宏观经济观察 030：现实糟糕但好于预期

一周宏观动态

中国：常态化防疫下的经济恢复，金融领域整肃和开放。随着武汉抗疫战的胜利，5 月逐渐进入到对于娱乐、电影等经济活动恢复的阶段，显示出国内防疫进入新阶段。在这一阶段，我们注意到除了经济需要得到修复之外，政策导向了金融领域，一方面通过开放金融市场进一步扩大融资，另一方面以包商重组、中信调查为标志，银保监会、央行等密集出台相关融资新规，金融供给效率的提升正快速推进。

海外：美国非农失去 2 千万岗位，但好于预期令市场乐观。尽管失业率数字和失业人数创历史纪录，但是好于市场预期的预期差边际上继续推动市场对未来经济“恢复”的乐观。FANNG 龙头继续带领纳指和标普上扬，市场结构的几种显示出尽管整体市场上扬表现出乐观，但是资金依然维持谨慎。

全球宏观定位

定位：疫情在去年早已传播的媒体声音开始上升，意味着新冠疫情影响呈现长期性，对于经济而言仍处在去杠杆的下行期，国内二季度开始面对外需回落的长期性和防疫常态化影响。从出口转向消费和投资，消费层面开启“扩大内需战略”、“出口转内销”，更主要的在于投资层面“房住不炒”下基础设施建设将继续发力，引导杠杆将继续从私人部门向主权部门转移，一季度最高水平信贷之后经济周期料在二三季度进入探底阶段，等待企稳。

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”被动上升后将迎来二次下行。（二）产能周期。面对停滞的经济活动，中美产能利用率均在一季度显著下降，而期限利差也进一步陡峭化，显示出外部冲击下市场对国内二季度产能被动过剩的预期仍较强。

宏观策略

尽管短期市场乐观情绪仍在，我们维持降低风险资产配置的判断。需要关注国内出口压力下刺激政策落地、国外信用风险释放带来的市场调整风险，我们对中期继续维持周期准备向上的宏观交易策略，配置来源于当前尾部冲击提供的空间；当前交易仍没有走出疫情，市场寄希望于两会提振经济，但产能利用率回落背景下关注杠杆继续向主权部门转移。

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：

关注重启经济的问题
——宏观经济观察 029
2020-05-06

关注风险偏好的回落
——宏观经济观察 028
2020-04-27

中国提“六保”，美国欲复工
——宏观经济观察 027
2020-04-20

退回战术性防守
——宏观经济观察 026
2020-04-13

需求更差的一种假设
——宏观经济观察 025
2020-04-07

无流动性下的资产重估
——宏观经济观察 024
2020-03-23

一周宏观数据

- **中国：前 4 个月进出口 9.07 万亿元 4 月份出口增长 8.2%**

来源：海关总署

评论：一季度受到疫情经济停摆的影响，累计同比增速仍然表现为回落。

据海关统计，今年前 4 个月，我国货物贸易进出口总值 9.07 万亿元人民币，比去年同期（下同）下降 4.9%，降幅比一季度**收窄 1.5 个百分点**。其中，出口 4.74 万亿元，下降 6.4%；进口 4.33 万亿元，下降 3.2%；贸易顺差 4157 亿元，减少 30.4%。按美元计价，前 4 个月，我国进出口总值 1.3 万亿美元，下降 7.5%。其中，出口 6782.8 亿美元，下降 9%；进口 6200.5 亿美元，下降 5.9%；贸易顺差 582.3 亿美元，减少 32.6%。

评论：4 月份出口表现超预期，防疫物资的出口贡献了超预期表现（纺织品增长 5.9%）。随着 5 月外部卫生物资产能的逐渐提升，以及 4 月 PMI 新出口订单的下滑（从 3 月的 46.4 回落至 33.5），出口风险上升。

4 月份，我国外贸进出口 2.5 万亿元，同比**微降 0.7%**；其中，出口 1.41 万亿元，**增长 8.2%**；进口 1.09 万亿元，下降 10.2%；贸易顺差 3181.5 亿元，增加 2.6 倍。按美元计价，4 月份我国外贸进出口 3552.2 亿美元，下降 5%；其中，出口 2002.8 亿美元，**增长 3.5%**；进口 1549.4 亿美元，下降 14.2%；贸易顺差 453.4 亿美元，增加 2.5 倍。

评论：贸易结构进一步改善，一般贸易上升，加工贸易下降。

一般贸易进出口比重提升。前 4 个月，我国一般贸易进出口 5.43 万亿元，下降 4.6%，占我外贸总值的 59.8%，比去年同期**提升 0.2 个百分点**。其中，出口 2.77 万亿元，下降 6.3%；进口 2.66 万亿元，下降 2.7%。同期，加工贸易进出口 2.18 万亿元，下降 8.4%。其中，出口 1.35 万亿元，下降 10.9%；进口 8333 亿元，下降 4.2%。此外，我国以保税物流方式进出口 1.11 万亿元，增长 0.2%，占我外贸总值的 12.2%。其中，出口 3591.1 亿元，增长 1.9%；进口 7462.6 亿元，下降 0.6%。

