

宏观研究/国内周报

2020年05月10日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 外需压力到来, 政策路径明朗》
2020.04
- 2《宏观: 数据已出, 基调已定, 关注落实》
2020.04
- 3《宏观: 静待经济数据亮相, 担忧订单不足》
2020.04

宏观高频数据传递的三个信号

实体经济观察 (2020/05/02-2020/5/09)

核心观点

从高频数据信号看, 其一, 4月以来钢材需求快速增长、螺纹钢与水泥价格相继见底回升, 建筑业旺势直观可见, 分歧在于基建与地产链条是否分化。我们认为眼前需求走旺是两者共振所致, 但房屋与土木工程建筑 PMI 对比而言, 基建链条修复或更为清晰。其二, 5月初发电耗煤同比转正, 线下门店复市带动服务业用电需求, 也说明工业生产维持旺势。其三, 4月下旬运价走弱或显露出口压力, 我们认为二季度外需冲击仍是核心主题, 海外疫情与经济重启节奏、中美贸易摩擦会否再生变故都值得关注。本周国内数据密集公布, 地方债也迎来供给高峰, 关注央行是否采取降准操作。

实体观察: 原油价格反弹, 发电耗煤同比转正, 土地成交量跌价涨

上周布伦特油价环比上涨 29.3%, 铁矿石价格环比上涨 3.1%, 铜铝价格分别环比上涨 0.8%、0.2%。中游发电耗煤量环比走高 2.1%, 为去年同期 105.7%, 建筑钢材成交环比 8.9%, 螺纹钢、水泥、玻璃价格环比分别为 1.3%、0.2%、0.6%; 外贸运输方面, BDI 指数环比-13.5%, CCFI 与 CDFI 环比分别-1.9%、-5.6%。下游 30 城商品房成交面积环比-36%, 累计同比-31.3%, 百城土地成交面积环比-7.2%, 楼面均价环比 90.8%, 溢价率环比走高 5.8 个百分点, 出现量跌价涨现象; “五一”期间, 汽车销售明显回暖; 食品价格方面, 猪价环比-2.3%、蔬菜价格环比-6.8%、水果环比 1.7%。

疫情发展: 国内放开线下消费, 欧美谨慎重启经济, 新兴市场疫情加剧

上周全国新增确诊新冠肺炎 12 例 (本土 2 例, 输入 10 例)。各省先后降低应急响应级别, 截至 5 月 9 日全国已无一级响应区域。5 月 8 日, 国务院联防联控机制发布常态化防控指导意见, 全面放开商场、超市、宾馆、餐馆等生活场所。此外, “五一”假期期间线下活动回暖、人员接触增加, 但尚未发现聚集性疫情, 近两周疫情会否反弹仍需关注。上周全球新增确诊 584,760 例, 其中美国新增病例居首。美国多州开始重启经济, 但疫情出现反弹, 白宫也出现确诊病例。欧洲疫情出现积极信号, 多国逐步放松防控政策。俄罗斯、印度、巴西等新兴经济体疫情蔓延势头仍在加剧。

重点政策: “六保”作为着力点, 关注财政调控与货币政策工具创新

5 月 6 日国常会指出, 要把做好“六保”作为“六稳”工作的着力点。财政方面, 明确允许小微企业和个体工商户延缓缴纳所得税, 延长防疫相关税费政策实施期限, 将通过创新调控将更多财力划拔基层。货币政策方面, 强化稳企业保就业的金融支持措施, 将创设政策工具支持银行信贷投放; 消费方面, 11 部委联合出台《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》, 调整国六排放标准实施, 提出用好汽车消费金融等; 投资方面, 4 月 28 日国常会部署推进信息网络等新型基建, 坚持市场投入为主、加强政府引导支持。4 月 30 日, 证监会、发改委联合发文试点基础设施公募 REITs。

