# 旬度经济观察

## ——流动性危机缓释，市场延续修复

韦志超[1] 袁方(联系人)[2]

2020 年 04 月 11 日

### 内容提要

国内的供给修复良好，但海内外需求修复相对滞后，这将使得一般价格水平持续承压。

3 月社融全面超预期，货币市场利率水平大幅下行，政策的全面宽松或许正在路上。另外，可能的改革加速或许将提升市场的风险偏好。

美联储对症下药，缓释了流动性危机，这导致了全球股市的持续反弹。

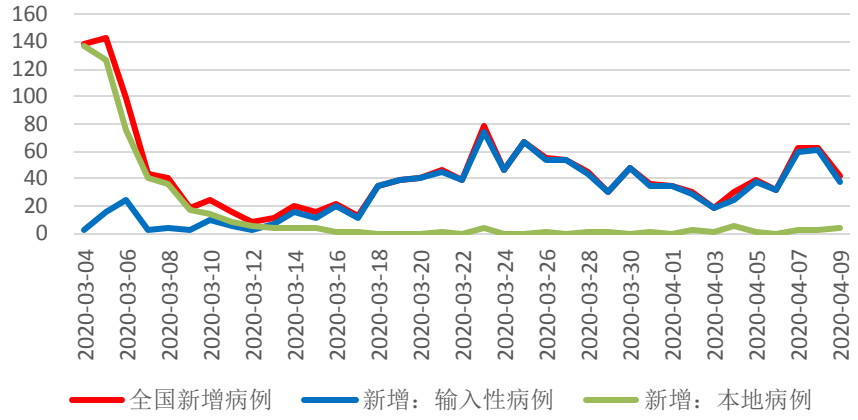
风险提示：（1）疫情超预期

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001
2 yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

## 一、供需恢复不同步，供需矛盾加剧

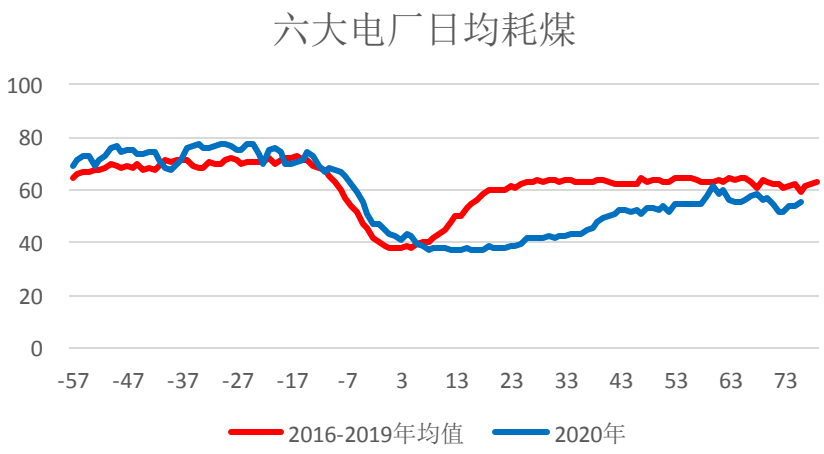
疫情依然是目前主导国内外经济最重要的因素。对于中国而言，3 月初以来，海外输入性病例成为主要矛盾，但本土病例也一直难以归零。这使得复工复产仍然受到明显的抑制。具体到供需层面，综合各方情况分析，我们猜测，供给特别是工业供给的恢复水平可能已经很高，可能至少在 90-95%以上，但需求的修复相对较低，这个矛盾在未来一段时间内仍将持续，这将使得一般价格水平持续承压。

