

2019年4月27日

宏观经济



市场对政策判断的分歧加大

——光大宏观十日谈 20190426

宏观动态

要点

我们观察了 3 个模拟政策不确定性的指数，其中有的近期创出新高，有的出现上升。不同群体对于政策和经济的理解和预期不一样，其中银行人士对政策走势可能最为敏感，而消费者对政策走势最不敏感。市场对政策走势把握程度的变化可能带来金融市场的波动。其他方面，地产销售保持较高增速，部分反映基数影响。受增值税降税扰动的影响，乘用车批发和零售分别在 3 月底和 4 月初增速较高，但 4 月第二、三周重归弱势。钢铁供需两旺，或反映地产和基建需求仍然较好，而电厂耗煤量则有所下降，4 月初至今同比下降 4.5%。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebscn.com

联系人

郑宇驰

021-52523807

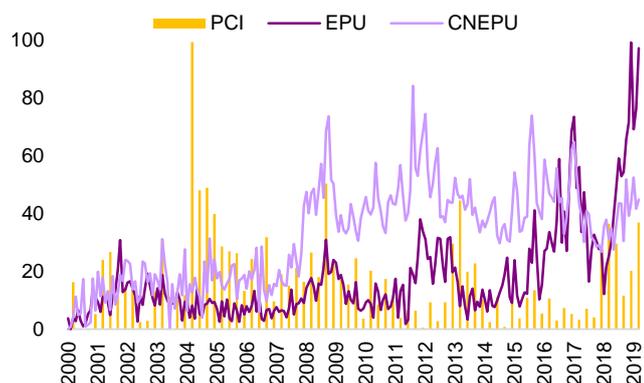
zhengyc@ebscn.com

1、对政策走势判断的分歧加大

比如，几个模拟政策不确定性的指数出现上升。除了市场预期偏离度、价格波动性等指标以外，通过新闻文本中特定关键词出现的频率来衡量政策不确定性的方法在近年来比较流行。比如，三个政策不确定性指数：EPU¹(Economic Policy Uncertainty)、CNEPU²(China Economic Policy Uncertainty)、PCI³(Policy Change Index)。

这三个指数各有特点，其中 EPU 衡量了《南华早报》(英文)的新闻报道中有关政策的关键词频率，CNEPU 利用类似的方法衡量了 10 种中文报纸中有关政策的关键词频率，PCI 则通过机器学习的方法，用《人民日报》中版面的变化来衡量中国的政策变化程度。EPU 在近期创出了新高，CNEPU 和 PCI 也有所上升，可能说明市场对政策走势判断的分歧加大(图 1)。从 CNEPU 的分项来看，由于 3 月两会召开，减税降费超预期，使得财政政策不确定性由 2 月的 119 上升到了 3 月的 209，是 3 月政策不确定性上升的主要因素(图 2)。

图 1：政策不确定性指数



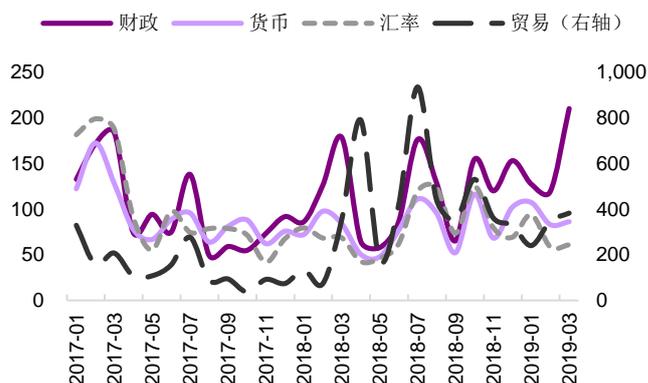
注：数据截至 2019 年 3 月，标准化为 0-100

资料来源：Baker, Scott R., Nicholas Bloom, and Steven J. Davis. "Measuring economic policy uncertainty." The quarterly journal of economics 131.4 (2016): 1593-1636.

Yun Huang and Paul Luk, "Measuring Economic Policy Uncertainty in China."

Chan, Julian TszKin, and Weifeng Zhong. "Reading China: Predicting policy change with machine learning." (2018).

图 2：分项政策不确定性 (CNEPU)



注：数据截至 2019 年 3 月。

资料来源：Yun Huang and Paul Luk, "Measuring Economic Policy Uncertainty in China."

