

宏观研究/国内周报

2020年04月12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: 微观数据显示基建投资在提速》
2020.04
- 2 《宏观: 深入部署“新基建”》 2020.03
- 3 《宏观: 政策需平衡抗疫与经济增长》
2020.02

静待经济数据亮相, 担忧订单不足

国内实体经济观察 (2020/04/04-2020/4/10)

核心观点

上周实体观察, 订单不足已经成为企业复产面临的头号难题, 国内主要车企已全面复工, 但日均产量不足去年同期八成。建筑施工活动继续走旺, 上周建筑钢材成交环比走高 24%, 4 月至今的日均同比已转正, 显示国内基建项目加快铺开赶工, 基建投资增速上移可期。工业品价格整体回暖, 或系疫情在新兴市场加速, 资源品供给担忧升温。发改委印发《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》, 长期优化资源配置, 中期新型基建拉动内需。本周五揭晓一季度 GDP 数据, 疫情冲击程度、经济目标、特别国债规模等或变得清晰。后续关注外需冲击、政策应对与海外疫情发展。

疫情发展: 国内疫情防控常态化, 新兴市场国家疫情或加速

上周国内新增确诊新冠肺炎 314 例 (本土 19 例, 境外输入 295 例)。国内疫情基本控制但仍有反弹风险, 疫情防控进入常态化。总书记强调要坚持在常态化疫情防控中加快推进生产生活秩序全面恢复。钟南山表示新冠病毒存在长期传播可能, 应迅速发展疫苗。上周海外新增确诊 469,555 例, 疫情发展最快的 8 个国家 (美国、西班牙、德国、英国、意大利、法国、土耳其、伊朗) 当周新增病例占全球 75.3%。欧洲疫情整体趋缓, 美国依然是疫情“震中”, 印度等新兴市场国家或为疫情暴发“下一站”。

实体观察: 上游油价反弹, 中游钢材成交走旺, 下游房地产成交走弱

复工方面, 受订单不足制约, 车企日均产量仅达去年同期 75%。上游能源方面, 布伦特油价环比回升 20.4%, OPEC+ 能否达成减产协议仍有悬念, 后续油价走势变数较大。中游工业与建筑施工方面, 发电耗煤环比回落 4.5%, 已恢复至去年同期近九成, 建筑钢材成交环比 23.8%, 基建项目加快铺开、赶工, 提振建材市场需求; 外贸运输方面, BDI 指数环比 0.5%, CDFI 指数环比-1.4%, CCFI 指数环比-1.1%。下游房地产方面, 30 城商品房成交面积环比-22.5%, 百城土地成交面积环比-26.8%; 汽车销售方面, 各地纷纷出台促进汽车消费政策; 食品价格方面, 居民物价整体继续回落。

重点政策: 新型城镇化长期优化资源配置, 中期有效拉动内需

上周中央印发关于《构建更加完善的要素市场化配置体制机制》的意见, 提出土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域的改革举措, 为盘活土地、科技转化、培养新业态奠定制度基础。发改委印发关于《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》的通知, 要求活化人口流动和落户政策, 增强城市群和城乡一体化建设, 完善城市新型基建。我们认为新型城镇化任务, 长期有助于优化资源要素配置效率; 中期是扩大内需的重要组成, 新型基建有望为今年实现一定的经济增长目标、解决新冠疫情带来的内需趋弱等结构性问题, 打下良好的基础。

数据回顾与本周关注

上周公布 3 月 CPI 同比 4.3% (前值 5.2%)、PPI 同比-1.5% (前值-0.4%)。CPI 回落主要受食品与能源价格拖累, PPI 生产资料全面下跌; 3 月新增信贷 2.85 万亿 (同比多 1.2 万亿), 社融规模 5.16 万亿 (同比多 2.2 万亿), M2 同比 10.1% (前值 8.8%)。3 月复工复产与货币政策对冲下, 信贷总量与结构均有改善, 企业现金流压力缓解。本周将公布一季度 GDP 等经济数据 (周五)、进出口 (待定)。随着 GDP 数据揭晓, 疫情对经济造成的冲击程度更为直观, 全年增长目标的设定以及特别国债等规模也可能变得清晰。此外, 3 月进出口数据或初步显露疫情全球大流行对外贸活动的影响。

