

旬度经济观察

——利率的调整或难成趋势

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2020年5月9日

内容提要

4月出口的超预期回升，既有基数效应的影响，又受到疫情防控物品需求激增的推升。随着上述影响的消退，海外需求的大幅下滑将对我国2季度出口形成拖累。

内需的恢复、出口的超预期回升导致债市出现大幅调整。未来全球经济的缓慢恢复以及央行的货币政策选择，将使得全球和我国的中长期利率易下难上，短期之内难言趋势反转。

近期美元指数维持较高水平，可能与美元流动性尚未彻底解除有关。这也与欧洲、日本国债收益率在流动性冲击后中枢上移，新兴市场债务违约风险居高不下互相印证。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 yuanyang@essence.com.cn，S1450118080052

一、出口的回升或难持续

4月美元计价出口同比3.5%，较3月增速大幅回升10.1个百分点；美元计价进口同比-14.2%，较3月增速大幅回落13.2个百分点。

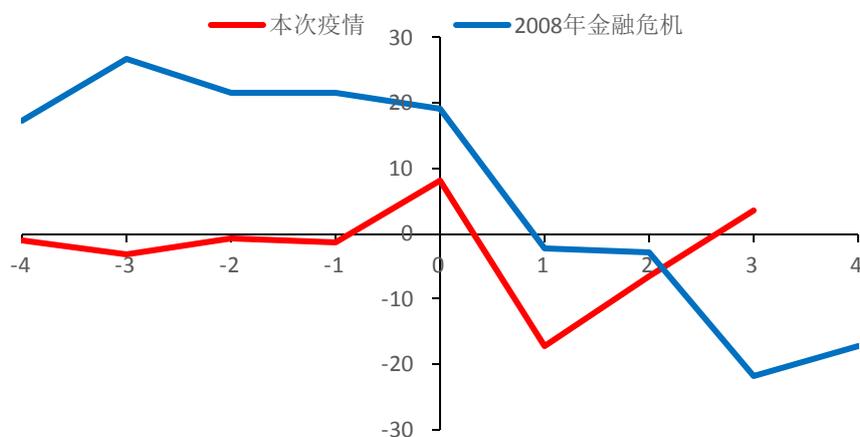
出口方面，中国对日本、美国和欧盟出口恢复的幅度分别达到34个百分点、23个百分点和20个百分点，同期对东盟以及巴西、印度等新兴经济体的出口出现回落。

从已有的产品数据来看，疫情防控相关的纺织纱线、医疗器械出现明显回升，对出口单月回升的贡献为3个百分点；计算机及部件对出口回升的贡献大约3.8个百分点，这可能与海外生产受限，居家隔离时相关产品需求上升有关。

受社交疏离政策的影响，4月美国、日本和欧洲的经济均明显走弱，在此背景下，中国对这些地区的出口却大幅回升，这多多少少让人困惑。疫情防控物品以及计算机出口的抬升难以完全解释出口的上行（剔除这两项产品的影响，4月出口较3月仍然回升3个百分点），可能去年同期基数较低也对出口产生了积极影响（去年4月出口增速为-2.7%，为年内最低，去年3月出口增速14%）。当然进出口单月数据本身波动较大，不宜过度解读。

如果从上述两种解释出发，基数效应和单一产品的影响将趋于减弱，出口将面临向下的压力。与此同时，考虑到海外经济下滑的幅度远超金融危机，生产和需求的恢复需要时间，我们倾向于认为4月出口的回升或难持续，2季度出口仍然面临较大向下的压力。

图1：出口当月同比：本次 vs.2008年， %



数据来源：Wind，安信证券

2008年金融危机的0点为2008年10月；本次疫情的0点为2019年12月。

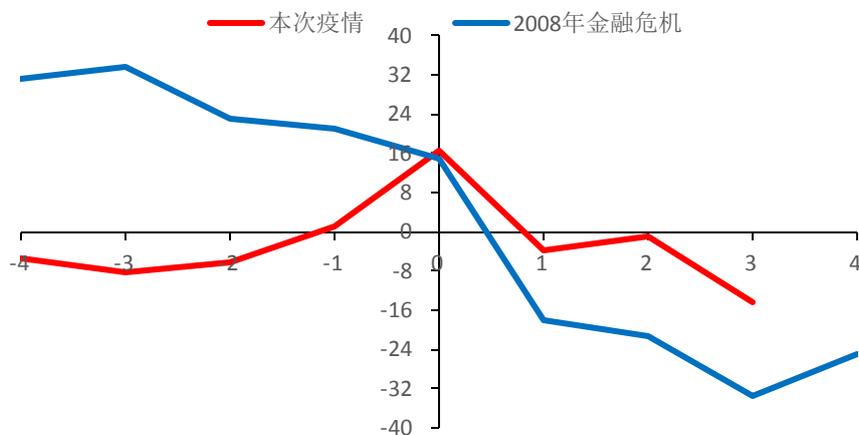
进口方面，受社交疏离政策影响，产业链较长的汽车生产大幅减速，中国的汽车进口显著下滑。此外，油价快速下跌，使得原油进口额的同比增速也出现明显回落。

