

# 理解近期大类资产走势

## 报告摘要

- **复工进度如何？**我们从四个层面梳理复工进度，认为截至2月21日，复工率约可达到50%左右，大中城市地产销售回到30%左右，不同性质、规模、行业的复工率存在差别。
- **经济政策向何处去？**2月21日中央政治局会议定下基调：积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用；稳健的货币政策要更加灵活适度。2月19日央行发布《2019年第四季度货币政策执行报告》，明确指出“银行要适当降低对短期利润增长的过高要求，向实体经济让利”，意味着目前推动LPR利率下行、而不动存款基准利率的方向会得到延续。2019年8月，国务院常务会议曾部署“推动实际利率水平明显降低”，叠加本次疫情冲击，预计货币政策将更扎实的落实此要求，进一步降息、降准的空间依然存在。
- **如何理解近期大类资产走势？**近期，新冠疫情亦开始向全球扩散，在此情况下，新兴市场国家降息步伐有加快态势，全球流动性宽松的预期显著增强。疫情冲击下的货币宽松，成为近期全球大类资产走势的主线。这对国内资本市场的影响体现在：1、货币政策有条件在降融资成本上走得更远。2、人民币汇率贬值压力有限。3、中国资本市场获得支撑。国内对于货币宽松的预期反映热烈，短期还看不到阻断这一市场逻辑的风险点，需要警惕的也许就是情绪的过度演绎，以及后续复工进度超预期、进而带动政策收敛的风险。

## 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

张璐

[lzhang@cebm.com.cn](mailto:lzhang@cebm.com.cn)

## 关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



## 目录

一、复工进度如何？ .....	3
二、经济政策向何处去？ .....	5
三、如何理解近期大类资产走势？ .....	6

## 图表目录

图表 1：本周新冠肺炎新增确诊病例继续走低.....	4
图表 2：重症病例连续四日净减少 .....	4
图表 3：发电煤耗量为去年同期的 60%.....	4
图表 4：百度迁徙规模指数翻倍 .....	4
图表 5：本周 30 城商品房成交面积回升至约 30%.....	4
图表 6：本周钢材社会库存突破历史新高.....	4
图表 7：本周主要复工信息梳理 .....	5
图表 8：2 月以来，中国流动性持续趋于宽松.....	7
图表 9：中美利差保持在高位.....	7
图表 10：疫情爆发以来人民币贬值幅度并不算大.....	7

## 一、复工进度如何？

上周全国疫情发展进一步放缓。全国新增确诊病例在波动中下降，2月22日，全国当日新增病例648例，湖北以外地区18例，相较于2月16日全国每日新增2050例、湖北以外117例，疫情发展显著放缓（图表1图表7）。同时，新增重症病例也显著减少，2月22日新增重症-509例，连续四日为负，病毒代际恶性程度是否有所下降尚不清楚，但至少随着防控水平和医疗设施跟进，疫情发展有明显缓和（图表2）。

我们从四个层面梳理复工进度，认为截至2月21日，复工率约可达到50%左右，大中城市地产销售回到30%左右，不同性质、规模、行业的复工率存在差别。

**1、六大发电集团煤耗量。**2月16日到21日，日均发电煤耗量从38.2万吨上升到42.13万吨，约为去年农历同期（2019年3月3日）的60%。考虑到电力消费中生活消费约占14%（2017年数据），那么到2月21日对应的商业复工率应在约53%左右。从发电煤耗回升的斜率来看，已经进入到与往年春节后相近的逐步复工状态。（图表3）

**2、百度迁徙规模指数。**上周全国迁徙规模指数温和回升，2月22日已较16日翻倍。尽管相比去年农历同期水平差距仍在50%以上，相比于春节前的迁徙规模还有很大差距，但考虑到商旅出差的停滞、学生返程尚未开启，可以认为复工逐步启动（图表4）。根据交通运输部的预测，2月底之前需返程的3亿农民工预计可返程约2亿（截至2月14日返程8000万人）。据此做线性推测，截至2月23日农民工返程率约为50.7%，并将在月底上升到66.7%。

