

旬度经济观察

——外需压力加大，资本市场延续分化

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2020 年 04 月 30 日

内容提要

海内外疫情整体趋势在改善。内需延续修复，但外需下降明显，这使得整体需求依然疲弱，但相对平稳。供大于需的矛盾持续，价格有进一步下滑的压力。

美元流动性问题进一步缓和，全球市场超跌后修复最快的时期可能已经过去，进入了平稳期，未来走势主要取决于基本面的变化。

疫情造成的基本面影响有较大分化，这导致各类资产的走势出现明显的分化。其中，新兴市场可能成为新的风险点。

风险提示：（1）疫情超预期 （2）地缘政治风险

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

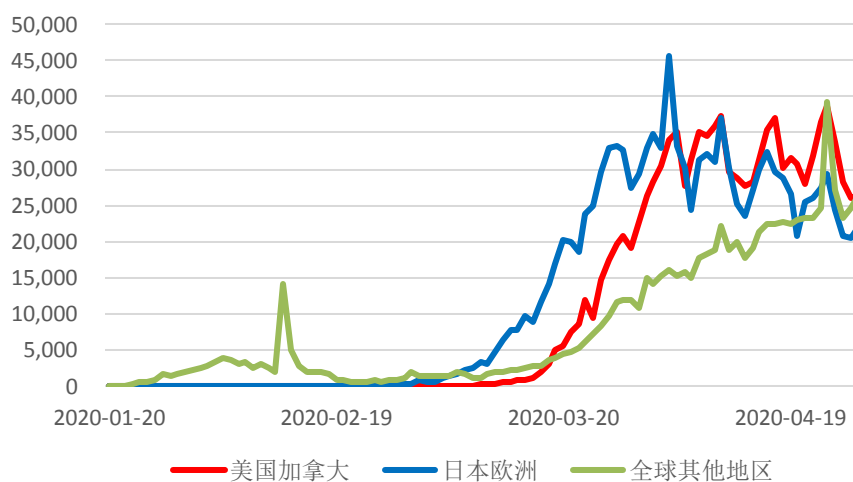
2 yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、外需拖累明显，经济暂维持弱势

4 月中下旬以来，海内外疫情整体趋势在改善，中国的输入性病例也在显著回落。在此背景下，内需在多个维度上延续修复；然而，受到疫情的影响，海外需求在 4-5 月仍对国内经济造成较大的负面影响，使得整体需求依然疲弱，但相对平稳。随着欧美复工的逐步展开，整体需求有望在 6 月后迎来更明显的修复。供需失衡的情况在二季度延续，价格仍有下行压力。

直到 4 月，疫情仍然是影响全球经济的核心变量。从海外的情况看，欧洲较为明显的在 3 月底 4 月初出现了拐点，但下降缓慢；美国随后出现了拐点，但病例下降的速度比欧洲更为缓慢；全球其他地区的病例则仍在上升趋势中，但增速略有放缓。

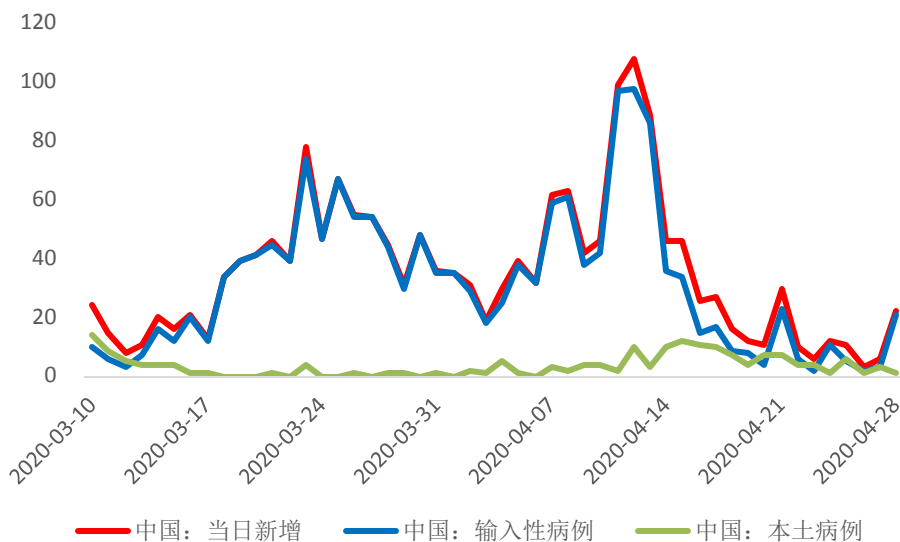
图1：新冠肺炎病例每日新增



数据来源：Wind

从国内的情况来看，海外疫情的倒灌导致了 3 月后输入性病例的明显增加，但在海外疫情逐渐稳定叠加国内对输入性病例严格管控的背景下，输入性病例及本土关联病例在 4 月中旬见顶后明显下降，并保持了趋势回落的态势。

