

高基数下的弱反弹

——2020年3月宏观经济月报

行业点评

● 海外疫情愈演愈烈，美国无限量宽松缓解流动性紧张

海外疫情愈演愈烈，美国与西班牙确诊数据飙升。截至3月26日，海外累计确诊病例较2月末增长63倍。美国和西班牙确诊数据上升斜率陡峭，将各国累计确诊首次超过500例记为第一天，美国累计确诊超过5万例仅用17天，西班牙累计确诊超过5万例仅用20天，均快于国内所用的22天。

海外市场波动加剧，金融市场流动性一度偏紧，美国无限量宽松缓解流动性压力。3月2日-3月23日，美国三大股指跌幅均超过20%，沙特原油价格战导致油价暴跌，加剧了市场恐慌程度，VIX飙升并在3月16日创下收盘纪录新高。股市剧烈波动引发了金融市场流动性紧张，美元一度突破100，TED利差从3月2日的0.12%上升至3月23日的1.2%，股票、债券、黄金被无差别抛售。随着美国启用CPFF、PDCF、MMLF、互换利率、无限量QE、PMCCF、SMCCF等工具后，金融市场流动性压力缓解，截至3月26日，道琼斯指数自3月23日的低位上涨21.3%。

美国经济衰退预期上升，未来失业率或飙升。十年期美债收益率、铜金比创历史新低，反映美国经济衰退预期上升。美国3月21日当周首次失业救济申请人数达到历史新高的328.3万人。美国3月Markit服务业PMI从49.4%骤降至39.1%，美国非农就业中服务业占比超过80%，因此未来一段时间美国失业率或飙升。

● 3月高频数据观察：复工复产打开供给约束

3月以来，全国复工复产加速，除湖北等个别省份外，全国其他省（区、市）复工率均已超过90%，复工复产打开了供给约束，发电耗煤量等生产指标环比回升。需求恢复相对缓慢，截至3月26日，30大中城市商品房日均销售面积仅恢复近年同期均值水平的五成左右。3月前三周乘用车销量同比下降62%，降幅较2月同期（-91%）有所收窄，但仍处于历史极低水平。

● 3月经济数据预测：高基数下的弱反弹

随着国内疫情数据明显改善以及复工复产推进，供给约束被明显打开，需求恢复相对缓慢但好于1-2月，我们预计2020年3月经济数据环比大概率好于1-2月，但2019年3月生产、出口等经济数据处于偏高水平，当时市场还一度出现经济复苏的幻觉，高基数或将抑制2020年3月经济数据的反弹高度。综合来看，2020年一季度实际GDP可能出现负增长。

● 风险提示：海外疫情全面扩散；政策落实不及预期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：“黑天鹅”下的动荡开局——
2020年2月宏观经济月报
2020-3-1

目 录

1、海外疫情愈演愈烈，美国无限量宽松缓解流动性紧张.....	3
2、3月高频数据观察：复工复产打开供给约束.....	6
2.1、复工复产加速.....	6
2.2、生产端：生产指标环比回升.....	6
2.3、需求端：汽车与地产需求恢复偏缓.....	7
2.4、价格端：油价暴跌.....	8
2.5、资金面：央行定向降准，资金面宽松.....	8
3、3月经济数据预测：高基数下的弱反弹.....	9
3.1、工业增加值同比略有改善.....	9
3.2、投资、消费、出口同比增速上升幅度有限.....	10
3.3、CPI、PPI 同比增速回落.....	11
3.4、复工复产下信贷需求上升.....	12