**3、30大中城市房地产销售。**上周房地产销售也呈现出快速修复势头，30大中城市日均销售面积达到12.2万平方米，约为去年农历同期的30%，其中一二线城市销售回升势头更好（图表5）。地产销售的超长停滞给房企造成极大的现金流压力，据报道，2020年以来全国已有81家房地产相关企业破产清算，一些负债高的中小房企一边着手“线上复工”加大优惠吸引客源，同时寻找合适机会尽早安排融资。

**4、新闻梳理。**目前央企、大型企业、服务企业、上游行业及抗疫物资行业，复工率较高。央企复工率在86.4%，制造业500强在97.08%，大型连锁超市开业率在95%以上，便利店平均开业率在80%左右，中国邮政、顺丰和京东基本全部复工、其他主要快递企业整体复工率在66.7%，煤矿产能复产率70.2%，口罩产能利用率达到110%。沿海经济大省（市）规模以上工业企业复工率达到较高水平，到上周末，广东达82.2%、江苏达85%、上海达72%。

**汽车销售及百货零售回升有限。**据报道，在iPhone供应链中，苹果公司供应商的产能目前处于30%-50%左右。百货店、购物中心开业率在50%左右，客流只相当于平时的10%-15%。乘联会数据显示，2月上半月，国内乘用车厂家零售销量同比大跌92%，跌幅创历史最高纪录。中国汽车流通协会截至2月20日的调研显示，各省区市73家汽车经销商集团涉及4S店综合复工效率12.67%，其中员工复工率29.2%、销售效率7.4%、售后效率9.7%。

**高炉开工率在春节之后持续下降，**上周钢材社会库存已创下历史新高（图表6），高库存使得钢材价格承压，Myspic综合钢价指数跌至2017年7月以来最低。国内大部分钢材市场虽尚未启动，但按照目前的市场价测算，贸易商冬储的钢材基本处于浮亏状态，部分钢厂已逼近亏损的边缘。由于钢材等上游生产设备不宜关停，每年春节期间都会出现钢材累库现象，今年超长的复工周期，使得钢材库存过多过快累积，钢价承压，企业不得不降低产能利用率。（图表7）

