

美联储 “All In”，大选进入两人对决

——高频数据观察（20200413）

宏观数据预测

2020年04月13日

报告摘要：

- **国内经济：房销低位震荡，三线城市压力较大；工业生产继续改善，重要原材料价格降幅收窄；食品价格继续下降，通缩压力可能开始显现**

4月以来，商品房销售增速低位震荡，土地成交量增速回升，溢价率下滑并低于去年同期水平。三线城市房地产前景较差，央行强调房地产政策稳预期的重要性。房地产终端需求的改善前景存疑。

4月日均耗煤和高炉开工率继续回升，但仍低于去年同期水平。螺纹钢、水泥、铜价和油价的降幅均有所收窄，反映经济预期可能正向复苏阶段转换。美国干预油价市场的效果正在显现，但是疫情大概率会使上半年油价处于疲软期。

4月蔬菜和猪肉价格的环比增速继续处于负区间。由于高失业率和外需异常疲软，收入效应作用下通缩压力恐会进一步加大。

- **海外热点：美联储 “All In”，大选进入两人对决**

美股单周录得1974年以来最好收益，三大股指涨幅均达到两位数。油价减产协议、疫情上升斜率放缓和美联储 “all in” 是三大主要因素。美联储再次打破先例，将在2.3万亿美元计划中购买风险资产，为市场解决了企业的生存问题。政策利好已经大致上 price in，市场将转向对经济和疫情的标价。美股可能将进入第二次探底回调。股市的另一个好消息是桑德斯退选，不管是特朗普还是拜登，华尔街均可接受。拜登需要加速筹集资金，拉近与特朗普的差距。

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11日更新)

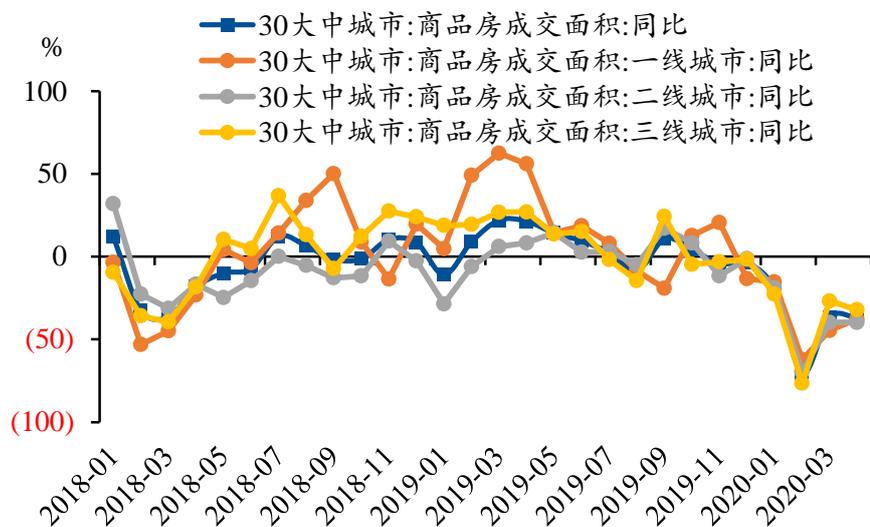
指标	4月以来	3月	2月	1月	12月
下游					
商品房销售(同比: %)	-36.9	-36.6	-70.6	-20.2	-3.7
土地成交(同比: %)	-7.9	-26.9	-23.4	-8.9	6.6
住宅用地成交溢价率(%)	11.1	18.1	9.3	12.6	8.6
汽车销售(%)	-	-36.0	-78.7	-21	-3.1
中游					
发电耗煤(同比: %)	-13.5	-20.0	-19.7	-12.6	5.8
高炉开工率(%)	67.5	64.8	62.9	66.7	66.0
水泥价格涨幅(%)	-3.2	-4.9	-2.9	-0.7	4.3
螺纹钢价格涨幅(%)	-1.0	-2.5	-3.0	-3.0	-1.5
上游					
原油价格涨幅(%)	-32.6	-42.5	-12.7	-5.2	6.4
铁矿石价格涨幅(%)	-5.3	2.3	-7.7	3.5	6.2
铜价涨幅(%)	-5.3	-8.9	-6.0	-0.2	3.5
价格					
蔬菜价格涨幅(%)	-8.3	-13.8	14.2	9.7	15.8
猪肉价格涨幅(%)	-4.5	-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: 房地产销售增速低位震荡, 三线城市再次恶化。4月以来, 30个大中城市商品房销售同比增速为-36.9%, 与3月增速基本持平; 土地成交同比为-7.9%, 主要来自二线城市土地成交反弹。对比去年4月的“小阳春”, 土地溢价率再次回落, 说明房地产前景并未显著改善。4月, 三线城市房销增速再次大幅回落, 土地成交亦是如此。过去, 开放商认为三四线城市机会多, 后来发现不是这样的。区域分化差距可能会进一步加大, 房企不再盲目进军三线城市。政策方面, 央行4月10日再次强调稳定房地产预期尤其重要, 房地产行业特点是资本密集型行业, 而且周期很长, 央行一直非常注重政策的稳定性、连续性和一致性。市场方面因素, 企业短期融资在央行和政府帮助下有所改善, 但是终端需求仍存疑问: 即便取消限购, 高失业率和高居民杠杆双重压力下, 会有多少主动需求被释放?

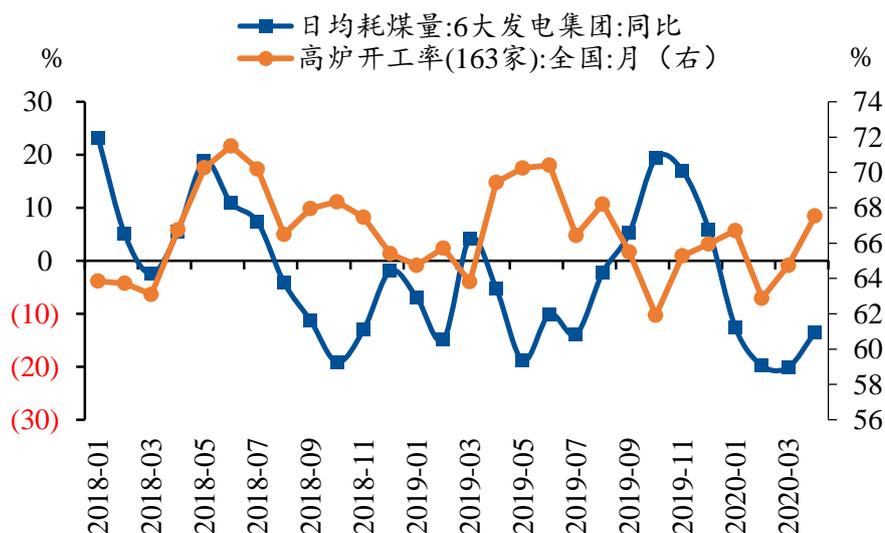
图 1：4 月房销增速低位震荡，三线城市再次回落



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，重要原材料价格降幅收窄。4月以来，6大发电集团日均耗煤量同比增速继续改善，降幅收窄至-13.5%；高炉开工率提升至67.5%。虽然工业高频指标连续4个月低于去年同期水平，但是工业生产改善的趋势不变。价格方面，重要原材料价格的环比降幅均有所收窄，包括建筑系的螺纹钢和水泥价格，制造系的铜价和能源类的油价，说明经济预期可能正在向复苏阶段转换。其中，本周OPEC+和非OPEC产油国达成协议。美国做出重大妥协，将帮助墨西哥完成减产任务，进一步促进重要产油国达成两个月期限的1000万桶/日减产计划。但是，油价在上半年疲软的趋势恐难发生重大改变。随着印度开始实施疫情防控政策，石油需求仍在快速下降。

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，收入效应可能加剧通缩压力。4月以来，在交通运

输恢复和猪肉投放的影响下，蔬菜价格和猪肉价格进一步下降。在供给端改善后，需求端可能是影响未来一段时间内价格走势的主要因素。考虑到目前高失业率和外需异常疲软，居民总收入将有所下降，加上储蓄持续消耗，导致消费支出也会相应减少。需要注意的是，需求冲击是不对称的。通缩压力上升的主要原因是中低收入者的消费受到抑制，而且这部分消费者可能在整体中占比不小。目前，我国尚未有像美国一样针对中低收入者补助的措施出台，未来应会有针对性政策出台。

二、海外宏观

美联储公布 2.3 万亿美元贷款和资产购买计划，垃圾债是最大亮点。本周四晚，美联储在失业金人数公布之前宣布 2.3 万亿美元计划的细节，“all in”信号进一步释放（表 1）。其中，PPP 贷款便利项目扩企业范围，由原先的中小企业提高至 1 万人以下企业；市政债购买计划几乎包含任何需要援助的地方政府；债券购买计划则包含了 CLO（可以含有杠杆贷款），CMBS 和垃圾债。《美联储法案》第 13 条 3 节授权美联储在危机时可以无限释放流动性支持，前提是国会和财政部提供保证金。值得注意的是，该法案条例涵盖了所有居民和企业部门。美联储将购买 3 月 22 日以后被降级企业的债券，说明美联储将不惜一切代价将实体经济维持在疫情爆发之前的状况。参考同日的 BOE 直接贷款给英国财政部，财政政策和货币政策可能已经进入一个新的时代。