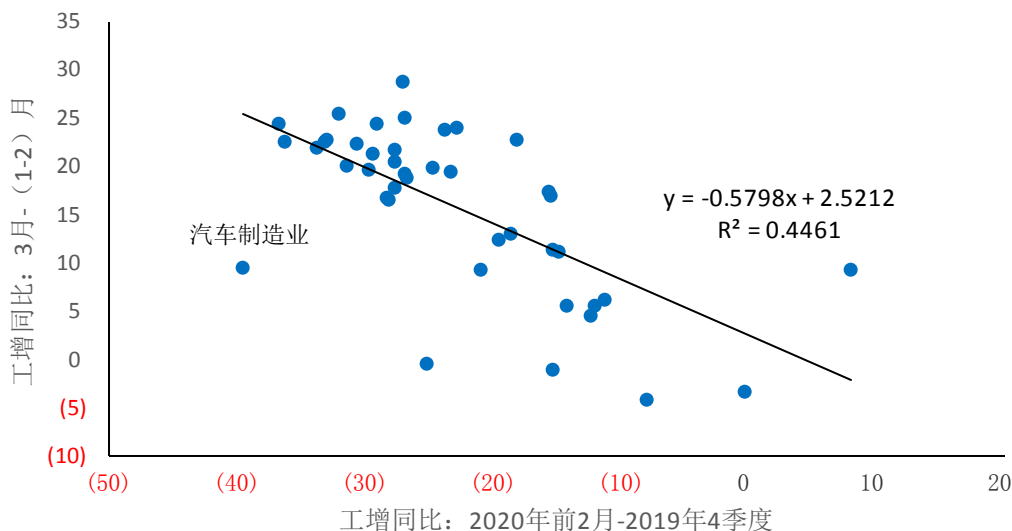
图2: 单位: 例



数据来源: Wind.

图3: 单位: %

工业增速: 分行业



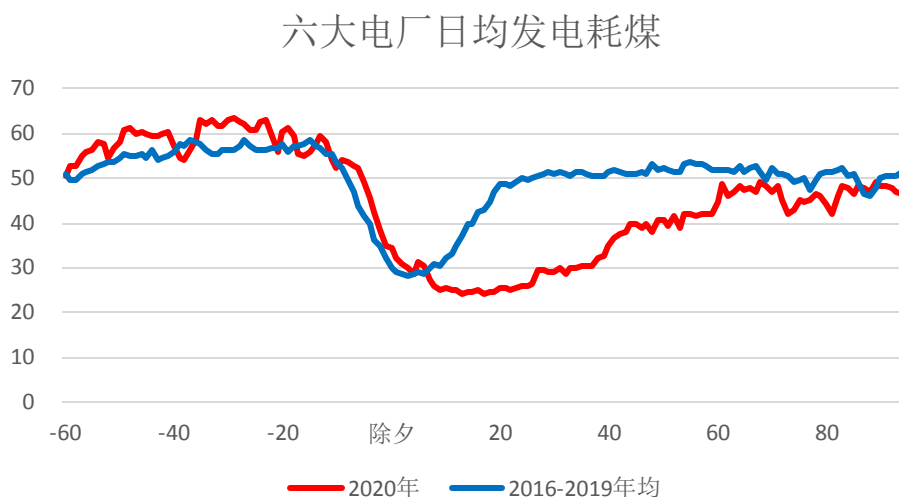
数据来源: Wind, 安信证券

在整体疫情缓和的情况下，国内的供给和需求都出现了明显的修复。由于疫情影响幅度的不同，供给的修复要好于需求，这也导致了整体价格水平出现回落。

4月上旬，我们判断国内的供给能力特别是工业供给在3月底已经基本恢复，最近公布的一季度各项细项数据基本验证了这一判断。从分行业的工业增速来看，2020年3月与1-2月的增速之差和2020年1-2月与2019Q4的增速之差呈明显的负相关关系，这大致说明供给端的修复是非常迅速的。