市场对政策走势的分歧可能会带来金融市场的波动。有研究发现，政策不确定性会提升股票的波动率和相关性，尤其是在经济较弱时⁴。而从中国的实际情况来看，EPU 与股票波动率指数在某些时段确实有一定的正相关性(图 3)。

¹ Baker, Scott R., Nicholas Bloom, and Steven J. Davis. "Measuring economic policy uncertainty." The quarterly journal of economics 131.4 (2016): 1593-1636.

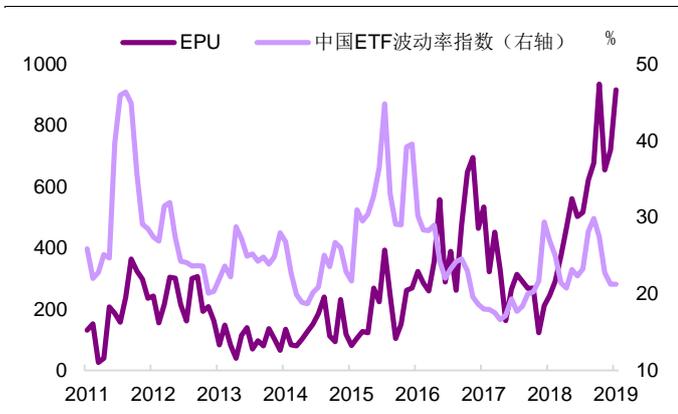
² Yun Huang and Paul Luk, "Measuring Economic Policy Uncertainty in China."

³ Chan, Julian TszKin, and Weifeng Zhong. "Reading China: Predicting policy change with machine learning." (2018).

⁴ Pástor, Luboš, and Pietro Veronesi. "Political uncertainty and risk premia." Journal of Financial Economics 110.3 (2013): 520-545.

不过，不同群体对于政策和经济的理解和预期不一样。从不同群体的信心指数⁵来看，标准差由高到低的排列为：银行家（31）、经济学家（21）、投资者（15）、企业家（10）、消费者（6）（图4）。这说明，银行人士最为敏感，而离政策最远的消费者对政策走势最不敏感。

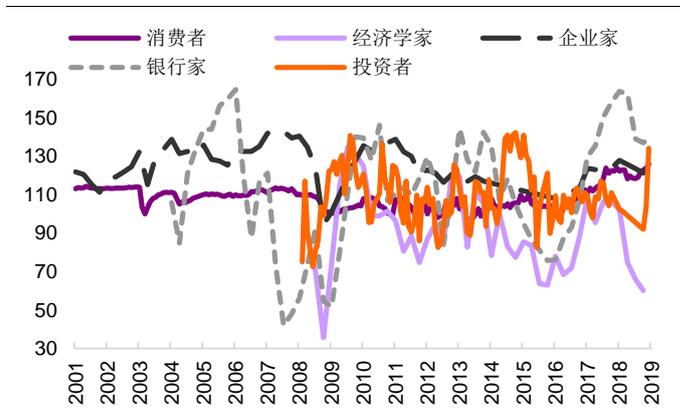
图3：政策不确定性与股票价格波动率



注：数据截至2019年3月

资料来源：Wind, Yun Huang and Paul Luk, "Measuring Economic Policy Uncertainty in China."

图4：不同群体的信心指数



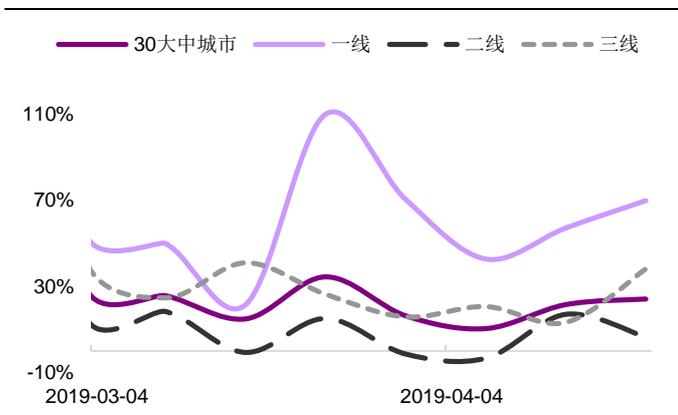
注：标准化为0-200之间，100以上代表乐观。数据截至2019年2月。

资料来源：Wind

2、地产销售保持较高增速，乘用车销售仍弱

地产销售保持较高增速，部分因基数影响。4月21日当周30大中城市商品房成交面积同比24%，保持较高增速。其中一线城市最高，达70%；二、三线城市分别为6%、38%（图5）。一线城市房地产销售保持回暖的态势，2018年同期较低的基数对2019年同比增速的回升也有一定贡献。房价也能显示出一线城市房地产市场的回暖：3月统计局二手住宅价格指数环比上涨0.5%，涨幅较2月提升0.2个百分点。贷款利率的下调支撑了销售的企稳，3月首套房平均报价利率为5.56%，连续第四个月下调。然近期部分城市土拍市场有所回暖，溢价率升高，但整体上房地产企业拿地仍然谨慎，4月21日当周100城住宅类用地成交面积同比下滑48%（图6）。