分国家看，中国从美国进口小幅回升，而从日本、欧盟和东盟的进口均显著下滑，这一分化可能与中美贸易协议的实施有关，比如本月大豆进口同比与上月持平。

本月进口的大幅回落，既有海外疫情带来的供应冲击的影响，也反映出疫情长期性的背景下，国内需求恢复的进度偏慢。

从高频的数据来看，汽车、家电等耐用消费品在持续恢复，企业生产、投资也在逐步展开。国内需求的恢复以及海外生产的逐渐重启，有助于未来进口的企稳。

图2：进口当月同比：本次 vs.2008年， %



数据来源：Wind，安信证券

2008年金融危机的0点为2008年10月；本次疫情的0点为2019年12月。

二、国内工业品价格企稳

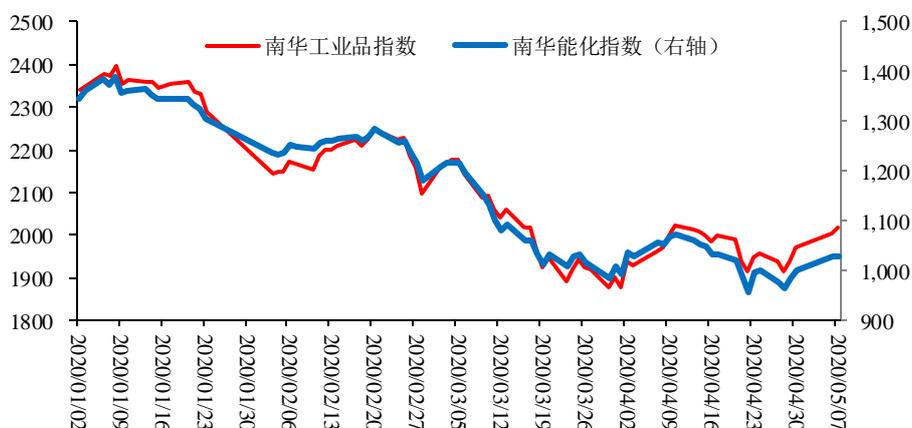
4月国际油价大幅下跌，进而拖累整体工业品价格表现。除油价以外，铜价、螺纹钢价格开始缓慢抬升，水泥价格逐步企稳，南华工业品指数、农产品指数以及金属指数均出现不同程度的回升。

油价以外广泛的工业品价格回升，显示国内需求在逐步回暖。疫情爆发以来，需求塌方的影响超过供应收缩，进而持续压制工业品价格。随着国内疫情逐步得到控制，企业和居民开始理性评估各个领域活动开展的风险收益，带动需求稳步恢复，这一过程还远未结束。

从螺纹远月相对近月的表现，国债的期限利差来看，市场对中长期经济恢复的信心较强，经济均值回归的力量有望将明年经济增速推升至均衡水平以上。

5月以来国际油价止跌回升，国内螺纹、水泥、铁矿石以及南华工业品指数均开始回升。随着国内需求的恢复以及海外经济活动的重新启动，PPI环比有望逐步企稳。

图3：南华工业品指数和南华能化指数



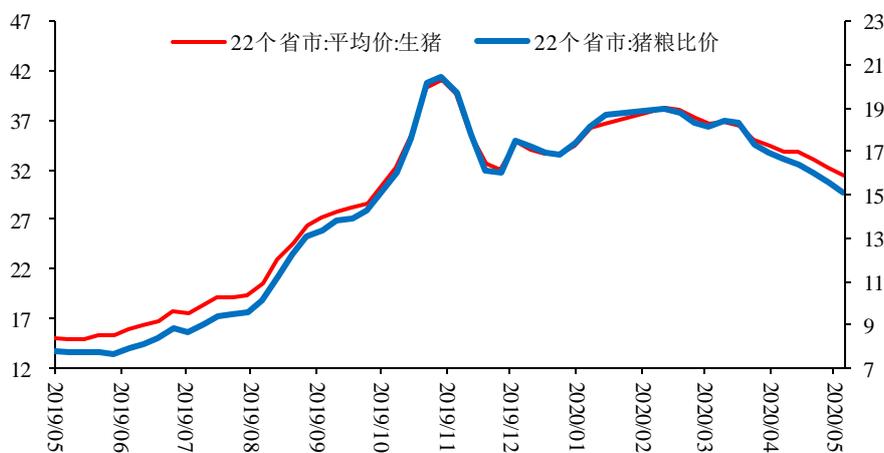
数据来源：Wind，安信证券

食品价格层面，由于需求的弹性较小，价格的变化主要受供应的影响。4月以来生产、物流快速恢复，猪肉、牛肉、羊肉、蔬菜价格全面回落，这一趋势仍在延续。非食品价格可能受到原油价格下跌的拖累，整体而言，CPI 同比短期面临向下的压力。

