

全球财政政策逐渐加码

——高频数据观察（20200330）

宏观数据预测

2020 年 03 月 30 日

报告摘要：

- **国内经济：房销逐渐回升，海外融资“雪崩”；国际油价和铜价大幅下跌，全球经济前景较为悲观；**

3 月以来，商品房销售增速回升，土地成交量增速大幅下降，溢价率回升但仍低于去年同期水平。房企海外发债大幅下降，政治局会议未提房地产政策。

3 月国际原油价格与铜价双双大幅下跌，全球经济前景较为悲观。铜价转折点为 3 月 11 日，美国多个州加入“封城”队伍。海外机构预测油价 4 月份可能低于 20 美元/桶。

3 月发电耗煤和高炉开工率稳定回升。由于去年同期高基数，工业生产增速转正可能需等到二季度。鉴于 1-2 月经济数据，一季度 GDP 增速大概率落入负区间。

- **海外热点：美联储以创纪录速度购买资产，全球财政刺激力度超前**

美联储过去两周购买了近一万亿美元资产，大约为金融危机三个月的购买量。为节约时间，美联储将雇佣专业机构协助管理直接贷款和企业债券购买。在通过 2 万亿美元纾困计划后，国会众议院议长表示后续还有补充和经济恢复计划。德国议会授予政府紧急状况权力，正式解除“黑零”政策，欧盟财政刺激扫除部分障碍。G20 提到正在向全球注入 5 万亿美元维护经济，中国分担 3441 亿美元。我国经济恢复计划需要等到两会批准。

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（3 月 28 日更新）

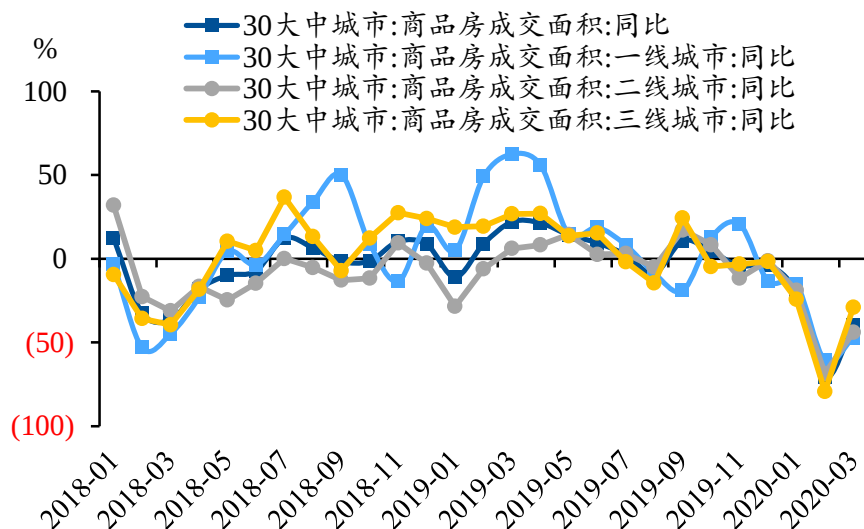
指标	3 月以来	2 月	1 月	12 月	11 月
下游					
商品房销售(同比：%)	-39.9	-70.6	-20.2	-3.7	-4.3
土地成交(同比：%)	-40.1	-28.4	-52.0	17.3	3.4
住宅用地成交溢价率(%)	17.3	9.3	12.6	8.6	8.8
汽车销售(%)	-45	-78.7	-21	-3.1	-4.6
中游					
发电耗煤(同比：%)	-20.2	-19.8	-12.6	5.8	17.0
高炉开工率(%)	64.8	62.9	66.7	66.0	65.3
水泥价格涨幅(%)	-4.7	-2.9	-0.7	4.3	4.9
螺纹钢价格涨幅(%)	-2.5	-3.0	-3.0	-1.5	3.8
上游					
原油价格涨幅(%)	-38.8	-12.7	-5.3	6.0	6.4
铁矿石价格涨幅(%)	2.4	-6.5	1.0	8.1	-5.5
铜价涨幅(%)	-7.8	-6.0	-0.2	3.5	2.0
价格					
蔬菜价格涨幅(%)	-13.1	14.2	9.7	15.8	3.8
猪肉价格涨幅(%)	-4.0	7.4	6.7	-7.6	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院