上周回顾与本周关注

上周公布 4 月进出口数据, 美元计出口同比 3.5%, 进口同比-14.2%。出口显著好于市场预期, 或源于积压订单、基数扰动以及海外疫情催生电子产品、口罩及医疗器械需求。我们认为出口增长的势头难以维持, 4 月 PMI 新出口订单大幅收缩, 或预示 5-6 月出口回落。本周国内进入数据密集期, 将公布 4 月通胀 (周二)、信贷/社融/M2 等金融数据 (待定)、工业增加值/固定资产投资/社会消费品零售总额等经济数据 (周五)。我们预计 CPI 与 PPI 同比回落、信贷与社融维持同比高增长、经济数据各分项同比降幅继续收窄。此外, 地方债进入供给高峰期, 近期货币政策或采取降准操作。

风险提示: 国内节后疫情出现反复、中美贸易摩擦出现反复。

正文目录

上周回顾与本周关注	3
宏观高频数据的三个信号	4
信号一：建筑业活动快速升温，基建链条修复相对清晰	4
信号二：发电耗煤同比转正，工业生产或维持旺势	5
信号三：出口运价快速走弱，出口压力或开始显露	5
上周疫情发展	6
上周实体观察	7
上游：国际油价出现反弹	7
中游：发电耗煤同比转正	8
下游：土地成交价涨量跌	8
上周重点政策	9
疫情发展	11
国内疫情	11
海外疫情	12
实体观察：上游	13
实体观察：中游	13
实体观察：下游	15
实体观察：食品价格	16
风险提示	16

上周回顾与本周关注

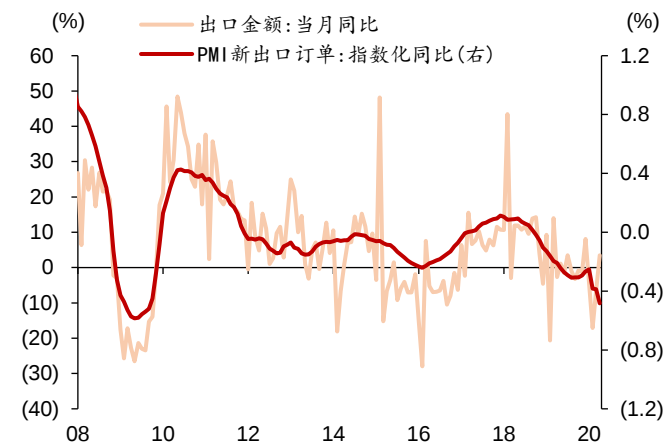
上周公布 4 月进出口数据。4 月美元计出口同比 3.5% (前值-6.6%)，进口同比-14.2% (前值-1%)。当月出口显著好于市场预期，主要源于：

- (1) 国内 3-4 月企业陆续复产后，赶工交货前期积压订单；
- (2) 基数扰动，去年 4 月出口增速较 3 月份走低 16.7 个百分点。若合计 2-3 月份出口同比增速为-1.6%；
- (3) 海外疫情催生线上办公与娱乐、口罩及医疗器械需求，电子产品（自动数据处理设备）出口同比 49.9%，拉动出口增速 3.3 个百分点，织物、塑料制品及医疗器械出口同比分别为 49.4%、63.9%、50.3%，合计拉动出口增速 4.1 个百分点。

但我们认为出口增长的势头难以维持，源于：

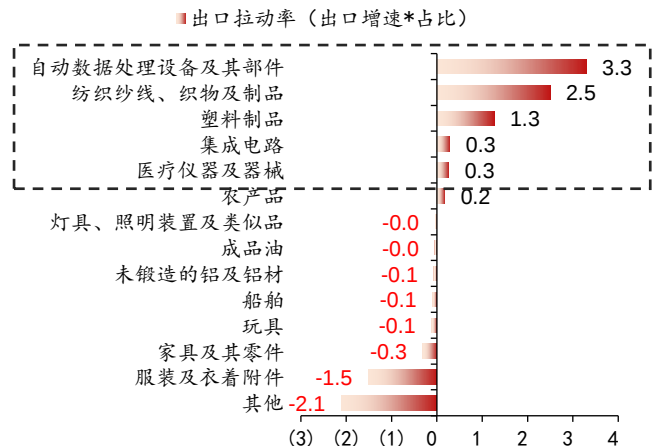
- (1) 外需压力首先反映在订单层面，到出口交货存在时间差，4 月 PMI 新出口订单大幅收缩至 33.5%，或意味着 5-6 月出口拐点回落；
- (2) 疫情催生的需求不具有持续性，电子产品有耐用属性、口罩等医护物资随着疫情控制而需求消退。并且欧美企业 5 月复工也存在进口替代；
- (3) 出口很难和全球基本面持续背离。4 月全球 PMI 收缩至 39.8%，尤其美国(36.9%)、欧元区(33.6%)、英国(32.9%)等制造业 PMI 创下 08 年金融危机以来新低。4 月韩国出口增速降至-24.3%，或更能反映外需压力。

