

国内经济延续复苏

——高频数据观察（20200511）

宏观数据预测

2020年05月11日

报告摘要：

- **国内经济：房销继续修复，土地成交下滑，两者再次背离；工业增速年内首次转正，重要工业材料价格全面上涨；国债收益率曲线陡峭化**

5月以来，商品房销售增速继续回升，一线城市率先转正；土地成交增速下滑，溢价率低于去年同期水平，与房销形成背离。银保监会调查消费贷，加上央行一季度货币报告强调“房住不炒”原则，表明监管层对信贷资源集中度监控的决心。

5月日均耗煤增速年内首次转正，重要原材料价格全面上涨，主要受疫情见顶、海外经济重启和国内经济复苏预期的拉动。

5月国债收益率曲线继续陡峭化，10年期与3个月的利差创下年内新高，说明市场的交易方向可能已经开始转向经济复苏预期。但是，仍有两大因素制约长端利率上行：一是不确定性因素；二是QFII取消额度会否带来海外的“追逐收益”。相对债市的“纠结”，股市机会可能更大。

- **海外热点：美联储负利率仍有四大阻碍，失业率创新高迫使特朗普“铤而走险”**

CME联邦利率远期合约显示市场押注美联储2021年实施负利率，或是受到美联储各大分行行长的“鸽声”鼓舞。目前来看，美联储实施负利率仍有四大阻碍，收益率曲线控制的优先级别更高。不过，“追逐收益”可能会阻碍美国收益率曲线陡峭化，收益率曲线控制恐彻底“扼杀”国债主动投资。失业率创新高不仅迫使美联储反复强调低利率会保持较长时间，而且迫使特朗普“铤而走险”加速经济重启。美国各州开放程度突出两派分裂的现状，特朗普急需四季度失业率边际大幅改善。

风险提示：疫情发展超预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

表 1: 重点数据追踪 (5月10日更新)

指标	5月以来	4月	3月	2月	12月
下游					
商品房销售(同比: %)	-14.5	-19.4	-36.6	-70.6	-3.7
土地成交(同比: %)	-13.4	13.9	-7.5	-22.3	8.9
住宅用地成交溢价率(%)	17.0	14.5	17.8	9.3	8.6
汽车销售(%)	-	-1.6	-38.0	-78.7	-3.1
中游					
发电耗煤(同比: %)	1.0	-13.1	-20.0	-19.8	5.8
高炉开工率(%)	-	68.3	64.8	62.9	66.0
水泥价格涨幅(%)	0.1	-3.8	-4.9	-2.9	4.3
螺纹钢价格涨幅(%)	1.5	-0.4	-2.5	-3.0	-1.5
上游					
原油价格涨幅(%)	20.5	-41.5	-42.5	-12.7	6.4
铁矿石价格涨幅(%)	1.0	-4.5	2.3	-7.7	6.2
铜价涨幅(%)	1.7	-2.5	-8.9	-6.0	3.5
价格					
蔬菜价格涨幅(%)	-10.7	-10.7	13.8	14.2	15.8
猪肉价格涨幅(%)	-4.6	-6.3	-4.2	7.4	-7.6

