

工业生产继续改善

——高频数据观察（20200427）

宏观数据预测

2020年04月27日

报告摘要：

- 国内经济：房销延续修复趋势，土地成交增速转正；工业生产继续改善，重要工业材料价格出现分化；食品价格继续下降

4月以来，商品房销售增速继续回升，土地成交增速年内首次转正，溢价率小幅下滑。

4月日均耗煤和高炉开工率继续回升，建筑系价格降幅收窄。建筑材料需求复苏对工业生产提供了一定的支撑，但是铜价和油价反映全球经济前景不容乐观。

4月蔬菜和猪肉价格的环比增速继续处于负区间，需要注意海外肉价上涨的风险，可能增加我国进口成本上升。Shibor单周和3月利率在4月持续倒挂，远端利率下降幅度显著大于短端利率，表明市场的降息预期依旧强烈。

- 海外热点：发达国家财政支出仍在加码，关注下周三大央行货币政策决议

WTI期货价格首现负值，背后是需求大幅下滑和库存空间快速消耗。下一个关注点是5月5日的德州原油机构减产投票。G20发达国家财政支出呈现两极分化，美国新一轮针对地方政府的纾困谈判可能将被政治化。下周三大央行的关注点各有不同，市场预期ECB追加资产购买计划规模，日本央行采取无限量QE和提高日均购买量，美联储的变化可能不大。目前，联邦基准利率曲线显示零利率可能维持至2023年。

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（4 月 25 日更新）

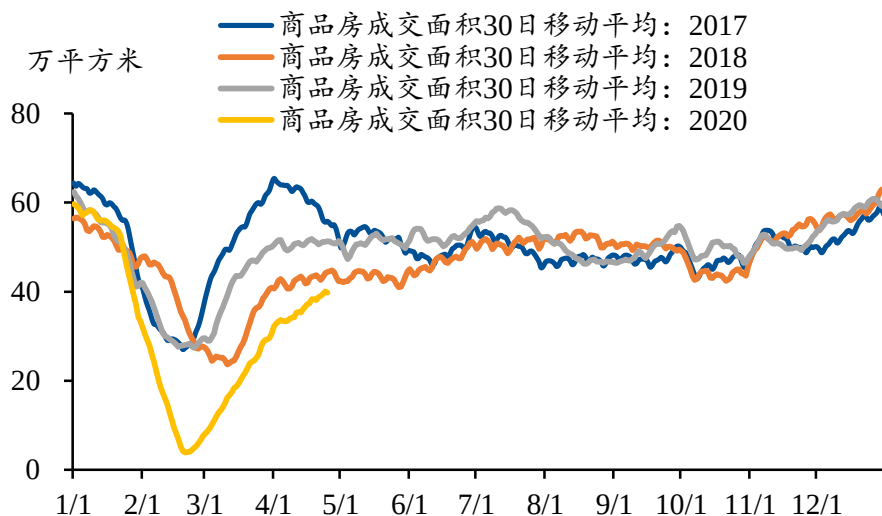
指标	4 月以来	3 月	2 月	1 月	12 月
下游					
商品房销售(同比：%)	-25.9	-36.6	-70.6	-20.2	-3.7
土地成交(同比：%)	1.4	-26.9	-23.4	-8.9	6.6
住宅用地成交溢价率(%)	14.0	18.1	9.3	12.6	8.6
汽车销售(%)	-7.3	-38.0	-78.7	-21	-3.1
中游					
发电耗煤(同比：%)	-12.7	-20.0	-19.7	-12.6	5.8
高炉开工率(%)	68.1	64.8	62.9	66.7	66.0
水泥价格涨幅(%)	-3.7	-4.9	-2.9	-0.7	4.3
螺纹钢价格涨幅(%)	-0.4	-2.5	-3.0	-3.0	-1.5
上游					
原油价格涨幅(%)	-39.0	-42.5	-12.7	-5.2	6.4
铁矿石价格涨幅(%)	-4.2	2.3	-7.7	3.5	6.2
铜价涨幅(%)	-3.3	-8.9	-6.0	-0.2	3.5
价格					
蔬菜价格涨幅(%)	-9.7	-13.8	14.2	9.7	15.8
猪肉价格涨幅(%)	-5.8	-4.2	7.4	6.7	-7.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