风险提示: 海外疫情扩散超预期、全球供应链效率降低约束国内产能。

正文目录

上周回顾与本周关注	4
上周疫情发展	5
上周实体观察	6
复工情况	6
上游：工业价格整体回暖	6
中游：钢材成交继续走旺	7
下游：房地产成交走弱	7
上周重点政策	8
风险提示	15

图表目录

图表 1: 实体观察数据表	6
图表 2: 上周重点政策汇总	9
图表 3: 新冠肺炎当日新增确诊病例	10
图表 4: 新冠肺炎扩散国家数量	10
图表 5: 全球疫情分布	10
图表 6: 全国部分省市近 5 日新增确诊病例走势	10
图表 7: 新冠肺炎全国新增疑似与确诊情况	11
图表 8: 新冠肺炎全国存量疑似与确诊情况	11
图表 9: 海外累计确诊情况 (对数刻度)	11
图表 10: 海外新增确诊情况	11
图表 11: 国际原油期货价格	12
图表 12: 焦煤与动力煤期货价格	12
图表 13: 铜与铝期货价格	12
图表 14: 铁矿石期货价格	12
图表 15: 六大发电集团日均耗煤量	12
图表 16: 高炉开工率	12
图表 17: 地炼开工率(山东炼厂)	13
图表 18: 水泥库容比	13
图表 19: 螺纹钢库存	13
图表 20: 主流贸易商建筑钢材成交量	13
图表 21: 螺纹钢与热轧板卷价格	13
图表 22: 水泥与玻璃价格	13
图表 23: BDI	14
图表 24: CCFI、CDFI	14
图表 25: 30 大中城商品房当周成交面积	14
图表 26: 100 大中城土地当周成交面积	14
图表 27: 土地成交量价表现	14
图表 28: 乘用车批发零售	14
图表 29: 猪肉平均批发价	15
图表 30: 鸡蛋平均批发价	15
图表 31: 蔬菜平均批发价	15
图表 32: 水果平均批发价	15

上周回顾与本周关注

上周公布3月通胀与金融数据：

(1) CPI 4.3% (前值 5.2%)、PPI 同比-1.5% (前值-0.4%)。CPI 大幅回落，主要受食品与能源价格拖累，食品端供给压力缓解，非食品受油价下跌与疫情造成终端需求乏力影响。PPI 通缩程度加深，生产资料出现全面下跌。我们预计今年 CPI 阶梯式回落，有效需求不足是目前主要矛盾；PPI 呈 U 型走势，供给侧担忧情绪升温或令 PPI 迎来短期底部。

(2) 新增信贷 2.85 万亿 (同比多 1.2 万亿)，社融规模 5.16 万亿 (同比多 2.2 万亿)，社融存量同比 11.5% (前值 10.7%)，M2 同比 10.1% (前值 8.8%)，M1 同比 5% (前值 4.8%)。3 月份国内复工复产与货币政策对冲合力下，信贷总量与结构均有改善，企业现金压力缓解，但我们认为社融超预期并非内生投资、融资意愿好转，更多是融资条件改善的结果。

社融和信贷数据是观察实体经济状况的窗口，数据超预期的背后是政策支持和企业“补流”。虽然银保监会相关人士在此前曾透露 3 月份信贷情况，但实际数据仍超预期。市场对该数据并无太多反映，但我们认为：1、数据超预期的背后源于：再贷款、再贴现等政策的强力支持，2 月份压抑的信贷需求释放，企业在复产复工并积极通过主动负债“补流”，部分中小企业可能延迟了信贷还款时间；2、企业存款大幅上升，为复产复工奠定基础，缓解短期流动性断裂风险。越是龙头企业，融资条件改善可能越明显。居民部门存款也有所上升，表明消费回补不存在资金障碍，缺少的是消费意愿和场景等；3、从企业中长期贷款结合近期机械设备销量看，基建可能正在发力；4、实体经济融资条件好转，虚拟经济资金面也不会太差。

