

## 宏观经济观察 029：关注重启经济的问题

### 一周宏观动态

**中国：抗疫阶段性胜利，关注内需“重建”。**随着4月27日中央督导组返京、5月6日收费高速重新收费，国内抗击新冠肺炎疫情取得阶段性胜利。但是疫情之后的问题才刚开始，一方面在国外着急重启经济的情况下，疫情极有可能面临二次反弹的可能，对于外需继续带来拖累；另一方面出口项的回落意味着“美元-人民币”流动性机制问题加大，国内流动性创造机制面临更大的调整压力。

**海外：疫情仍在高点徘徊，重启风险加大。**截止5月4日全球累计确诊病例超过350万例，死亡病例逼近25万例，虽然新增数字开始呈现出平稳态势，但是状况仍未有明显改善。欧美开始准备经济的重启和复产复工。2日西班牙松绑、4日意大利结束封城、11日法国将解除禁足令、12日新加坡重启制造业活动，而周末美国乔治亚、俄克拉荷马、阿拉斯加、得州和南卡罗莱纳州恢复部分企业营业，周一密西西比、田纳西和科罗拉多允许部分企业重新营业。夏天的热浪能缓和病毒的活跃性，但传染性风险并未消除。

### 全球宏观定位

**定位：**如果新冠疫情是延续1-2年的影响因素，那么当前依然处在去杠杆的下行期。国内经济一季度下沉至负增长之后，二季度开始面对外需回落的长期性和防疫常态化的影响。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

战术性降低风险资产持有。经济重启将带来疫情反弹风险，市场乐观的风险偏好短期面临修正。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，配置依然来源于当前尾部冲击提供的空间；当前短期交易仍在疫情区间，政治局底线思维下等待中国央行进入全面宽松的触发信号，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

[疫情下的第二个“坑”](#)

——宏观经济观察 023

2020-03-16

## 一周宏观数据

### · 中国：赵庆河解读 2020 年 4 月中国采购经理指数

来源：统计局

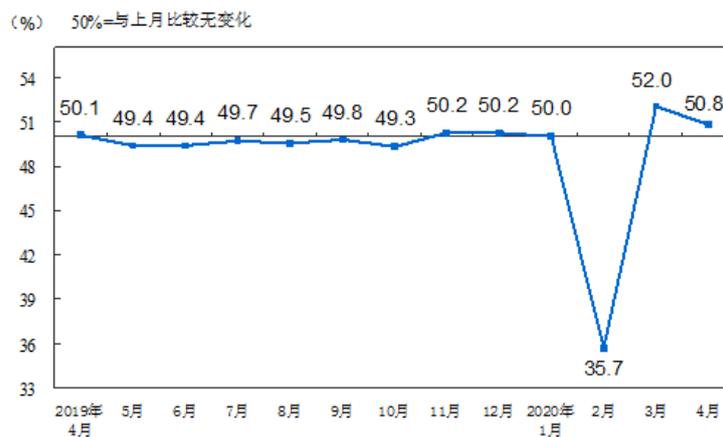
2020 年 4 月 30 日国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。对此，国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河进行了解读。

在以习近平总书记为核心的党中央坚强领导下，我国疫情防控向好形势进一步巩固，生产生活秩序加快恢复，制造业和非制造业生产经营活动继续改善。2020 年 4 月份，制造业采购经理指数和非制造业商务活动指数均位于荣枯线以上，其中制造业采购经理指数为 50.8%，比上月回落 1.2 个百分点；非制造业商务活动指数为 53.2%，比上月上升 0.9 个百分点，其中建筑业和服务业分别为 59.7%和 52.1%，比上月上升 4.6 和 0.3 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53.4%，比上月上升 0.4 个百分点。截至 4 月 25 日，全国采购经理调查企业中，大中型企业复工率为 98.5%，较 3 月调查结果上升 1.9 个百分点，其中制造业为 99.7%，上升 1.0 个百分点。