另外，3月工增为-1.1%，考虑到3月的工业生产是个逐渐修复的过程，这可能说明，3月底的工业增速已经达到一个很高的水平，已经超过了2019年下半年的工业平均增速。这或许显示，除了汽车等长产业链的行业外，工业的整体供应能力已经基本修复了。在整体需求走弱的情况下，工业的显著反弹主要是供给快速修复导致的。

图4：单位：万吨

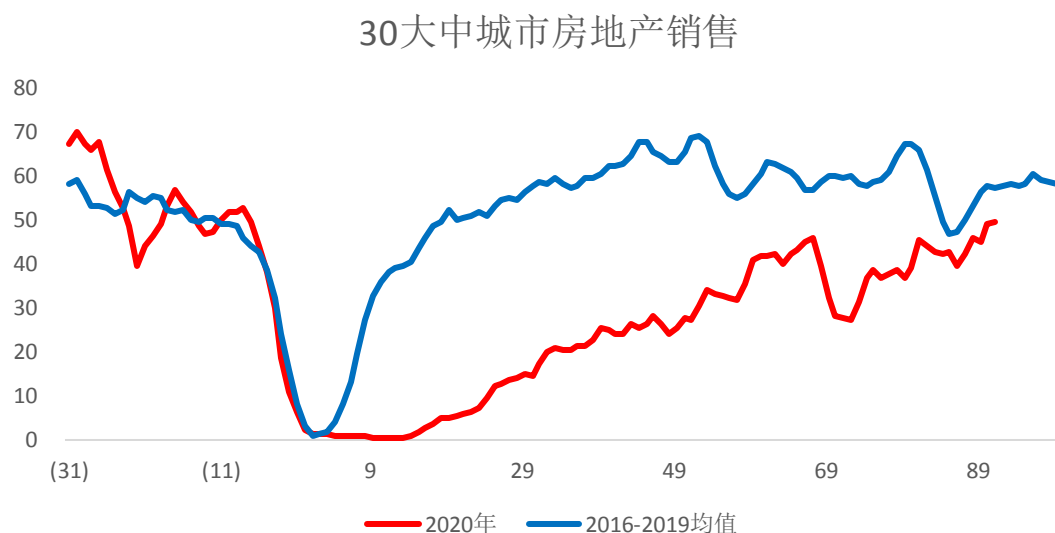


数据来源：Wind，安信证券

然而，从发电耗煤的数据观察，到了3月底后，发电耗煤量往上修复的趋势发生变化，基本是平稳震荡，而且整体水平要低于往年的均值。疫情缓和后，复工复产趋势向上；另外，政府也推出了相关的托底政策，因此，内需的逐步向上修复是合理的推断。为了弥补2月的供给缺口，工业增速阶段性的超过疫情前的