一、国内经济

重点变化一：房地产销售延续回升之势，土地成交增速转正。4 月以来，30 个大中城市商品房销售同比增速为-25.9%，延续 3 月以来的回升之势；土地成交同比为 1.4%，结束了连续三个月的负增长；虽然土地溢价率略有回落，但是高于去年下半年的平均水平，整体上可能仍会呈现全年“前高后低”的趋势。年初以来，房销受疫情影响呈现深“V”走势。加上长期房贷利率有望继续小幅下行，有益于房地产的刚需释放和换房需求上升，短期内销售增速有望延续回升之势。但是，从更长的视角看，房地产销售是顺周期行为，在“房住不炒”和宏观经济下行的大势下，房地产销售增速难以大幅走高。

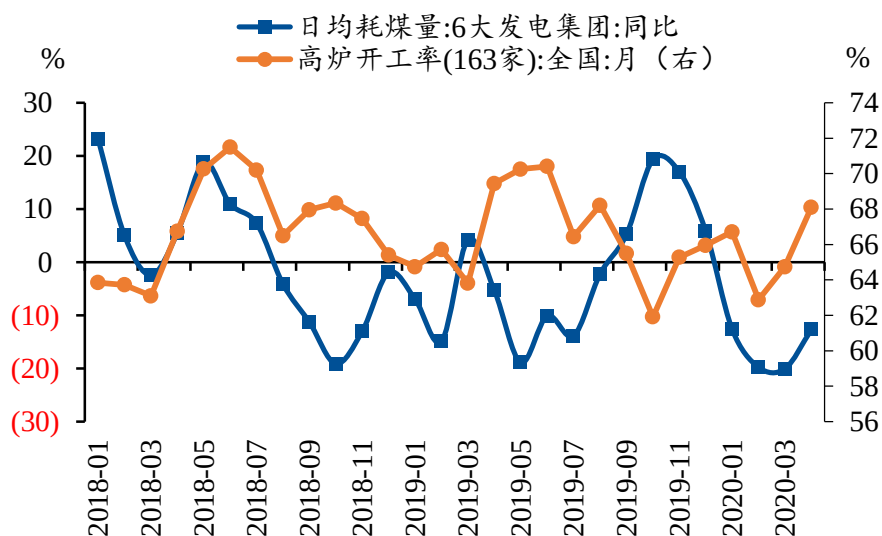
图 1：4 月房销增速虽有放缓，但短期内有望延续回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

重点变化二：工业生产继续改善，建筑材料价格降幅收窄。4 月以来，6 大发电集团日均耗煤量同比继续回升，降幅收窄至 -25.9%；高炉开工率提升至 68.1%。从重点企业的粗钢产量和钢材价格可以看出，得益于房地产和基建投资的修复，建筑材料的需求回升对工业生产提供了一定的支撑。但是，油价和铜价的颓势说明全球经济前景仍不容乐观。PPI 作为全球变量，二季度大幅通缩的压力较大，而且不易受内需影响。从目前国内政策形势来看，强刺激的政策信号不强，加强内需消费和依赖基建托底可能难以在短期内改善制造业的景气度，尤其是基建投资周期较长。或许，这一轮的制造业投资回暖需要依赖发达国家尽早走出疫情困局并实施强有力的刺激政策来拉动。

