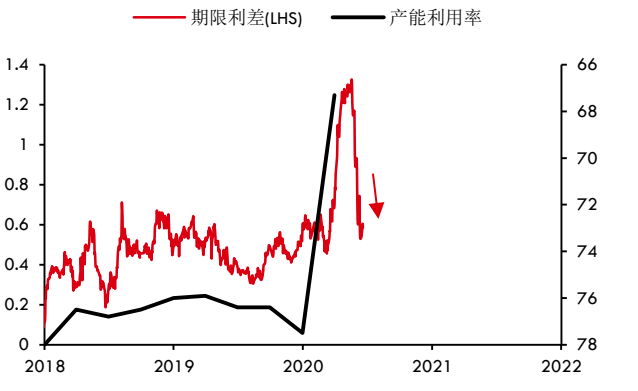
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7： 美国期限利差“见顶”波动



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8： 中国期限利差继续回落至均值



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9：全球主要经济体 PMI 横向对比（基期=2010.1）

	2019									2020				
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May
全球	-0.5	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7	-0.5	-1.9	-1.8	-5.0	-3.8
中国	-0.4	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7	-0.5	-0.8	-0.3	-0.3	-0.4	-7.9	0.6	0.0	-0.1
美国	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1.3	-1.7	-1.5	-1.6	-1.7	-0.9	-1.1	-1.3	-3.3	-2.9
日本	-0.2	-0.4	-0.6	-0.5	-0.6	-0.7	-0.9	-0.7	-0.9	-0.8	-1.1	-2.3	-3.4	-4.7
欧元区	-0.8	-0.9	-0.9	-1.2	-1.0	-1.3	-1.3	-1.1	-1.2	-0.8	-0.5	-1.6	-4.1	-2.8
德国	-1.4	-1.4	-1.3	-1.6	-1.6	-1.9	-1.8	-1.5	-1.5	-1.3	-0.8	-1.2	-3.2	-2.8
法国	-0.1	0.0	0.3	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.3	0.0	0.1	-0.2	-1.7	-4.5	-2.4
英国	0.1	-0.9	-1.2	-1.2	-1.4	-1.1	-0.8	-1.0	-1.3	-0.7	-0.3	-1.3	-5.1	-3.1
澳大利亚	0.9	0.5	-0.2	0.2	0.6	0.9	0.3	-0.4	-0.4	-1.0	-1.2	0.7	-2.8	-1.7
加拿大	0.1	0.7	-0.3	-0.6	0.3	0.0	-0.5	0.3	-1.5	-0.6	-0.3	-3.4	-4.0	-1.7
韩国	0.2	-0.5	-0.9	-1.0	-0.3	-0.7	-0.5	-0.1	0.2	0.1	-0.4	-2.3	-3.4	-3.5
巴西	0.6	0.2	0.4	0.1	0.9	1.2	0.8	1.0	0.2	0.4	0.8	-0.4	-4.2	-3.5
俄罗斯	0.5	-0.2	-0.6	-0.3	-0.4	-1.4	-1.1	-1.7	-1.0	-0.8	-0.7	-1.0	-6.7	-5.0
越南	0.4	0.3	0.4	0.5	0.1	-0.2	-0.4	-0.1	-0.1	-0.2	-0.7	-3.1	-6.1	-2.8

数据来源：Wind　华泰期货研究院

图 10：　全球主要经济体 CPI 横向对比（基期=2010.1）

	2019									2020				
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May
俄罗斯	-0.4	-0.4	-0.6	-0.6	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-1.2	-1.2	-1.2	-1.0	-1.0
加拿大	0.6	0.9	0.6	0.4	0.2	0.2	0.2	0.5	0.8	0.9	0.6	-1.3	-2.7	-3.0
巴西	-0.4	-0.5	-1.1	-1.2	-1.1	-1.4	-1.5	-1.2	-0.7	-0.7	-0.8	-1.2	-1.6	-1.9
印尼	-1.2	-1.0	-1.2	-1.2	-1.0	-1.0	-1.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.1	-1.1	-1.3	-1.5
泰国	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.6	-0.7	-0.9	-0.8	-0.4	-0.3	-0.5	-1.3	-2.8	-3.1
马来西亚	-1.5	-1.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.8	-0.8	-1.0	-0.9	-0.4	-0.6	-1.9	-4.1	-
越南	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.7	-0.5	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.6	-0.7
印度	0.3	0.4	0.4	-0.4	-0.3	-0.1	0.1	0.4	0.8	0.1	-0.2	-0.6	-0.6	-
中国	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	0.9	1.4	1.4	2.1	2.0	1.3	0.5	-0.2
美国	0.3	0.0	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.4	0.6	0.8	0.6	-0.3	-1.7	-1.9
日本	0.4	0.2	0.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	0.0	0.3	0.2	-0.1	-0.1	-0.4	-0.4
韩国	-1.0	-0.9	-0.9	-1.0	-1.5	-1.9	-1.5	-1.4	-0.8	-0.2	-0.6	-0.6	-1.4	-1.8
欧元区	0.4	-0.1	0.0	-0.4	-0.4	-0.6	-0.7	-0.4	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-1.2	-1.4
英国	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.7	-0.3	-0.4	-0.5	-1.1	-1.3
法国	0.3	-0.3	0.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.4	-0.1	0.5	0.5	0.4	-0.6	-1.1	-1.0
德国	1.1	0.1	0.5	0.6	0.1	-0.2	-0.4	-0.4	0.3	0.6	0.6	0.1	-0.7	-1.2