图表目录

图 1：美国与西班牙累计确诊数据飙升.....	3
图 2：美国与西班牙新增确诊数据飙升.....	4
图 3：西班牙每百万人口死亡人数快速上升.....	4
图 4：海外股市表现（2020.3.2-3.23）.....	5
图 5：海外股市表现（2020.3.23-3.26）.....	5
图 6：TED 利差飙升.....	5
图 7：VIX 飙升.....	5
图 8：铜金比创历史新低.....	5
图 9：美国高收益债利差飙升.....	5
图 10：发电耗煤量向近年同期均值水平在靠近.....	6
图 11：主要生产指标环比回升.....	7
图 12：地产销量有所恢复，但仍然偏缓.....	7
图 13：乘用车零售同比降幅有所收窄，但仍处于历史极低水平.....	8
图 14：猪肉价格同比增速回落，原油价格同比增速大幅下降（%）.....	8
图 15：货币市场利率中枢下降（%）.....	9
图 16：3月工业增加值基数偏高.....	10
图 17：螺纹钢库存处于近年同期高位.....	11
图 18：水泥价格环比增速弱于近年同期水平.....	11
图 19：3月 PPI 环比增速或小幅回升（%）.....	12
图 20：政策支持下，企业融资环境没有明显恶化.....	12

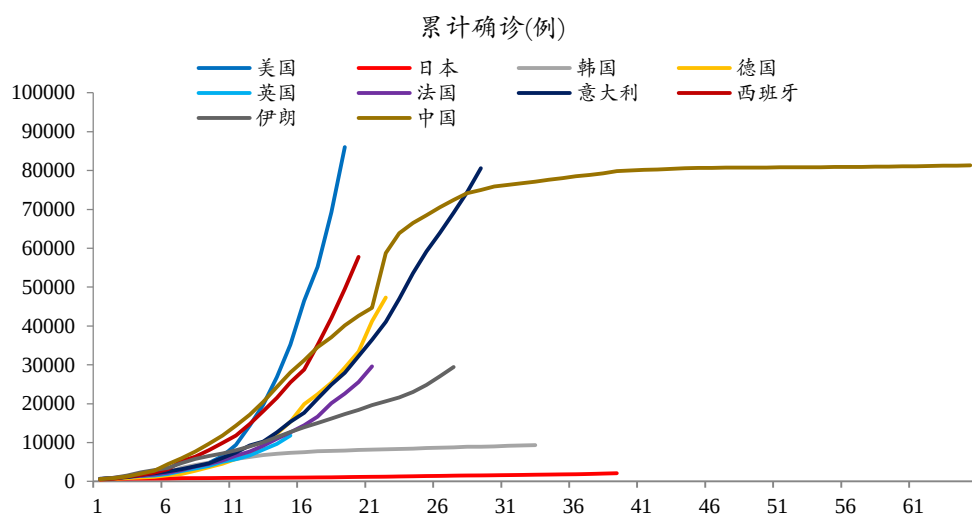
1、海外疫情愈演愈烈，美国无限量宽松缓解流动性紧张

海外疫情愈演愈烈，美国与西班牙确诊数据飙升。截至2020年3月26日，海外累计确诊病例453773例，较2月末的7061例增长63倍，其中，美国 and 西班牙确诊数据上升斜率陡峭，如果将各国累计确诊首次超过500例记为第一天，美国累计确诊超过5万例仅用17天，西班牙累计确诊超过5万例仅用20天，均快于国内累计确诊超过5万例所用的22天。截至2020年3月26日，西班牙每百万人口死亡人数达到93人左右，所用时间比武汉和意大利都要短。