水平是可能的。但发电耗煤水平一直平稳的低于往年均值，可能说明 4 月之后整体经济受到了外需大幅走弱的拖累。

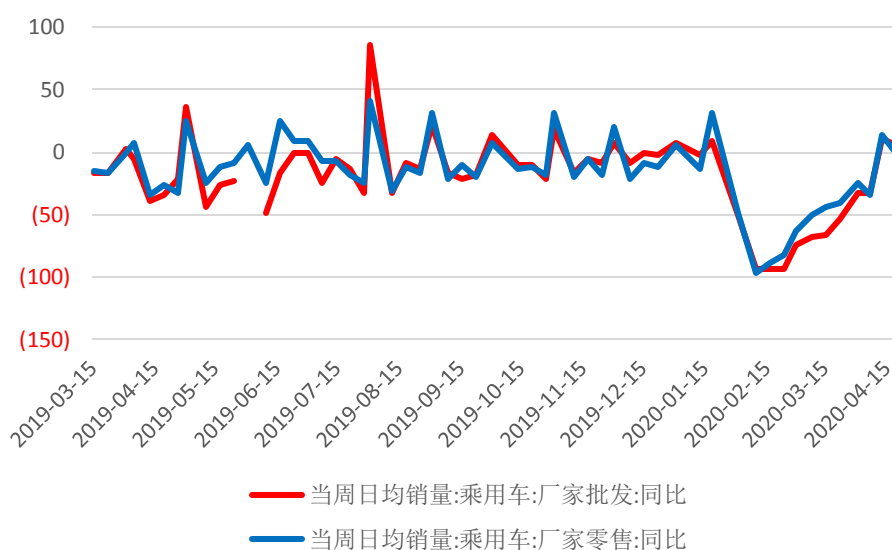
图5： 单位：万平方米



数据来源：Wind，安信证券

注：横轴为距离春节的天数

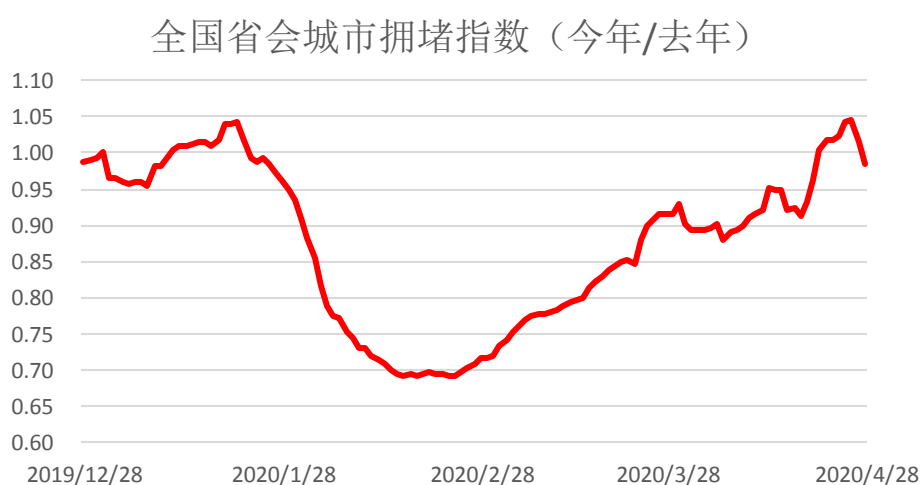
图6： 单位：%



数据来源：Wind，安信证券

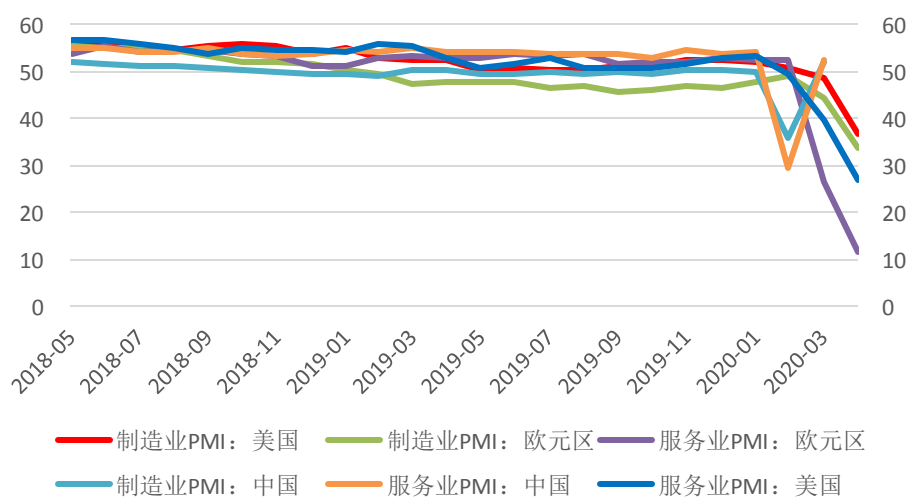
首先，从内需的情况来看，房地产和汽车等销售在逐步上升，汽车可能因为刺激政策的支持上升的更快一些。另外，一些出行上的数据，比如全国拥堵指数，自2月下旬开始一直回升，4月下旬以来基本已经回到了疫情前的水平。各行各业相关的指标都表明，内需仍在持续的恢复之中。