数据来源：Wind　华泰期货研究院

图 11： 全球主要经济体消费横向对比（基期=2010.1）

	2019									2020				
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May
俄罗斯	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	-0.7	-0.3	0.0	-5.8	-
加拿大	0.3	-0.6	-1.1	0.0	-0.6	-0.8	-0.7	-0.4	-0.4	0.1	0.7	-3.2	-8.3	-
越南	-0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-1.2	-2.3	-4.3	-2.2
澳大利亚	-0.4	-0.4	-0.4	-0.6	-0.5	-0.4	-0.6	0.0	-0.4	-0.8	-0.9	3.9	-7.2	-
中国	-0.8	-0.5	-0.3	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.6	-0.6	-	-5.6	-4.8	-3.4	-2.5
美国	0.5	-0.2	-0.6	0.3	0.1	-0.1	0.0	-0.4	0.5	0.4	1.2	-3.2	-7.1	-3.5
日本	-0.2	-0.7	-0.9	-0.5	-0.8	1.2	-2.5	-1.9	-1.6	-1.3	-1.2	4.8	1.3	-
欧元区	0.6	0.2	0.8	0.6	0.8	0.8	0.4	0.7	0.4	0.6	0.7	-3.6	-7.8	-
英国	1.0	0.2	0.6	0.5	0.3	0.3	0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.5	-2.2	-7.1	-4.3
法国	0.5	-0.1	0.1	-0.4	0.5	0.1	-0.2	0.3	0.0	0.0	-0.3	-4.4	-9.2	-
德国	1.4	0.8	-1.2	1.5	0.6	0.5	-0.2	0.3	0.2	0.4	1.9	-0.9	-3.0	-

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12： 全球主要经济体进口横向对比（基期=2010.1）

	2019									2020				
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May
俄罗斯	0.0	-0.6	-0.5	0.0	-0.2	0.0	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-1.3	-
加拿大	-0.6	-0.6	-0.9	-0.5	-0.1	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-1.0	-1.1	-2.3	-5.6	-
巴西	-0.3	0.3	-0.7	-0.5	-1.0	0.5	0.0	-1.0	-0.4	-0.3	0.0	0.2	-0.9	-0.7
阿根廷	-1.6	-1.3	-1.0	-1.2	-1.4	-0.9	-1.0	-1.0	-1.1	-0.9	-1.2	-1.2	-1.4	-
印尼	-0.5	-1.1	-0.2	-1.0	-1.1	-0.4	-1.1	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6	-0.4	-1.2	-2.3
泰国	-0.4	-0.3	-1.1	-0.6	-1.8	-1.0	-1.2	-1.7	-0.8	-1.3	-0.9	0.1	-1.3	-
马来西亚	-0.3	-0.6	-1.6	-1.3	-1.9	-0.5	-1.5	-1.0	-0.6	-0.9	0.4	-0.9	-1.5	-
越南	0.4	-0.3	-0.2	-0.5	-0.4	0.0	-0.4	-0.9	-0.4	-1.6	0.4	-1.9	-1.1	-2.1
印度	-0.2	-0.1	-0.7	-0.7	-0.9	-0.9	-1.0	-0.9	-0.6	-0.4	-0.2	-1.6	-3.0	-
中国	-0.2	-0.9	-0.8	-0.7	-0.8	-0.9	-0.8	-0.4	0.4	-	-0.7	-0.5	-1.2	-1.4
美国	-0.5	-0.2	-0.3	-0.5	-0.5	-0.9	-1.2	-1.0	-0.9	-0.9	-1.1	-1.9	-3.3	-
日本	0.0	-0.7	-0.5	-0.6	-1.0	-0.9	-1.4	-1.3	-1.0	-0.8	-1.5	-1.1	-0.9	-2.0
韩国	-0.1	-0.4	-1.0	-0.5	-0.6	-0.7	-1.2	-1.1	-0.4	-0.6	-0.2	-0.3	-1.3	-1.6
欧元区	0.2	0.0	-1.0	-0.2	-0.9	-0.3	-0.8	-0.9	-0.4	-0.6	-0.7	-1.6	-3.1	-
英国	0.2	-0.2	-0.5	-0.2	-0.4	0.5	0.3	-1.0	-1.4	-2.1	-2.3	-3.5	-5.4	-
法国	0.3	0.3	-0.8	0.1	-0.6	0.0	-0.4	-0.7	-0.3	-0.8	-0.6	-2.7	-5.1	-
德国	-0.3	0.0	-1.1	-0.7	-0.9	-0.3	-0.6	-0.8	-0.4	-0.8	-0.9	-1.1	-3.1	-