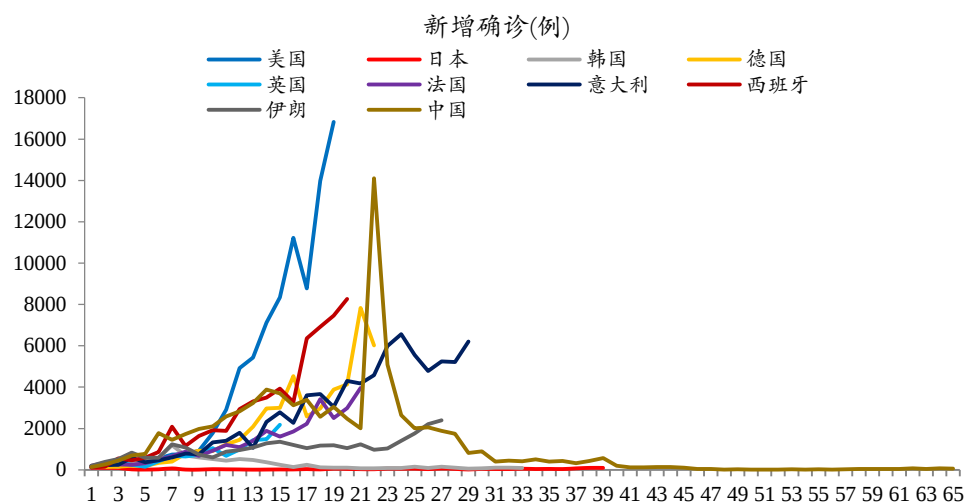
海外市场波动加剧，金融市场流动性一度偏紧，美国无限量宽松缓解流动性压力。2020年3月以来，海外市场波动剧烈，3月2日-3月23日，道琼斯、标普500、纳斯达克分别下跌30.4%、27.6%、23.4%。沙特原油价格战导致油价暴跌，加剧了市场对美国企业信用风险的担忧，美国高收益企业债利差从3月2日的4.97%上升至3月23日的10.87%。恐慌指数VIX飙升，3月16日VIX上涨42.99%，收报82.69，创下收盘纪录新高。股市的剧烈波动还引发了金融市场流动性紧张，美元流动性短缺，TED利差从3月2日的0.12%上升至3月23日的1.2%，股票、债券、黄金等资产被无差别抛售。随着美国启用CPFF、PDCF、MMLF、互换利率、无限量QE、PMCCF、SMCCF等政策后，金融市场流动性压力缓解，TED利差上升速度趋缓，高收益企业债利差高位回落，截至3月26日，道琼斯指数自3月23日的低位上涨21.3%。

美国经济衰退预期上升，未来失业率或飙升。十年期美债收益率、铜金比创历史新低，反映美国经济衰退预期上升，现美联储主席鲍威尔与前美联储主席伯南克都表示美国经济可能会陷入衰退。美国3月21日当周首次失业救济申请人数达328.3万人，远超市场预期的150万人，为有数据以来新高。美国各州纷纷进入公共场所封锁状态后，很多州的交通出行强度与餐厅订餐人数降幅超过80%，经济活动陷入半停摆状态，服务业受冲击巨大，美国3月Markit服务业PMI从49.4%骤降至39.1%，而服务业是带动美国就业的主力，美国非农就业中服务业占比超过80%，因此未来一段时间美国失业率或飙升。