评论：对外贸易地域结构继续转变，东盟仍保持占比第一；美国和欧洲增速继续回落。但是在疫情危机冲击下，东盟贸易环境的改善仍面临很大不确定性。

对东盟、“一带一路”沿线国家进出口逆势增长，对欧盟、美国和日本进出口下降。前 4 个月，东盟为我第一大贸易伙伴，我与东盟贸易总值 1.35 万亿元，**增长 5.7%**，占我外贸总值的 14.9%。其中，我对东盟出口 7409 亿元，增长 3.9%；自东盟进口 6085.1 亿元，增长 8%；对东盟贸易顺差 1323.9 亿元，减少 11.5%。欧盟为我第二大贸易伙伴，与欧盟贸易总值为 1.23 万亿元，下降 6.5%，占我外贸总值的 13.6%。其中，我对欧盟出口 7190.1 亿元，下降 6.6%；自欧盟进口 5155.6 亿元，下降 6.4%；对欧盟贸易顺差 2034.5 亿元，减少 7.1%。美国为我第三大贸易伙伴，中美贸易总值为 9584.6 亿元，下降 12.8%，占我外贸总值的 10.6%。其中，我对美国出口 7022.8 亿元，下降 15.9%；自美国进口 2561.8 亿元，下降 3%；对美贸易顺差 4461 亿元，减少 21.9%。日本为我第四大贸易伙伴，中日贸易总值为 6656.8 亿元，下降 2.1%，占我外贸总值的 7.3%。其中，对日本出口 3028.6 亿元，下降 2.2%；自日本进口 3628.2 亿元，下降 2%；对日贸易逆差 599.6 亿元，减少 1%。同期，**我对“一带一路”沿线国家合计进出口 2.76 万亿元，增长 0.9%**，占我外贸总值的 30.4%，比重提升 1.7 个百分点。

民营企业进出口增长、比重提升。前 4 个月，民营企业进出口 3.92 万亿元，增长 0.5%，占我外贸总值的 43.2%，比去年同期提升 2.3 个百分点。其中，出口 2.45 万亿元，下降 2.7%，占出口总值的 51.7%；进口 1.47 万亿元，增长 6.5%，占进口总值的 33.8%。同期，外商投资企业进出口 3.6 万亿元，下降 7.2%，占我外贸总值的 39.6%。其中，出口 1.81 万亿元，下降 10.7%；进口 1.79 万亿元，下降 3.3%。此外，国有企业进出口 1.52 万亿元，下降 10.9%，占我外贸总值的 16.8%。其中，出口 4691 亿元，下降 6.5%；进口 1.05 万亿元，下降 12.8%。

机电产品和服装等出口下降，纺织品出口增长。前 4 个月，我国机电产品出口 2.79 万亿元，下降 5.9%，占出口总值的 58.8%。其中，自动数据处理设备及其零部件出口 3706.7 亿元，下降 6.6%；手机 2153.8 亿元，下降 7.8%。同期，包括口罩在内的纺织品出口 2613 亿元，增长 5.9%；服装 2051 亿元，下降 20.2%；塑料制品 1398.7 亿元，下降 0.4%；家具 932.3 亿元，下降 15.7%；鞋靴 674.3 亿元，下降 24.4%；玩具 436.9 亿元，下降 13.5%；箱包 404.3 亿元，下降 23.4%。此外，钢材出口 2060.1 万吨，减少 11.7%；汽车（含底盘）31.9 万辆，减少 7.2%。

评论：劳动力密集型产品的出口继续面临下行压力，一方面是由于外部需求的阶段性降低，另一方面也是产业转移的过程仍在延续的影响。

铁矿砂、原油、煤、天然气、大豆等商品进口量增加，大宗商品进口均价涨跌互现。前 4 个月，我国进口铁矿砂 3.6 亿吨，增加 5.4%，进口均价为每吨 631.1 元，上涨 10%；原油 1.7 亿吨，增加 1.7%，进口均价为每吨 2906.7 元，下跌 8.9%；煤 1.3 亿吨，增加 26.9%，进口均价为每吨 510.1 元，下跌 4.9%；天然气 3232.8 万吨，增加 1.5%，进口均价为每吨 2702.5 元，下跌 15%；大豆 2450.6 万吨，增加 0.5%，进口均价为每吨 2798.4 元，下跌 2.8%；初级形状的塑料 1122.5 万吨，减少 4.9%，进口均价为每吨 9290.4 元，下跌 7.9%；成品油 961.3 万吨，减少 21.3%，进口均价为每吨 3486.8 元，下跌 5.5%；钢材 418.4 万吨，增加 7.4%，进口均价为每吨 7336.9 元，下跌 11.5%；未锻轧铜及铜材 174.8 万吨，增加 10.4%，进口均价为每吨 4.3 万元，下跌 4.7%。此外，机电产品进口 1.88 万亿元，下降 0.3%；其中集成电路 1605.4 亿个，增加 31.1%，价值 6921.1 亿元，增长 14%；汽车（含底盘）23.8 万辆，减少 29.8%，价值 796.9 亿元，下降 22.9%。