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13： 全球主要经济体出口横向对比（基期=2010.1）

	2019									2020				
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May
俄罗斯	-0.2	-0.7	-0.7	-0.3	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.4	-0.3	-1.0	-1.1	-1.7	-
加拿大	-0.7	0.4	-0.8	-0.4	-0.3	-0.7	-0.9	-0.6	-0.4	-1.3	0.1	-1.6	-6.0	-
巴西	-0.4	0.1	-0.8	-0.9	-0.8	0.0	-0.9	-1.2	-0.5	-1.4	-0.3	0.2	-0.6	-1.0
阿根廷	0.1	1.1	0.4	0.5	0.6	0.8	0.4	0.5	-0.4	-0.4	-0.6	-1.2	-1.4	-
印尼	-0.8	-0.7	-0.7	-0.5	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6	-0.2	-0.4	0.4	-0.3	-0.6	-1.8
泰国	-0.6	-0.9	-0.8	-0.5	-1.7	-1.3	-1.6	-2.0	-1.5	-0.9	-1.3	0.0	0.1	-
马来西亚	-0.5	-0.4	-0.9	-0.4	-0.7	-1.3	-1.3	-1.1	-0.3	-0.7	0.6	-1.1	-2.9	-
越南	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	0.1	-0.3	-0.6	-0.8	-0.1	-1.5	0.7	-1.8	-1.2	-2.1
印度	-0.4	-0.2	-0.8	-0.3	-0.7	-0.7	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.2	-2.2	-3.5	-
中国	-0.8	-0.5	-0.7	-0.3	-0.6	-0.8	-0.6	-0.7	0.0	-	-1.8	-1.0	-0.3	-0.8
美国	-0.8	-0.7	-0.8	-0.6	-0.6	-0.8	-0.8	-0.6	-0.4	-0.6	-0.5	-2.0	-4.2	-
日本	-0.6	-1.0	-0.5	-0.6	-1.0	-0.7	-1.2	-1.0	-0.8	-0.6	-0.8	-1.2	-2.2	-2.4
韩国	-0.5	-1.0	-1.3	-1.1	-1.3	-1.1	-1.4	-1.3	-0.7	-0.8	-0.1	-0.4	-2.1	-2.0
欧元区	-0.1	0.1	-1.4	0.0	-1.0	-0.1	-0.2	-1.0	-0.1	-0.7	-0.6	-1.4	-4.2	-
英国	-0.4	-0.2	-0.3	0.4	0.1	0.2	0.4	0.7	1.4	0.1	-1.2	-3.5	-5.1	-
法国	0.5	1.2	-0.9	0.1	-0.3	0.1	-0.3	-1.0	-0.1	-1.0	-0.7	-2.4	-5.6	-
德国	-0.6	0.0	-1.6	-0.2	-1.0	0.0	-0.3	-0.9	-0.3	-0.8	-0.6	-1.5	-4.4	-

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14： 全球主要经济体 M2 横向对比（基期=2010.1）

	2019									2020				
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May
俄罗斯	-0.8	-0.8	-0.9	-0.8	-0.9	-0.6	-0.7	-0.6	-0.6	-0.4	-0.4	-0.1	0.0	-
加拿大	0.3	0.7	0.5	0.9	1.1	1.2	1.3	1.2	1.0	0.9	1.2	2.4	4.4	-
巴西	-0.3	-0.4	-0.6	-0.6	-0.7	-0.8	-0.6	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	0.6	1.9	-
阿根廷	1.5	0.6	-1.1	0.5	-0.9	-1.8	-1.0	-1.2	-1.2	0.6	0.7	0.9	1.8	-
印尼	-1.3	-0.9	-1.2	-0.9	-1.1	-1.1	-1.3	-1.1	-1.3	-1.1	-0.9	0.1	-0.8	-
泰国	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-1.1	0.1	0.5	-
马来西亚	-0.6	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.0	-1.2	-1.3	-1.1	-1.0	-1.1	-1.0	-0.8	-
印度	0.2	0.2	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.3	0.0	-0.2	0.1	-
中国	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2	-1.2	-1.1	-1.1	-1.2	-1.1	-1.1	-1.0	-0.7	-0.4	-0.4
美国	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.4	1.8	4.4	6.3
日本	-1.1	-0.9	-1.4	-1.4	-1.3	-1.3	-1.3	-0.8	-0.8	-0.6	-0.3	0.2	0.9	3.2
欧元区	1.0	0.9	0.7	1.0	1.7	1.3	1.5	1.5	1.2	1.1	1.3	2.3	3.0	-
英国	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	0.1	1.1	1.4	-
法国	0.7	0.7	0.8	0.7	0.9	1.6	1.1	1.0	0.8	0.6	1.0	2.5	3.3	-
德国	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.5	0.0	0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	0.8	0.6	-

数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com