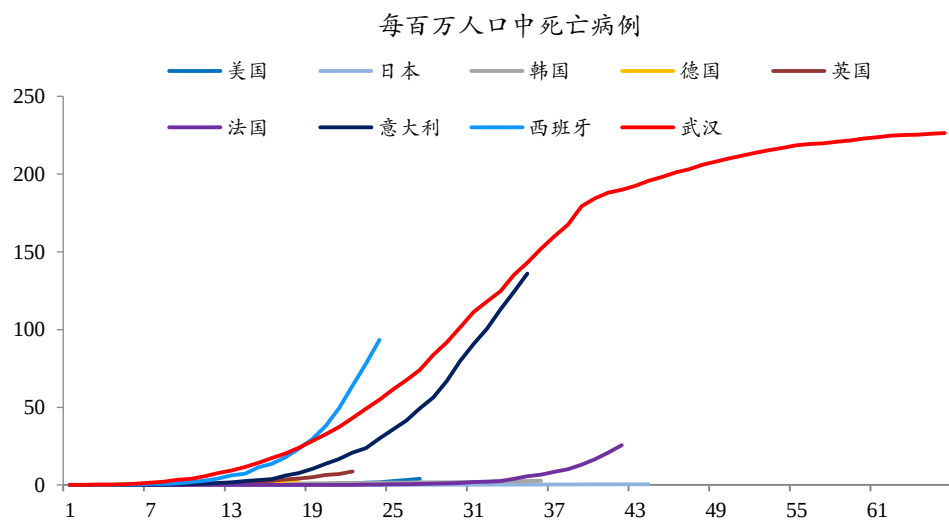
图1：美国与西班牙累计确诊数据飙升



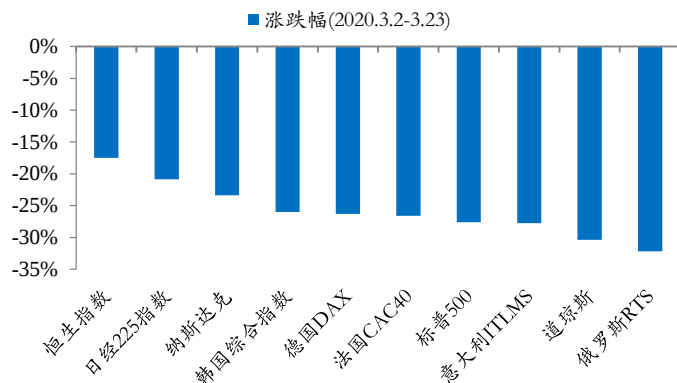
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：将各国累计确诊首次超过500例记为第一天，横轴单位为天

图2： 美国与西班牙新增确诊数据飙升

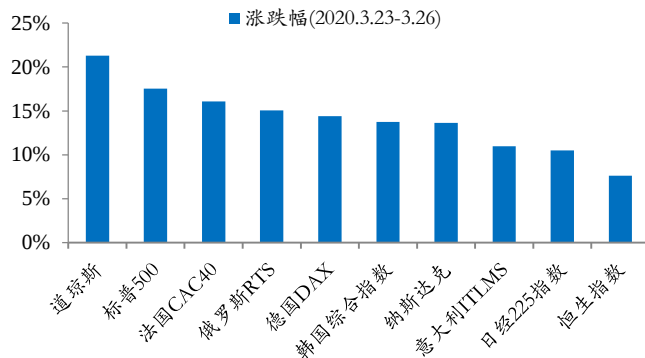
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：将各国累计确诊首次超过500例记为第一天，横轴单位为天

图3： 西班牙每百万人口死亡人数快速上升

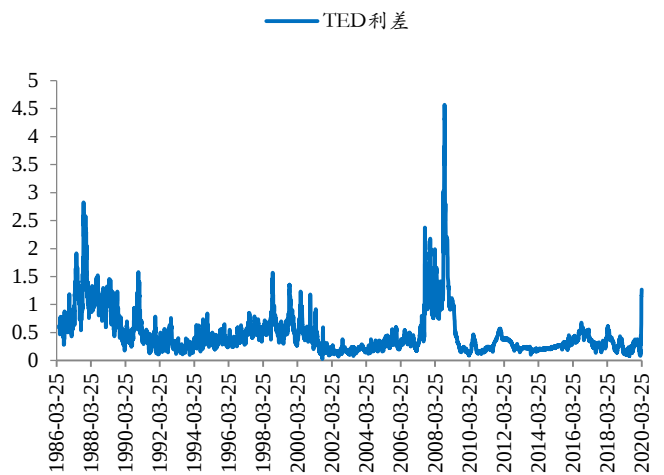
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：将各国首次出现死亡病例记为第一天，横轴单位为天

图4：海外股市表现 (2020.3.2-3.23)

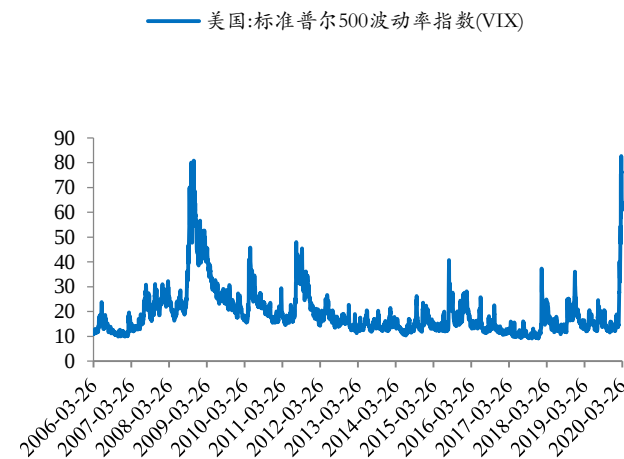
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：海外股市表现 (2020.3.23-3.26)