图 1： 单位：例




数据来源： Wind

图 2： 单位：万吨




数据来源： Wind. 注： 横轴为距离春节的天数

具体来看，我们判断，

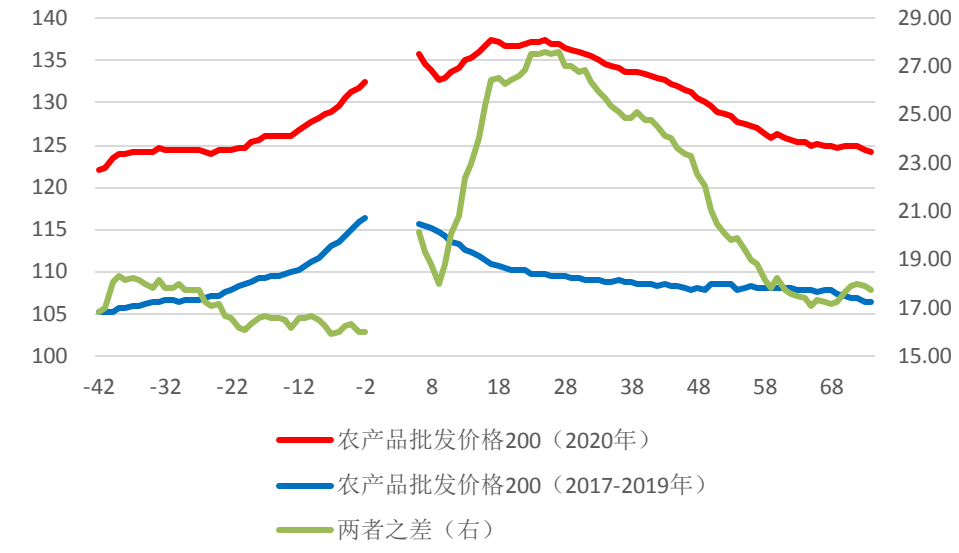
（1）国内的供给能力在相当程度已经恢复；

（2）部分行业的供给可能受到国际产业链断裂的负面影响；

（3）海内外需求成为了明显的制约因素。

观察六大电厂发电耗煤的情况，工业生产可能自 3 月下旬开始就恢复到一个较高的水平，但随后就止步不前。我们猜测，这大概和两个因素有关：一是供应端受到海外供应链部分断裂的影响，二是海内外需求仍然受到抑制。

图3： 单位：点




数据来源：Wind，安信证券

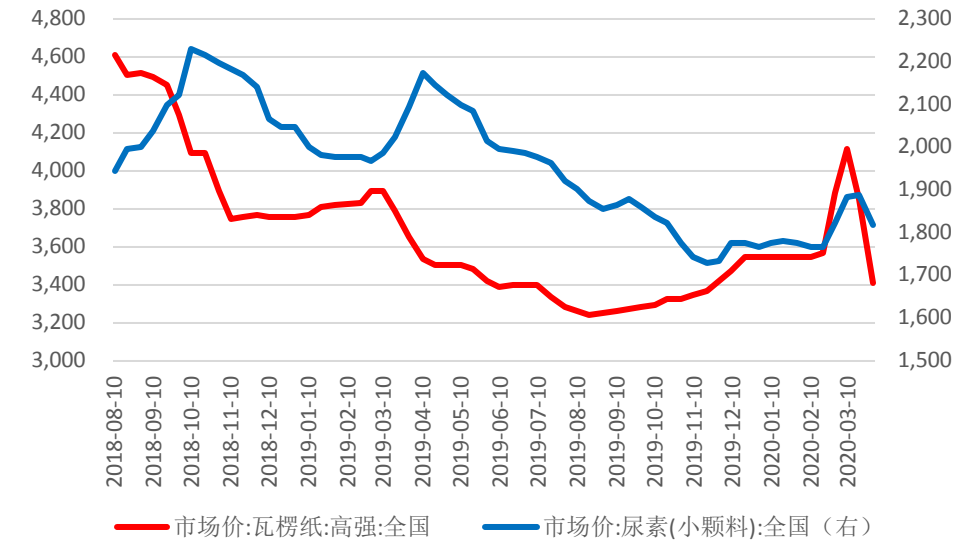
注：横轴为距离春节的天数

观察国内的供给恢复情况，国内的农业生产可能是个重要的参考。国内的农业生产也受到了疫情的严重影响，因此农产品价格在将近两个月的时间内都维持了一个相对较高的水平（受到高猪价的影响，2020 年农产品价格整体水平较高，因此我们观察 2020 年价格与之前几年价格水平之差的走势），但从 3 月下旬开始