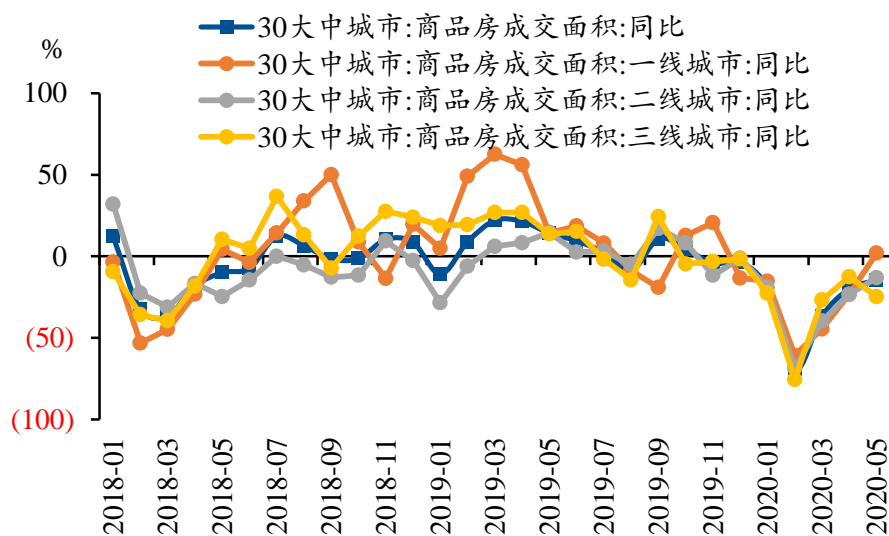
资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 土地成交计算公式, 先计算 4 周移动均值的单周同比, 然后取月度最后一条数据作为月度同比数据。

一、国内经济

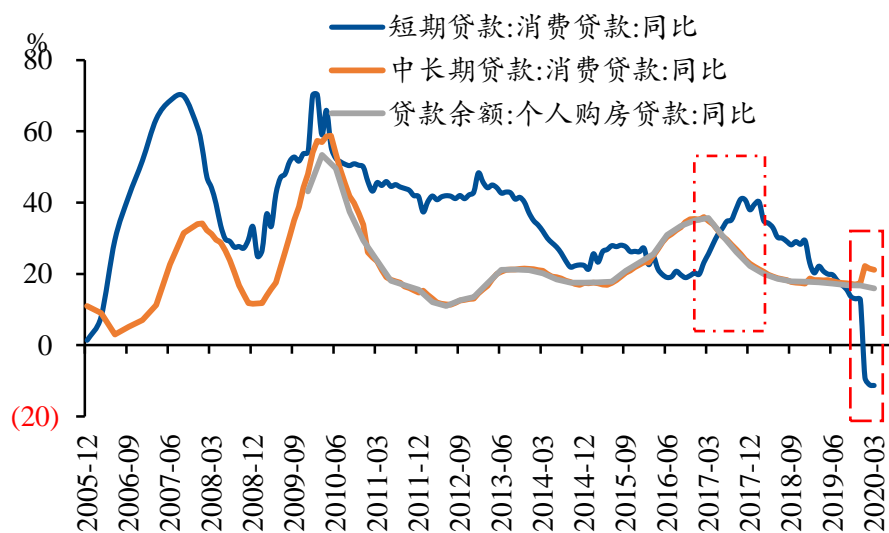
重点变化一: 房地产销售延续回升之势, 土地成交和溢价率下滑。5月以来, 30个大中城市商品房销售同比增速为-14.5%, 延续3月以来的回升之势, 尤其是一线城市增速转正, 五一假期成交量大幅上升; 土地成交同比为-13.4%, 较上月显著回落; 虽然土地溢价率逐步上升, 但是仍显著低于去年同期水平。房销与土地成交再次背离的背后是坚持“房住不炒”原则和房地产平稳运行的博弈。1月主要金融机构的短期和中长期消费贷出现大幅背离, 中长期消费贷与个人房贷也是如此。随着银保监会发文要排查消费贷是否违规进入房地产, 房地产信贷资源集中度的监控进一步加强。5月10日, 央行发布一季度货币执行报告, 再次强调房控政策和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求。预计央行会加强信用流向监察, 确保信贷资金被用于支持实体经济特别是中小微企业。