从上周实体观察来看，**订单不足已成为企业复产面临的“头号难题”**，目前国内主要车企已全面复工，但由于订单不足，日均产量仅达到去年同期 75%，而外贸企业压力更大。与制造业形成反差的是，建筑施工活动继续走旺，上周建筑钢材成交环比走高 23.8%，4 月至今的日均同比已转正，显示国内基建项目加快铺开赶工，基建投资增速上移可期。上周上游工业品价格整体回暖，我们认为这主要系疫情在新兴市场加速所致，资源品的供给侧担忧逐步升温，而并不反映全球经济压力见底。上周原油价格在 OPEC+ 减产协议预期发酵中反弹，但由于减产协议受到墨西哥反对，最终协议能否达成仍有悬念，后续油价走势的变数较大。

本周将公布一季度 GDP、3 月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额等经济数据 (周五)、进出口数据 (待定)。随着一季度 GDP 数据揭晓，疫情对国内经济造成的冲击程度将更为直观，全年增长目标的设定以及包括专项债、特别国债在内的逆周期工具规模也可能变得清晰。此外，3 月以来疫情全球大流行，外需收缩、供应链断裂压力骤增，即将公布的进出口数据也或初步显露疫情对外贸活动的影响。

上周疫情发展

国内方面，上周（4月4日-4月10日）全国新增确诊新冠肺炎 314 例，其中 19 例本土病例（广东 15 例，山东 2 例，黑龙江 2 例），其余 295 例为境外输入病例（其中黑龙江 168 例，内蒙古 38 例，山西 35 例，上海 26 例，广东 17 例，为境外输入“重灾区”）。截至 4 月 3 日，全国现存疑似病例 44 例，当周净减 70 例；现存确诊病例 1,089 例，当周净减 473 例；尚在医学观察的无症状感染者 1,092 例。

国内疫情基本控制但仍有反弹风险，疫情防控进入常态化。截至 4 月 10 日，全国仅 4 省份仍维持一级响应。4 月 8 日武汉“解封”，标志着国内疫情防控取得决定性进展；同日，习近平在中央政治局常委会上强调：要坚持在常态化疫情防控中加快推进生产生活秩序全面恢复。4 月 9 日，李克强在中央应对新冠肺炎疫情工作领导小组会议中指出：要根据全球疫情快速蔓延的形势，及时动态调整防范疫情跨境输入的重点和应对措施，部署加强边境地区疫情防控力量，扩大国内重点地区检测范围。4 月 9 日，国家移民管理局宣布：在华外国人如拒绝检疫措施将承担法律责任，严控疫情输入风险。4 月 10 日，钟南山表示新冠病毒基因已非常适应在人体内生存，可能比较长期存在传播，应考虑迅速发展疫苗。

海外方面，上周（4月4日-4月10日）全球新增确诊新冠肺炎 469,555 例，其中新增超过 10,000 例的国家分别为，美国 184,186 例、西班牙 34,736 例、德国 27,747 例、英国 26,909 例、意大利 23,799 例、法国 21,815 例、土耳其 21,361 例、伊朗 13,037 例。疫情发展最快的 8 个国家上周新增确诊病例占全球 75.3%。