图表 1: 本周新冠肺炎新增确诊病例继续走低



图表 2: 重症病例连续四日净减少

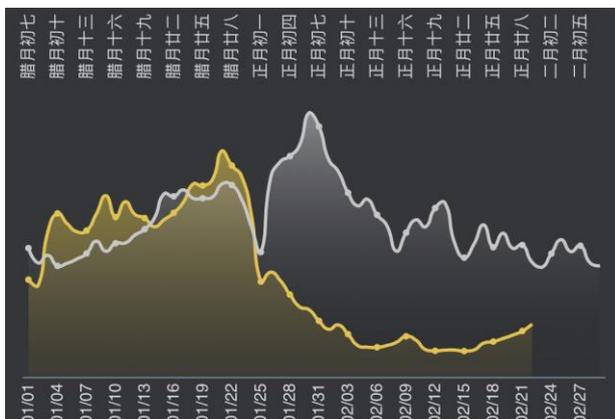


来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 3: 发电煤耗量为去年同期的 60%

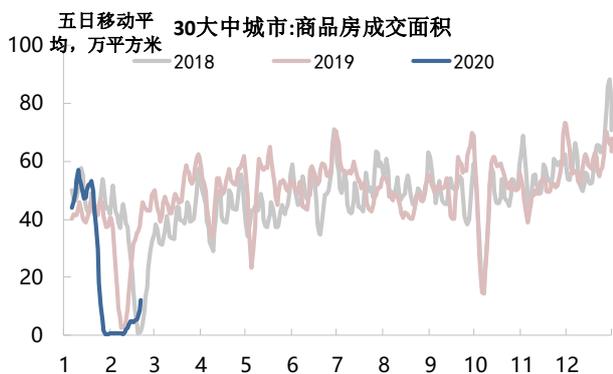


图表 4: 百度迁徙规模指数翻倍

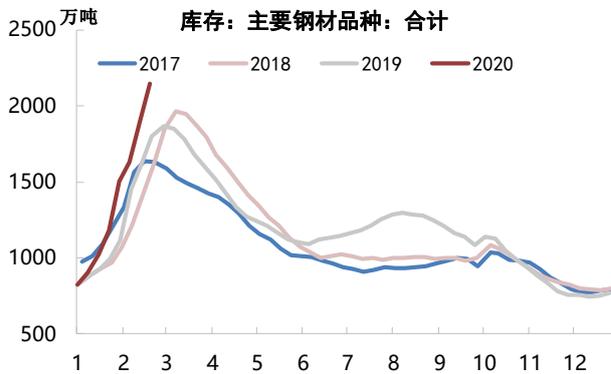


来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 5: 本周 30 城商品房成交面积回升至约 30%



图表 6: 本周钢材社会库存突破历史新高



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 7：本周主要复工信息梳理

复工信息梳理	国资委：截至2月20日，中央企业所属4.8万户子企业，复工率为86.4%，其中生产及对外经营性子企业2万余户，复工率为88.4%。石油石化、通讯、电网电力、交通运输等行业开工率超过50%，有的已达到100%。
	中国企业联合会：中国制造业500强企业复工复产率已达97.08%，产能利用率平均为58.98%。
	发改委：广东、江苏、上海等一些经济大省（市）规模以上工业企业复工率超过50%。
	消息人士透露，在iPhone供应链中，苹果公司供应商的产能目前处于30%-50%左右
	国家能源局：全国在产煤矿1274处；产能29.15亿吨/年；煤矿产能复产率70.2%，自2月1日统计以来首次突破70%。
	商务部：目前超市开业率持续保持高位，大型连锁超市开业率在95%以上；便利店截至2月20日平均开业率在80%左右；百货店、购物中心开业率相对较低，在50%左右，客流只相当于平时的10%-15%。
	商务部：1月23日至2月19日，9省市联保联供机制中8省市已经累计向湖北调运蔬果2.1万吨。目前，武汉市场蔬菜及肉类供应中，省外供应量约占50%。
	口罩最近几天产能一直在100%以上，口罩产能利用率达到110%
	上海市：外资企业正有序恢复生产经营，重点服务业企业复工率达到90%以上，重点制造业企业复工率约为70%，集成电路、生物医药等支柱性产业复工率超过80%。
	交通运输部：中国邮政、顺丰和京东基本全部复工，其他主要快递企业整体复工率达66.7%。
	交通运输部：截至2月20日，有26个省份恢复省际客运，30个省恢复省内道路客运；401个城市持续提供地面公交服务，78个地级市、90个县级市恢复地面公交运营。在已开通城市轨道交通的41个城市中，北上广深等33个城市仍在正常运营。
	交通运输部：1月10日至2月18日，春运40天，全国铁路、公路、水路、民航共发送旅客14.8亿人次，比去年同期下降50.3%，节后（1月29日至2月18日）共发送旅客2.6亿人次，同比下降84.3%。预计农民工返程客运量约为3亿人次，到2月底将累计返程约2亿人次，3月以后返程约1亿多人次。
	乘联会：2月上半月（2月1-16日），受新冠肺炎疫情的影响，国内乘用车厂家零售销量同比大跌92%，跌幅创历史最高纪录。
	中国汽车流通协会：截至2月20日16时，调研情况显示，各省区市73家汽车经销商集团涉及4S店共计4661家，综合复工效率12.67%。其中员工复工率29.2%、销售效率7.4%、售后效率9.7%。
2020年以来全国已有81家房地产相关企业破产清算。一些负债高的中小房企一边着手“线上复工”加大优惠吸引客源，同时寻找合适机会尽早安排融资。	
中国工程机械工业协会：1月纳入统计的25家主机制造企业，销售各类挖掘机产品9942台，同比降15.4%。国内市场销量7758台，同比降23.5%。出口销量2184台，同比涨35.3%。	

来源：Wind，莫尼塔研究

## 二、经济政策向何处去？

2月21日，中央政治局会议定下基调：积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用；稳健的货币政策要更加灵活适度。