一、国内经济

重点变化一：房地产销售逐渐回暖，房企海外融资“雪崩”。3 月以来，30 个大中城市商品房销售同比增速为-39.9%，较 2 月增速回升明显；土地成交同比为-40.1%。虽然土地溢价率的环比增速有所回升，但仍低于去年同期水平。3 月，国外资本市场格外动荡，导致美元出现流动性紧缺，高收益房地产债券遭受抛售。根据 Wind 数据统计显示，3 月 1 日至 20 日，房企美元债累计发行额为 355.1 亿元人民币，仅为去年同期 41.3%。房企融资的主要来源之一是房地产销售。**3 月 27 日，中共中央政治局会议在北京召开，内容未含房地产政策信息。**不做具体表态，就留下了灵活调整的空间。我们也提出了“数据恶化-调控放松”的政策应对模式，房地产调控全国层面是否会出现明显放松，仍需观察疫情影响消退后房地产相关数据的走势而定。但在房地产调控全面落实因城施策的背景下，城市对于房地产调控的主导性得到提高，房地产调控将越来越灵活。

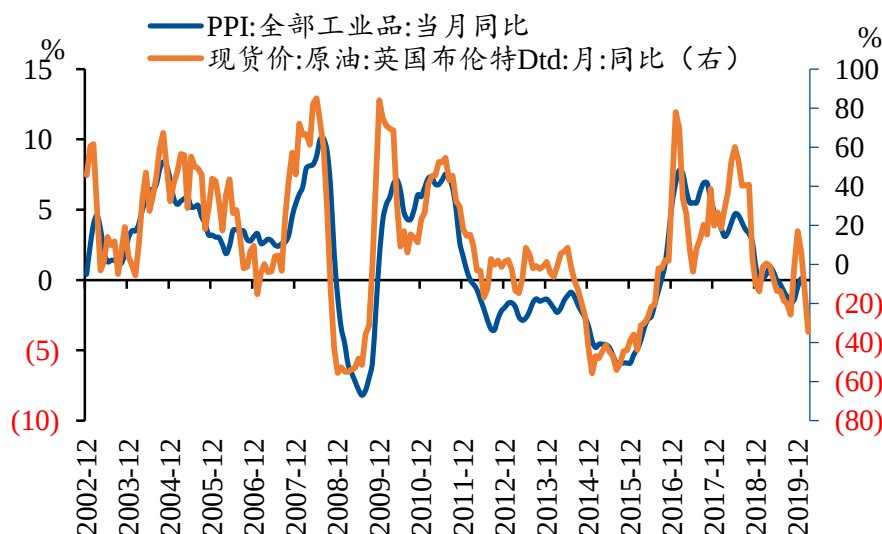
图 1：3 月房销增速反弹，三线城市在中下旬出现显著改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

重点变化二：国际原油价格和铜价均大幅下跌，全球经济前景较为悲观。三月以来，布伦特油价均值为 34.01 美元/桶，较上月大幅下降约 39 个百分点；LME 铜价均值为 5242 美元/吨，3 月 11 日以后出现断崖式下跌，反映全球经济前景不佳。高盛等海外机构纷纷表态，即便沙特和俄罗斯减产，油价伤害已经不可避免，全球原油库存处于历史高位，加上 4 月可能是今年需求最低时刻，NYMEX 油价可能跌至 20 美元/桶以下。LME 铜价在 3 月 11 日前一直支撑在 5600 美元/吨以上，主要原因是中国在疫情可控后加速推进复工复产，经济复苏迹象令人鼓舞。铜价转折点是美国各州逐渐加入“封城”队伍，导致美国经济自动进入衰退期。虽然原材料价格低迷有助于节约生产成本，但是外需异常疲软恐将拖累我国经济复苏。

