

宏观经济观察 025：需求更差的一种假设

一周宏观动态

中国：超预期的变量在于疫情的反复。常态化的疫情防控进入到“外防输入，内防反弹，严防死守，精准防治”阶段，意味着不确定性继续增加。3月的PMI环比已经出现改善，但是在疫情进入常态化、叠加海外疫情升级（美国公民尽快回国，日本进入紧急状态）之下，复工生产面临的问题进一步升级。央行已经通过降超额准备金利率开启了应对，我们预计国内的宽松周期已经开启。

海外：全力对抗疫情的大幕已经拉开。美国的感染人数超过30万，英国首相的病情加重，日本终于进入到全国紧急状态，人传动物的事实等，全球对抗疫情的“联合”状态已经展开。疫情的反复和变异，以及抗疫（健康）对于经济的冲击（物资），叠加原油市场的博弈短期未有改善，市场对于经济的判断从“短期的冲击”将进入到“长期的衰退”转变中，4月对于风险资产仍存较大调整风险。

全球宏观定位

定位：美国的信用周期较大概率将进入到回落过程——十年信用周期结束。短期市场将再次计入对于美国和全球经济周期继续向下的影响，经济活动的继续停滞使得总需求的回落已成必然，防疫常态化下的各国俨然成为“孤岛”，重新回到内部产业链的循环体系，需求剩下“必须消费品”和“口罩经济”，需求塌陷之下信用风险将继续释放。

周期：（一）库存周期。美国库存延续下行（2019年6月至今），疫情加剧了非美库存存在原来的“底部”继续下行。（二）产能周期。中美期限利差在风险事件驱动下均面临扁平化的压力，美债长端在流动性压力下阶段性陡峭——疫情对于供给端进行出清的同时，也增加了抗疫产能的扩张。

宏观策略

从流动性风险到信用风险，市场将迎来第二轮调整。当前市场将定价疫情防控过程中的反复——海外感染进入到高潮，中国可能迎来一次反弹——但疫情控制的乐观假设下我们对中期继续维持周期准备向上的宏观交易策略（虽然时间上相较之前有所后延，但是风险资产强于避险资产），配置依然来源于当前尾部冲击提供的空间；当前短期交易仍在疫情区间，中国央行预计将进入到全面宽松周期，市场首先将定价风险的前置，其后才是宽松货币下财政刺激对于市场流动性的改善。

风险点：疫情突然结束或显著改善

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

疫情下的第二个“坑”

——宏观经济观察 023

2020-03-16

关注价格风险

——宏观经济观察 022

2020-03-09

市场或反弹，但仍将趋弱

——宏观经济观察 021

2020-03-02

关注外围市场风险

——宏观经济观察 020

2020-02-24

周期底部的震荡料加剧

——宏观经济观察 019

2020-02-17

疫情拐点未至，市场波动反复

——宏观经济观察 018

2020-02-10

一周宏观数据

· 中国：国家统计局服务业调查中心负责人就3月份采购经理指数明显回升有关问题答记者问

来源：统计局

问：刚刚发布的3月份中国采购经理指数较2月份大幅回升，为什么比2月份有如此大幅度的回升？

评论：PMI是环比指标，大于50的扩张是在2月大幅萎缩的基础上呈现出的改善，但远没有达到欣欣向荣之势。部分机构对PMI数值取同比，认为没有达到去年同期。

答：采购经理指数是环比指数，反映的是本月比上月发生的经济变化情况，变化幅度与上月基数有很大关系。今年以来，新冠肺炎疫情对我国经济形成严重冲击，尤其是2月份采购经理指数跌至历史最低点，甚至低于2008年国际金融危机期间，经济活动短期内大幅收缩。3月份，我国统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作取得积极成效，疫情防控形势持续向好，**企业复工复产明显加快**。截至3月25日，全国采购经理调查企业中，大中型企业复工率为96.6%，较2月25日调查结果上升17.7个百分点，**生产生活秩序稳步恢复**。3月份制造业PMI、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数在2月份大幅下降基数上环比回升，这些数据表明3月份企业生产经营状况与2月份相比发生了明显的积极变化。