图表1：PMI 新出口订单与出口背离



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2020 年 4 月出口金额增速分解（分商品）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

本周国内将公布 4 月通胀（周二）、信贷/社融/M2 等金融数据（待定）、工业增加值/固定资产投资/社会消费品零售总额等经济数据（周五）。

- (1) 高频数据显示，4 月食品物价继续回落，农产品批发价格指数环比-4.5%，同比 6.5%，较上月回落 4.8 个百分点，我们重点监测的猪肉、蔬菜批发价均有较大降幅。此外，布伦特油价环比-42%。我们预计 4 月 CPI 同比 3.7%、PPI 同比-3%。
- (2) 信贷季末冲量后环比回落，但我们预计今年 4 月信贷同比表现仍较强，一方面是政策继续助力，包括针对中小银行定向降准与放松拨备覆盖率要求，另一方面经济活动逐步“解冻”，信贷需求可能逐步改善，我们预计 4 月新增信贷 1.5 万亿元。高频数据显示，政府债、企业债净融资规模同样较高，预计 4 月社融规模 2.6 万亿元，存量增速走高至 11.8%。
- (3) 高频数据显示，4 月重点电厂耗煤量同比降幅继续收窄，我们预计 4 月工业增加值同比有望转正至 0.5%；固定资产投资中，基建降幅有望继续快速收窄至-10.8%左右，房地产与制造业投资同样向上修复，但弹性可能有限，预计累计同比降幅分别收窄至-4.5%、-21.7%；消费处在渐进式回补的过程中，但失业率高位、收入预期放缓仍是消费意愿的最大掣肘因素，预计 4 月社会消费品零售额同比-9.2%。

宏观高频数据的三个信号

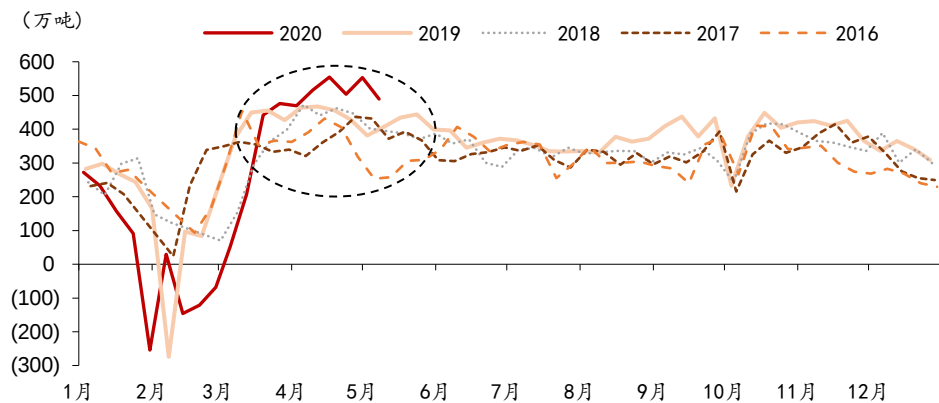
信号一：建筑业活动快速升温，基建链条修复相对清晰

其一，物量角度看，4月以来建筑钢材成交与表观需求均呈现环比大幅修复、同比增长转正的局面。2月后两周、3月、4月、5月劳动节后3天的主流贸易商建筑钢材成交量同比依次为-66.9%、-12.2%、8.8%、25.4%。螺纹钢表观需求量从4月份起持续超出历史同期水平。而钢材库存快速走低说明终端需求的消化较为顺畅。此外，水泥库容比从4月初71.1%骤降至4月底56.9%（历史同期中位水平）。我们认为眼下建材需求旺势，一方面出于赶工提振，另一面出于对后续基建投资预期较好，终端有一定的囤货需求。