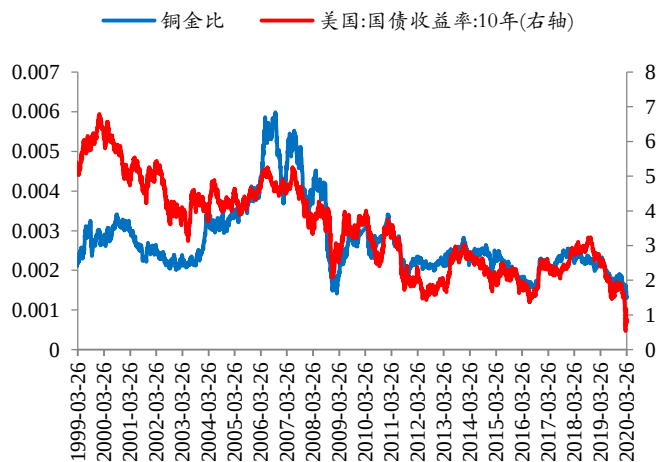
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：TED利差飙升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：VIX飙升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8：铜金比创历史新低

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9：美国高收益债利差飙升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、3月高频数据观察：复工复产打开供给约束

2.1、复工复产加速

3月以来，全国复工复产加速，发改委在3月17日举行例行新闻发布会上表示“全国规模以上工业企业复工率提高较快，除湖北等个别省份外，全国其他省（区、市）复工率均已超过90%，其中浙江、江苏、上海、山东、广西、重庆等已接近100%”。同时，截至3月20日，重点项目复工率为89.1%，分行业看，重大铁路项目已基本复工；重大公路、水运项目复工率为97%；机场项目复工率为87%；重大水利工程复工率为86%；重大能源项目已基本复工；重大外资项目已基本复工。中国汽车流通协会对全国31个省市汽车、二手车协会提供的1271家二手车市场及驻场商家复工情况的调查显示，截至3月23日，交易市场开市复工率达97.56%。驻场商家复工率为98%。

2.2、生产端：生产指标环比回升

生产指标环比回升。随着企业复工复产的加速，3月生产指标表现普遍好于2月，截至3月27日，发电耗煤量已回升至近年同期均值的八成水平，3月下旬以来，发电耗煤量已回升至近年同期均值九成水平，3月发电耗煤量环比增长33.6%，前值-35.7%；高炉开工率环比增长2.9%，前值-5.7%；汽车全钢胎、半钢胎开工率分别环比增长65.2%、137.5%，前值分别为-25.3%、-48.9%。