评论：原材料进口领域，原油虽然在这一阶段进口价格大幅下行 8.9%，但是进口增量不明显。相反，我们注意到煤炭的进口在基建、用电回升的影响下增加显著。农产品领域，随着第一阶段协议的执行，大豆在 4 月进口量激增近 57%，但南美天气的原因同比增量不明显。

- **美国：美国最糟糕非农数据符合预期，市场反应平平**

来源：第一财经

当地时间 5 月 8 日，美国劳工部公布的四月数据显示，美国 4 月份非农就业人数减少 2050 万人，创历史最大降幅，前值为减少 70.1 万人。4 月份美国失业率飙升至 14.7%，前值为 4.4%。此前，白宫经济顾问预测，美国的四月失业率**可能达到 20%**，创上世纪 30 年代经济大萧条以来最高值。

美国劳工部称，所有主要行业的就业人数出现大幅减少，其中**休闲娱乐和酒店业的就业岗位流失尤其严重**。外媒认为，糟糕的非农数据反映出在抗击病毒的过程中造成的巨大损失。

评论：好于预期——市场预计 16%，白宫经济顾问预测可能达到 20%，结果“只有”14.7%。

预料之中，市场波澜不惊

美国 4 月非农数据公布后，国际金价短线小幅下挫，美元指数 DXY 一度上扬；美债收益率集体走高，两年期和十年期美债收益率利差扩大至 51 个基点。美国三大股指集体高开，道指涨 0.97%，纳指涨 0.86%，标普 500 指数涨 0.96%。

事实上，**美国 4 月非农数据虽然非常糟糕，但早已在预期之内，甚至优于市场普遍预期。**

评论：对于受到疫情影响的经济，问题的关键在于什么时候重启，以及重启之后能否回到原来的状态——“V”型反弹存在吗？目前看，我们认为这种概率是很低的。

美联储官员布拉德本周三就提前给市场打了“预防针”称，4 月份的非农就业报告可能是美国历史上最糟糕的报告之一，因为疫情对美国经济的影响主要集中二季度。他预计，年底失业率将重回个位数，继续保持低位；下半年美联储望能提供更多前瞻性指引。**目前美国正处于一定阶段的经济衰退之中，美联储有可能通过扩大借贷项目，刺激财政政策，来引导经济的复苏。**

白宫经济顾问认为，由于很多州的**失业登记系统不堪重负，因此可能会造成统计数据的延迟，导致实际失业情况比经济学者们预期的更加严重**。近期美国就业形势严峻，在截至 5 月 2 日的一周内，美国新增失业人口 317 万，与之前一周 384 万人的增长相比有所下降。在此前的七周中，美国全国失业人数已达约 3300 万人。

美国明尼阿波利斯联储主席认为，**4 月就业数据即便很惊人也大大低估了美国的真实失业情况，他预测美国真实的失业率可能约为 23%或 24%**，总之美国经济复苏之路还很漫长。

史上最差，机构如何解读?

市场分析指出，4 月的非农就业数据显示出新冠疫情带给美国劳动力市场崩溃的速度和深度。**美国 4 月平均每小时工资环比增加 4.7%，高于市场预期和前值**，这是略微积极的数据，但也显示出疫情对低收入者的工作机会威胁更大。

彭博经济学家表示，疫情导致的停工逆转了 10 年来劳动力市场的增长势头；美国 4 月份裁员人数达到前所未有的 2050 万，推动失业率升至大萧条以来的最高水平，失业率预计将攀升至 16%，本月还将进一步攀升，因为自 4 月中旬该报告公布以来，又有数百万人申请失业救济。

中国银河证券指出，4 月非农数据中的亮点在于薪资增幅大幅高于预期，但这是因为在疫情中失去的就业岗位更多集中于低薪服务业领域，因此平均薪资在统计分母发生变化的状况下，才录得不成比例的上升，并不因为劳动者实际收入真的大幅增长。

东海证券表示，过去美国劳动力市场表现强劲主要是依靠服务业，而此次新冠肺炎疫情对休闲酒店等服务行业造成了大幅冲击。预计未来劳动力市场可能将会遭受更大的冲击。

CMC Markets 分析师称，刚刚发布的美国非农就业报告将具有象征性意义，因为这是第一份开始明确美国就业市场所受经济冲击程度的就业报告。更重要的是，市场不能低估这一数据对美国经济造成的冲击，这或许能解释美国政府为何如此热衷于让人们考虑重返工作岗位的问题，尤其是考虑到服务业在美国经济中占比如此之大。

一周宏观事件

· **中国：《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》政策问答（一）**

来源：人民银行

评论：《规定》主要内容包括：一是落实取消合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者（以下简称合格投资者）境内证券投资额度管理要求，对合格投资者跨境资金汇出入和兑换实行**登记管理**。二是实施本外币一体化管理，允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机。三是大幅简化合格投资者境内证券投资收益汇出手续，取消中国注册会计师出具的投资收益专项审计报告和税务备案表等材料要求，改以**完税承诺函**替代。四是取消托管人数量限制，允许单家合格投资者委托多家境内托管人，并实施主报告人制度。五是完善合格投资者境内证券投资外汇风险及投资风险管理要求。六是人民银行、外汇局加强事中事后监管。