问：3月份PMI升至50.0%以上，是否代表经济回暖？

答：采购经理指数是反映经济走势的月度环比指数，能灵敏地反映经济的短期变化。3月份采购经理指数较2月份明显上升是反映当前多数企业随着复工复产的有序推进，企业生产经营情况比上月有所改善，但**并不意味着企业的实际生产经营已恢复至疫情前水平**。通常情况下，当PMI**连续三个月以上同向变化时**，才能反映经济运行的趋势性变化，仅仅单月数据升至荣枯线上，并不能判断我国经济已完全恢复正常水平，实现趋势性好转，还需持续观察变化。

问：采购经理指数是如何编制的？

答：按照国际通行算法，制造业PMI由新订单、生产、从业人员、供应商配送时间、原材料库存5个分类指数加权计算而成，各分类指数均采用扩散指数方法计算。以生产指数为例，根据企业采购经理人对“本月主要产品的生产量比上月变化”问题的回答，把回答比上月“增加”的企业个数百分比与回答与上月“持平”的企业个数百分比的一半相加即可得到生产指数。

评论：从统计角度而言，样本中游一半以上好转，样本外的小企业面临的压力就更大。

所以，3月份PMI指数为52.0%，可以直观地理解为3月份**有一半以上企业生产经营状况比2月份有所好转**。

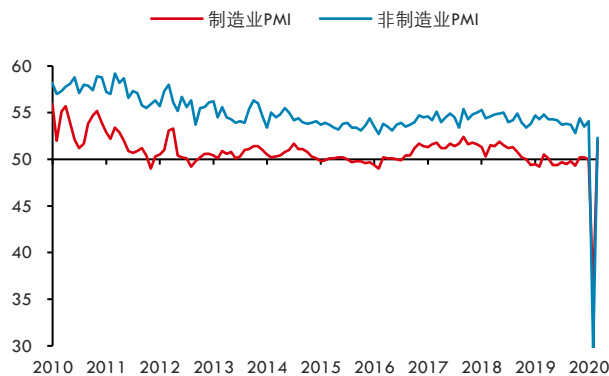
问：3 月份 PMI 数据的变化能否预示其他主要宏观经济数据会同步变化？PMI 回升是否具有持续性？

答：PMI 指数是一个月度环比指标，容易受到工作日、季节、基数等因素的影响，与同比指标相比，数据波幅较大，更适合反映短期经济形势的变化。而同比指标一般反映本期与去年同期相比的变化情况，受季节因素影响较小，数据波动相对平滑，更适合反映长期趋势，但对于短期变动缺乏敏感性。另外，由于采购经理指数是在定性调查基础上形成的量化指标，**不能准确反映企业生产量等各类指标绝对值的变化**，3 月份 PMI 数据的回升仅能代表本月企业生产经营状况相较于 2 月份有所好转。

在经济出现较大波动时，有时环比指标与同比指标的走势可能会发生背离。由于目前主要宏观经济数据多为同比指标，所以 PMI 的环比回升并不意味着其他主要宏观经济数据一定会发生同向变化。

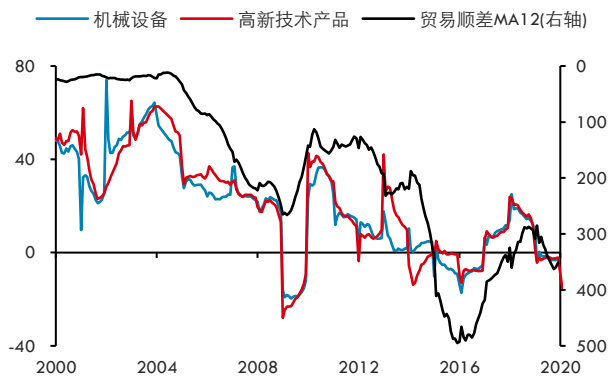
当前我国疫情防控虽然取得了阶段性重要成效，经济社会秩序正在加快恢复，但企业复工复产情况仍未恢复至疫情前的正常水平，加之 3 月份境外疫情呈加速扩散蔓延态势，我国经济发展面临新的挑战，仅凭 3 月份 PMI 数据尚不能判断经济是否已经企稳回升，经济是否回暖还要看未来几个月采购经理指数能否延续扩张走势，后期走势仍需密切关注。