图10：发电耗煤量向近年同期均值水平在靠近

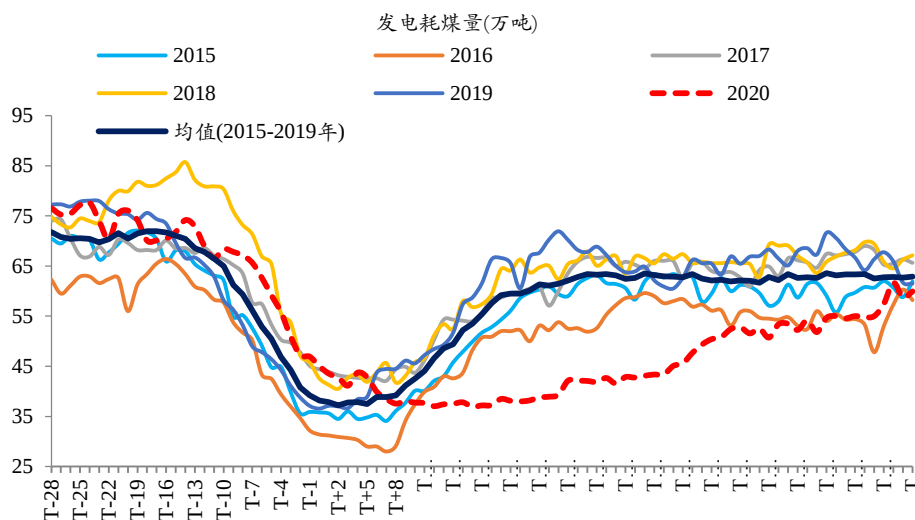
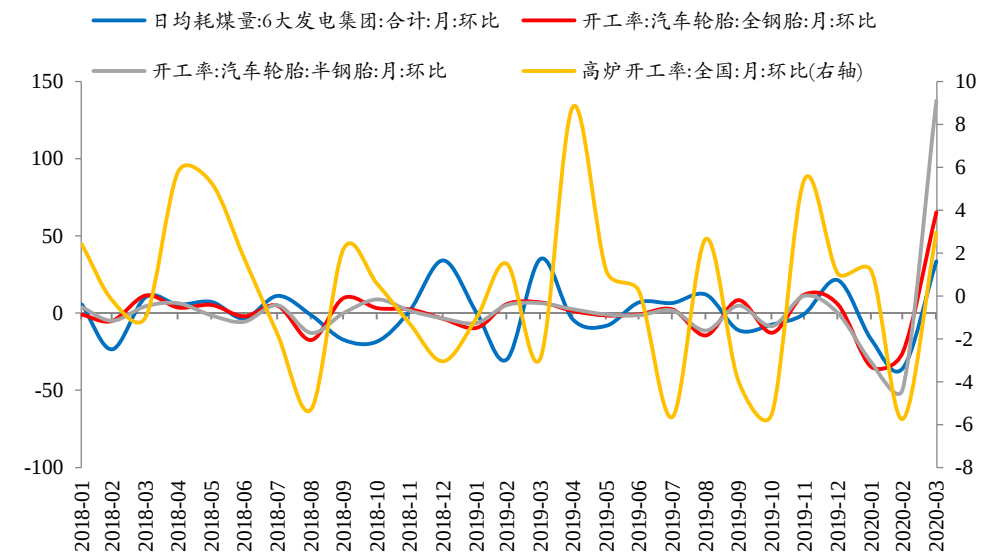
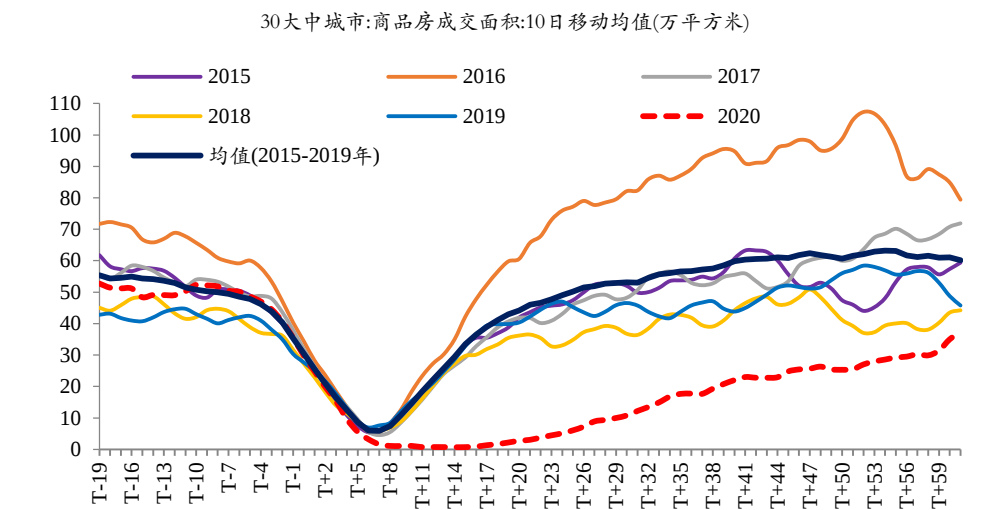