其二，价格角度看，4月以来螺纹钢与水泥价格相继见底回升。建材价格见底，说明生产商降价去库存的压力已经明显缓解，并且对后续的需求预期较好。

其三，领先指标看，3月份挖机销量同比大幅增长，预示了建筑业景气度提升。据中国工程机械工业协会，3月挖机销量同比增长11.6%，涨幅较前值扩大62个百分点。历史数据上，挖机销量拐点略领先于建筑业周期拐点。

图表3：螺纹钢表观需求

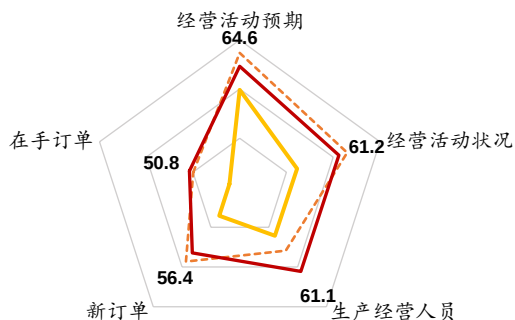


资料来源：Mysteel，华泰证券研究所

建筑业旺势直观可见，分歧在于基建与地产链条是否分化。我们认为，4月份基建与地产投资因赶工都仍在提速阶段，可以说当下建筑业走旺是两者共振所致，4月房屋与土木工程建筑业PMI经营活动指数都达到60%以上的高景气区间，且较3月份有明显的提升。但对比而言，基建链条修复可能更清晰。（1）PMI是反映环比的指数，具有一定季节性。4月房屋建筑业的活动状况、预期和新订单不及历史同期，而土木工程建筑业的PMI多数分项则较历史同期有所扩张；（2）经营活动预期或更能预示后续走势，其中土木工程建筑业表现更强。但不可否认，房屋建筑业活动表现同样较好，房地产投资或仍处在修复阶段。

图表4：房屋建筑业PMI分项

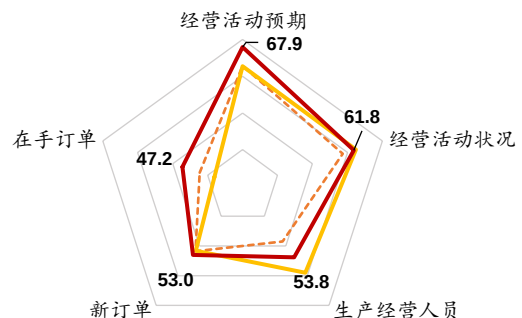
(%) ———— 近3年同期均值 ———— 2020/3/31 ———— 2020/4/30