欧洲疫情整体趋缓，美国依然是疫情“震中”，新兴市场国家疫情加速蔓延。上周，意大利、西班牙两大欧洲“重灾区”国家的隔离措施已经取得良好成效，当日新增病例显著下降，意大利将原定 4 月 13 日结束的全国“封城”措施延长到 5 月 3 日，西班牙延长国家紧急状态至 4 月 26 日零时；德国、伊朗拐点已至，存量确诊病例数据正从峰值缓慢回落；英国、法国疫情仍在蔓延，据 wind 统计，截至 4 月 11 日，英国死亡率高达 12.03%，而治愈率仅 0.79%，形势相对严峻。美国当日新增确诊屡创新高，累计确诊人数已突破 50 万例，除了怀俄明州之外的所有州都宣布进入“灾难状态”，但特朗普在 4 月 10 日的白宫发布会上称全美范围新冠肺炎确诊患者的增长速度已有所放缓。中东、拉美等新兴市场国家新冠病毒疫情加速蔓延，印度等国呈现指数级上升的态势，未来有可能成为疫情扩散的“第四站”，形势不容乐观。

上周实体观察

图表1： 实体观察数据表

类别	指标	单位	环比		同比					
			周	月	4月至今	3月	2月	1月		
上游	综合	RJ/CRB指数	%	4.4	-8.9	-32.5	-24.3	-6.0	1.5	
		南华工业品指数	%	4.4	-3.1	-13.6	-8.3	-0.7	12.5	
	能源	原油(布伦特)价格	%	20.4	-7.6	-56.5	-49.7	-13.9	5.7	
		动力煤价格	%	-0.4	-6.5	-18.6	-11.3	-5.1	-3.4	
	黑色	铁矿石价格	%	0.3	-11.7	-10.2	5.6	0.7	26.8	
	有色	铜价	%	4.1	-3.7	-18.4	-15.1	-7.0	3.2	
	铝价	%	1.3	-6.9	-17.1	-8.8	0.8	4.9		
中游	工业	6大发电集团日均耗煤量	%	-4.5	3.7	-13.5	-20.0	-19.8	-12.6	
		高炉开工率(全国)	百分点	1.1	2.8	-1.9	-13.3	-2.8	2.0	
		地炼开工率(山东炼厂)	百分点	-	-	-	0.9	-20.9	3.0	
	建筑		建筑钢材成交量(主流贸易商)	%	23.8	40.6	10.5	-12.2	-66.9	-22.8
			螺纹钢库存(主要城市)	%	-5.1	-10.3	67.6	44.7	40.6	36.7
			螺纹钢价格	%	-0.0	-1.0	-14.4	-10.5	-6.7	-2.5
			水泥价格指数	%	-0.9	-3.3	-1.1	4.3	6.7	6.2
		玻璃价格指数	%	-2.2	-3.4	2.3	3.5	4.0	3.7	
	外贸		波罗的海干散货指数(BDI)	%	0.5	2.3	-20.4	-11.7	-26.7	-34.1
			中国进口干散货运价指数(CDFI)	%	-1.4	-6.4	-17.1	1.1	1.0	1.1
		中国出口集装箱运价指数(CCFI)	%	-1.1	-0.8	11.4	9.2	3.9	8.9	
下游	房地产	商品房成交面积(32城)	%	-22.5	8.5	-33.2	-36.6	-70.4	-19.6	
		一线(4城)	%	-16.5	12.3	-33.5	-44.6	-62.2	-15.3	
		二线(14城)	%	-23.8	17.3	-36.1	-39.8	-69.6	-19.0	
		三线(14城)	%	-24.1	-3.6	-28.4	-26.8	-76.4	-22.7	
		土地成交面积(百城)	%	-26.8	30.4	-7.9	-26.9	-23.4	-8.9	
		土地楼面均价(百城)	%	121.0	84.4	40.2	-19.2	18.9	46.1	
		土地溢价率	百分点	-3.9	-7.0	-12.5	2.0	-4.9	3.1	
	汽车	乘用车批发	%	-	-	-	-48.1	-88.8	-17.7	
		乘用车零售	%	-	-	-	-39.3	-84.5	-7.4	
	食品	猪肉	%	-2.6	-4.5	124.7	145.8	172.1	143.3	
	鸡蛋	%	0.8	0.1	-10.8	-2.2	-8.1	2.3		
	蔬菜	%	-0.1	-8.3	0.6	1.8	17.9	18.9		
	水果	%	-1.0	1.2	-8.0	-4.6	-6.6	-7.6		