就下降到疫情前的水平。国内的农业产品需求相对稳定，供给主要在国内，不会受到海外产业链断裂的冲击，因此，农产品价格可能较好的反映了供给能力的恢复。结合发电耗煤的情况，我们猜测，3 月下旬以来，除了受到海外供应链断裂影响的行业和企业，国内的供应能力基本恢复了。

随着供给能力的修复，某些产品的价格出现了大幅的变动，尿素、瓦楞纸等价格出现了明显的拐头向下。

图4： 单位：元/吨

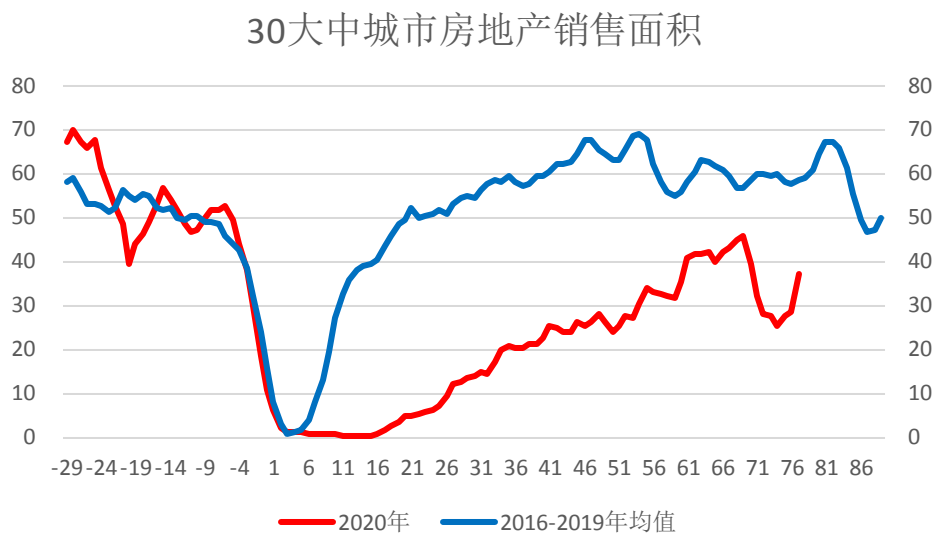



数据来源：Wind，安信证券

在供给端修复的同时，需求端也在修复。但由于疫情的不对称影响，需求的修复明显更加困难。从诸多方面的需求上看，需求的修复尚需时日，尤其是海外需求。

房地产销售一直在修复，但到了 3 月下旬后开始止步不前。乘用车销售自 2 月中旬以来一直在回暖，但离正常水平还有一定距离。至于人员聚集更多的行业比如餐饮、旅游、娱乐等，可能需要等待更长的时间。

