

缓慢恢复的经济与充裕的流动性

摘要

随着国内疫情的改善，复工复产成为政策重点。但受限于各种因素，复工复产进度缓慢，因而整体经济依然延续疲弱态势。预计 3 月各项经济指标可能继续同比回落，1 季度经济增速可能同比出现 6% 左右的下跌，这显示疫情对经济形成冲击的深度。虽然复工复产缓慢，但依然在稳步推进，如果按目前速度，整体生产和需求有望在 4 月底左右恢复到与去年同期水平，整体经济可能在 2 季度中后段恢复到相对正常阶段。但考虑到疫情在全球的蔓延以及国内相对稳健的稳增长政策，经济出现 V 型回升可能性有限，而更多可能是向正常水平恢复，之后可能在一段时期内保持弱势。

在这种情况下，政策将继续以宽松为基点，央行将继续保持流动性充裕，并通过加大资金投放和调降政策性利率引导融资利率下行。因而，在基本面缓慢改善与政策宽松双重作用之下，债市将延续震荡态势，10 年期国债利率将继续在 2.4%-2.7% 区间运行。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 国常会宽松规模有多大？
(2020-04-01)
2. 新基建投融资模式的探讨
(2020-03-30)
3. 莫追高价转债 (2020-03-19)
4. 近期央行操作背后的政策思路以及未来债市走势 (2020-03-17)
5. 信用债双周报：哪些 AA+ 房企可能会被上调级别？——从近期几家调级房企说起 (2020-03-16)
6. 低利率环境下债市该向何处要收益？
(2020-03-11)
7. 可转债月报：可转债打新一签难求，抢权策略效果如何？ (2020-03-09)
8. 利率创新低后往下还能走多少？
(2020-03-09)
9. 美债利率下行空间还有多大，会转负么？ (2020-03-07)
10. 托管数据显示目前高票息策略占优
(2020-03-05)

1 基本面缓慢恢复，外需将明显承压

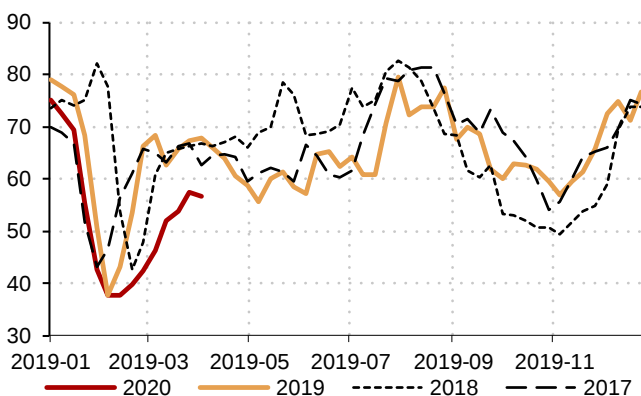
虽然随着国内疫情改善政策重心已经转移到复工复产上，但经济向正常水平恢复的速度依然缓慢。3月初以来全国疫情明显改善，目前全国现存确诊人数不足2000人，国内疫情防控转向外防输入为主。而政策重心也转向复工复产方面，4月8日政治局会议再次强调要加大复工复产政策落实力度。但显示中受人工、物流已经订单等因素约束，复工复产进度缓慢。

生产面虽有恢复，但继续疲弱，目前依然低于去年同期水平。随着复工复产推进，六大发电集团耗煤量有所恢复，但依然保持疲弱态势。日均水平回升至50-60万吨/天，依然同比下跌近两成。虽然3月制造业PMI出现明显反弹，但需要考虑到，PMI反映的是环比，3月的反弹主要反映较2月低基数的回升，并未绝对水平的大幅上升。因而，整体来看，生产面依然保持相对疲弱态势，预计3月工业增加值继续保持同比下跌态势，预计跌幅可能在-7%左右。生产面继续疲弱意味着1季度经济增速将明显下滑，预计1季度GDP同比增速同比下跌-6%左右。