1.新规实施后，境外机构投资者如何实施主报告人制度？

答：对于原仅拥有 QFII 或 RQFII 资格的合格投资者，默认原 QFII 托管人或原 RQFII 主报告人为主报告人，**无需重新办理登记**。如有调整的，应在调整后 10 个工作日内委托新的主报告人向国家外汇管理局申请办理变更登记。对于已经同时拥有 QFII 和 RQFII 资格的合格投资者，应在新规实施后 30 个工作日内指定一家托管人为主报告人，并在指定后 10 个工作日内委托该主报告人向国家外汇管理局申请办理变更登记。合格投资者应协助新的主报告人做好与其他托管人之间的信息报送等衔接工作。相关登记无需到现场办理，主报告人可选择将登记所需材料邮寄至国家外汇管理局。

2.新规实施后，原 QFII 投资者汇入人民币，或原 RQFII 投资者汇入外币开展境内证券期货投资，在新开立资金账户前，是否需要重新申请新的产品或业务编码？

答：新规实施后，对于仅拥有 QFII 资格的合格投资者汇入人民币开展境内证券期货投资，或仅拥有 RQFII 资格的合格投资者汇入外币开展境内证券期货投资的，**无需重复申请新的产品或业务编码**，托管人可沿用该合格投资者原有的产品或业务编码，按新规要求为其开立相应的账户、办理资金汇兑并进行国际收支申报。对于已同时拥有 QFII 和 RQFII 资格的合格投资者，其产品或业务编码的使用沿用原来方式。

3.合格投资者应如何调整其外汇衍生品头寸以确保操作中满足实需交易原则？

答：合格投资者应在每个自然月初 5 个工作日内，根据其**上月末境内证券投资对应的人民币资产的最新规模**，调整其外汇衍生品头寸。合格投资者有义务告知主报告人其在不同交易对手方的外汇衍生品头寸或总头寸，主报告人应监督该合格投资者在境内的整体衍生品头寸满足实需交易原则。

4.合格投资者出具完税承诺函汇出累计收益时，应包含哪些要素？托管人在收到完税承诺函为其办理收益汇出时具体如何操作？

答：合格投资者使用完税承诺函汇出的收益，须是**已抵补以前年度亏损的累计盈利**。合格投资者可选择在每次汇出收益前，向为其办理汇出业务的一家托管人提供当次拟汇出部分的完税承诺函；亦可选择就一段时期内（以下简称“有效期”）尚可汇出的累计盈利，向该托管人提供一次性的完税承诺函。不论选择哪种承诺方式汇出收益，每份完税承诺函仅可对应一家托管人。

若合格投资者提供一次性完税承诺函，需明确在有效期内拟通过该托管人汇出的累计盈利金额。该托管人在为合格投资者办理后续盈利资金汇出时，需对每笔汇出金额与承诺函中有效期内对应的累计盈利金额进行比对，保证其所汇出资金不超过完税承诺函所列明的金额。

需明确的是，简化合格投资者已实现的累计收益汇出手续不影响其依法依规纳税的义务。

5.合格投资者与外汇衍生品业务经办机构开展外汇衍生品交易时，外汇衍生品业务经办机构需履行哪些义务？

答：合格投资者与外汇衍生品业务经办机构开展外汇衍生品交易的，在外汇衍生品合约到期时，托管人应根据合格投资者指令划转外币或人民币至外汇衍生品业务经办机构，并从外汇衍生品业务经办机构接收结转的人民币或外币。外汇衍生品业务经办机构需向外汇局进行“外汇账户内结售汇”的信息报送，相关托管人应协助提供外币账号等信息，合格投资者有义务在选择外汇衍生品业务经办机构开展外汇衍生品交易后，协调相关机构与托管人共享所需信息以满足监管要求及数据报送需要。