图11： 主要生产指标环比回升

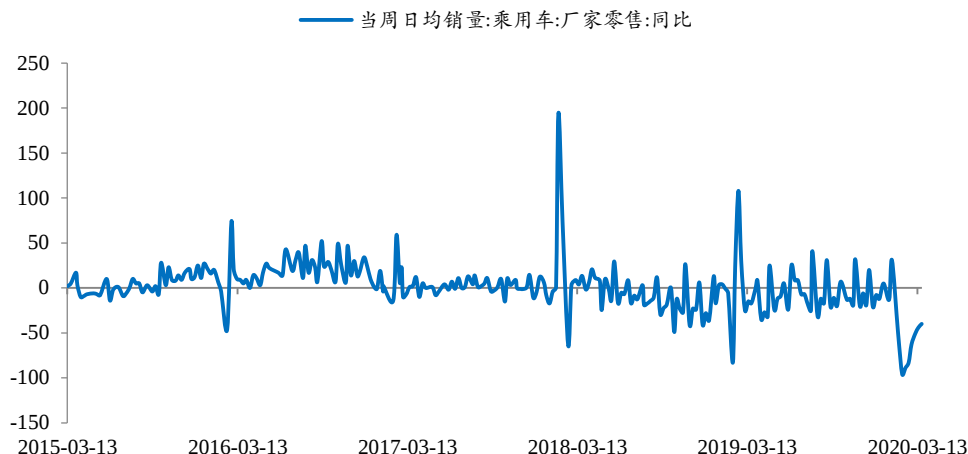
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、需求端：汽车与地产需求恢复偏缓

3月汽车与地产销量有所改善，但短期消费者仍心有余悸，汽车与地产需求恢复速度偏缓。截至3月26日，30大中城市商品房日均销售面积为26.9万平方米，仅恢复近年同期均值水平的五成左右。3月前三周乘用车销量同比下降62%，降幅较2月同期的（-91%）有所收窄，但仍处于历史极低水平。

图12： 地产销量有所恢复，但仍然偏缓

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：第T期为大年初一，横轴以天为单位

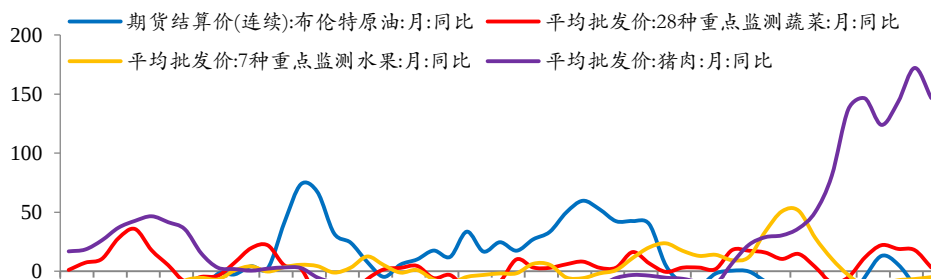
图13： 乘用车零售同比降幅有所收窄，但仍处于历史极低水平

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、价格端：油价暴跌

物价方面，截至2020年3月26日，3月蔬菜价格同比上涨3.1%，涨幅低于上月（17.9%）；水果价格同比下降4.9%，降幅较上月（-6.5%）收窄；猪肉价格同比上涨146.7%，涨幅较上月（172.1%）回落。

商品价格方面，截至2020年3月26日，3月布油价格同比下跌47.3%，较上月（-13.9%）明显回落；Comex铜价同比下跌17.9%，跌幅较上月（-9.6%）扩大；螺纹钢期货价同比下跌8.5%，跌幅较上月（-8.8%）收窄。

图14： 猪肉价格同比增速回落，原油价格同比增速大幅下降（%）

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_6243