2 季度在疫情管控常态化的背景下，国内需求缓慢恢复，外需拖累集中体现，经济整体复苏的幅度可能偏弱，生产和生活资料的价格将表现温和，这些因素也将有助于央行维持宽松的货币政策。

从海外的情况来看，美联储源源不断向市场注入流动性，日本、欧洲央行也向企业和居民部门提供大量信贷支持。这些政策更多为维持企业和居民部门现金流的纾困政策，而非需求刺激政策。因此 2 季度海外可能会经历需求下滑带来的通货紧缩，全球的通胀仍将维持低迷。

图4：生猪价格和猪粮比



数据来源：Wind，安信证券

三、利率的调整或难成趋势

4月底至今债市大幅调整，10年期国债收益率3个交易日内上行13bp，1年期国债收益率上行7bp。债券市场的调整主要受到短期经济基本面好转的影响。

具体而言，4月底北京防控等级下调以及欧美开始讨论复工的进度，在边际上有助于改善市场对经济恢复的预期。当然国内经济的恢复也在稳步展开，4月份发电量实现正增长，“五一”假期发电量同比增长4.8%，汽车消费恢复到正增长，新近公布的出口数据也出现大幅回升。经济数据以及预期的边际好转推动债券市场收益率整体上行。

如何看待未来中长期利率的趋势？

中长期利率的趋势与经济的恢复密切相关。在疫苗或药物广泛推广之前，人们不得不与病毒长期共存，这可能使得许多行业难以恢复到疫情前的水平，整体经济的产出恢复到疫情前的高点也需要相当的时日，并且经济恢复的过程可能相对缓慢，并存在反复。简单地说，经济会呈现底部深，爬坡慢，峰值低的形态。这也将导致决策者面临大量就业转移的压力，从而迫使央行在很长时间里维持超

低利率。

经济恢复进程之外，市场也逐步开始考虑全球巨额债务的未来处置问题。一个受到广泛关注的思路是央行压低长期利率，并将相当部分债务货币化，这至少也对全球和中国的长期利率形成额外的牵制。

尽管中国距零利率和赤字货币化甚远，但全球央行的政策选择，国际资本的流动，将使得中国的货币政策和利率很难逆潮流而动。

合并而言，全球经济的缓慢恢复以及央行的货币政策选择，将使得全球和我国的中长期利率易下难上，短期之内难言趋势反转。

图5：10年国债和国开债收益率，%

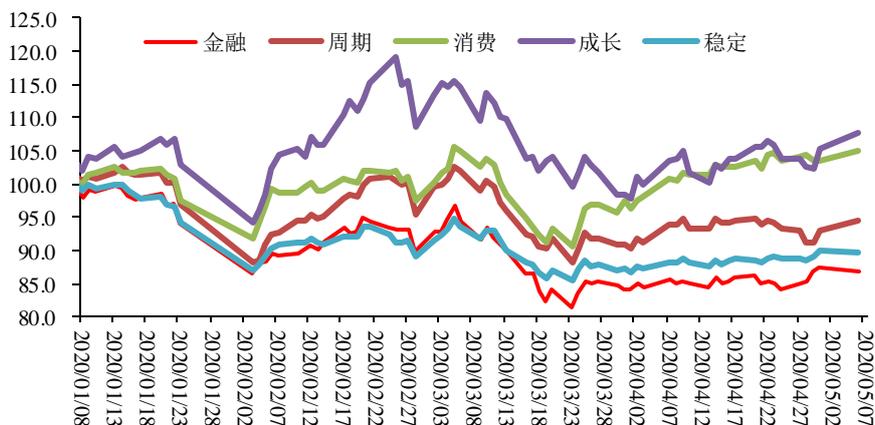


数据来源：Wind，安信证券

流动性宽松，经济基本面改善对权益市场形成支撑，4月底以来成长、周期板块涨幅居前。“五一”期间市场担心中美贸易协议再度恶化，但从特朗普的最新表态来看，美方主要关注中方对第一阶段贸易协议的执行，从这个角度来看美方推翻第一阶段协议，额外征加关税的概率有限。

往后看，在疫情防控常态化的背景下，市场的走向更多取决于经济恢复的进度，权益市场整体处于有利的环境中。

图6: 分板块股票指数



数据来源: Wind, 安信证券

近期公布的数据显示 4 月外汇储备 30914 亿美元, 较上月轻微回升, 主要贡献来自外资的流入。

3 月受美元流动性危机的影响, 权益市场和债券市场的境外资金加速流出, 人民币汇率贬值, 外汇储备减少。

4 月以来随着美元流动性压力的边际缓解, 境外资金重新回流国内资本市场, 人民币汇率趋稳, 外汇储备回升。

尽管中国经济基本面相对恢复的更快, 但由于美元流动性压力尚未完全解除, 人民币汇率以及新兴市场汇率均维持在偏弱的区间。

中期来看, 今年全年中国经济仍将维持正增长, 而海外尤其是美国经济的恢

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_5341



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn