

宏观点评

三重博弈来临—五一宏观 8 大看点

事件：今年“五一”为期5天，大事不少：全球疫情突破360万，特朗普暗示可能向中国加关税；欧美1季度经济负增，全球迎来“失业大潮”；中国假期消费并未报复性反弹；两会召开在即，推出基建REITs等等。

核心结论：疫情与复工博弈+中美博弈+稳增长与稳就业博弈。

看点 1：全球疫情继续恶化，特朗普暗示可能向中国加关税。一方面，截至5月5日18时，全球确诊人数突破360万例，中国已得到遏制，美国仍处高位平台，欧洲单日新增逐步回落，新兴市场国家接棒发酵，后续要密切跟踪各国陆续复工是否带来二次反弹。另一方面，5月1日，特朗普公开暗示可能通过提高关税的方式来“惩罚”中国，倾向于认为，特朗普更可能是打“选举牌”，真正要以病毒名义制裁中国难度较大；对于中国，要注意到3月以来国际舆论环境对我国多有不利，建议密切跟踪疫情后国际秩序变化。

看点 2：欧美 1 季度 GDP 负增，全球经济步入“至暗时刻”。美国一季度 GDP 环比折年率-4.8%，欧元区一季度季调后 GDP 同比增速-3.3%，均创近十年来最低；往后看，预计二季度欧美经济还将继续大幅下滑。

看点 3：欧美就业继续恶化，全球迎来“失业大潮”，各国“稳就业”都是重中之重。近6周以来，美国初次申请失业金人数累计超过3000万人，创有数据以来最高，预计4月美国失业率将升至10%以上；3月欧元区失业率较2月小幅提升0.1个百分点，尚未显现疫情影响；4月中国制造业从业人员指数下降0.7个百分点至50.2%，我国二季度真实就业形势十分严峻。

看点 4：全球 4 月 PMI 大降，关注中国 PMI 的四大信号。美、欧、日、韩、巴西、印度等经济体4月制造业 PMI 都较前值显著回落，跌至2008年金融危机时期低位甚至创有数据以来最低，预示二季度全球经济将显著承压；中国4月制造业 PMI 回落至50.2%，降幅远超季节性，需求端复苏显著不及生产端。建议关注以下信号：生产恢复可能进入瓶颈期；贸易端形势严峻，二季度可能遭受持续冲击；价格端持续回落，4月 PPI 仍将为负，关注被动补库；外需大降+就业压力，中国二季度经济难言乐观，逆周期调节力度将继续加码。

看点 5：美欧央行延续宽松，中国 Q2 将再降息降准。4月美联储、欧央行、日本央行议息会议均维持基准利率不变，都对经济下滑很担忧，总基调明显偏鸽，建议关注：美联储扩表重心转变，欧央行采取降低 TLTRO 利率等结构性降息举措，以及日本无上限购买政府债券；根据4.17政治局会议，中国二季度将再降息降准，预计5月14日可能再降 MLF 利率、5月20日再降 LPR 利率。

看点 6：国内高频：4 月需求持续复苏，生产恢复进入瓶颈期，价格普遍下跌；假期消费回暖，但远不及往年。1) 需求端：商品房成交、土地成交面积回升，汽车销量大幅反弹，“五一”旅游消费较4月明显回暖，但前4天的国内游客总人数、国内旅游收入仅为去年同时 53%、37%，并非“报复性”反弹。2) 供给端：工业生产恢复进入瓶颈期。3) 价格端：农产品、工业品价格跌。

看点 7：国内政策：“两会”召开在即，关注基建 REITs 和金融委会议。1) 今年“两会”定于5月21/22日开幕，可继续关注前期报告《2020年地方两会的7大信号（附20张详表）》，预计翻番将淡化、仍有可能设 GDP 目标；政策仍是“刺激+改革”并举，逆周期调节力度将进一步加码，重心转为“六稳+六保”，松货币+宽财政+扩基建+松地产+稳消费+稳外贸，制度红利仍可期，尤其是要素市场化改革和“十四五”规划。2) 基建 REITs 出台，对实体经济和金融市场双利好。一方面有望盘活存量资产，拓宽基建资金来源，缓解地方政府债务压力，提高建筑企业持续发展能力；另一方面丰富险资等长线投资渠道。3) 5月4日金融委召开会议，突出四大重点：逆周期调控力度有望加大；深化中小银行改革，提高服务中小微企业能力；对资本市场造假“零容忍”；重视金融产品风险。

看点 8：假期大类资产表现：5月1日特朗普暗示可能向中国加征关税，引发全球避险情绪升温，全球主要股指均跌超2%，美元指数上涨0.49%，离岸人民币贬值0.70%；国债收益率涨跌互现；原油反弹、黄金小幅上涨。

风险提示：疫情超预期演化；政策力度不及预期；中美冲突超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《真实压力加大—4月PMI的4大信号》2020-05-01
- 2、《美国经济将迎来“至暗时刻”》2020-04-30
- 3、《有忧亦有喜—全面点评一季度经济》2020-04-18
- 4、《不寻常的信号——逐句解读 4.17 政治局会议》2020-04-17
- 5、《2020 年地方两会的 7 大信号（附 20 张详表）》2020-01-23



内容目录

看点 1: 全球疫情继续恶化, 特朗普暗示可能向中国加关税	3
看点 2: 欧美 1 季度 GDP 负增, 全球经济步入“至暗时刻”	3
看点 3: 欧美就业继续恶化, 全球迎来“失业大潮”	4
看点 4: 全球 4 月 PMI 大降, 关注中国 PMI 的四大信号	5
看点 5: 美欧央行延续宽松, 中国二季度将再降息降准	6
看点 6: 国内高频: 4 月需求持续复苏, 生产恢复进入瓶颈期, 价格普遍下跌, 假期消费大幅低于往年	7
需求端: 地产汽车销售持续回升, “五一”旅游消费并未“报复性”反弹	7
供给端: 生产恢复进入瓶颈期	8
价格端: 农产品、工业品价格普遍下跌	9
看点 7: 国内政策: “两会”召开在即, 关注基建 REITs 和金融委会议	9
政策一: 两会定于 5 月 21 日/22 日召开, 一系列政策组合拳可期	9
政策二: 基建 REIT 出台, 有望盘活存量资产, 拓宽投资渠道	10
政策三: 金融委召开会议, 突出四大重点	11
看点 8: 假期大类资产表现	12
风险提示	12

图表目录

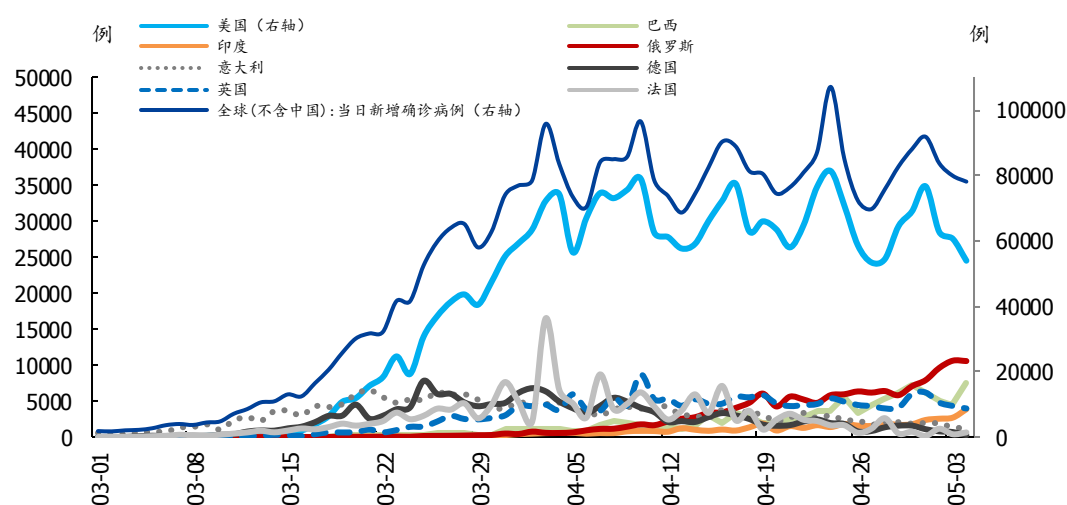
图表 1: 新增确诊病例数量: 国内疫情得到明显控制, 海外疫情整体仍处于高位	3
图表 2: 中国、美国、欧元区一季度 GDP 均负增	4
图表 3: 主要机构对美国 Q2 GDP 预测值	4
图表 4: 近 6 周美国初请失业金人数累计超过 3000 万人	5
图表 5: 美国 4 月失业率大概率创历史新高	5
图表 6: 美、欧、日、英 4 月制造业 PMI 均大幅下滑	5
图表 7: 中国 4 月制造业 PMI 小幅回落, 需求端恢复显著不及生产端	5
图表 8: 美联储 4 月 FOMC 会议声明关键信息	6
图表 9: 美联储仍有较大扩表空间	7
图表 10: 4 月商品房成交面积持续回升	7
图表 11: 4 月土地成交面积小幅回升	7
图表 12: 4 月汽车销量大幅反弹	8
图表 13: 清明节旅游人数和收入对比	8
图表 14: 五一旅游人数和收入对比	8
图表 15: 4 月五大集团发电耗煤量不再继续上升	9
图表 16: 4 月后两周全国高炉开工率保持稳定	9
图表 17: 农产品价格继续回落	9
图表 18: 工业品价格继续回落	9
图表 19: 《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》核心要点	10
图表 20: PPP 和基建 Reits 有望相互促进	11
图表 21: 基建 Reits 有望缓解地方政府债务压力	11
图表 22: 五一假期大类资产表现 (5/1-5/4)	12

看点 1: 全球疫情继续恶化，特朗普暗示可能向中国加关税

1、全球总确诊人数突破 360 万例：中国已得到遏制，美国仍处高位平台，欧洲单日新增逐步回落，新兴市场国家接棒发酵；后续关注疫情是否二次反弹。近一周以来（4.28-5.4），全球（除中国）新增确诊超 58 万例，与前值基本持平，累计超 358 万例（加上中国超过 364 万）。其中：美国仍处于高位平台期，单日新增超 2.4 万例，累计确诊超过 121 万例为全球最多；欧洲正基本得到控制，英、法、德、意单日新增病例数均逐步回落；新兴市场国家接棒发酵，俄罗斯、巴西、印度单日新增呈上升态势，而巴西和印度合计超 15 亿人，占全球总人口 20% 以上，一旦失控，全球压力巨大。后续需关注欧美逐步复工后是否会发生疫情二次爆发，以及巴西、印度等国的疫情发展状况。

2、特朗普暗示可能再加关税，中美关系再迎考验；中国要做好长期思想准备，是场持久战。3 月美国疫情加速蔓延以来，特朗普频频公开把本次疫情“甩锅”给中国，并于 5 月 1 日公开暗示可以通过提高关税的方式来“惩罚”中国。受特朗普这一表态的影响，当日美股、欧洲股市、新华富时 A50 期指均有不同程度的大跌。倾向于认为，特朗普把疫情“中国化、政治化”，更大可能还是为了今年 11 月的美国大选，真正要以病毒名义制裁中国还是有较大难度。然而，对于中国来说，要注意到 3 月以来国际舆论环境对我国多有不利（比如不少国家有言论提及要向中国索赔论等），建议密切跟踪疫情后国际秩序变化，包括逆全球化、民粹主义、去中国化等可能的变化。

图表 1: 新增确诊病例数量：国内疫情得到明显控制，海外疫情整体仍处于高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 法国确诊数跳增是因为纳入了此前没有计算在内的疗养院数据

看点 2: 欧美 1 季度 GDP 负增，全球经济步入“至暗时刻”

事件: 4 月 29 日、30 日，欧美公布 1 季度经济数据，其中：美国一季度 GDP 环比折年率-4.8%、同比 0.3%，为近十年来最低；欧元区一季度季调后的 GDP 同比增速-3.3%（前值 1%），为 2009Q3 以来最低，其中：法国-5.4%，创历史新低；意大利-4.8%，为 2009Q3 以来最低。此外，中国香港一季度 GDP 同比增速-8.9%，为有纪录以来最大跌幅。

核心结论（本部分可见前期报告《美国经济将迎来“至暗时刻”——兼评美国一季度 GDP 与 4 月 FOMC 会议》）：

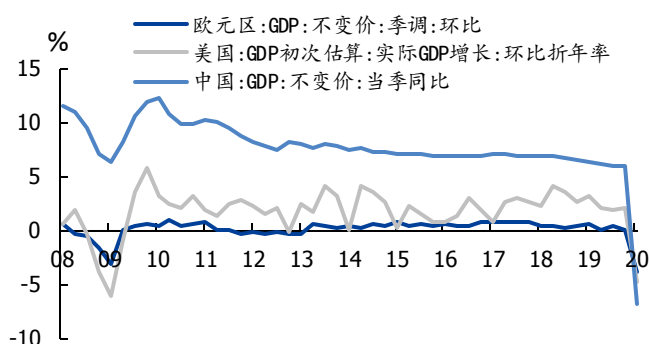
1、美国 Q1 GDP 负增长，主因疫情导致的消费下滑：美国 Q1 GDP 环比和同比增速均创下近十年新低，分项来看，私人消费对 GDP 的环比拉动率为-5.26%，是最大的拖累项，

且是历史第四低，主要反映了疫情的冲击；其他分项中，私人投资、政府支出、净出口对 GDP 的环比拉动率分别为-0.96%、0.13%、1.30%。

2、美国 Q2 GDP 增速大概率创历史新低：由于美国各州的“禁足令”最早在 3 月下旬开始生效，因此对经济的冲击主要集中在二季度。据 ECRI 美国周度领先指数测算，美国 Q2 GDP 环比折年率将跌至-20%左右，同比在-5.2%左右，而历史最低记录分别为-10%、-3.9%。同时，近期市场机构大幅下调了对美国经济的预测值，当前市场对美国 Q2 GDP 环比折年率、同比的一致预期分别为-26%、-6.7%；对 2020 年美国实际 GDP 同比的一致预期为-3.7%；IMF 在 4 月 13 日发布的《世界经济展望》中，将 2020 年美国实际 GDP 同比预测由此前的 2.1%大幅下调至-5.9%。

3、疫情冲击下，欧元区二季度 GDP 继续大幅下滑。欧元区 Q1GDP 同比-3.3%、为 2009 年 Q3 以来最低，环比-3.8%、创 1995 年以来最低，主因还是本次新冠疫情欧洲是重灾区，尤其是经济占比前三的德国、法国、意大利。往后看，鉴于欧洲疫情目前仍处高位，经济停摆的负面冲击将在二季度集中显现。欧央行行长拉加德 4 月 30 日公开表示，在较悲观的预期下，二季度 GDP 可能萎缩 15%。

图表 2：中国、美国、欧元区一季度 GDP 均负增



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3：主要机构对美国 Q2 GDP 预测值

预测机构	Q2环比折年	Q2同比	2020年同比
彭博中位数	-26.0%	-6.7%	-3.7%
巴克莱	-45.0%	-9.6%	-6.4%
花旗	-27.7%	-7.3%	-2.6%
高盛	-34.0%	-11.0%	-6.2%
JP摩根	-40.0%	/	-7.6%
摩根斯坦利	-37.9%	-8.2%	-5.5%
UBS	-25.5%	-7.4%	-5.2%
IMF	/	/	-5.9%

资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

看点 3：欧美就业继续恶化，全球迎来“失业大潮”

事件：美国 4 月 25 日当周初次申请失业金人数 383.9 万人（前值 444.2 万人），近 4 周合计超过 2000 万人；欧元区 3 月失业率 7.4%，高于前值 7.3%；4 月中国制造业从业人员指数 50.2%，较前值下滑 0.7 个百分点。

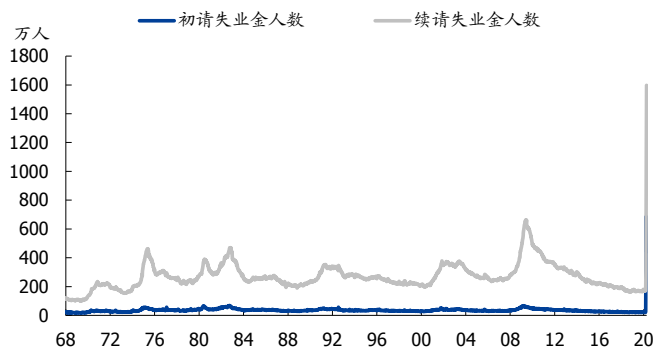
核心结论：需高度关注就业恶化对经济的冲击，各国的稳就业都是重中之重。

1、美国 4 月失业率大概率创历史新高：3 月下旬以来，美国每周初次申请失业金人数急剧增长，最新一周（4 月 25 日）为 383.3 万，近 4 周合计超过 2000 万人，自 3 月 21 日这周以来合计超过 3000 万人，创 1967 年公布数据以来的最大记录。维持此前判断，据初请+续请失业金人数估算，美国 4 月失业率将升至 12.5%左右；据美国持有失业保险人群的失业率与官方失业率的历史相关性估算，美国 4 月失业率将达到 14%，而美国失业率的历史高点为 1982 年的 10.8%。

2、二季度欧元区失业率将大幅攀升：从数据来看，3 月欧元区失业率为 7.4%，略高于前值 7.3%，和近一两年水平相当，表明还未反应疫情冲击，预计二季度将迎来高峰期。

3、中国就业同样不容乐观：4 月制造业从业人员指数下降 0.7 个百分点至 50.2%，服务业从业人员指数小升 0.4 个百分点至 47.1%，仍明显偏弱，再考虑到海外疫情将冲击我国贸易端就业（2018 年贸易相关就业人数达 2.08 亿人，占总就业人员比重超过 25%），维持前期报告《疫情下美国就业究竟有多差？中国呢？》看法，二季度我国就业压力巨大，稳就业仍是重中之重（4.17 政治局会议新提“六稳+六保”，就业均居首）。

图表 4: 近 6 周美国初请失业金人数累计超过 3000 万人



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 美国 4 月失业率大概率创历史新高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

看点 4: 全球 4 月 PMI 大降, 关注中国 PMI 的四大信号

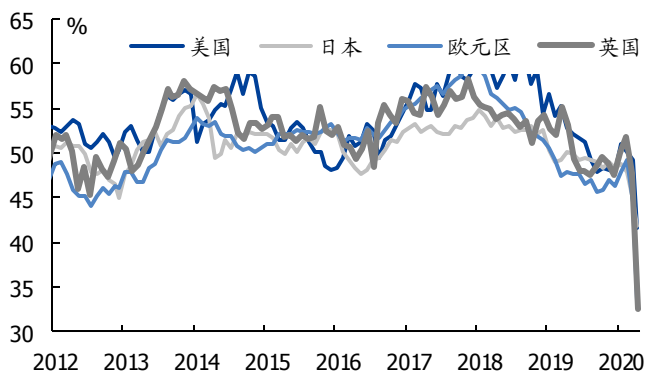
事件: 4 月美国 ISM 制造业 PMI 41.5%, 创 2009 年 4 月以来最低水平; 欧元区 4 月制造业 PMI 终值 33.4, 创 2004 年有数据以来最低; 日本 4 月制造业 PMI 41.9, 创 2009 年 3 月以来最低; 韩国 4 月制造业 PMI 为 41.6, 创 2009 年 1 月以来最低; 俄罗斯 4 月制造业 PMI 31.3, 创有数据以来最低; 印度 4 月制造业 PMI 27.4 (前值 51.8), 创有数据以来最低; 巴西 4 月制造业 PMI 48.4, 创有数据以来最低; 中国 4 月制造业 PMI 50.8, 较前值回落 1.2 个百分点。

核心结论:

1、4 月全球制造业 PMI 均大幅走低甚至“腰斩”。数据显示, 美、欧、日、韩、巴、印等国的 4 月制造业 PMI 都较前值显著回落, 均跌至 2008 年金融危机时期的水平, 欧元区、俄罗斯、印度、巴西等经济体甚至创有数据以来最低。总体看, 各国走势上和中国 2 月 PMI 一样 (中国 2 月制造业 PMI 35.7, 创 2005 年以来有数据以来最低), 主因还是疫情之下各国采取了“封国”、“封城”、居家隔离等防疫举措, 各国经营活动都按下了“暂停键”, 这也预示二季度全球经济将显著承压。

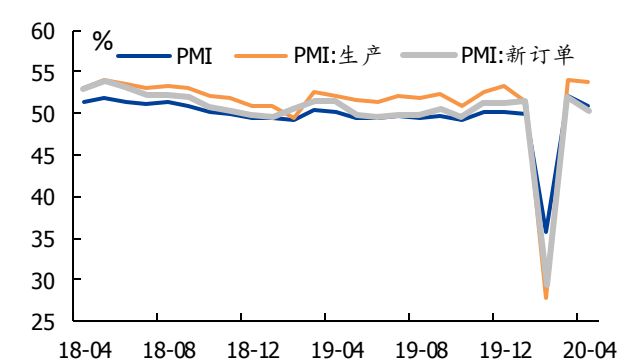
2、中国 4 月制造业 PMI 降幅远超季节性, 关注 4 大信号。4 月中国 PMI 较前值回落 1.2 个百分点至 50.2%, 但需求端复苏显著不及生产端。维持我们报告《真实压力加大—4 月 PMI 的 4 大信号》的观点, 建议重点关注生产端、贸易端、价格端、库存端、就业端的四大信号, 即: 生产恢复可能进入瓶颈期; 贸易端形势严峻, 二季度可能遭受持续冲击; 价格端持续回落, 4 月 PPI 仍将为负, 关注被动补库; 真实就业形势严峻, 二季度将持续承压, 建筑业是亮点。总体看, 外需大降+就业压力, 中国二季度经济难言乐观, 逆周期调节力度将继续加码。

图表 6: 美、欧、日、英 4 月制造业 PMI 均大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 中国 4 月制造业 PMI 小幅回落, 需求端恢复显著不及生产端



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

看点 5: 美欧日央行延续宽松，中国二季度将再降息降准

事件: 4 月美联储 FOMC 会议、欧央行和日本央行的议息会议，均维持当前基准利率不变，同时也都表达了对经济下滑的巨大担忧，总体基调明显偏鸽。

核心结论:

1、美联储 4 月按兵不动，后续将侧重结构性扩表。维持我们报告《美国经济将迎来“至暗时刻”——兼评美国一季度 GDP 与 4 月 FOMC 会议》的看法：**其一，4 月 30 日美联储的 FOMC 会议增量信息有限。**会议声明中，美联储着重强调了新冠疫情对经济的巨大冲击，鲍威尔表示美国二季度经济将出现前所未有的下滑，后续经济的反弹不会回到疫情前的水平；**其二，本轮美联储扩表速度远超历史上三轮 QE:** 3 月初以来，美联储资产负债表已经扩张超过 2.4 万亿美元，相比之下，QE1 用 18 个月扩表 1.3 万亿，QE2 用 8 个月扩表 5650 亿，QE3 用 26 个月扩表 1.66 万亿。**其三，后续美联储扩表重心将有所调整:** 当前美联储资产负债表规模占 GDP 比重仍低于欧元区、日本和中国，因此仍有较大的扩表空间。由于目前银行体系流动性已经显著改善，同时企业债务仍有较大压力，美联储扩表方式上可能继续逐步减少国债和 MBS 的购买，转而增加商票、企业债等资产的购买，以此为企业提供更多流动性支持。

2、欧央行 4 月末下调三大基准利率，但采取了结构性降息。4 月 30 日欧央行最新利率决议显示，维持存款利率-0.5%不变，再融资利率 0%不变，边际借贷利率 0.25%不变；同时，在 2020 年 6 月至 2021 年 6 月期间，将定向长期再融资操作利率 (TLTRO III) 下调 25BP 至-1% (比同期欧洲体系主要再融资操作的平均利率低 50 个基点)，并推出了新的抗疫紧急中长期再融资操作(PELTROS)；此外，欧央行也表示未来也可能会出台更多宽松措施，包括增加债券购买。**总体看，欧央行 4 月对三大利率维持不变符合市场预期，下调 TLTRO III 和推出 PELTROS，则旨在维护金融市场稳定。**

3、日本央行 4 月末下调基准利率，宣布将无上限购买政府债券。日央行在 4 月 27 日的货币政策会议上将基准利率维持在-0.1%不变，维持 10 年期债券收益率目标在 0%不变；日央行表示未来将按需无限购买政府债券，取消购买每种公司债券的上限，企业债券购买规模将达到 20 万亿日元，将放宽对公司债券、商业票据的购买规定，对商业票据、企业债的购买增加至少维持至 2020 年 9 月份；此外，日央行预计 2020/21 财年实际 GDP 增速在-5%至-3%区间 (1 月预测为 0.9%)。总体看，随着疫情在日本进一步蔓延，叠加东京奥运会延期，日本经济最差的时候尚未到来，后续货币和财政均有望进一步扩张。

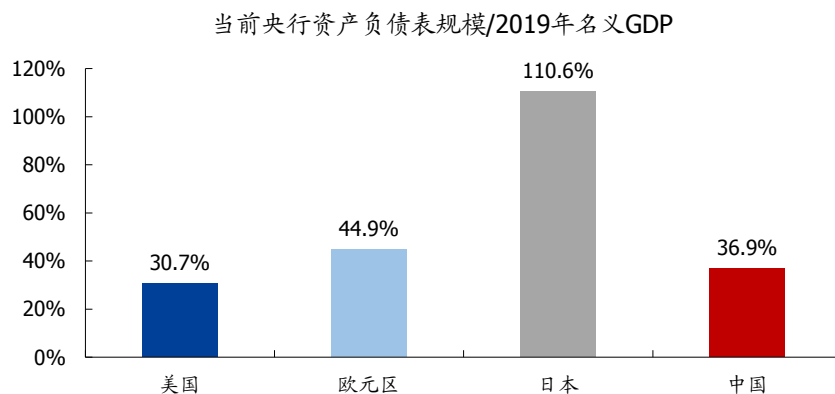
4、根据 4.17 政治局会议，中国二季度有望再降息降准，5 月应可看到降息。4.17 政治局会议直接指出要运用降准、降息、再贷款等手段，且继续强调引导贷款市场利率下行，表明后续还会再降准、降息，我们也继续提示年内仍有可能调降存款基准利率。**时点上，5 月 14 日可能下调 MLF 利率 (有 2000 亿的 MLF 到期)，5 月 20 日也有可能继续下调 LPR 利率。**

图表 8: 美联储 4 月 FOMC 会议声明关键信息

内容	具体表述
利率	维持 0-0.25% 不变，直到经济企稳、就业和通胀回升。
QE	将继续购买一定数量的国债和 MBS，将继续进行大规模的回购操作。
经济	新冠病毒将在短期内严重影响经济、就业和通胀，并在中期对经济前景构成相当大的风险。
通胀	需求疲软和油价大幅下跌抑制了通胀。
金融市场	国内外经济活动的中断严重影响了金融状况，并损害了向美国家庭和企业的信贷流动。
政策指引	将继续监测公共卫生、全球经济、通胀压力等信息对经济前景的影响，并将使用全部工具、酌情采取行动来支撑经济。

资料来源: 美联储官网, 国盛证券研究所

图表 9: 美联储仍有较大扩表空间



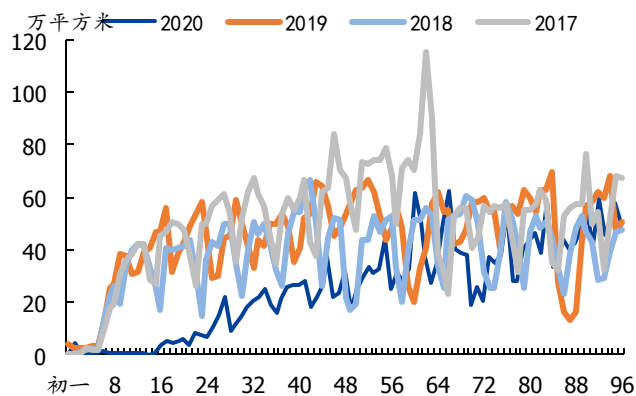
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

看点 6: 国内高频: 4月需求持续复苏, 生产恢复进入瓶颈期, 价格普遍下跌, 假期消费大幅低于往年

需求端: 地产汽车销售持续回升, “五一”旅游消费并未“报复性”反弹

4月商品房成交、土地成交面积回升。4月30城商品房成交面积均值41.2万平方米, 较3月回升30%, 同比增速-19.8%, 为近三年同期水平的84%。4月100城土地成交面积4076万平方米, 较3月回升7.3%, 同比增速-3.9%, 接近近年来同期水平。4月房地产市场继续回暖, 主因疫情影响减退和货币环境宽松, 后续需继续关注“两会”相关政策走向对房地产市场的影响。

图表 10: 4月商品房成交面积持续回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

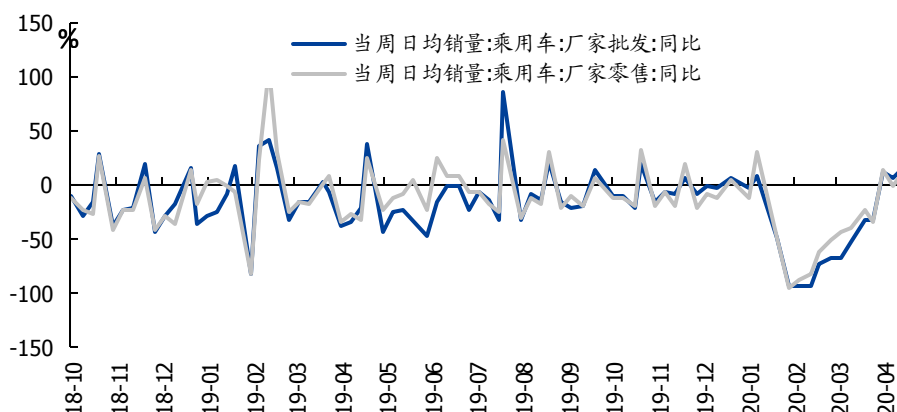
图表 11: 4月土地成交面积小幅回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4月汽车销量大幅反弹。根据乘联会数据, 4月前四周乘用车零售销量累计增速由3月的-38%大幅回升至-1.6%, 背后原因可能包括政策刺激效果显现、疫情常态化下消费者出于健康安全考虑对私人交通工具需求增强等, 但居民收入受疫情冲击、负债压力不断上升等因素仍可能制约后续汽车消费的回升幅度。

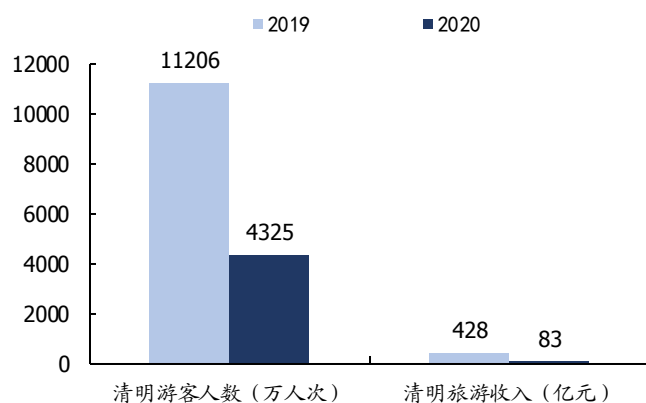
图表 12: 4 月汽车销量大幅反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

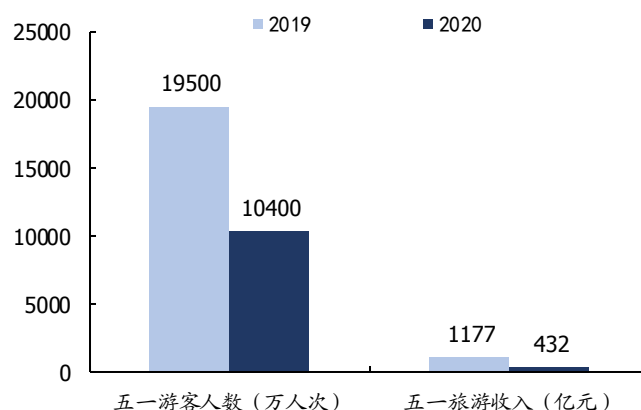
“五一”假期旅游消费明显回暖。根据文旅部数据, 今年五一假期前 4 天 (去年五一假期也为 4 天), 全国接待国内游客总人数 1.04 亿人次, 实现国内旅游收入约 432.3 亿元, 分别为去年的 53%、37%, 较 4 月初的清明节假期有明显改善 (清明假期游客人数和旅游收入仅为去年的 39%、19%)。今年旅游收入恢复较慢, 可能与疫情影响仍存, 居民多选择短途出游、消费意愿下降等因素有关。

图表 13: 清明节旅游人数和收入对比



资料来源: 文旅部, 国盛证券研究所

图表 14: 五一旅游人数和收入对比



资料来源: 文旅部, 国盛证券研究所 注: 出于可比性考虑, 2020 年五一假期取前 4 天数据

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_5435