表 2：2.3 万亿美元的组成和细节

名称	范围	重点
薪资保护项目贷款便利 (PPPLF)	10000 人以下或者年收入在 25 亿美元以下的企业， 银行 PPP 贷款的风险加权重为零，不计入风险考核。	(1) 主要用于保留员工，限制分红和回购等；(2) 750 亿美元财政保证金，总计 6000 亿美元贷款额度；(3) 4 年期贷款，可免可展期，无费用；(4) 风险共担，银行 5%，美联储 95% ；(5) 购买日期截止日 9 月 30 日 ，视情况决定是否延期
结构化资产担保证券贷款便利 (TALF)	非成型 ABS，包含汽车贷款、学生贷款、消费贷款、 杠杆贷款、部分 CLO 和 CMBS 等。	(1) 财政保证金 100 亿美元，总计 1000 亿美元；(2) 随风险度上升提高质押保证金，杠杆贷款 haircut 最高 20%；(3) 购买 CLO 和 CMBS 等于 bail out 风投 ；(4) 购买日期截止日 9 月 30 日 ，视情况决定是否延期
企业债券一级或二级市场信贷便利 (PMCCF, SMCCF)	投资级别企业和 3 月 22 日以后被降级的 垃圾评级企业。	(1) 750 亿美元保证金，总计 7500 亿美元；(2) 4 年期以内企业债券；(3) 购买量不得超过该企业债券总额的 25% ；(4) 购买日期截止日 9 月 30 日 ，视情况决定是否延期。
市政流动便利 (MLF)	任何级别的地区政府均可参加，需要发行 税收预期票据、收入预期票据等。	(1) 350 亿美元财政保证金，总计 5000 亿美元；(2) 期限不得超过 24 个月；(3) 不得超过该地区收入的 20%；(4) 购买日期截止日 9 月 30 日 ，视情况决定是否延期

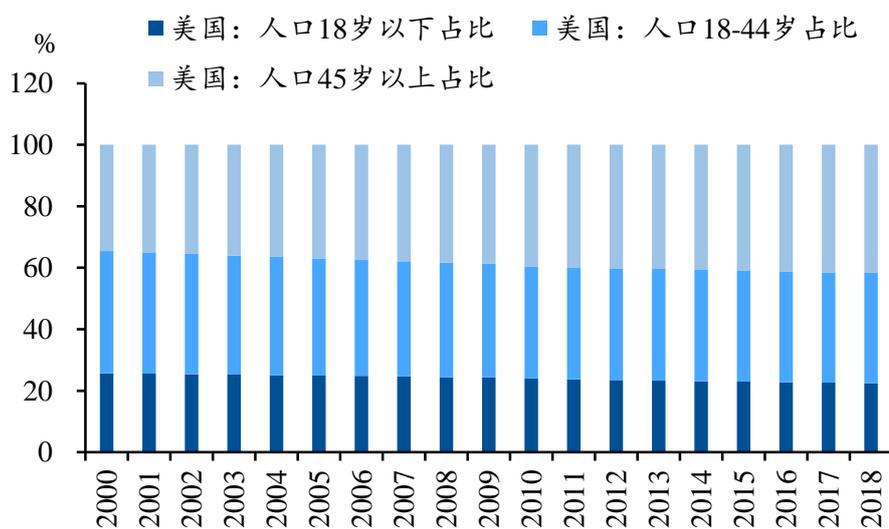
资料来源：FED，民生证券研究院

鲍威尔无惧通胀威胁，财政政策需要更加主动有为。本周四晚 10 点，鲍威尔接受布鲁金斯研究所的采访，释放出四点重要信息：(1) 零利率和 QE 等宽松政策将持续到经济明显复苏；(2) 高通胀不足为惧，通胀疲软是当前和未来需要解决的难题；(3) 财政要更加积极主动，美联储将提供一切需要的帮助；(4) 无法预计经济走势，重启经济的前提是