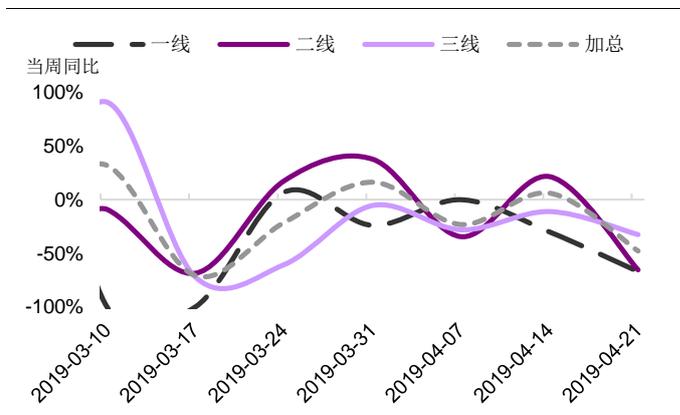
图5：30城周度商品房成交面积同比



注：数据截至2019年4月21日

资料来源：Wind

图6：100城住宅类用地成交面积同比



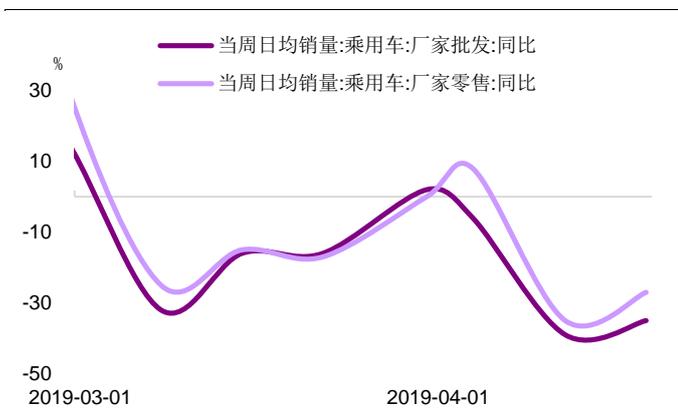
注：数据截至2019年4月21日

资料来源：Wind

⁵ 部分月份有缺失值，例如投资者信心指数2018年5-11月缺失。

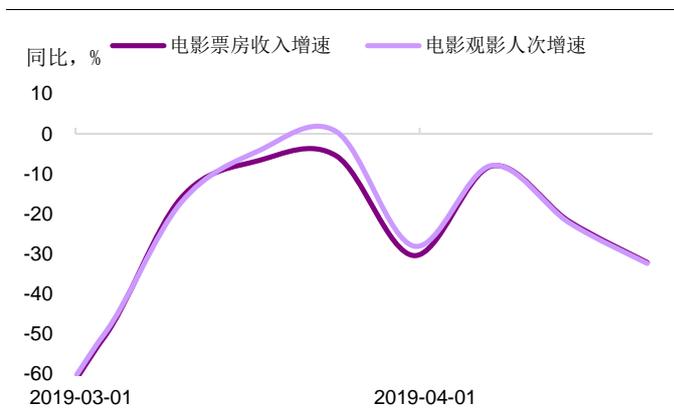
增值税降税扰动，乘用车销售仍弱。4月1日起增值税税率下调，部分车企下调售价，导致4月第一周乘用车零售同比增速较高，达8%。而经销商则更倾向于在3月向厂商提车以获得更多的增值税抵扣⁶，导致3月最后一周批发销量同比显著改善，增速达2%，而前一周为-16%，后一周为-6%。增值税降税扰动过后，4月第二、三周乘用车零售同比仍然较弱，分别为-35%和-27%，批发同比趋势类似（图7）。随着汽车消费鼓励政策的逐渐落地，以及5月后低基数效应显现，汽车销量增速预计将逐渐企稳。**电影票房收入增速下降。**4月21日当周电影票房收入4.1亿，同比下降32%，降幅有所扩大（图8）。随着《复仇者联盟4》的上映，电影票房同比增速将显著改善。