图 2：4 月工业生产高频指标继续改善

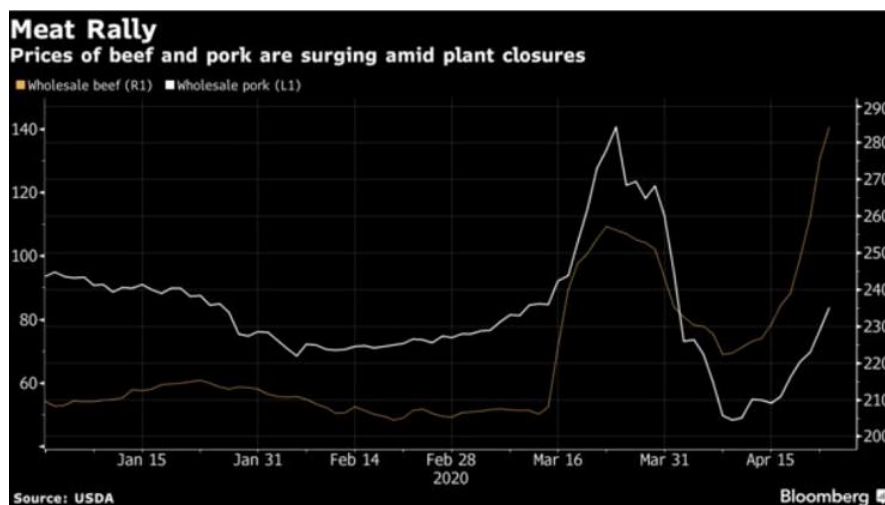


资料来源：Wind，民生证券研究院

重点变化三：食品价格继续下跌，警惕二季度全球肉价上涨。4 月以来，蔬菜价格环

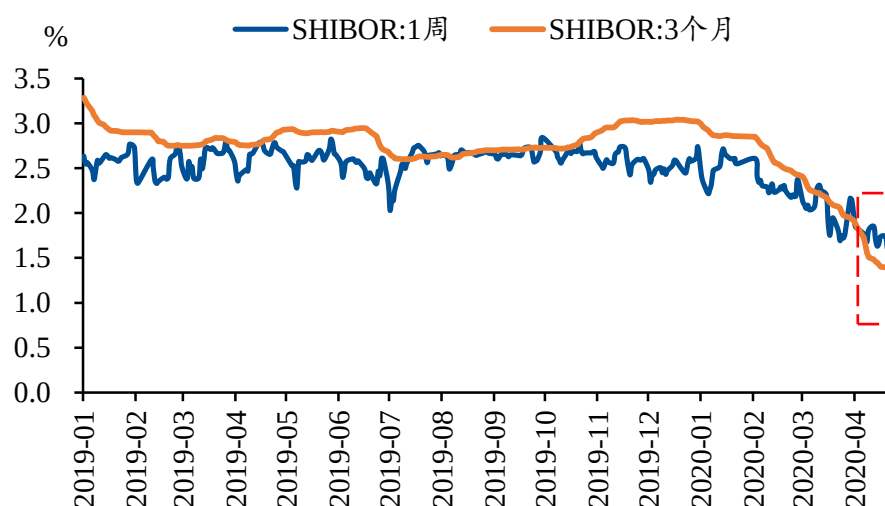
比降幅收窄，绝对价格基本与去年持平；猪肉价格在中央猪肉投放下进一步下行。4月以来，美国近三分之一的肉类加工厂关闭，导致美国牛肉和猪肉价格快速上升（图3）。同样的事情发生在巴西和加拿大。根据彭博统计，美国、加拿大和巴西合计占全球肉类出口65%份额。据农业农村部畜牧兽医局局长杨振海表示，二季度猪肉供需还面临着生产基数低、进口不确定性增加、消费回升等三重因素叠加的压力，可能是这一轮猪周期最为困难的时期。不过，中央可能会继续投放猪肉稳定食品价格。4月以来，货币市场持续出现3月与单周 Shibor 利率倒挂，一年期利率也逐渐接近单周利率，反映市场对二季度乃至下半年持续降息的预期（图4）。