2月18日，国务院常务会议确定了阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费。除湖北外各省份，从2月到6月可对中小微企业免征上述三项费用，从2月到4月可对大型企业减半征收；湖北省从2月到6月可对各类参保企业实行免征。6月底前，企业可申请缓缴住房公积金。此后，人社部称，阶段性减免三项社保费用预计总额在5000亿以上，2020年企业职工基本养老保险的基金中央调剂比例将提高到4%，进一步加大对困难地区的支持力度。医保局表示，目前职工基本医疗保险有能力支撑阶段性减半征收的措施，初步匡算，减征措施可为企业减负1500亿。此外，国家开发银行近日设立专项流动资金贷款，人民币总体额度1300亿元、外汇总体额度50亿美元，支持受新冠肺炎疫情疫情影响的企业尽快复工复产。截至2月20日，专项贷款已发放699亿元。与央行推出的3000亿再贷款相补充。

2月19日，央行发布《2019年第四季度货币政策执行报告》，也释放出货币政策进一步发力的信号。首先，对经济形势的判断是，经济下行压力仍然较大，物价形势总体可控；其次，仍然提到“紧扣全面建成小康社会目标任务和‘十三五’规划收官”，意味着货币政策势必加大逆周期调节；再次，特辟专栏论述如何“科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”，总量的一个界限是货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，并注重结构调整和完善LPR传导；最后，明确指出“银行要适当降低对短期利润增长的过高要求，向实体经济让利”，意味着目前推动LPR利率下行、而不动

存款基准利率的方向会得到延续。2019年8月，国务院常务会议曾部署“推动实际利率水平明显降低”，叠加本次疫情冲击，预计货币政策将更扎实的落实此要求，进一步降息、降准的空间依然存在。

### 三、如何理解近期大类资产走势？

近期，新冠疫情亦开始向全球扩散。截至2月22日，日本累计确诊771例、韩国确诊602例、新加坡89例、香港69例、欧洲120例、美国35例，疫情呈现向全球、尤其东亚国家发散的苗头。韩国新冠肺炎疫情预警已提升至最高级别。

在此情况下，新兴市场国家降息步伐有加快态势。上周印尼、土耳其央行分别降息25bp和50bp，2月以来已有菲律宾、泰国、巴西、俄罗斯、墨西哥等央行相继降息。加上中国央行的货币宽松，以及疫情对全球经济的打压，全球流动性宽松的预期显著增强。

疫情冲击下的货币宽松，成为近期全球大类资产走势的主线。2月以来，美元指数涨势如虹，上周一度逼近100关口，在疫情全球扩散，而美国受灾较轻的情况下，美元的避险属性得以增强。美国近期强劲的经济数据进一步为此提供了支撑。与之相反是日元，尽管2000年以来日元也表现出很强的避险属性，但本次日本受疫情冲击较重，尤其“钻石公主号”产生了很坏的印象，加之上调消费税后日本经济表现暗淡，导致日元成为被抛售的对象。上周日元对美元汇率下挫1.6%，冲破110.3，创去年5月以来最低。黄金加速冲上2013年2月以来最高，主要得益于暗淡经济前景下的全球流动性宽松预期。美债涨创2016年下半年以来最高，1月22日疫情以来，10年期美债收益率已累计下行32bp至1.46%，避险情绪下资金涌入美债。亚洲主要货币显著贬值，新西兰元、澳元、新台币、人民币及新加坡元尽数走贬。

这对国内资本市场的影响体现在：

1、货币政策有条件在降融资成本上走得更远。中国疫情从消费、产业链的角度，对新兴市场构成更大冲击，叠加近期疫情向日、韩、新的扩散，导致亚洲市场货币条件进一步走向宽松。在此情况下，中国货币政策也可以更加灵活（图表8）。

2、人民币汇率贬值压力有限。全球避险资金涌入，推动美债收益率更快下行；而中国受到积极的财政货币政策提振，债券收益率面临从低位回升。这种错位，对人民币汇率提供了较好的保护，截至2月21日，中美利差回升到140bp的高水平（图表9）。尤其是，从北向资金持续流入、外汇期权市场反映的贬值预期未蹿升来看，疫情并没有影响到外资对中国资产的信心。1月22日中国疫情爆发以来，人民币对美元汇率累计贬值1.72%，在主要货币当中幅度也并不算大。在强劲的美元指

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\\_7053](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7053)