图 1：5 月房销增速继续回升，一线、二线城市构成主要拉动



资料来源：Wind，民生证券研究院

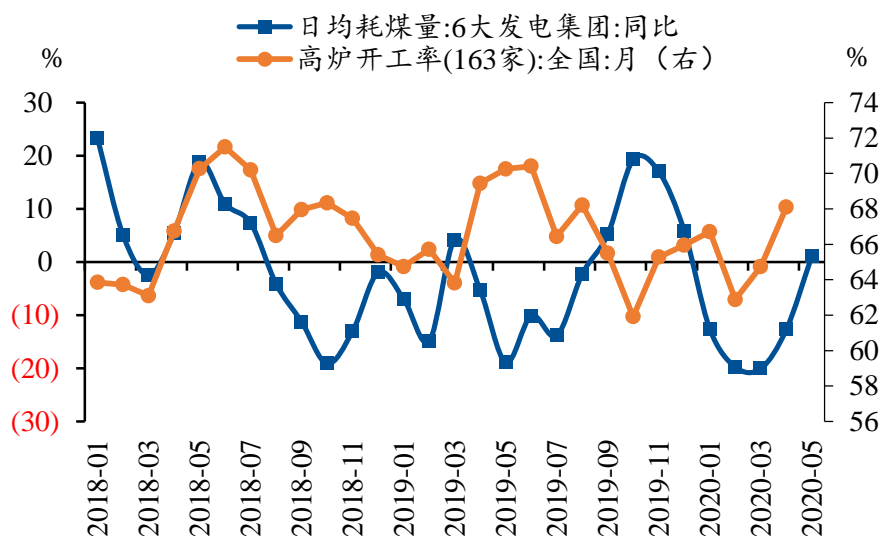
图 2：2016 短贷可能流入房地产，2020 相反，是先购后抵押的杠杆操作还是购车？



资料来源：Wind，民生证券研究院

重点变化二：发电耗煤增速转正，原材料价格均有所上涨。5月以来，6大发电集团日均耗煤量同比为1.0%，年内首次转正。虽然5月数据时间较短，但是工业生产的修复趋势已经是确定性的。需求修复是经济复苏的下一个重要变量，加强内需政策只待两会公布。5月以来，重要原材料价格的环比增速全面转正：建筑需求旺盛和钢材表现消费走高，推动水泥、铁矿石和螺纹钢价格上升；原油价格和LME铜价的环比增速转正，主要受疫情见顶和海外经济逐渐开放的影响。截至5月6日，EIA公布原油库存增幅不及市场预期，产油国的减产协议开始实施和需求复苏预期，构成油价企稳回升的主要因素。

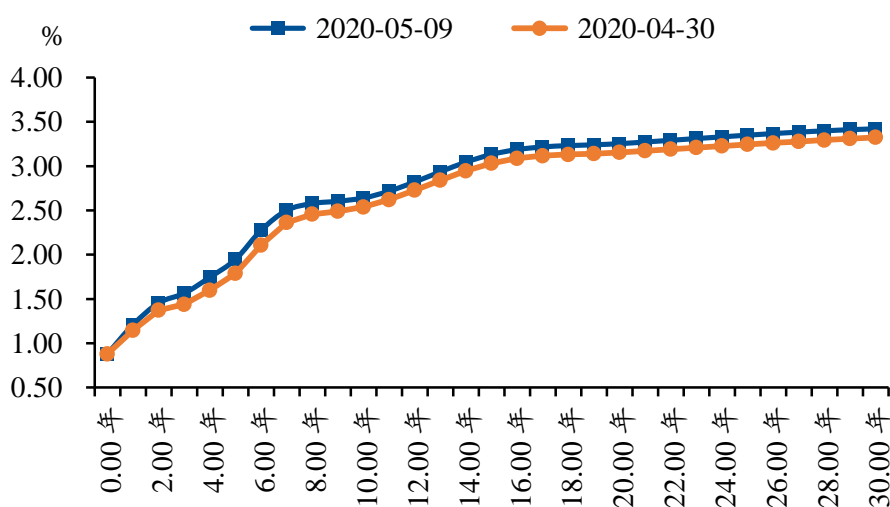
图 3：5 月日均发电耗煤增速年内首次转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