**评论：**环比继续扩张，但是相比较而言节奏放缓，主要扩张领域在“建筑业”。

结合财新数据（4 月财新中国制造业 PMI 录得 49.4，低于 3 月份 50.1）可知，实体压力依然较大。

图1 制造业PMI指数（经季节调整）



### 一、制造业采购经理指数有所回落

4 月份，制造业生产经营状况较上月继续改善，但扩张力度有所减弱。在调查的 21 个行业中，食品及酒饮料精制茶、汽车制造、石油加工等 9 个行业 PMI 指数高于上月，纺织、化学原料制品、造纸印刷等 12 个行业 PMI 指数低于上月。本月主要特点：

**评论：**分化开始——食品、汽车、石油环比改善；纺织、化学原料、造纸环比恶化。

一是复工复产持续推进。生产指数为 53.7%，**低于上月 0.4 个百分点**，制造业生产活动继续保持复苏势头。从劳动力需求看，从业人员指数为 50.2%，企业用工量连续两个月增加。截至 4 月 25 日，全国制造业采购经理调查已复工企业中，77.3%的企业复产率达到正常水平的八成以上，**高于上月 9.4 个百分点**。

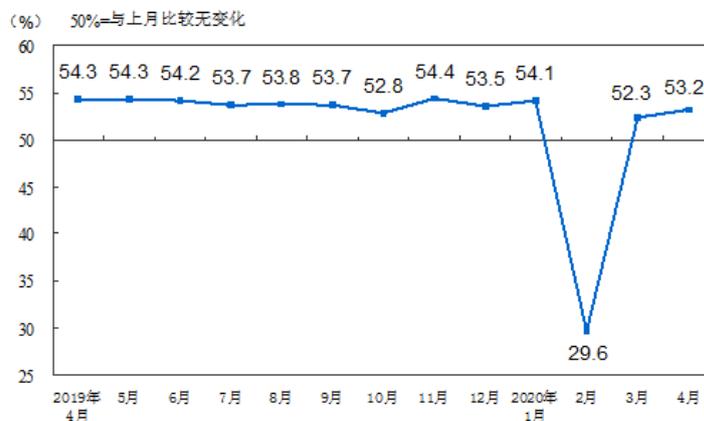
二是大中小型企业均保持复苏态势。大、中型企业 PMI 分别为 51.1%和 50.2%，比上月回落 1.5 和 1.3 个百分点；小型企业 PMI 为 51.0%，比上月上升 0.1 个百分点。从生产活动看，大、中、小型企业生产指数分别为 54.1%、53.3%和 53.4%，**生产均继续回升**。

三是需求恢复弱于生产。新订单指数为 50.2%，比上月回落 1.8 个百分点，低于生产指数。在调查的 21 个行业中，纺织、纺织服装服饰、化学原料制品等 **15 个行业新订单指数低于生产指数**，行业需求复苏滞后于生产。调查结果显示，反映订单不足的企业占比高达 57.7%，部分企业反映市场需求疲软，产品销售面临困难，订单回补尚需时日。

四是进出口市场不确定性增加。国外疫情加速扩散，全球经济活动剧烈收缩，我国外贸面临较大挑战。新出口订单指数和进口指数分别为 33.5%和 43.9%，比上月**下降 12.9 和 4.5 个百分点**。部分制造业企业反映新签订的出口订单锐减，甚至已开工生产的订单被取消。

**评论：**生产可以开启，但是真正的问题是需求从哪里来？3 月工业企业利润数据显示，全国规模以上工业企业利润总额同比依然下降 34.9%，降幅仅比 1-2 月份小幅收窄。意味着未来需要有新订单的来源，在出口部门不指望、国内消费扩张短期谨慎的情况下，关注两点：1) 官方消费和官方订单的落地情况；2) 生产和消费结构的转变成为必然。

图2 非制造业商务活动指数（经季节调整）



## 二、非制造业商务活动指数高于上月

4 月份，非制造业商务活动指数为 53.2%，高于上月 0.9 个百分点，其中建筑业和服务业均有不同程度上升。

**建筑业活动加快恢复。**建筑业商务活动指数为 59.7%，较上月**上升 4.6 个百分点**，其中土木工程建筑业高于总体。从劳动力需求和市场预期看，建筑业从业人员指数和业务活动预期指数分别为 57.1%和 65.4%，比上月**上升 4.0 和 5.5 个百分点**，在复苏传统基建、加快新基建等政策推动下，建筑业复工复产明显加快。

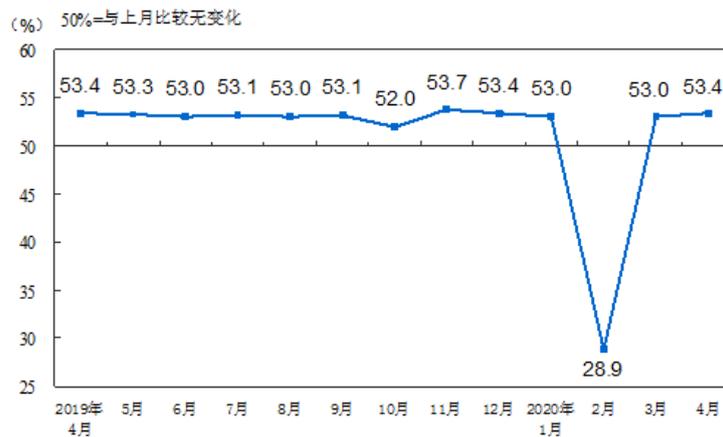
**评论：**官方订单的来源之一——大基建、新旧改下的配套需求。

**服务业稳步复苏。**服务业商务活动指数为 52.1%，比上月上升 0.3 个百分点。在促进企业复工复产、复商复市，扩大居民消费、增加公共消费等政策推动下，服务业多数行业业务活动稳步恢复。在调查的 21 个行业中，有 14 个行业商务活动指数高于 50.0%。其中，与居民基本生活密切相关的零售业商务活动指数连续两个月位于 60.0% 以上，企业经营活动恢复较快；近期各地餐饮消费活动重启，餐饮业较上月明显回暖，商务活动指数升至 60.0% 以上；信息传输软件及技术服务商务活动指数上升明显，新动能进一步助力我国经济复苏和消费增长。

虽然服务业商务活动指数连续两个月回升，但部分行业复工复产仍然比较滞后。**住宿、文化体育娱乐、居民服务等行业受疫情影响较大**，商务活动指数连续三个月位于 45.0% 以下，相关企业生产经营比较困难。

**评论：**住宿、文娱、社服面临转型的压力，行业头部化加速，关注相关头部企业的超额收益。

图3 综合PMI产出指数（经季节调整）



### 三、综合 PMI 产出指数小幅回升

4 月份，综合 PMI 产出指数为 53.4%，比上月上升 0.4 个百分点，我国企业生产经营活动继续恢复。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 53.7% 和 53.2%，环比一降一升。

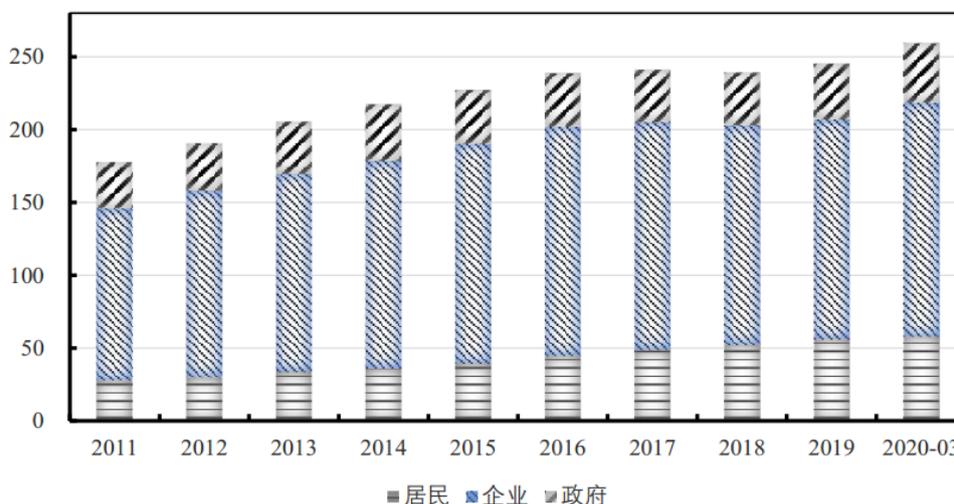
· **中国：一季度宏观杠杆率上升 13.9 个百分点**

来源：NIFD

国家金融与发展实验室（简称 NIFD）最新发布报告显示，一季度实体经济**杠杆率大幅攀升**，从 2019 年末的 245.4% 升至 259.3%，一个季度**上升了 13.9 个百分点**。

**评论：**杠杆率进入到上升标志。

与今年一季度相对可比的是应对 2008 年国际金融危机时的情况。当时中国经济也面临较大的负面冲击，且在 2008 年底推出了大规模的经济刺激计划。2009 年全年杠杆率上升了 31.8 个百分点，其中前两个季度分别上升了 14.2 和 11.2 个百分点。



图：实体经济部门杠杆率及其分布 (%)

国家金融与发展实验室副主任张晓晶表示，今年一季度我国宏观杠杆率增加 13.9 个百分点，但低于 2009 年 1 季度的增长幅度。尽管本次疫情冲击远甚 2008 年的危机，但债务扩张规模有限。这充分展现出政府在扩张时的定力，未置风险于不顾。

分部门来看，今年一季度居民杠杆率从 2019 年末的 55.8% 上升至 57.7%，提高了 1.9 个百分点。历史比较来看，这一上升幅度仅次于 2010 年一季度 2.2 个百分点的增幅。

张晓晶称，未来几个季度随着疫情得到控制，经济逐渐恢复正常，各方面贷款需求上升，**预期居民杠杆率会出现较快攀升。**

非金融企业杠杆率从 2019 年末的 151.3% 升至今年一季度的 161.1%，上升了 9.8 个百分点。企业杠杆率上升幅度较大，同时受到分子和分母两方面的作用。**分母 GDP 的大幅度下行是主要原因**，分子上银行降息和放松信贷也导致了企业杠杆率的抬升。

纵向比较看，今年一季度企业部门杠杆率快速攀升，但低于 2009 年。2009 年一季度，我国企业部门杠杆率上涨了 12.2 个百分点；而今年一季度企业部门杠杆率上升 9.8 个百分点，幅度较为缓和。

“尽管前几年企业部门去杠杆过程相当残酷，但客观上却为应对当前世纪性的疫情冲击创造了政策空间。” 张晓晶表示。

**评论：**居民杠杆率较快攀升，一方面是分母的下行，另一方面是就业的问题。

政府部门杠杆率从 2019 年末的 38.3% 上升至今年一季度的 40.5%，上升了 2.2 个百分点。其中，中央政府杠杆率从 2019 年的 16.8% 升至 17.2%，上升了 0.4 个百分点；地方政府杠杆率从 2019 年的 21.5% 升至 23.3%，上升了 1.8 个百分点。

“面对世纪性疫情冲击，政府加杠杆责无旁贷。对于早期工业化国家 150 年杠杆率周期的研究也表明，公共部门杠杆与私人部门杠杆率往往呈现一定的此消彼长，而政府杠杆率在大危机或大衰退时期的及时‘补台’，将是经济走出困境的重要法宝。” 张晓晶表示。

## 一周宏观事件

### · 商品：世界银行预计 2020 年多数大宗商品价格将大幅下跌

来源：中国经济网

世界银行近日发布的 4 月期《大宗商品市场展望》报告预计，新冠肺炎疫情大流行造成的全球经济冲击将导致 2020 年多数大宗商品价格大幅下跌。**能源和金属类大宗商品受全球经济严重放缓影响最大，包括石油在内的大宗商品出现了最大降幅。**尽管对多数农业类大宗商品前景影响不大，但供应链中断以及政府囤积或限制出口大宗商品的行动增大了一些地区**粮食安全风险**。

世界银行副行长西拉·帕扎巴西奥格鲁说：“疫情大流行造成的经济影响将会抑制需求和造成供应链中断，给严重依赖大宗商品出口的发展中国家带来了不利影响。政策制定者可以利用油价下跌机会推进能源补贴改革，帮助腾出资金解决疫情防控的紧急需要。”

预计 2020 年全年油价平均每桶 35 美元，比 2019 年平均每桶 61 美元下跌 43%。石油输出国组织（欧佩克）及其他产油国之间生产协议的不确定性加剧了原油下跌。**预计 2020 年能源价格整体（包括天然气、煤炭）平均下降 40%，但 2021 年会出现大幅回弹。**

金属价格 2020 年初也出现了下跌，铜和锌跌幅最大。由于需求放缓和主要产业关闭给市场带来了沉重压力，预计 2020 年金属价格整体下跌 13%。

农产品价格 2020 年一季度仅出现小幅下跌，但交通使用的橡胶除外。由于多数主食粮食产量和库存处于历史高位，预计 2020 年价格总体保持稳定。但是，**农业大宗商品可能面临贸易和投入品（如化肥、农药和劳动力）供应中断风险。**

世界银行副行长马克塔·迪奥普说，对大宗商品的巨大冲击和低油价可能对发展中经济体造成严重影响，危及长期增长和创造优质就业的关键基础设施的必要投资。国际社会必须联合起来消除这些影响。

**评论：**经济增长回落驱动工业品承压。

**评论：**2021 年大幅反弹，一方面在于基数效应，另一方面是市场认为疫情是短期冲击。

**评论：**衣食住行，我们已经注意到疫情已经对于“住”、“行”进行了定价，但是“食”目前在全球化、工业化模型下还未定价。

## 一周交易日历

关注 4 月美国非农就业报告、英国央行议息会议

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
4-May	15:50	法国	4 月 Markit 制造业 PMI 终值	月	31.5	31.5	19:00 英国央行伍兹讲话
	15:55	德国	4 月 Markit 制造业 PMI 终值	月	34.4	34.4	
	16:00	欧元区	4 月 Markit 制造业 PMI 终值	月	33.6	33.6	
	22:00	美国	3 月耐用品订单终值(环比)	月	-14.4%	-	
5-May	14:45	法国	3 月政府预算(亿欧元)	月	-352	-	12:30 澳洲联储利率决议 / 22:00 美联储埃文斯讲话
	17:00	欧元区	3 月 PPI(同比)	月	-1.3%	-2.7%	
	20:30	加拿大	3 月贸易帐(十亿加元)	月	-0.98	-2.5	
	20:30		3 月贸易帐(十亿美元)	月	-39.9	-44.2	
	21:45	美国	4 月 Markit 服务业 PMI 终值	月	27	27	
6-May	22:00		4 月 ISM 非制造业 PMI	月	52.5	37.8	日本休市 / 2:00 美联储博斯蒂克讲话 / 2:00 美联储布拉德讲话
	9:30	澳大利亚	3 月零售销售(环比)	月	0.5%	8.0%	
	14:00	德国	3 月制造业订单(环比)	月	-1.4%	-10%	
	17:00	欧元区	3 月零售销售(环比)	月	0.9%	-10.7%	
7-May	20:15	美国	4 月 ADP 就业变动(万人)	月	-2.7	-2050	英国央行金融稳定报告 / 5:00 巴西央行利率决议 / 16:00 挪威央行利率决议 / 19:00 英国央行利率决议 / 19:30 英国央行新闻发布会
	-	中国	4 月外储(万亿美元)	月	3.06	3.06	
	-		4 月贸易帐(亿美元)	月	199.3	120.3	
	-		4 月出口(美元同比)	月	-6.6%	-11.1%	
	9:45		4 月财新服务业 PMI	月	43	50.1	
	14:00	德国	3 月工业产出(环比)	月	0.3%	-7.4%	
	14:45	法国	3 月工业产出(环比)	月	0.9%	-16.0%	
20:30	美国	首申失业金人数(万人)	周	383.9	300		
	7:30	日本	3 月所有家庭支出(同比)	月	-0.3%	-6.1%	英国银行休市 / 4:00 美联储哈克讲
	14:00	德国	3 月贸易帐(十亿欧元)	月	20.6	19.8	

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\\_5445](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5445)