一周交易日历

关注 4 月中国经济数据（通胀、经济增长）、4 月美国消费、美联储预期管理

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
11-May	16:00	意大利	3 月工业产出(环比)	月	-1.2%	-20%	7:50 日本央行会议纪要
12-May	-	日本	4 月外汇储备(十亿美元)	月	1366.2	-	0:30 美联储埃文斯讲话 / 21:00 美联储布拉德讲话 / 22:00 美联储哈克讲话 / 22:00 美联储夸尔斯作证
	9:30	中国	4 月 PPI(同比)	月	-1.5%	-2.6%	
			4 月 CPI(同比)	月	4.3%	3.7%	
	20:30	美国	4 月核心 CPI(同比)	月	2.1%	1.7%	
13-May	7:50	日本	3 月经常帐(十亿日元)	月	2378.1	1287.2	
	16:30	英国	3 月工业产出(同比)	月	-2.8%	-9.2%	0:00 EIA 能源展望报告 / 5:00 美联储梅斯特讲话 / 10:00 新西兰联储利率决议 / 21:00 美联储鲍威尔讲话
			一季度 GDP 初值(同比)	季	1.1%	-2.2%	
			3 月商品贸易帐(十亿英镑)	月	-11.487	-10	
	17:00	欧元区	3 月工业产出(环比)	月	-0.1%	-12%	
	20:30	美国	4 月核心 PPI(同比)	月	1.4%	0.8%	
14-May	14:00	德国	4 月调和 PPI 终值(同比)	月	0.8%	0.8%	0:00 欧央行连恩讲话 / 15:30 日本央行黑田东彦讲话 / 16:00 IEA 原油月报 / 18:30 英国央行贝利讲话 / 21:00 德国财长肖尔兹讲话 / 22:00 加拿大央行金融系统报告
	20:30	美国	4 月进口物价指数(同比)	月	-4.1%	-	
			首申失业金人数(万人)	周	316.9	-	
15-May	10:00	中国	4 月规模以上工业增加值(同比)	月	-1.1%	1.5%	2:00 墨西哥央行利率决议 / 10:00 中国国家统计局新闻发布会
			4 月城镇固定资产投资(累计同比)	月	-16.1%	-9.3%	
			4 月社会消费品零售总额(同比)	月	-15.8%	-5.8%	
	14:00	德国	一季度 GDP 初值(同比)	季	0.3%	-1.9%	
	14:45	法国	4 月调和 CPI 终值(同比)	月	0.5%	0.5%	
	17:00	欧元区	一季度 GDP 初值(同比)	季	-3.3%	-3.3%	
			3 月贸易帐(十亿欧元)	月	25.8	-	
	20:30	美国	4 月零售销售(环比)	月	-8.7%	-11.0%	
			5 月纽约联储制造业指数	月	-78.2	-65	
	21:15		4 月产能利用率	月	72.7%	65.0%	
	22:00		5 月密歇根大学消费者信心初值	月	71.8	67.5	

资料来源：FX168 华泰期货研究院

宏观坐标更新

- **总量：外部二季度冲击，通胀预期继续回落**

图 1：全球 PMI 热图（截止 4 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
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	39.8
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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

数据来源：Wind　华泰期货研究院

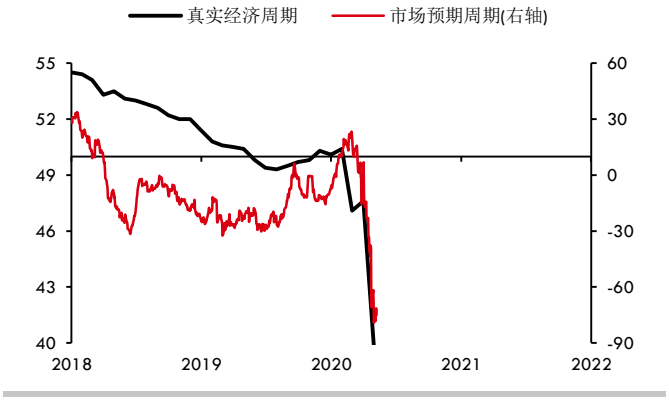
图 2：全球通胀曲线（截止 4 月）——全球通胀回落压力

	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
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	-
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	-
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
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	-
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
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	-
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
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
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	-
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	0.4
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	-

数据来源：Wind 华泰期货研究院

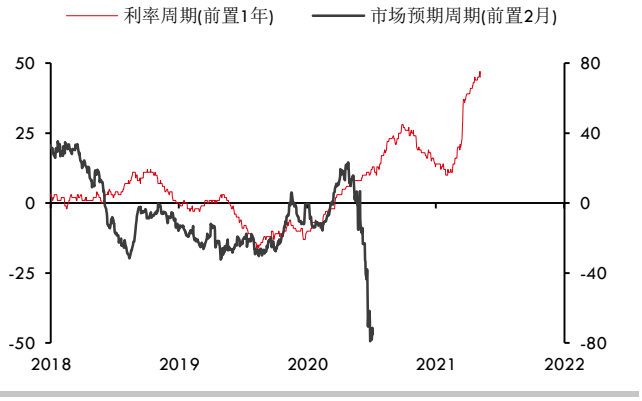
· **结构：宽松预期增强，料将再次进入去库存**

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



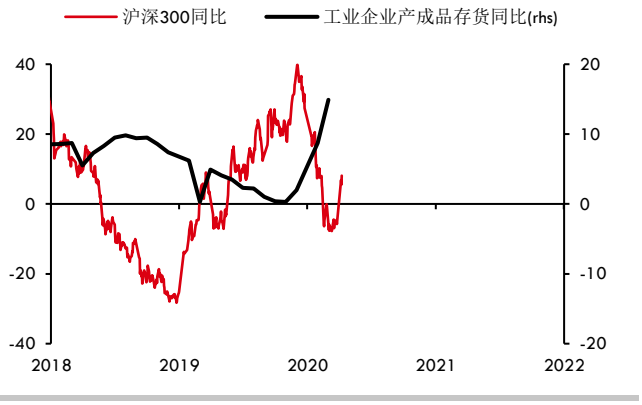
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5： 美国库存周期回落，预期将大幅回落