重点变化三：国债收益率曲线陡峭化，取消 QFII 会否带来“追逐收益”影响？截至 5 月 9 日，10 年期国债收益率与 3 月和 1 年国债收益率的利差均走至年内新高，分别录得 171bp 和 143bp。从收益率曲线陡峭化可以看出，债市可能已经开始交易经济复苏。当前，有两点因素制约长端收益率上行：一是不确定性因素，包含地缘政治风险、疫情反复和刺激政策不及预期；二是全球负利率环境带来的“追逐收益”影响。5 月 7 日，央行和外管局宣布取消 QFII 上限额度，鼓励外资进入中国，优化投资者结构。从欧洲开始实施负利率开始，“追逐收益”蔓延至全球，美国国债期限溢价在 2019 年进入负区间。未来，资本市场开放会否带来外资机构抢购国债，值得关注。相对债市的“纠结”，股市机会似乎更大，主要是低估值、逆周期调节的流动性和“房住不炒”原则，预计家电、新能源汽车产业链和制造业升级等板块可能有不错的表现。

图 4：5 月国债收益率曲线长端走高，逐渐陡峭化



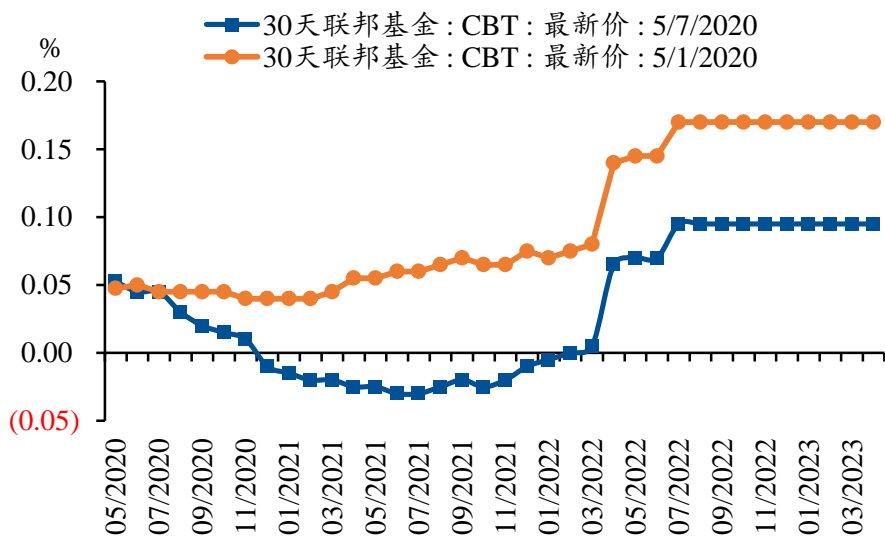
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、海外宏观

市场押注美联储实施负利率。5月7日联邦利率远期合约显示市场押注2019年12月开始实施负利率，主要原因是近日来美联储各大分行主席接连释放“鸽派”信号（图5）。在2019年国会听证会上，鲍威尔表示负利率可能不适合美国，量化宽松的优先级别更高。在4月FOMC点评上，我们认为美联储可能会使用收益率曲线控制和负利率。负利率的前提是收益率曲线控制不达预期。收益率曲线控制主要针对长端利率，通过加强前瞻指引和设定目标价来强化美联储刺激经济和提升通胀的决心。目前来看，如果二季度经济数据超预期下滑，美联储仍是优先考虑收益率曲线控制，负利率是最后压箱底的武器。

负利率有四大阻碍。正如鲍威尔在国会上表示，欧央行和日央行等5大央行经验表明负利率并不能带来强劲的经济复苏，通胀疲软和投资不振是全球化现象。另外，负利率在美国至少有四大阻碍：（1）美联储缺乏负利率经验，一旦打破零利率下限，不清楚新的有效下限是多少；（2）法律不允许，2006联邦储备法修改议案规定美联储需要为银行储蓄付息，而不是收息；（3）负利率可能导致大量现金逃离银行和货币基金，提高金融系统不稳定性；（4）负利率导致衍生品定价更为困难，传统的BS模型无法适用，而且会降低养老金的收益，威胁老年人的财富安全。