疫情完全可控。鲍威尔回避了潜在资产泡沫的问题，再次强调美联储在法律允许下可以无限扩张资产负债表。由于此次经济衰退的“元凶”是公共卫生安全事件，国会的效率远超金融危机时期的表现。民主党控制的众议院拒绝了 2500 亿美元的 PPP 加强计划，认为金额太少，希望扩大两倍至 5000 亿美元。由于失业人数超预期，民主党希望进一步加强失业金系统，并且提供更多贷款给医疗系统。任何进入 PPP 项目的资金将由美联储以 10:1 杠杆进行“直升机撒钱”。

美联储可能“希望”产生资产泡沫，老年化和失业率将压制货币扩张下的通胀率。通胀率可能无法大幅提升的原因有两点：（1）美国老年化过程仍在继续，DC 养老金规模在 2012 年超过 DB 养老金，说明老年人的财富与股市息息相关（图 3）。鲍威尔表示 2009 年推出 QE 时也有对高通胀的担忧，但是 PCE 长期低于 2% 目标值。（2）消费欲望最强的年轻人更容易失业，根据美国劳工局 3 月数据显示，25 岁以下的失业率涨幅超过 2 个百分点，25 岁以上的失业率仅上升 0.6 个百分点。短期内，美联储必须解决高失业率问题，并且通缩的可能性更高。

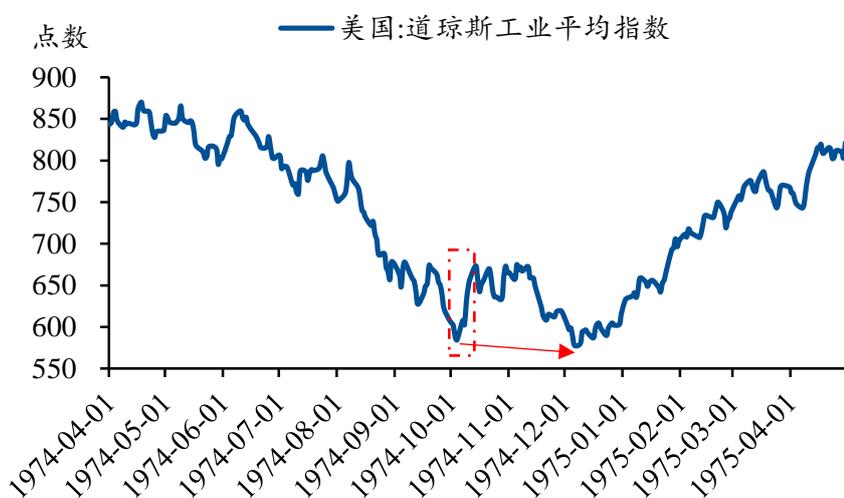
图 3：美国老年人口占比逐渐上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

美联储兜底信号明显，美股可能仍要大幅回调。目前来看，美联储已经基本上解决了市场流动性问题和企业生存问题。叠加原油减产协议和桑德斯退出大选，美股录得 1974 年以来单周最好回报记录。下一步，市场将关注经济 and 疫情的发展，这些都不是美联储可以解决的问题。1974 年 10 月第二周，道琼斯指数单周录得 12.6% 的回报率。之后，经过两个月的调整，道琼斯指数才正式触底（图 4）。另一个相似的例子是在 2008 年 10 月，美联储联合全球央行承诺加大流动性投放，道琼斯指数在三周内上涨约 14%。之后，美股一路震荡直到 2009 年 3 月触底。今时不同往日，政策底牌几乎一次性打光，解决了生存问题。但是，美国 10 年期国债的收益率仍徘徊在历史底部，避险情绪并未显著改善。糟糕的经济数据和疫情的长尾效应可能导致美股第二次探底。

图 4：1974 年 10 月道琼斯指数录得单周最好收益率，之后二次探底



资料来源：Wind，民生证券研究院

桑德斯退出大选，拜登需要解决选举资金不足的问题。在拜登多次建议桑德斯“投降”之后，桑德斯于 4 月 9 日宣布退出大选，但并未对是否支持拜登做出声明。桑德斯的全民医保、富人征税和“绿色新政”等政策建议颇受年轻人的欢迎。如果拜登无法拉拢桑德斯，年轻选民甚至会因厌恶民主党而将选票投给特朗普。另一方面，选举也是一场比拼资金的比赛。大量的广告投放和人力投入需要资金支撑。根据彭博统计，截止 2 月底，特朗普已经筹得 2.25 亿美元；拜登和民主党仅有 2620 万美元的现金。考虑到特朗普无需花费大量资金在初选人竞选上，拜登和民主党需要快速筹集资金。

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_5900