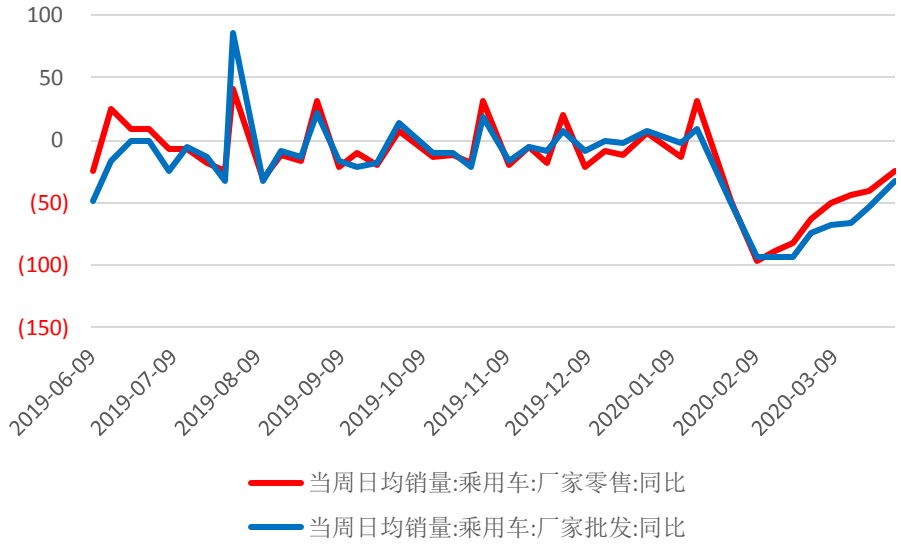
图5： 单位：万平米




数据来源：Wind，安信证券

注：横轴为距离春节的天数

图6： 单位：%

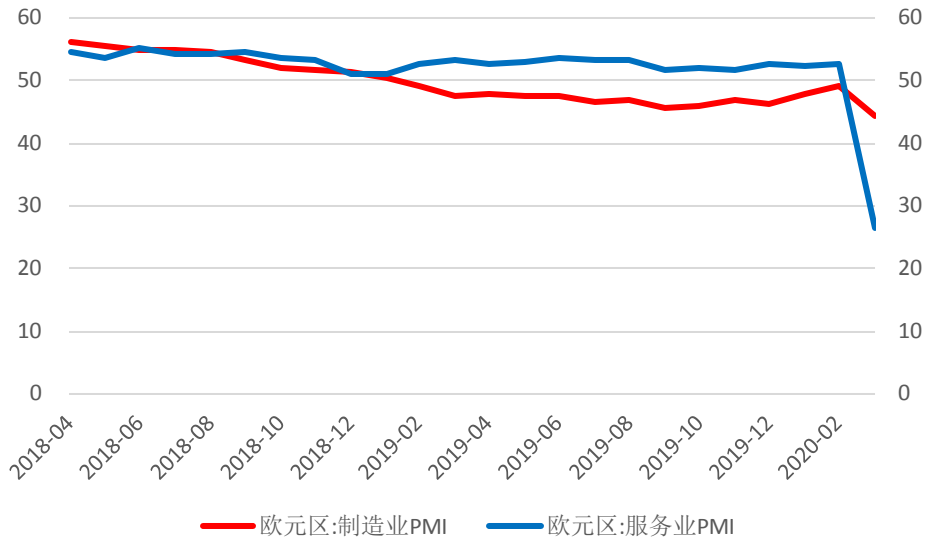



数据来源：Wind，安信证券

海外的需求则更为不乐观。3月欧元区服务业PMI降至历史最低水平的26.4，基本意味着服务业的经济活动少了一半。制造业PMI降幅远小于服务业PMI，可

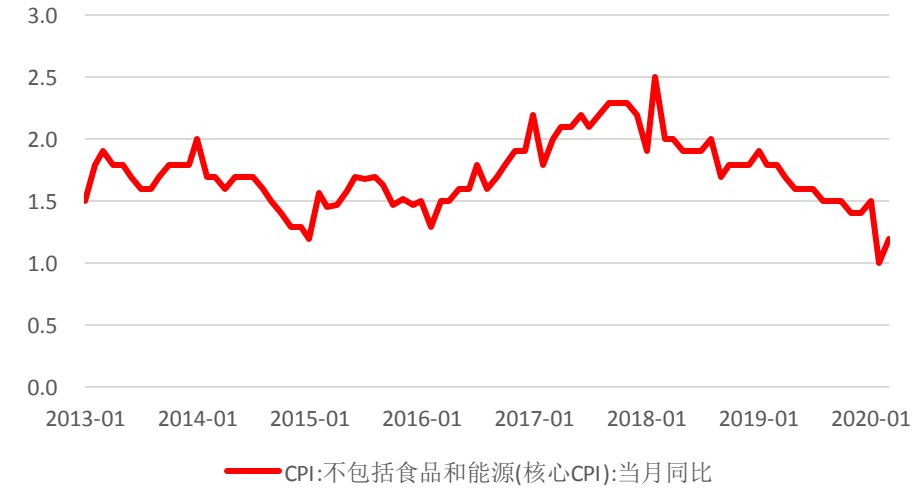
能说明供给的下降或许远小于需求。在全球封城普遍化、病例新增下降缓慢的背景下，海外需求的恢复可能需要较长的时间。