而从需求面看来，经济活动同样有所改善，但依然疲弱。随着复工复产推进30个大中城市商品房销售面积持续回升，但依然低于去年同期水平，同比较去年下降两成左右。如果按此速度回升，有望在4月中下旬回到与去年同期基本持平水平。而乘用车销量同样逐步改善，目前已经回升至去年同期六成以上。整体需求处于缓慢回升过程中，随着复工复产的推进，有望在4月末回升到与去年同期持平水平。

图1：发电耗煤增速在逐步回升，但速度相对缓慢

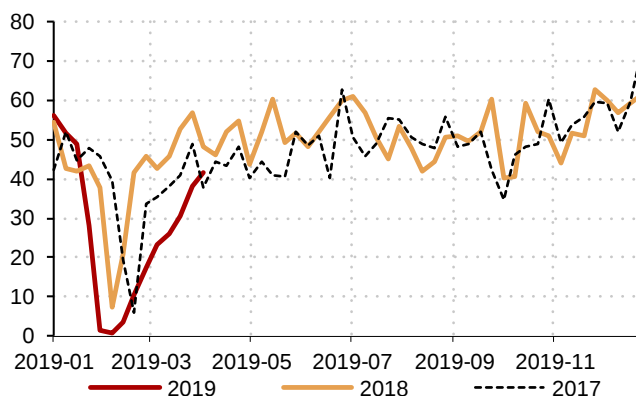
六大发电集团日均耗煤量，万吨



数据来源：wind、西南证券整理

图2：30个大中城市商品房销售面积同样逐步回升

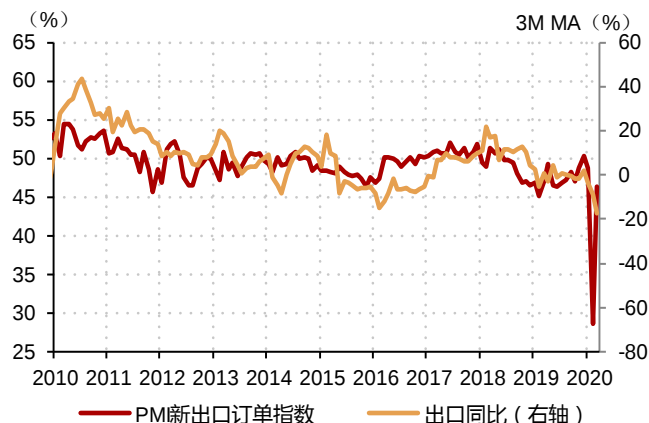
30个大中城市房地产销售面积，万吨



数据来源：wind、西南证券整理

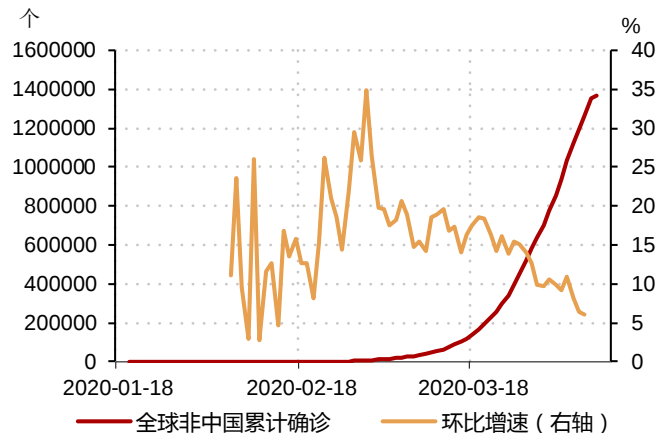
全球疫情蔓延，外需或将明显承压。虽然国内疫情得到有效控制，但从2月下旬开始，全球疫情出现大幅度蔓延。全球疫情防控力度不断升级，随之而来的是全球经济下行压力将持续加大。近期美国非农就业等数据已经显示了新冠疫情对全球经济的冲击力度，未来全球经济存在很大可能落入衰退区间。这意味着我国出口将面临较大挑战。可以看到，3月在其它PMI分项普遍明显回升的时候，出口新订单分项依然在荣枯线以下，为46.4%。在低基数的基础上，出口新订单依然保持疲弱态势，这意味着外需将持续走弱。未来一段时期，外需可能成为经济下行的主要压力之一。