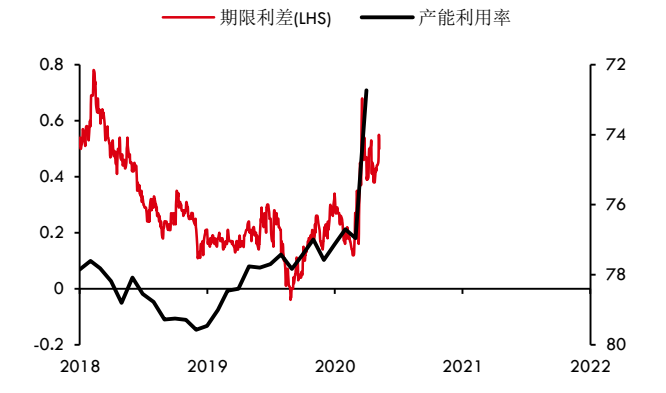
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6： 中国库存周期低位、预期高位回落



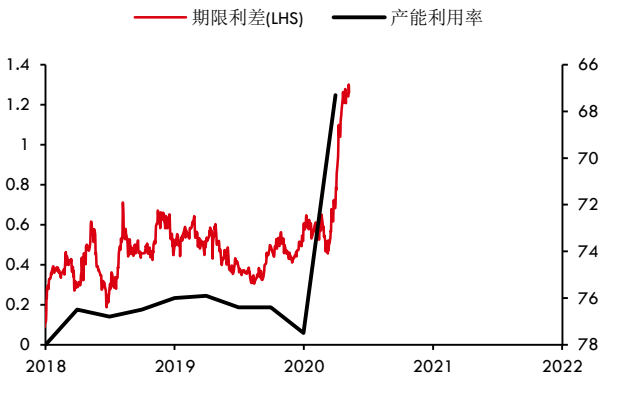
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7： 美国长短端利差高位波动



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8： 中国期限利差显著上行



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			
	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr
全球	-0.6	-0.6	-0.9	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.9	-0.6	-0.7	-0.6	-2.0	-2.0	-5.2
中国	-0.2	-0.4	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7	-0.5	-0.8	-0.3	-0.3	-0.4	-7.8	0.6	0.0
美国	0.3	-0.4	-0.6	-0.7	-0.8	-1.4	-1.8	-1.6	-1.7	-1.8	-0.9	-1.1	-1.4	-3.5
日本	-0.7	-0.3	-0.5	-0.7	-0.6	-0.7	-0.8	-1.0	-0.8	-1.0	-0.9	-1.3	-2.5	-3.7
欧元区	-1.0	-0.9	-0.9	-1.0	-1.2	-1.1	-1.4	-1.4	-1.1	-1.3	-0.9	-0.6	-1.7	-4.3
德国	-1.5	-1.5	-1.5	-1.4	-1.7	-1.6	-2.0	-1.9	-1.5	-1.6	-1.3	-0.8	-1.3	-3.3
法国	-0.2	-0.1	0.0	0.3	-0.2	0.1	-0.1	0.0	0.3	0.0	0.1	-0.2	-1.8	-4.6
英国	0.6	0.1	-0.9	-1.3	-1.3	-1.4	-1.2	-0.9	-1.1	-1.4	-0.8	-0.3	-1.3	-5.3
澳大利亚	0.1	0.9	0.5	-0.2	0.2	0.5	0.9	0.2	-0.4	-0.4	-1.0	-1.2	0.7	-2.9
加拿大	0.2	0.1	0.7	-0.3	-0.6	0.3	0.0	-0.5	0.3	-1.6	-0.6	-0.4	-3.5	-4.0
韩国	-0.4	0.2	-0.6	-1.0	-1.1	-0.3	-0.8	-0.6	-0.1	0.2	0.0	-0.5	-2.5	-3.6
巴西	1.0	0.6	0.2	0.4	0.1	0.9	1.2	0.8	1.0	0.2	0.4	0.8	-0.4	-4.4
俄罗斯	1.0	0.6	-0.2	-0.7	-0.4	-0.5	-1.6	-1.3	-1.9	-1.1	-1.0	-0.9	-1.1	-7.6
越南	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5	0.1	-0.3	-0.4	-0.1	-0.2	-0.2	-0.8	-3.2	-6.4