图7： 单位：点




数据来源：Wind，安信证券

图8： 单位：%

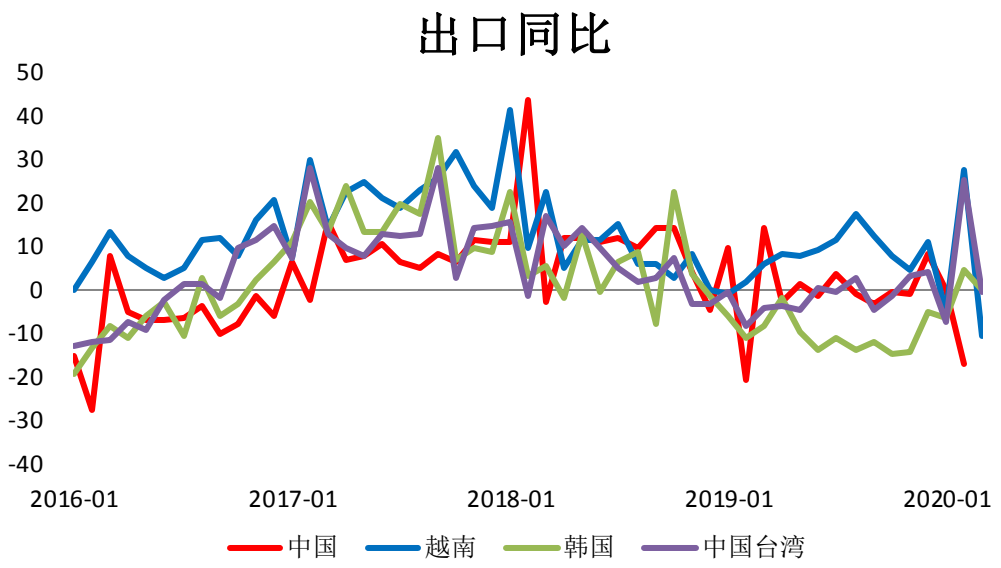



数据来源：Wind，安信证券

疫情对供给和需求显著的不对称影响明显的反映在商品价格上。3 月的 CPI、PPI 环比均显著低于季节性。油价和食品的影响对此影响较大。但即使波动相对较小的核心 CPI 同比，在最近两个月也明显下跌，已经跌破 2015 年的低点。

从 3 月韩国、越南和中国台湾的外贸数据上看，需求下降的负面影响可能才刚开始体现，这可能是因为出口数据有时滞。往后的几个月，供需矛盾会变得更为显著，这可能将伴随着一般价格水平的显著下降。

图9： 单位：%




数据来源：Wind

## 二、政策全面宽松进行时

市场普遍认为，新冠肺炎对经济的负面影响，至少在短期内远大于 2008-2009 年的金融危机。因此，世界各国特别是欧美均推出了强大的刺激和缓释计划，总量普遍在年度 GDP 总量的 10%左右。

自疫情发生以来，中国一直在加大宏观政策对冲力度，从最近的情况来看，政策的应对正在往纵深发展。除了在财政货币政策上加大力度之外，制度改革也在推进。

4 月 9 日，新华社公布了《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。这份文件基本延续了之前政策的部署。十九大明确将要素市场化配置作为经济体制改革的两个重点之一，十九届四中全会后的深改组第十一次会议就通过了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。当前的国际形势严峻复杂，本次《意见》的出台可以提振社会各界对中国未来经济发展的信心。

《意见》的格局很大，涉及面很广，对土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域都提出了进一步的市场化改革方向。发改委在同日印发《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》的通知，督促城区常住人口 300 万以下城市全面取消落户限制；300 万以上城市基本取消重点人群落户限制；推动城镇基本公共服务覆盖未落户常住人口。这可能说明政策已经做好了一定的配套准备，预计今后相关的要素市场领域都会有一系列改革的动作。这将在一定程度上提升市场的风险偏好。

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_5914