图7：乘用车周度销量同比



注：数据截至2019年4月19日
资料来源：Wind

图8：电影票房周度同比



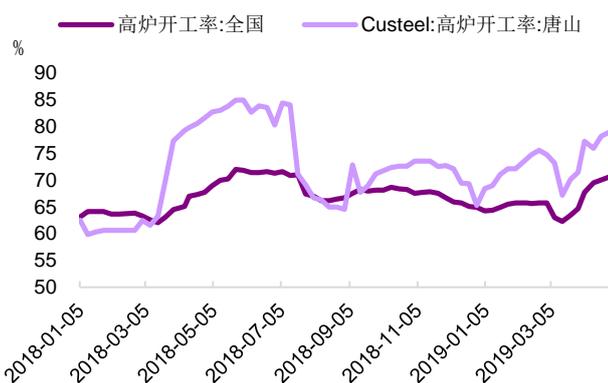
注：数据截至2019年4月21日
资料来源：Wind

3、高炉开工率快速上升，电厂耗煤量有所下降

高炉开工率快速上升。虽然部分地区受空气污染影响限产，但随着下游进一步复工和采暖季限产的结束，总体高炉开工率快速上升，4月26日当周为71%，高于2018年同期水平（68%）（图9）。钢材库存下降较快，下降至历史均值以下，或反应地产和基建需求仍然较好（图10）。

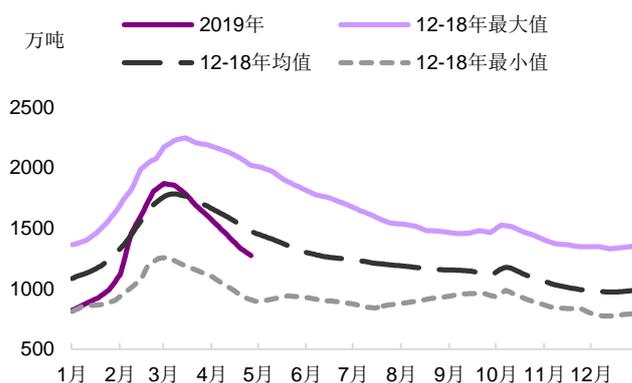
⁶ 这种抢库存的效应只有在预期卖方在4月1日以后不会完全降价的情况下才会发生，总体来说这种效应的影响并不是特别大，3月汽车经销商库存系数为1.8，较2月下降0.3，降幅略小于历年均值（0.46）。粗略估算，对库存的影响在9%左右。

图 9：高炉开工率上升



注：数据截至 2019 年 4 月 26 日
资料来源：Wind

图 10：钢材社会库存下降



注：数据截至 2019 年 4 月 26 日
资料来源：Wind

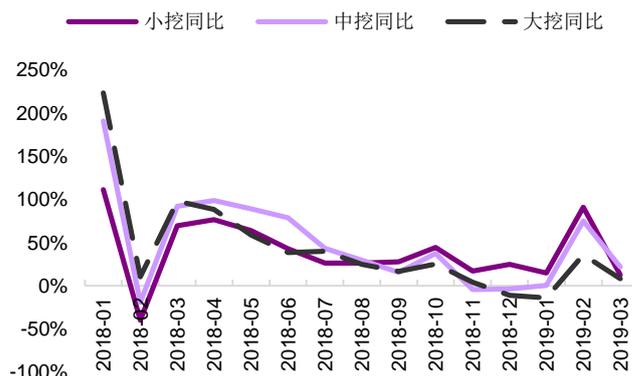
挖掘机销量也能印证这一点。3 月挖掘机销量为 4.4 万台，创历史新高，同比增速为 15.7%（图 11）。分类型来看，小挖和中挖国内销量增速较高，分别为 12.7%、21.7%，对应了基建和地产需求对经济的支撑。

图 11：挖掘机销量和当月同比



注：数据截至 2019 年 3 月。
资料来源：Wind

图 12：分类型挖掘机国内销量同比



注：数据截至 2019 年 3 月。
资料来源：Wind

电厂耗煤量有所下降。截至 4 月 26 日，六大发电集团日均耗煤量为 64 万吨/天，回到了历史均值附近，较去年同期下降 4.5%（图 13）。电厂煤炭

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_12900



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>