图 3：出口订单指数偏弱预示出口面临较大下行压力



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：全球疫情快速蔓延，对外需形成冲击



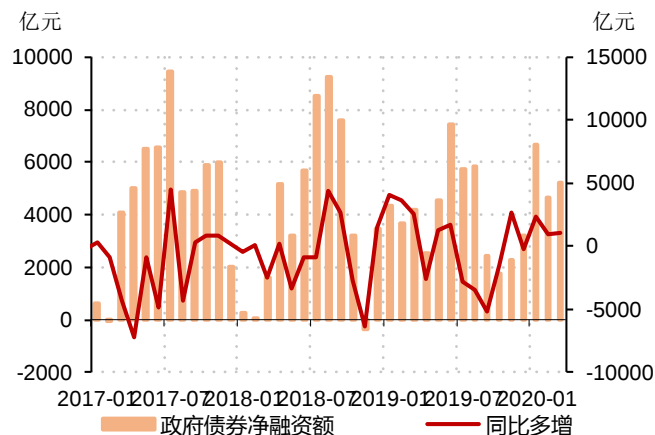
数据来源：wind、西南证券整理

2 政策继续加大资金投放，为实体经济输血

政策继续加大资金投放，为实体经济输血。政策继续加大对实体经济信用投放力度。一方面，财政继续发力，引导资金进入实体经济。3 月国债和地方政府债合计净融资 5234 亿元，同比多增 1800 亿元。另一方面，政策加大再贷款、再贴现力度，向实体经济增加资金支持，春节后累计投放再贷款、再贴现额度合计 1.5 万亿，这显著推动了对实体经济资金投放规模。

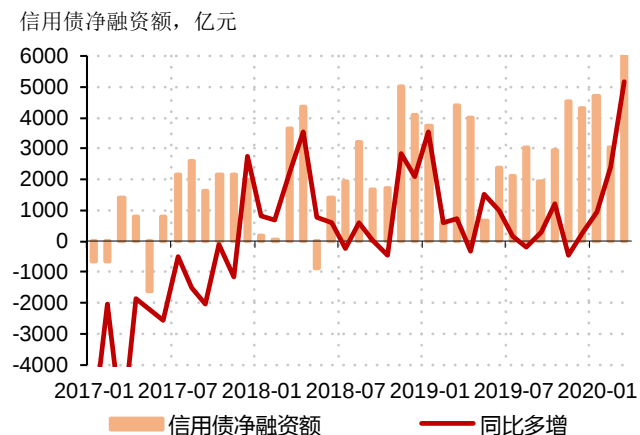
金融机构资金投放增加以及债券市场发行火爆推升 3 月信贷社融数据。在货币当局再贷款、再贴现推动，以及金融机构资金投放速度加快环境下，3 月信贷有望继续明显增长。银监会此前表示 1 季度新增人民币贷款在近 7 万亿元，考虑到银监会此口径为社融中贷款口径，因此估算 3 月新增贷款在 2.8 万亿左右，同比多增 1 万亿元以上。同时，利率水平下行导致 3 月债券融资大幅增加，3 月各类信用债净融资为 9550 亿元，同比大幅多增近 6000 亿元。信贷投放增加与债券融资增加推动之下，社融将出现明显改善。预计 3 月社融将达到 4.4 万亿元，同比多增 1.5 万亿元左右。