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：土木工程建筑业PMI分项

(%) ———— 近3年同期均值 ———— 2020/3/31 ———— 2020/4/30

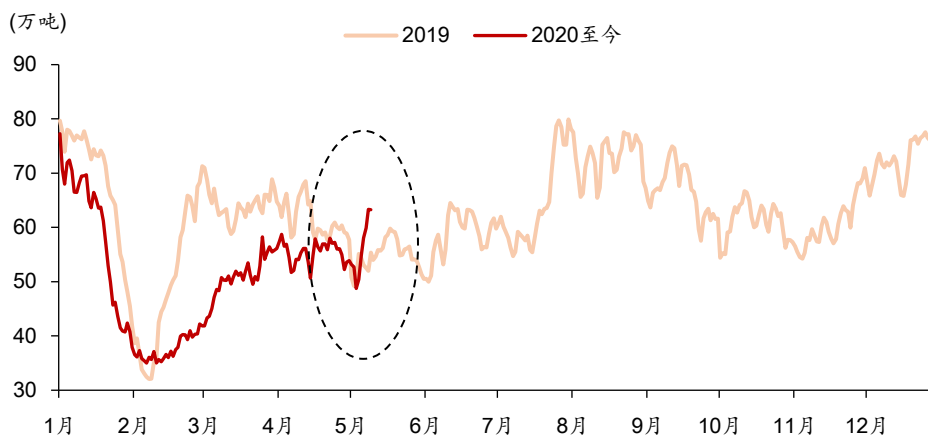


资料来源：Wind，华泰证券研究所

信号二：发电耗煤同比转正，工业生产或维持旺势

今年 4 月发电耗煤量已基本恢复至去年同期水平，5 月初又快速攀升、同比转正。我们认为，“五一”期间线下门店加快复市，服务业用电量需求有所增长，据国家能源局，2019 年工业用电占生产用电量约 78.2%，因此发电耗煤大幅提速至少反映工业生产仍维持旺势，并且高炉、地炼、PTA 等开工率也都呈现持续攀升的态势，说明外需冲击尚未对上游工业生产造成显著抑制。

图表6：6 大发电集团日均耗煤量

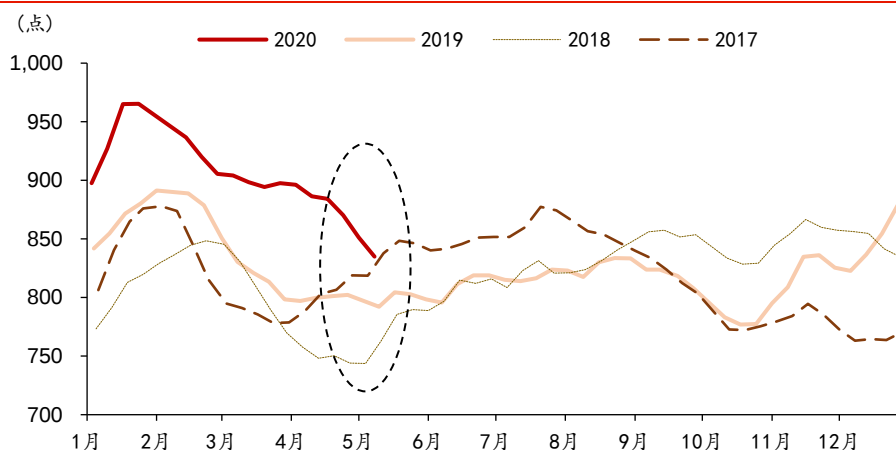


资料来源：Wind，华泰证券研究所

信号三：出口运价快速走弱，出口压力或开始显露

今年 3 月、4 月、5 月上旬的出口集装箱运价指数（CCFI）月均同比依次为 9.2%、10.5%、5.5%。可以说，4 月出口的亮眼表现在运价中有一定体现，而 4 月下旬以来出口运价快速走弱或反映出口压力开始显露。我们认为二季度外需冲击仍是宏观经济核心主题之一，海外疫情与经济重启节奏、中美贸易摩擦会否再生变故都尤为值得关注。

图表7：中国出口集装箱运价指数（CCFI）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

上周疫情发展

国内方面，上周（5月2日-5月9日）全国新增确诊新冠肺炎12例，其中2例本土病例（吉林1例，山西1例），10例境外输入病例（上海5例、陕西2例、广东1例、天津1例、山东1例）。截至5月9日，全国现存确诊病例176例，当周净减228例；现存疑似病例8例，当周净增1例；尚在医学观察的无症状感染者836例，当周净减153例。

国内疫情常态化防控，线下消费全面放开。各省先后降低应急响应级别。5月2日，湖北省响应级别由一级调整为二级，至此全国已无一级响应级别省份。5月7日，李克强主持召开中央应对新冠肺炎疫情工作领导小组会议，要求总结推广有效做法精准做好常态化防控，有序推动学校复学复课，加快提升快速检测能力。5月8日，国务院联防联控机制发布关于做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见，全面开放商场、超市、宾馆、餐馆等生活场所；采取预约、限流等方式，开放公园、旅游景点、运动场所，图书馆、博物馆、美术馆等室内场馆，以及影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所。此外，“五一”假期期间线下活动回暖、人员接触增加，但尚未发现聚集性疫情，近两周疫情会否反弹仍需关注。