图 1： 3 月制造业 PMI 显示出复工的改善



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： 未来需要关注生产恢复后的需求问题



数据来源：Wind 华泰期货研究院

· **美国：图解非农：3 月非农到底有多差？ 市场一致认为 4 月将更糟糕**

来源：FX168

周五（4 月 3 日）北京时间 20 时 30 分，美国 3 月非农就业报告出炉：

3月非农就业人口**减少70.1万**，创下2009年3月以来最低，预期减少10万；

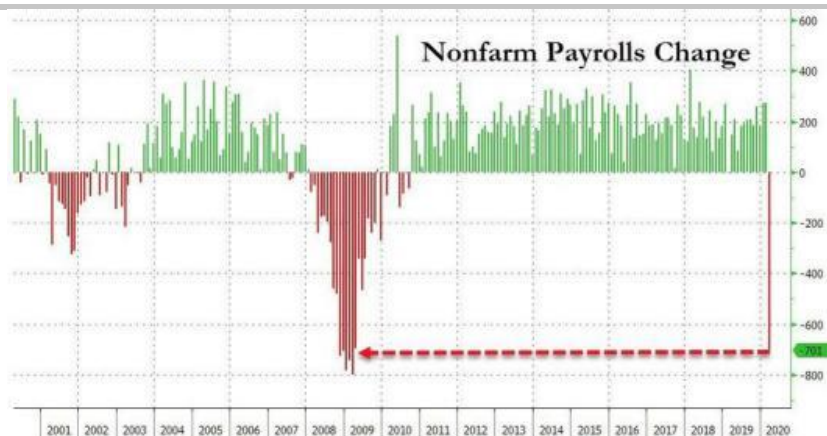
3月失业率升至**4.4%**，为2007年8月以来最高。

美国劳工部：3月非农就业报告的变化反映了冠状病毒的影响和控制它的努力。休闲和酒店行业的就业人数减少了45.9万人，主要是餐饮服务业和饮食业。卫生保健和社会援助、专业和商业服务、零售贸易和建筑业也出现了显著下降。

对于今天的非农就业报告，有分析指出，由于统计时间的原因，3月的非农没有完全反应疫情对美国就业市场的完整影响。从过去两周的初请失业金来看，失业人口高达千万。**因为4月的非农就业报告数据势必更加“吓人”……**