图 5：政府债券净融资额继续保持高位



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：信用债融资大幅攀升



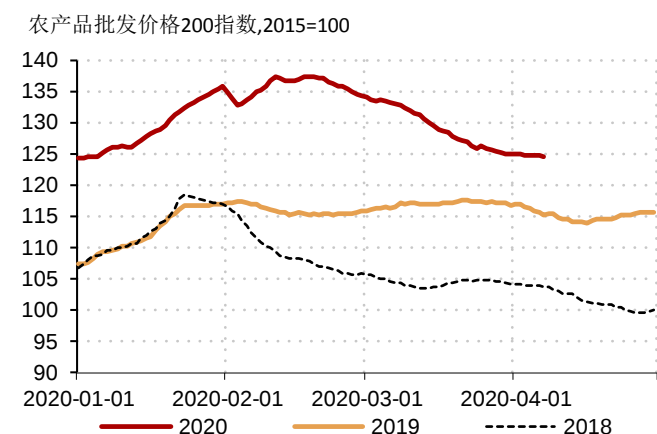
数据来源：wind、西南证券整理

3 通胀压力逐步缓解，工业品通缩压力加大

疫情冲击渐退，食品价格逐步回落，通胀压力逐步减轻。随着疫情冲击逐渐减退，食品价格进入下行阶段。3月各类食品价格普遍下行，猪肉价格小幅放缓，这将带动通胀水平逐步回落，预计3月CPI同比增速将放缓至4.6%左右。随着食品价格逐步回落，通胀压力将逐步减轻。

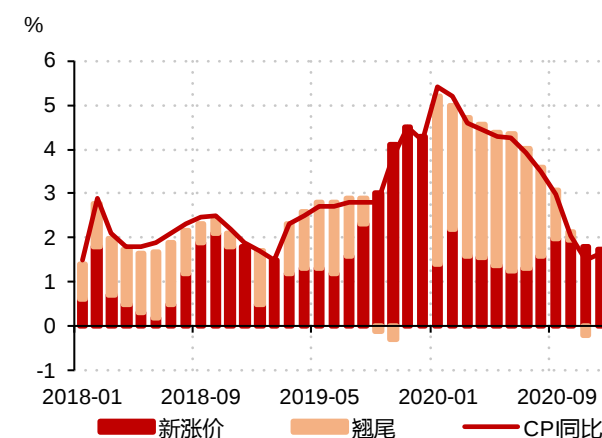
通胀压力将逐步缓解。未来食品价格将总体回落，同时，去年猪肉等食品价格高基数效应也将逐步体现，这将推动CPI同比增速持续回落，通胀压力继续减缓。虽然全球疫情冲击之下全球粮食供给出现困难，但考虑到我国三大主粮基本上完全自给，而且保有很高的库存，因而全球疫情对国内粮食，乃至通胀的冲击相对有限。

图7：农产品批发价格200指数



数据来源：wind、西南证券整理

图8：CPI走势预测



数据来源：wind、西南证券整理

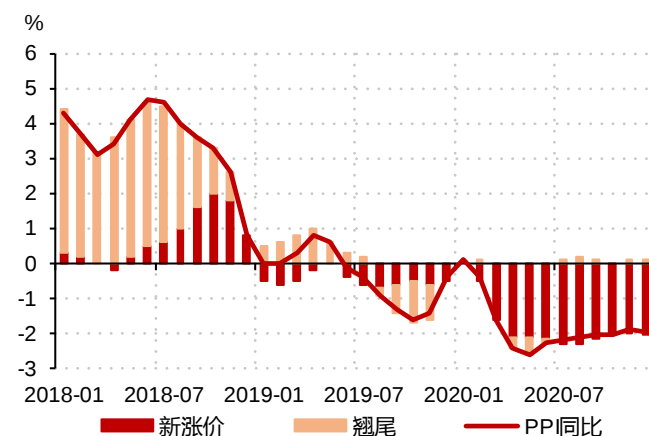
疫情冲击之下，工业品通缩压力加剧。由于疫情冲击之下，下游需求萎缩。而上游产出并未出现相应的收缩，导致库存高企，工业品价格回落。钢材、水泥、煤炭等主要工业品价格都出现跌落。同时，3月油价出现暴跌，这将共同加大工业品价格的通缩压力。全球经济衰退风险下，工业品存在一定深度通缩风险。