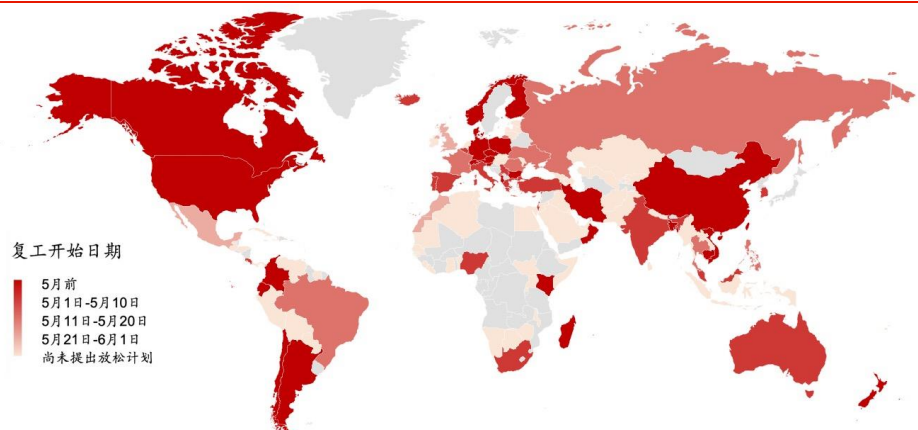
海外方面，上周（5月2日-5月9日）全球新增确诊新冠肺炎584,760例，其中新增逾万例的国家分别为，美国180,218例、俄罗斯73,428例、巴西47,056例、英国35,462例、印度21,299例、秘鲁20,886例、土耳其13,517例、加拿大11,839例、沙特阿拉伯10,978例、意大利10,395例。疫情增长最快的10个国家上周新增确诊病例占全球72.69%。

美国多数州复工复产，部分州疫情出现反弹。5月6日，美国农业部长宣布肉类加工厂将在未来一周至10天之内全面复工；此前两天，美国一猪肉加工厂出现373人集体感染事件。5月5日，美国副总统彭斯称，白宫正在考虑最早在5月25日前解散白宫疫情应对特别小组。此举被认为是联邦政府强推复工复产的结果。

欧洲疫情出现积极信号，多国逐步放松防控政策。5月7日WHO欧洲区域主任克卢格称，过去一个月欧洲新增新冠确诊病例数呈下降趋势，出现了缓慢但明确的积极信号。5月4日，意大利开始解除全国“封城”状态，在严格遵守防疫卫生规定的前提下，工厂、建筑业与批发业可尽快复工，各大城市的公园陆续重新开放。5月5日，西班牙政府表示西班牙进入紧急状态降级准备阶段。5月6日，英国首相发言人称，英国将在放松封锁措施时采取分阶段行动，随着限制措施缓和，英国将进入“新常态”。5月7日，法国总理菲利普宣布，法国5月11日开启“解封”进程，80%的小学将首先复课。

俄罗斯、印度、巴西等新兴经济体疫情蔓延势头加剧。截至5月9日，俄罗斯新冠肺炎单日新增确诊人数连续6天突破万人。5月7日，印度医学科学研究所所长古勒里亚警告称，印度新冠肺炎的高峰期可能在6月或7月。5月3日，巴西成为全球第9个新冠肺炎病例超10万例国家。5月8日，巴西经济部长格德斯称，隔离措施可能会引起食品短缺和经济崩溃，从而引发社会混乱，进一步加剧疫情。