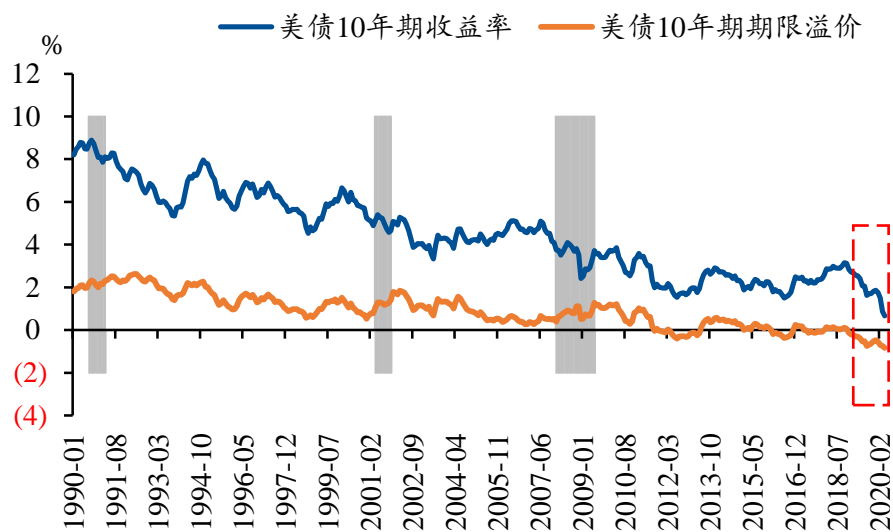
图5：5月7日CME数据显示市场开始押注2021年出现负利率



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

美国债期限溢价持续负值，中性利率可能已经接近零。期限溢价是名义利率与长期利率期望值的差值，并不等同于期限利差，而且无法直接观测。通常，期限溢价为正值，投资者在投资长期资产时需要获得流动性补偿。根据美联储的数据显示，美国10年期国债的期限溢价从2019年开始至今一直处于负区间，说明投资者在一年多的时间“倒贴”美国政府来锁定长期收益率（图6）。技术上，当期限溢价处于负值时，市场对未来的利率期望值是高于当前名义利率。为什么市场在预计美联储早晚会加息的情况下仍在不断购入国债呢？一是美联储的量化宽松影响；二是中性利率可能已经接近零，低于美联储此前预计的1.0%左右，意味着长期政策利率中枢将压制美联储加息空间，超低利率环境可能是未来十年的常态。