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			
	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr
俄罗斯	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-1.2	-1.2	-1.2	-1.0
加拿大	0.2	0.6	0.9	0.6	0.4	0.2	0.2	0.2	0.5	0.8	0.9	0.6	-1.4	-
巴西	-0.6	-0.4	-0.5	-1.2	-1.2	-1.1	-1.4	-1.6	-1.2	-0.7	-0.8	-0.9	-1.2	-1.6
印尼	-1.4	-1.2	-1.1	-1.2	-1.2	-1.1	-1.0	-1.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.1	-1.1	-1.3
泰国	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-0.4	-0.3	-0.5	-1.3	-2.9
马来西亚	-1.7	-1.7	-1.7	-0.5	-0.6	-0.5	-0.9	-0.9	-1.1	-1.0	-0.5	-0.7	-2.0	-
越南	-0.6	-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
印度	0.1	0.3	0.4	0.4	-0.4	-0.3	-0.1	0.1	0.4	0.7	0.1	-0.2	-0.6	-
中国	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	0.9	1.4	1.4	2.1	2.0	1.3	-
美国	0.1	0.3	0.0	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.4	0.6	0.8	0.6	-0.3	-
日本	0.0	0.4	0.2	0.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	0.0	0.3	0.2	-0.1	-0.1	-
韩国	-1.2	-1.0	-0.9	-0.9	-1.0	-1.6	-1.9	-1.5	-1.4	-0.9	-0.2	-0.6	-0.6	-1.5
欧元区	0.1	0.4	-0.2	0.0	-0.4	-0.4	-0.6	-0.7	-0.4	0.0	0.1	-0.2	-0.7	-1.1
英国	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.4	-0.4	-0.6	-0.6	-0.7	-0.3	-0.4	-0.6	-
法国	0.0	0.2	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.2	0.5	0.5	0.4	-0.6	-1.0
德国	-0.1	1.1	0.1	0.4	0.6	0.1	-0.2	-0.4	-0.4	0.3	0.6	0.6	0.1	-0.9

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
	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr
俄罗斯	-0.1	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.9	-0.7	-0.6	-0.9	-0.8	-0.4	-0.1	-
加拿大	-0.9	0.3	-1.2	-2.0	-0.2	-1.1	-1.5	-1.4	-0.8	-0.8	-0.1	0.9	-	-
越南	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.5	-0.5	-0.3	-0.4	-1.2	-2.3	-4.6
澳大利亚	0.0	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-0.8	-0.6	-0.9	-0.1	-0.6	-1.1	-1.2	5.1	-
中国	-0.6	-0.9	-0.6	-0.4	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-0.7	-0.7	-	-6.1	-5.3	-
美国	-1.2	0.6	-0.5	-1.2	0.2	0.1	-0.3	-0.2	-0.7	0.5	0.4	1.6	-4.8	-
日本	-0.5	-0.2	-0.7	-0.9	-0.5	-0.8	1.2	-2.5	-1.9	-1.6	-1.3	-1.2	4.9	-
欧元区	0.6	0.6	0.2	1.1	0.7	1.0	1.1	0.5	0.8	0.5	0.7	0.8	-5.4	-
英国	2.2	1.3	0.2	0.8	0.7	0.3	0.4	0.5	-0.6	-0.6	-0.5	-0.9	-3.5	-
法国	-0.6	0.6	-0.2	0.0	-0.8	0.7	0.0	-0.5	0.4	0.0	0.0	-0.6	-8.5	-
德国	-1.3	1.4	0.8	-1.3	1.5	0.5	0.4	-0.2	0.2	0.1	0.4	1.9	-1.6	-

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
	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr
俄罗斯	-0.4	0.0	-0.6	-0.5	0.0	-0.2	0.0	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-	-
加拿大	-0.7	-0.8	-0.7	-1.1	-0.6	-0.1	-0.7	-0.5	-0.7	-0.8	-1.2	-1.4	-2.8	-
巴西	-0.5	-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
阿根廷	-1.5	-1.6	-1.4	-1.1	-1.2	-1.4	-0.9	-1.0	-1.0	-1.1	-0.8	-1.2	-1.2	-
印尼	-0.7	-0.6	-1.2	-0.3	-1.1	-1.1	-0.5	-1.1	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6	-0.4	-
泰国	-0.9	-0.4	-0.4	-1.1	-0.6	-1.8	-1.1	-1.3	-1.7	-0.8	-1.4	-0.9	0.1	-
马来西亚	-0.7	-0.3	-0.6	-1.6	-1.3	-1.9	-0.5	-1.5	-1.1	-0.6	-0.9	0.4	-1.0	-
越南	0.1	0.4	-0.3	-0.2	-0.5	-0.4	-0.1	-0.4	-0.9	-0.4	-1.6	0.3	-2.0	-1.1
印度	-0.3	-0.1	-0.1	-0.8	-0.8	-1.0	-0.9	-1.1	-0.9	-0.7	-0.4	-0.3	-1.7	-
中国	-0.9	-0.2	-0.9	-0.8	-0.7	-0.8	-0.9	-0.8	-0.4	0.4	-	-0.7	-0.5	-1.2
美国	-0.3	-0.6	-0.2	-0.4	-0.6	-0.6	-1.0	-1.2	-1.1	-1.0	-0.9	-1.2	-2.2	-
日本	-0.1	0.1	-0.7	-0.6	-0.7	-1.0	-0.9	-1.5	-1.4	-1.0	-0.8	-1.5	-1.1	-
韩国	-0.7	-0.1	-0.5	-1.0	-0.5	-0.6	-0.7	-1.3	-1.2	-0.4	-0.7	-0.2	-0.3	-1.3
欧元区	0.1	0.1	0.0	-1.1	-0.3	-1.0	-0.3	-0.8	-1.0	-0.5	-0.7	-0.7	-	-
英国	1.7	-0.1	-0.4	-0.7	-0.3	-0.6	0.5	0.0	-1.4	-1.3	-2.4	-1.9	-	-
法国	0.2	0.3	0.3	-1.0	0.1	-0.7	0.1	-0.3	-0.8	-0.3	-0.8	-0.6	-3.0	-
德国	0.0	-0.3	0.0	-1.1	-0.8	-1.0	-0.4	-0.7	-0.8	-0.5	-0.8	-1.0	-1.2	-