图表8：全球复工时间热力地图（截至2020年5月8日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

上周实体观察

图表9： 实体观察数据表

			环比		同比				
类别	指标	单位	周	月	5月至今	4月	3月	2月	
上游	综合	RJ/CRB指数	%	8.3	1.3	-32.6	-35.9	-24.3	-6.0
		南华工业品指数	%	3.9	2.7	-11.9	-13.3	-8.3	-0.7
	能源	原油(布伦特)价格	%	29.3	9.3	-58.6	-62.8	-49.7	-13.9
		动力煤价格	%	2.2	1.7	-15.7	-19.2	-11.3	-5.1
	黑色	铁矿石价格	%	3.1	4.1	-10.5	-7.0	5.6	0.7
	有色	铜价	%	0.8	3.7	-9.6	-16.0	-15.1	-7.0
	铝价	%	0.2	4.2	-11.9	-14.1	-8.8	0.8	
中游	工业	6大发电集团日均耗煤量	%	2.1	-0.4	0.3	-10.2	-21.1	-22.0
		高炉开工率(全国)	百分点	-	-	-	-6.3	0.9	-2.8
		地炼开工率(山东炼厂)	百分点	0.5	3.2	15.2	-1.2	-9.3	-20.9
	建筑	建筑钢材成交量(主流贸易商)	%	8.9	13.6	35.1	8.8	-12.2	-66.9
		螺纹钢库存(主要城市)	%	-4.7	-17.4	61.9	58.6	44.7	40.6
		螺纹钢价格	%	1.3	1.3	-12.8	-13.9	-10.5	-6.7
		水泥价格指数	%	0.2	0.1	-2.4	-1.6	4.3	6.7
		玻璃价格指数	%	0.6	-6.5	-9.6	-4.5	3.5	4.0
	外贸	波罗的海干散货指数(BDI)	%	-13.5	-14.5	-45.2	-14.1	-11.7	-26.7
		中国进口干散货运价指数(CDPI)	%	-5.6	-10.9	-36.0	1.1	0.9	1.0
中国出口集装箱运价指数(CCFI)		%	-1.9	-4.7	5.5	10.5	9.2	3.9	
下游	房地产	商品房成交面积(32城)	%	-36.0	-24.4	-37.4	-19.3	-36.6	-70.4
		一线(4城)	%	-35.5	-11.6	-28.8	-23.3	-44.6	-62.2
		二线(14城)	%	-33.0	-26.2	-38.6	-23.0	-39.8	-69.6
		三线(14城)	%	-40.1	-28.6	-40.6	-11.5	-26.8	-76.4
		土地成交面积(百城)	%	-7.2	-44.2	-44.5	9.5	-14.9	-22.3
		土地楼面均价(百城)	%	90.8	133.8	127.7	5.6	-21.8	17.4
		土地溢价率	百分点	5.8	3.5	-4.3	-10.1	1.7	-5.0
		汽车	乘用车批发	%	-	-	-	-23.1	-48.1
		乘用车零售	%	-	-	-	-26.3	-39.3	-84.5
	食品	猪肉	%	-1.2	-4.6	107.3	120.3	145.8	172.1
		鸡蛋	%	-1.2	-2.5	-23.1	-9.2	-2.2	-8.1
		蔬菜	%	-2.2	-10.7	-4.2	-2.0	1.8	17.9
		水果	%	2.7	3.3	-20.5	-7.5	-4.6	-6.6

注：“-”为数据未更新

资料来源：Wind, Mysteel, 华泰证券研究所

上游：国际油价出现反弹

能源方面,国际油价环比出现反弹,动力煤价格环比回升。上周布伦特油价环比上涨 29.3%,动力煤价格环比上涨 2.2%。原油市场上,4月13日达成的 OPEC+产油国减产协议在 5月 1 日开始落地,且海外疫情逐渐趋稳,经济重启预期提振原油市场。反弹是否能持续仍需关注原油库存压力、海外疫情反复风险、减产协议落实情况。动力煤市场上,5月1日开始,中国运煤主线之一大秦线开始为期 30 天的检修,铁路发运减少,港口库存出现大幅下降。随着基建加速启动,且各省市响应级别纷纷调降,复工复产限制解除,以及电厂逐渐开始夏季用电旺季前补库,动力煤主要下游火电及水泥需求提升。