图 2：油价的拐点也需看全球疫情拐点，PPI 下行压力大



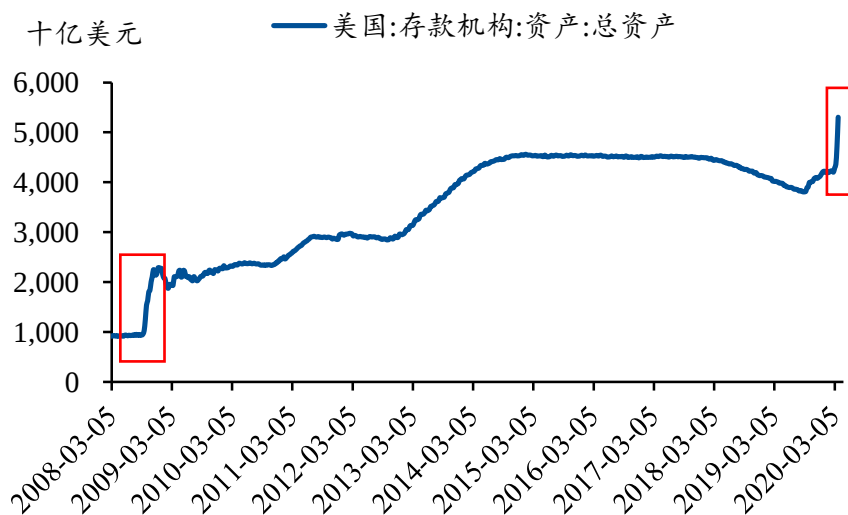
资料来源：Wind，民生证券研究院

重点变化三：发电耗煤和高炉开工率等数据显示生产还未全面复苏，一季度经济大概率进入收缩区间。3月以来，日均发电耗煤量和高炉开工率延续2月下旬的上升势头，但仍低于去年同期水平。考虑到去年3月的高基数，工业生产增速转正可能需等到二季度。三产正常化则滞后于二产复苏，加上1-2月经济数据大幅负增长，一季度GDP增速负增长是大概率事件。

二、海外宏观

美联储以创纪录速度扩表，誓要解决流动性问题。经历了2019年9月17日隔夜利率“暴动”后，美联储意识到金融市场存在流动性问题，可能会在危机时造成附带伤害(collateral damage)。因而，在此次危机苗头开始显现时，美联储以最大决心进行干预(go big and go fast)。过去两周，美联储一共购买了约一万亿美元的国债和MBS，资产负债表规模首次突破5万亿美元大关(图3)。从债券市场到票据市场，美联储成了最大的买家。以3个月商业票据-OIS来看，票据市场流动性有所改善，但是仍高于2008年高点，预计票据利差仍会随着美联储介入在4月份继续改善。另一边，ECB解除国债持有限制，导致欧元走强和欧元区国债利差逐渐缩小。

图3：美联储仅用两周就超越2008年3个月的购买量



资料来源：Wind，民生证券研究院

2万亿美元纾困计划获批，财政部与美联储联合救市。美国国会以立法缓慢而著称：2008年纾困华尔街法案一波三折就是典型的案例。从1.2万亿美元到2万亿美元，再到参议院全票通过和总统迅速签字，一共耗时不到十天，说明美国面临的经济状况非常严峻。美国法律规定，美联储不允许存在投资损失，所以财政部计划将2万亿美元中的4500亿美元作为保证金(backstop)，为美联储的4.5万亿美元贷款提供缓冲垫。为节约时间，美联储将雇佣专业机构管理资金运作，例如商业银行协助商业票据和贷款市场操作，公募基金和理财机构协助企业债券市场操作。目前，美联储仅购买投资级别债券ETF，高收益债券、杠杆贷款和CLO的下行压力仍未解除。

美国 2 万亿美元后还有恢复计划，欧洲财政政策迈出重要一步。国会众议院院长佩洛西在周六表示，后面仍会有多个法案出台，如果疫情持续到夏天，美国人民仍将能收到现金支票；疫情结束后还需出台恢复计划，民主党对基建计划颇有野心。欧洲财政的最大掣肘是德国的黑零政策，也就是财政收支平衡政策。本周三，德国议会授予政府紧急状况权力，允许无限制举债，暂停了 2013 年以来的“债务刹车”。同时，德国议会批准 1.1 万亿欧元的一揽子救助计划以保护经济。德国的态度转变无疑为南欧国家实施财政刺激政策解除了部分障碍，加上英国近乎慷慨的财政补助政策，全球赤字率无疑将大幅上升。

G20 正在向全球经济注入超过 5 万亿美元，中国分担 3441 亿美元。3 月 27 日晚，二十国集团领导人应对新冠肺炎特别峰会成功举行。会后发表了声明。声明指出，二十国集团正在向全球经济注入超过 5 万亿美元，以作为有针对性的财政政策、经济措施和担保计划的一部分，抵消大流行病对社会、经济和金融的影响。根据外交部发言人耿爽介绍，中国的财政货币政策合计约 3441 亿美元。在财政领域，中国国内各级财政已安排疫情防控资金超过 1210 亿元人民币，并将在今年新增减税降费超过 1 万亿元人民币，共约合 1593 亿美元。在金融领域，中国已向市场注入超过 1.3 万亿元人民币的流动性和再贷款再贴现等定向工具，约合 1848 亿美元。

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。

插图目录

图 1: 3 月房销增速反弹, 三线城市在中下旬出现显著改善	3
图 2: 油价的拐点也需看全球疫情拐点, PPI 下行压力大	3
图 3: 美联储仅用两周就超越 2008 年 3 个月的购买量	4

表格目录

表 1: 重点数据追踪 (3 月 28 日更新)	2
--------------------------------	---

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_6208