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			
	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr
俄罗斯	-0.2	-0.2	-0.7	-0.7	-0.4	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.4	-0.4	-1.1	-	-
加拿大	-0.5	-0.9	0.4	-1.0	-0.6	-0.4	-0.9	-1.1	-0.8	-0.6	-1.5	0.1	-2.1	-
巴西	-1.1	-0.4	0.1	-0.8	-0.9	-0.8	0.0	-0.9	-1.2	-0.5	-1.4	-0.3	0.3	-0.6
阿根廷	-0.5	0.0	0.9	0.3	0.5	0.5	0.8	0.4	0.6	-0.4	-0.3	-0.6	-1.3	-
印尼	-0.8	-0.8	-0.7	-0.8	-0.6	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6	-0.2	-0.4	0.4	-0.3	-
泰国	-1.1	-0.6	-0.9	-0.8	-0.5	-1.6	-1.3	-1.5	-1.9	-1.5	-0.9	-1.3	0.0	-
马来西亚	-0.7	-0.6	-0.5	-1.0	-0.5	-0.7	-1.3	-1.3	-1.2	-0.4	-0.8	0.6	-1.1	-
越南	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	0.0	-0.3	-0.6	-0.8	-0.1	-1.5	0.7	-1.9	-1.2
印度	0.2	-0.4	-0.2	-0.9	-0.3	-0.8	-0.8	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.3	-2.3	-
中国	0.4	-0.8	-0.5	-0.7	-0.3	-0.6	-0.8	-0.6	-0.7	0.0	-	-1.8	-1.0	-0.3
美国	-0.6	-0.8	-0.8	-0.9	-0.7	-0.6	-0.9	-0.9	-0.7	-0.4	-0.5	-0.7	-2.2	-
日本	-0.3	-0.7	-1.1	-0.7	-0.7	-1.1	-0.7	-1.2	-1.0	-0.8	-0.6	-0.8	-1.2	-
韩国	-0.9	-0.5	-1.0	-1.3	-1.1	-1.3	-1.2	-1.4	-1.4	-0.7	-0.8	-0.1	-0.4	-2.0
欧元区	-0.4	-0.1	0.1	-1.5	0.0	-1.1	-0.1	-0.2	-1.2	-0.2	-0.8	-0.6	-	-
英国	0.5	-0.8	-0.6	-0.6	0.3	0.1	0.0	0.3	0.6	1.9	0.1	-0.9	-	-
法国	-0.2	0.4	1.3	-1.1	0.0	-0.5	0.0	-0.4	-1.2	-0.2	-1.2	-0.9	-2.8	-
德国	-0.5	-0.7	-0.1	-1.7	-0.2	-1.2	-0.1	-0.4	-1.0	-0.4	-0.9	-0.6	-1.7	-

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		
	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar
俄罗斯	-0.5	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-0.8	-0.9	-0.6	-0.7	-0.6	-0.6	-0.4	-0.4	-0.1
加拿大	-0.5	-0.2	0.3	0.8	0.6	1.0	1.2	1.3	1.5	1.4	1.1	1.1	1.3	2.6
巴西	-0.2	-0.4	-0.3	-0.4	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	0.5
阿根廷	0.1	1.2	1.5	0.6	-1.1	0.6	-0.9	-1.8	-1.0	-1.2	-1.2	0.7	0.7	-
印尼	-1.4	-1.3	-1.4	-0.9	-1.2	-0.9	-1.1	-1.1	-1.3	-1.1	-1.3	-1.1	-	-
泰国	-0.6	-0.9	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.9	-0.9	-1.0	0.0
马来西亚	0.0	-0.4	-0.6	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.0	-1.2	-1.3	-1.1	-1.0	-1.1	-1.0
印度	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.0	-
中国	-1.2	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2	-1.2	-1.1	-1.1	-1.2	-1.1	-1.1	-1.0	-0.7
美国	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	0.2	0.6	0.4	0.5	0.7	2.6
日本	-1.4	-1.3	-1.1	-0.9	-1.4	-1.4	-1.3	-1.3	-1.3	-0.7	-0.7	-0.6	-0.2	0.3
欧元区	0.4	0.9	1.1	1.0	0.8	1.1	1.8	1.4	1.6	1.6	1.3	1.1	1.4	2.4
英国	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	0.1	1.2
法国	0.5	1.0	0.8	0.8	0.9	0.7	0.9	1.7	1.2	1.1	0.8	0.7	1.1	2.7
德国	-0.3	0.1	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.5	0.0	0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	0.8

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