基本金属方面,黑色、有色价格齐升。上周铁矿石价格环比上涨 3.1%,铜价、铝价分别环比上涨 0.8%、0.2%。受基建、地产赶工带动,铁矿石下游钢厂采购需求旺盛,港口库存持续走低,支撑其价格上涨。4月30日,国内基建 REITs 试点正式起步的通知下达,其发行范围新老基建都有涉及,基建受财政约束的预期减弱,5月6日,国务院确认提前下达 1 万亿专项债新增限额,但 4月20日财政部已表示拟新增专项债额度,工业品需求预期此前已有体现。财政支撑新老基建进一步加速,其中新基建对应有色金属需求,基建加码将同时提振黑色有色市场需求。此外,欧美各国正计划逐步重启经济活动,原油价格也出现一定程度的抬升,带动大宗商品市场回暖。

中游：发电耗煤同比转正

工业生产方面，发电耗煤量超去年同期水平。上周六大发电集团（新口径）日均耗煤量环比上涨 2.1%，达到去年同期 105.7%，“五一”小长假期间，服务业加速回升，其中旅游市场基本恢复至去年同期 50%，带动线下服务业用电回升。上周主流贸易商建筑钢材成交环比 8.9%，螺纹钢社会库存环比-4.7%。钢材下游需求旺盛，系基建项目加速落地带动，反映建筑业活动走热。螺纹钢、水泥、玻璃价格环比分别为 1.3%、0.2%、0.6%。基建项目集中开工，并且各地赶工潮持续，拉动水泥需求支撑水泥价格。上周华北地区多条玻璃生产线因环保问题停产，后续仍有停产计划，玻璃市场供给压力有所缓解。虽然玻璃库存拐点已至，但库存仍居于高位，玻璃价格继续走高的支撑力不足。

外贸运输方面，BDI 指数环比回落。上周 BDI 指数环比-13.5%，其中主运铁矿石、煤炭的海岬型船运价指数大幅走低。CDFI 指数环比-5.6%，CCFI 指数环比-1.9%，显示我国进出口活动均在走弱。虽然欧美国家的疫情情况有好转，但经济重启仍在计划和预期阶段，且印度、巴西等新兴市场疫情处在扩散期，全球贸易仍面临障碍。

下游：土地成交价涨量跌

房地产成交方面，地产成交因假期效应下滑。上周 30 城商品房成交面积环比-36%，累计同比-31.3%。分能级看，一、二、三线样本城市商品房成交面积环比分别为-35.5%、-33%、-40.1%，均受到假期效应影响。“五一”假期 30 城商品房成交面积同比 43.9%，楼市成交升温，其中亦有去年“五一”假期少一天的因素。4 月 30 日北京西城区出台“多校划片”的政策，于 7 月 31 日生效，部分家长为赶“末班车”加速入市，“五一”期间北京二手房成交量上涨。上周百城土地成交面积环比-7.2%，成交土地楼面均价环比上涨 90.8%，土地溢价率环比上涨 5.8 个百分点，出现“价涨量跌”现象。5 月 3 日，湖南郴州市出台稳楼市新政，包含购房契税减半、分期缴纳土地出让价款等政策。

汽车销售方面，利好政策不断加码。据商务部，“五一”期间，汽车类消费品销售明显回升，上海、重庆、浙江重点监测企业汽车销售额同比分别上涨 49.6%、28.5%和 8.8%。4 月 30 日，发改委、科技部等 11 部委联合发布《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》，新增两项政策，其一，通过调整国六排放标准实施要求，缓解车企和经销商国五库存压力，其二，用好汽车消费金融，激发汽车消费需求。地方上，4 月 30 日，深圳出台促新能源汽车消费新举措，放宽个人新能源汽车指标申请条件，提供最高可达每辆 2 万元的新能源汽车购车补贴。5 月 1 日，海南亦出台每辆综合补贴 1 万元的新能源汽车补贴政策，并且调剂使用逾期未使用指标，将提高指标使用率和中签率。

食品价格方面，整体延续回落态势。上周农产品批发价格指数环比-3.6%，据农业部全国平均批发价，水果环比 1.7%，鸡蛋环比-1.7%，猪肉环比-2.3%，蔬菜环比-6.8%。2019 年 4 季度大量补栏的雏鸡在 5 月份陆续进入产蛋高峰期，并且随着天气回暖，高温及梅雨

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_5343