图3：4月美国肉类价格受加工厂关闭影响开始快速爬升



资料来源：美国农业部，Bloomberg，民生证券研究院

图4：4月 Shibor 利率出现持续倒挂，市场标价二季度利率会更低

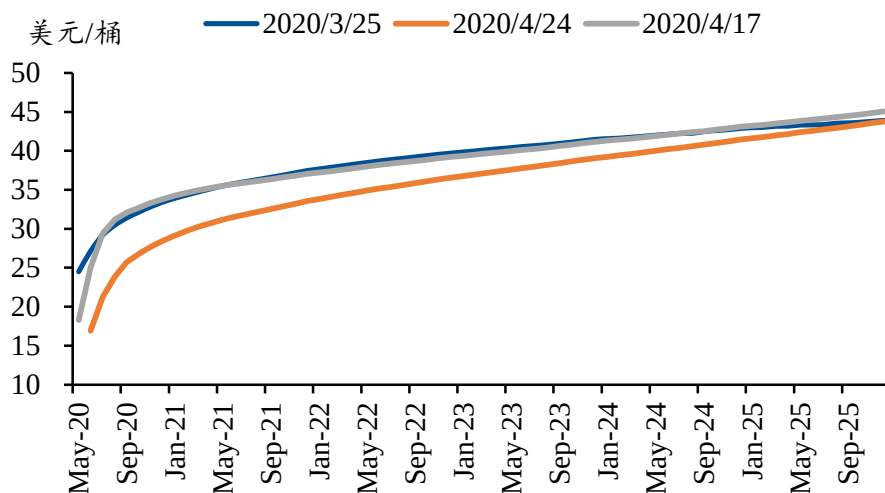


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、海外宏观

原油期货价格首现负值，库存压力急速上升。4月20日是原油价格历史上重要的一天，当日WTI期货（连续价）收至-37.6美元/桶，打破理论零值下限。虽然有交易层面的因素存在，但是背后的核心是需求急速收缩和缺乏物理需求的原油交割，最终导致尾盘“惊魂”20分钟出现。早前，OPEC+宣布达成在5月1日开始日均减产1000万桶，并且持续减产两个月，市场普遍认为减产力度无法改变原有供需失衡的状况。截至4月23日，EIA公布美国非战略石油库存升至5.19亿桶，过去4周合计增加近6400万桶原油库存。考虑EIA去年11月公布的非战略原油存储上限为6亿桶，库存空间已经十分有限。即便加上美国战略原油库存空间，在缺乏石油需求恢复的情况下，库存被填满的时间也仅是延后数周，从而导致WTI价格期限曲线在本周大幅下滑（图5）。下一个原油的重要观察点是5月5日的德州原油机构减产投票，当前的内部分歧仍较大。