图9：石油价格在3月出现大跌



数据来源：wind、西南证券整理

图10：PPI走势预测



数据来源：wind、西南证券整理

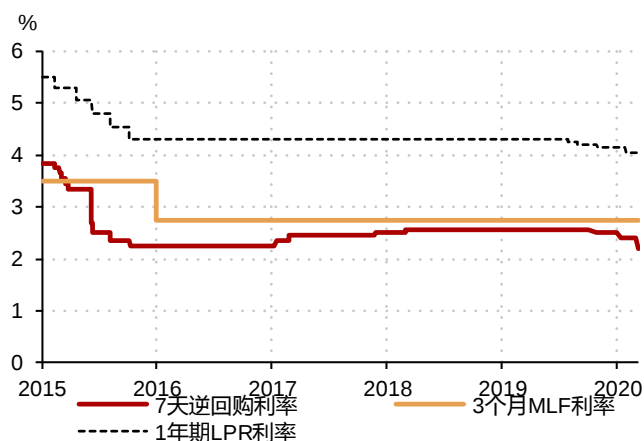
4 流动性继续充裕，央行引导利率水平下行

央行继续增加流动性供给，继续保持流动性充裕。央行继续以降准、加大公开市场资金投放等多种方式，保持流动性充裕状态。在稳定经济增长压力之下，央行继续以定向降准，增加公开市场资金投放等多种方式保持流动性充裕。

同时，央行继续引导利率水平下行。央行继续调降利率水平，引导资金成本下行。央行宽松方向继续沿降成本和定向宽松推进，在春节后调降利率之后，央行在4月初继续调降7天质押式回购利率20bps，预计MLF利率和LPR利率也将随之进行调整，这将引导整体利率水平下行。

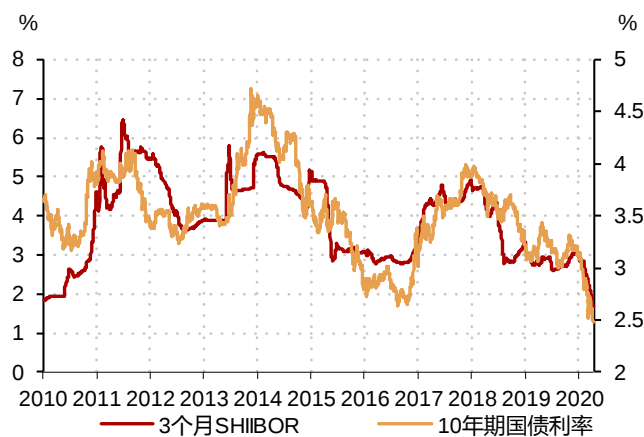
宽松的流动性和央行政策呵护之下，利率水平总体下行，利率曲线进入牛陡状态。宽松的流动性推动短端利率大幅下行，长端利率也随之有所下行，但幅度略小，整体利率曲线陡峭化。海外疫情蔓延与全球出台超常规宽松政策环境下，央行将继续呵护流动性充裕的环境，因而整体利率水平将继续低位运行或进一步下降态势。