注：“-”为数据未更新

资料来源：Wind, Mysteel, 华泰证券研究所

复工情况

复工方面，车企日产量不足去年同期八成，订单不足制约产能。据联防联控机制，截至4月9日，主要汽车企业已全面复工，但日产量仅达去年同期75%左右，经销商订单仅恢复至正常水平65%左右。截至4月9日，全国超过76%的外贸重点企业产能恢复率超过70%，复工情况依然不佳，主要是在手及新签订单不足，其中服装等消费类行业所受影响显著。

上游：工业价格整体回暖

能源方面，国际油价环比显著回升，动力煤价格持续下跌。上周布伦特油价格环比回升20.4%，动力煤价格环比下跌0.4%。上周，市场对OPEC+达成减产协议的预期推动油价上升，但4月9日，OPEC+达成的从5月1日开始将原油产量减少1000万桶/日的初步减产协议遭到墨西哥反对。此外，OPEC+预计4月全球原油需求下滑2000万桶/日，相较需求下滑幅度，初步减产协议力度仍不大。截至4月10日，G20能源部长会议仍没有达成最终减产协议，后续油价走势变数较大。动力煤市场上供给恢复快于需求增幅，库存不断上升，叠加火电淡季，动力煤价格继续承压。

基本金属方面，黑色和有色金属价格均上涨。上周铁矿石价格环比上涨0.3%，铜价环比上升4.1%，铝价环比回升1.3%。需求方面，随着国内基建投资加码，钢材需求稳步回升，钢厂生产意愿加强，供应方面，铁矿石到港量仍处于低位，雨季对澳巴发货影响虽减弱，但由于船运时间较长，到港量短期难回升，此外巴西疫情发展趋势不容乐观，淡水河谷铁矿生产受影响程度或加深。

中游：钢材成交继续走旺

工业生产及建筑施工方面，发电耗煤达去年同期近九成。上周六大集团日均耗煤量环比回落 4.5%，达去年同期 89.8%，系进入汛期水电发力挤压火电份额。上周主流贸易商建筑钢材成交环比 23.8%，螺纹钢社会库存环比-5.1%。螺纹钢、水泥、玻璃价格环比分别为持平、-0.9%、-2.2%。国内基建项目正加快铺开、赶工，提振建材市场需求，螺纹钢去库存速度加快。需求端回暖叠加上游铁矿石价格回升遏制螺纹钢价格进一步下滑。

外贸运输方面，BDI 指数略回升。上周 BDI 指数环比 0.5%，主运铁矿石、焦煤等工业原料的海岬型船型运价持续回升，或受益于国内基建投资提振。CDFI 指数环比-1.4%，CCFI 指数环比-1.1%。全球疫情发展仍在左侧，外贸活动继续萎靡。

下游：房地产成交走弱

房地产成交方面，商品房销售、土地成交均大幅回落。上周 30 城商品房成交面积环比-22.5%，节后累计同比-40%。分能级看，一、二、三线样本城市商品房成交面积环比分别为-16.5%、-23.8%、-24.1%，各地区商品房销售均明显下滑。4月9日，深圳南山住建局发布要严查严惩参与恶意炒作、哄抬房价的房产中介机构及从业人员的通知，坚决打击“炒房”行为，严防“喝茶费”趁楼市回春卷土重来，贯彻落实“房住不炒”宗旨。上周百城土地成交面积环比-26.8%，成交土地楼面均价环比 121%，土地溢价率环比走低 3.9 个百分点，其中三线城市土地成交面积下滑明显。4月10日，上海出台《上海市扩大有效投资稳定经济发展若干政策措施》提出增加土地供应，减轻房企入市成本，将刺激上海土地及房产市场，释放房地产宽松信号。同日住建部决定延期房地产开发企业一级资质有效期，为房地产企业复工复产保驾护航。