图5：最新的WTI价格期限曲线显示二季度原油期望价格显著下降



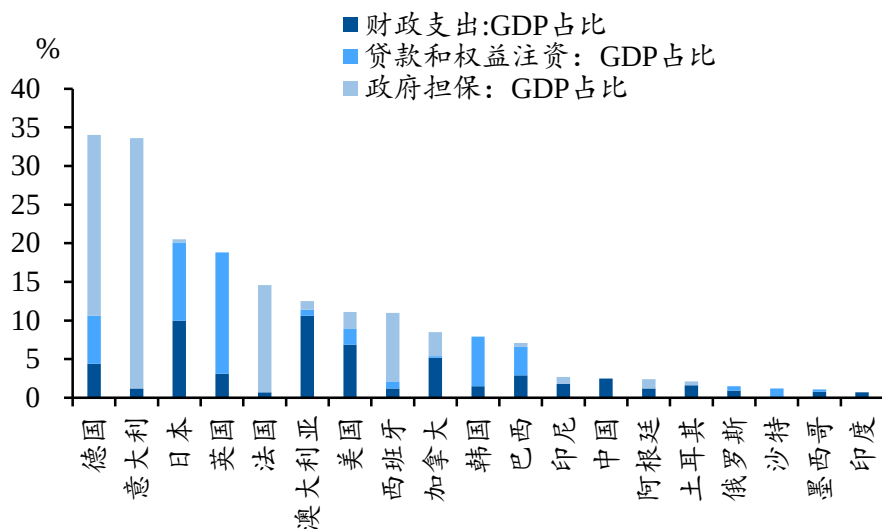
资料来源：Wind，民生证券研究院

美国国会再加4840亿元纾困资金，政治因素扰动下一轮纾困谈判。4月23日，美国国会众议院投票通过4840亿美元的救助法案，意味着美国投入的救助资金将高达近3万亿美元。在投票之前，众议长佩洛西接受彭博采访，表示下一轮的纾困目标必须考虑地方政府的财政问题，希望可以为地方政府争取5000亿美元的财政平衡资金。参议院议长麦康奈尔则宣传地方政府可以宣布破产来避免财政失衡。此举遭至民主党派州长的强烈反对，尤其是抗疫前线的纽约州长科莫。更早以前，科莫抨击美国政府的纾困资金分配不均，作为疫情最严重的纽约在资金救助上和中西部的人口小州一样。科莫表示，如果国家允许州政府破产，医疗、公共服务和教育系统将崩溃，破产的后果就是美国陷入分裂。下一轮针对地方政府的纾困谈判只会更加困难，将是象征民主党和共和党的理念斗争。值得注意的是，资源分配已经开始受到诟病，总统大选可能会使得纾困政治化。

财政支出呈现两极分化，中国不急于亮出底牌。由于新冠疫情主要冲击的是非银部门，发达国家对道德风险的担忧较上一轮金融危机显著下降。秉承着“要么大动作要么回家(gobig or go home)”的原则，G20发达国家的真实财政支出占GDP均超过10%，包含了资金

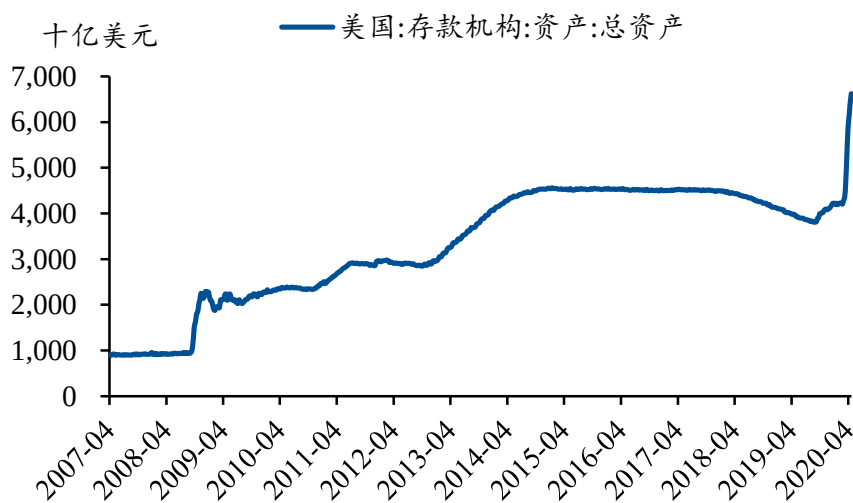
类支出、贷款和权益注资以及政府担保。相对的，发展中国家则较为谨慎，主要原因可能是担忧货币贬值带来的通胀冲击（图 6）。毕竟，美联储的央行货币互换并未考虑新兴经济体，稳汇率只能靠自己。当然，我国的情况更为特殊，财政支出需要由两会审核通过。

图 6：截至 4 月 8 日，IMF 统计显示财政支出呈现两极分化



资料来源：IMF，民生证券研究院

图 7：根据彭博调查显示，美联储资产规模预计升至 10 万亿美元



资料来源：Wind，民生证券研究院

下周三大央行的货币决议备受关注。财政政策的主要缺陷是谈判和妥协：欧洲存在南北国家的分歧；美国存在民主党和共和党的分歧。虽然货币政策的刺激效果可能已经大不如前，但是三大央行仍然扮演着“急先锋”的角色，竭力避免流动性危机和市场信心“自由落体”。根据彭博对经济学家的预测调查显示，欧央行可能在下周决议上增加 5000 亿欧元的资产购买计划，用来消化吸收大量国债发行的流动性冲击；日本央行可能采取无限量 QE，并将日均资产购买计划提高一倍。至于美联储，市场预计美国零利率将至少维持到 2023 年，资产购买计划则依赖财政的节奏，主要关注点是 FOMC 对经济前景的表述（图 7）。

参考 2009 年 FOMC 的会议纪要，如果美联储的悲观程度超市场预期，资本市场可能会沉浸在“美联储兜底”的喜悦中。目前，市场预计 4 月 FOMC 的表述与 3 月不会有较大区别。

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_5607