图 11：央行继续调降政策利率，引导利率水平下行



数据来源：wind、西南证券整理

图 12：短端利率下行带动整体利率下行



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：西南证券月度宏观数据预测

		2019-2	2019-3	2019-4	2019-9	2019-10	2019-11	2019-12	2020-1	2020-2	2020-3	2020-4	预测误差及修正		市场预期	
													2019-2F	2020-3F	2020-2F	2020-3F
CPI	同比%	1.5	2.3	2.5	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.6	4.2	0.0	-0.3	4.7	4.6
PPI	同比%	0.1	0.4	0.9	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	0.1	-0.4	-1.6	-2.3	-0.1	-1.2	-0.3	-0.5
工业增加值真实增速/1	同比%	5.3	8.5	5.4	5.8	4.7	6.2	6.9		-13.5	-7.0	3.5	13.5	-11.0	2.7	4.8
固定资产投资名义增速/1	同比%	6.1	6.3	6.1	5.4	5.2	5.2	5.4		-24.5	-18.0	-13.0	24.5	-21.5	2.8	4.7
消费品零售名义增速/1	同比%	8.2	8.7	7.2	7.8	7.2	8.0	8.0		-20.5	-6.0	0.0	19.5	-13.0	2.6	6.0
新增人民币贷款	亿人民币	8858	16900	10200	16900	6613	13900	11400	33400	9057	28000	12000	-557	3000.0	13000	16500
社会融资总额	亿人民币	9665	29602	16710	25142	8680	19937	21030	50700	8554	44000	20000	6446	9000.0	30500	
M2增速	同比%	8.0	8.6	8.5	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	8.6	8.7	-0.4	0.1	8.4	8.5
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	0.0	0.0	1.50	
出口名义增速（美元计价）	同比%	-20.7	14.2	-2.7	-3.2	-0.9	-1.1	7.6		-17.2	-25.0	-25.0	12.2	-25.0	-6.0	
进口名义增速（美元计价）	同比%	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-6.4	0.3	16.3		-4.0	-10.0	-8.0	4.0	-15.0	-11.2	
贸易顺差	亿美元	41.2	326.5	123.7	396.5	428.1	387.3	467.9		-70.9	-14.2	-208.7	308.8	-245.5	316.6	
人民币兑美元汇率（月末值）	人民币/美元	6.69	6.72	6.74	7.14	7.04	7.03	6.99	6.92	6.99	7.10	7.15	0.02	0.10		
存款准备金率（月末值）	%	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	12.5	12.5	12.5	12.0	0.0	0.0		

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

1/ 1、2月份数字为1-2月累计增速

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

表 2：西南证券季度宏观数据预测

		17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1F	20Q2F	预测误差及调整	
																20Q1F	20Q2F
GDP同比增速	同比%	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.0	6.0	-6.0	4.0	-6.0	-2.2
CPI（季度平均）	同比%	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	1.8	2.3	2.2	1.8	2.6	2.9	4.3	5.1	4.3	-0.1	-0.1
PPI（季度平均）	同比%	7.5	5.8	6.2	5.9	3.7	4.1	4.1	2.3	0.2	0.5	-0.8	-1.2	-0.6	-2.2	-0.3	-2.0
工业增加值实际增速	同比%	6.8	6.7	6.3	6.2	6.7	6.6	6.0	5.7	6.5	5.6	5.0	5.9	-11.3	4.5	-9.3	-2.0
固定资产投资名义增速	同比%	9.2	8.6	7.5	7.2	7.5	6.0	5.4	5.9	6.3	5.8	5.4	5.4	-18.0	-7.0	-21.5	-13.0
消费品零售名义增速	同比%	10.0	11.0	10.2	9.9	9.8	9.0	9.0	8.3	8.3	8.5	7.6	7.7	-15.7	4.0	-17.7	-4.0
新增人民币贷款	万亿人民币	4.2	3.8	3.2	2.4	4.9	4.2	4.1	3.0	5.8	3.9	4.0	3.2	7.1	4.5	0.4	0.6
M2增速（季末值）	同比%	10.6	9.4	9.2	8.2	8.2	8.0	8.3	8.1	8.6	8.5	8.4	8.7	8.6	8.8	0.0	0.0
一年期定存（季末值）	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.00	0.0
出口名义增速（美元计价）	同比%	7.7	9.3	7.0	10.0	17.6	12.2	12.2	5.5	1.4	-1.0	-0.3	1.9	-19.7	-20.0	-9.7	-15.0
进口名义增速（美元计价）	同比%	25.0	14.6	14.4	13.1	19.2	20.5	20.5	5.6	-4.8	-3.9	-6.5	3.4	-6.0	-5.0	-1.0	-12.0
贸易顺差	十亿美元	66.0	121.6	117.1	133.1	49.1	94.8	87.6	135.8	76.3	105.1	119.5	128.3	-8.5	5.7	-11.1	-107.0
人民币兑美元汇率（季末值）	人民币/美元	6.90	6.77	6.64	6.53	6.29	6.62	6.88	6.87	6.72	6.87	7.04	6.99	7.10	6.90	0.10	0.0
存款准备金率（季末值）	%	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	15.5	15.5	14.5	13.5	13.5	13.0	13.0	12.5	12.0	0.5	0.0

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

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_5979