汽车销售方面，各地区纷纷出台促进汽车消费政策。4月7日，四川省给予农村消费者每辆 1000 元以上的汽车下乡优惠价格。4月8日，山西省发布《关于实施汽车消费专项奖励的通知》，在全省分车型实施汽车消费专项奖励，以刺激省内汽车消费。同日海南省发布新能源汽车推广计划，要求除有特殊用途的公务用车均使用新能源汽车，全年计划在本省推广 1 万辆新能源汽车。

食品价格方面，居民物价整体继续回落。上周农产品批发价格指数环比-1%，据农业部全国平均批发价，鸡蛋环比 0.8%，水果环比-1%，蔬菜环比-0.1%，猪肉环比-2.6%。部分养鸡场加速淘汰产蛋鸡支撑蛋价回升，我们此前提示禽蛋价格在 4 月可能出现涨价压力。猪价持续下行主因生猪产能逐渐恢复，此外广州开展从 4 月 3 日至 5 月 2 日为期 30 天的鲜猪肉价格调控，政策层面继续坚持保供稳价。菜价仍然处于季节性下行阶段，后续随着冷棚生产完全取代暖棚生产，成本进一步降低，价格仍有下行空间。4月2日，国务院公布自 5 月 1 日开始施行《农作物病虫害防治条例》，细化了农作物病虫害预防控制机制。

上周重点政策

货币政策方面，4 月 10 日央行举行 2020 年第一季度金融统计数据新闻发布会，对市场关心的诸多问题作出回答：

关于存款基准利率，一是，存款基准利率是我国利率体系压舱石要长期保留。二是，存款基准利率不调整，不意味着银行实际执行的存款利率不变化。近期已有部分银行存款实际执行利率下降，市场机制发挥作用。三是，货基等市场利率与存款利率正实现两轨合一轨。四是，贷款利率的下行也有利于稳定存款利率。

关于货币供给总量，央行考虑以下因素：一是宏观杠杆率。二是物价水平。目前 CPI 比银行一年期存款基准利率 1.5% 仍高出不少。三是金融风险因素。如果总量太多，未来可能带来部分地区产能过剩或金融杠杆过高。

关于宏观杠杆率，不能只看一个时点，而是看一个过程。当前情况下应当允许宏观杠杆率有阶段性的上升。是为了扩大对实体经济的信用支持，也是为了未来更好地保持合理的宏观杠杆率创造条件。今年应对疫情冲击，宏观杠杆率上升是必然的，合理范围可接受。

关于房地产，2016 年以来，人民银行按照“房地产市场平稳健康发展长效机制”要求，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标工作，主要是抑制资金过度流入房地产。

关于银行同业负债比例要求，过去很多中小银行同业负债占比过高形成风险隐患，长远来看可能不会取消或放开。

4 月 9 日，中共中央、国务院印发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，提出土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域的改革方向和具体举措。（1）推进土地要素市场化配置，建立健全城乡统一的建设用地市场，鼓励盘活存量建设用地，进一步完善土地管理体制。（2）引导劳动力要素合理畅通有序流动，深化户籍制度改革，畅通劳动力和人才社会性流动渠道，完善技术技能评价制度，加大人才引进力度。（3）推进资本要素市场化配置，完善股票市场基础制度，加快发展债券市场，增加有效金融服务供给，同时完善科技创新资源配置方式。（4）加快培育数据要素市场，推进政府数据开放共享，提升社会数据资源价值，同时健全生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制。

4 月 9 日，发改委印发关于《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》的通知，要求加快实施新型城镇化战略，活化人口流动和落户政策，增强城市群和城乡一体化建设，完善城市新型基建。相比 2008-09 年，我国经济学意义上的城镇化进程已大幅推进；而当前新型城镇化内涵更丰富，长期来看有助于优化人口、土地、科技等资源要素配置效率；中期来看，能成为扩大内需的重要组成部分，在全面建成小康社会的 2020 收官之年，新

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_5923