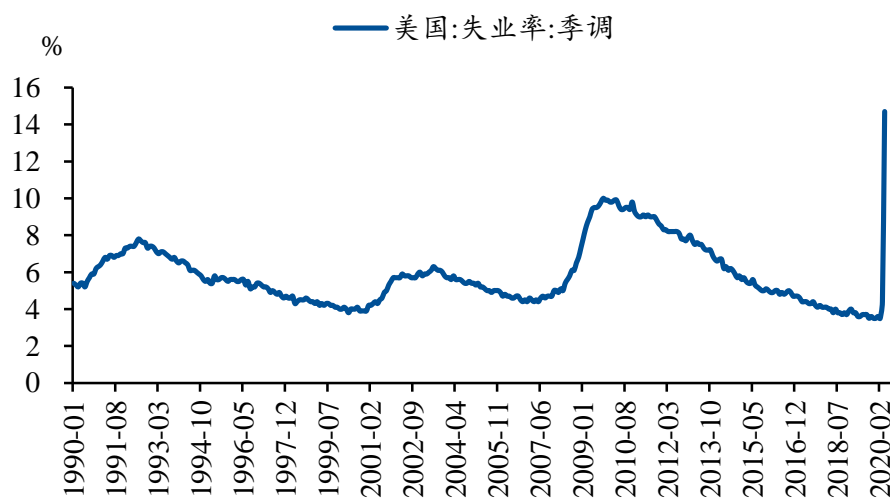
图 6：5 月 7 日 CME 数据显示市场开始押注 2021 年出现负利率



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

美国失业率创历史最大升幅，股市与经济背离的主要原因是美联储和政府强有力的支撑。4 月就业报告突出一个“惨”字：2050 万个工作在一个月“蒸发”，超过金融危机以后的就业净增数，说明美国劳动力市场现状比金融危机巅峰还要困难；失业率大涨 10.3 个百分点至 14.7%，创下大萧条以来最高值（图 7）。但是，美股在就业数据公布后延续上涨趋势，纳斯达克指数创下去年 12 月以来最长的连续增长天数，年初至今的涨幅率先翻红，反映股市对就业数据早有预期。近期，美股强势反弹验证了“数据越差，政策越强”的预期：美联储各大分行行长纷纷表示利率会在低位保持较长时间，不排除任何工具；白宫首席经济顾问库德洛表示正在制订经济复苏计划。数万亿美元资金流入经济，只有三个去处：政府、居民和企业。美国政府基本不会保留资金，只要居民消费行为不发生巨大改变，延续低储蓄的习惯，最终大量的资金会进入企业部门，所以美股在明年可能创下历史级别的营收增速。但是，美国政府和美联储是否有备选计划应对疫情二次爆发？

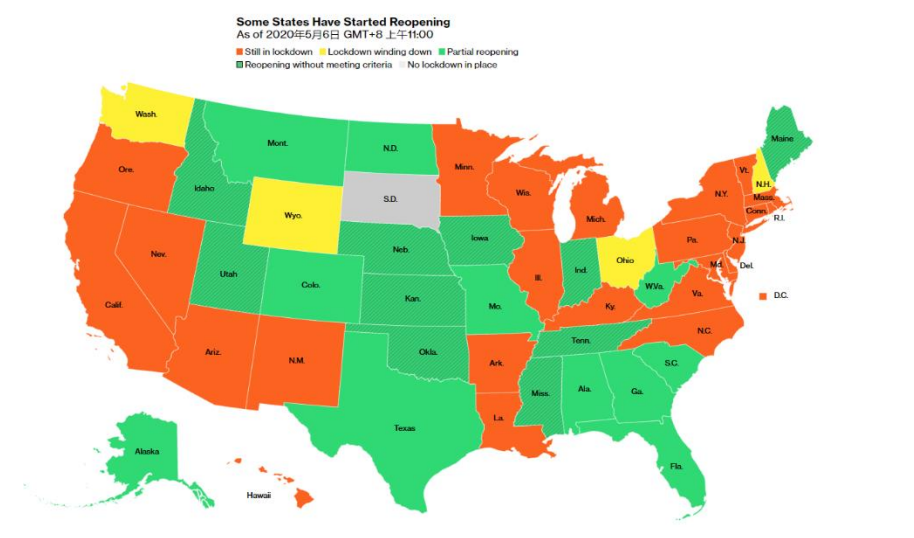
图 7：美国 4 月失业率创下大萧条以来的新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

特朗普急于开放经济，四季度就业表现非常关键。近期，特朗普及其幕僚主要干三件事：一是强调政府近三年半来的政绩；二是催促各州赶紧开放经济；三是将内部矛盾向外转移。历史上，大选年经济惨淡对在任者的连任都不够友好，特朗普明白其中的道理，不断公开强调高失业率是疫情所迫，需要更加关注失业率的边际变化。因而，四季度失业率能否快速下行是关键。目前，根据拉斯维加斯的赔率显示，拜登和特朗普的机会非常接近。根据彭博数据显示，美国各州经济开放呈现显著的两党分立：民主党不愿意在测试能力不足的情况下冒险；部分共和党在不符合 CDC 开放条件下坚持重启经济（图 8）。特朗普本人也承认开放经济可能会带来更多的死亡人数，但是经济问题也非常严重。民主党势必会不断通过炒作白宫疫情防控不力来为拜登造势。

图 8：各州经济重启的画面与民主党和共和党分裂的画面相近



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

风险提示

疫情发展超预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

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_5338