图7： 单位：点



数据来源：Wind，安信证券

图8： 单位：点

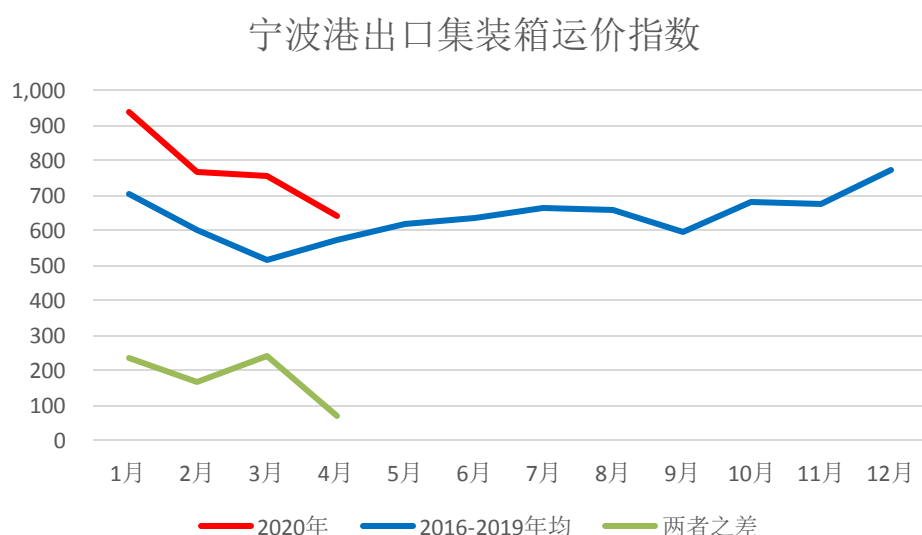


数据来源：Wind，安信证券

海外需求方面，尽管市场有一定预期，但可能比之前的预期还要更差。欧美4月的制造业和服务业PMI初值均明显低于市场预期，而且和中国2月的读数接近。另外，与中国相比，欧美的服务业PMI降幅远大于中国，欧元区的读数甚至达到了11.7的超低水平。

外需的走弱在数据上显示出了一定的迹象。4月的宁波港出口集装箱运价指数相对于季节性均值明显下降。另外，韩国前20天的出口增速为-27%，而韩国3月的出口增速为-0.7%。

图9： 单位：点



数据来源：Wind，安信证券

从疫情的走势来看，欧美新增病例在3月底4月初到达了顶峰，尽管回落速度缓慢，但拐点已经明确。因此，欧美各国政府已经在考虑复工的计划安排。综合各国的情况来看，4-5月是复工的开始，之后将延续修复。从疫情的走势来看，亚非拉等发展中国家的复工节奏可能更滞后一些。从中国的防疫经验看，武汉封城的两个月之后，供给基本能够恢复，需求的修复则需要更长的时间。全球的供

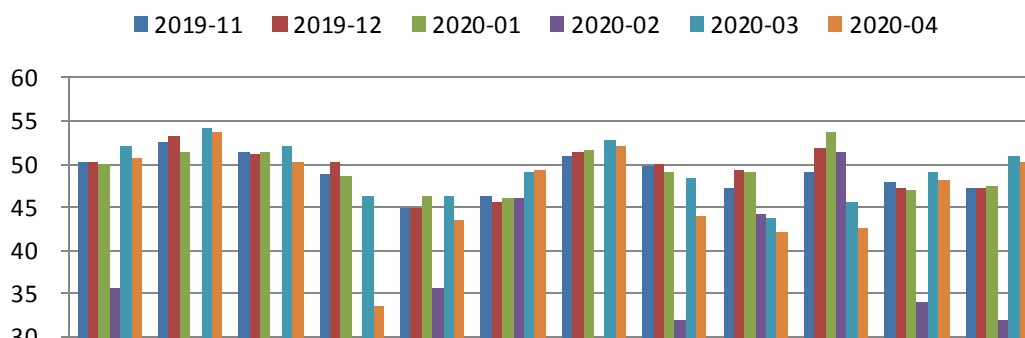
给和需求修复可能比中国需要更长的时间。因此，二季度的外需可能一直都比较弱，需要到二季度末和三季度才会有较为明显的修复。

图 10:

国别	欧美复工节奏计划
美国	特朗普在 4 月 16 日表示，美国许多州可以在 5 月 1 日之前重新开放，同时他也介绍了重新开放各州经济的三阶段计划。
英国	英国政府拟 5 月 7 日再次评估疫情，以决定是否再次延长“禁足令”
德国	面积不超过 800 平方米的商店自 4 月 20 日起可开始恢复营业;从 5 月 4 号开始，学校将逐步恢复上课
意大利	全国将从 5 月 4 日起分阶段重新开放
法国	法国目前实施的限制措施将于 5 月 11 日到期，法国总理菲利普将在 4 月 28 日向议会提交政府的相关“解封”计划
西班牙	如果疫情相关数据持续向好，从 5 月 2 日起，将允许人们独自出门锻炼或与同住者外出散步
加拿大	联邦政府决定从 4 月 15 日起，逐步重启加拿大经济
瑞士	瑞士将从 4 月 27 日开始分阶段逐步放松新冠疫情管控措施

数据来源：安信证券整理

图 11: 单位：点



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_5448