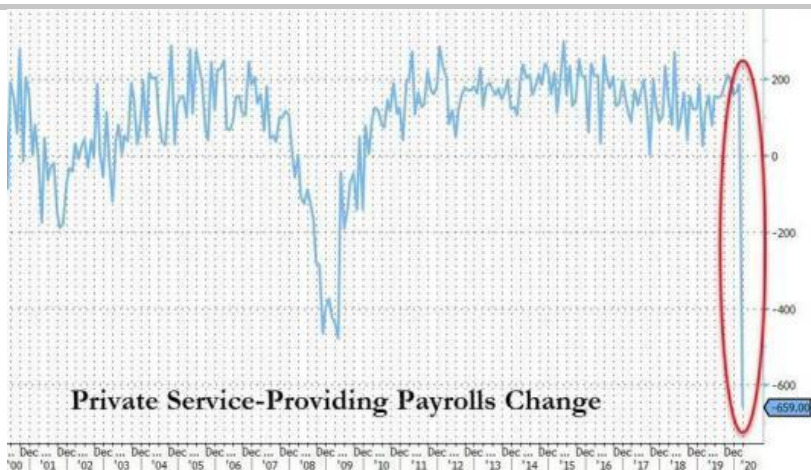
那么今天的非农就业报告究竟是一个怎样的表现？

图3：美国3月非农就业变动



数据来源：Zero Hedge

图4：美国3月私人服务就业变动



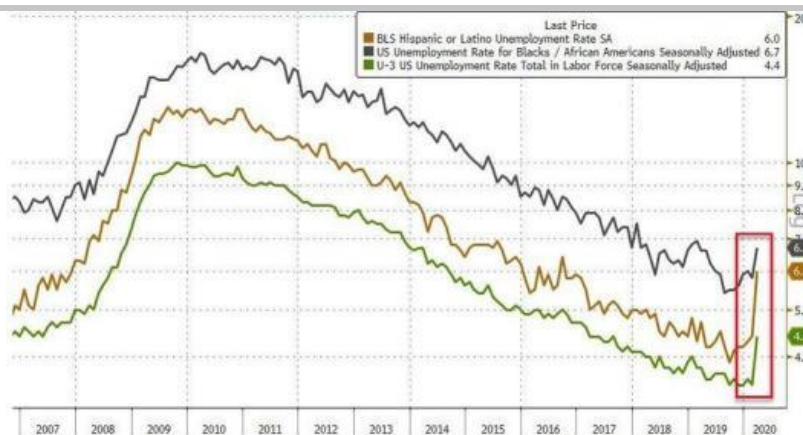
数据来源：Zero Hedge

图 5：美国 3 月休闲娱乐和酒店业就业人口



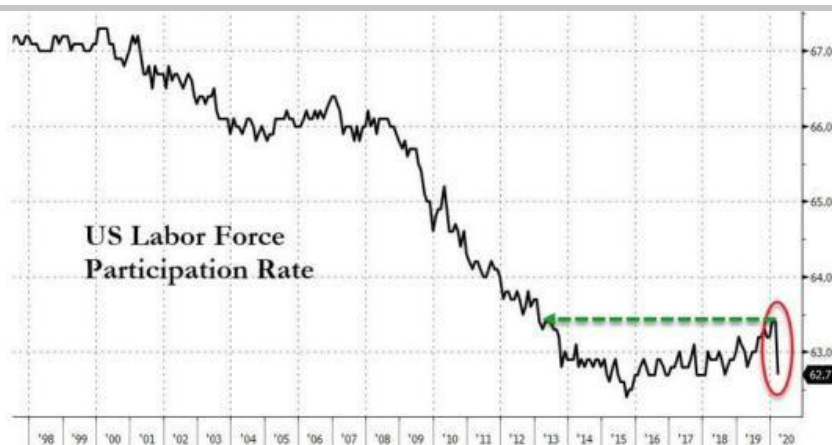
数据来源：Zero Hedge

图 6：美国 3 月失业率



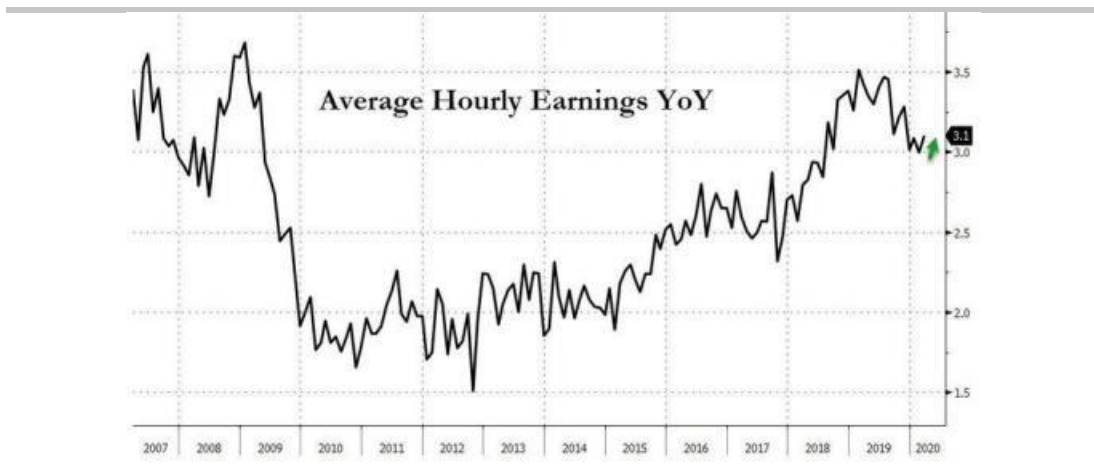
数据来源：Zero Hedge

图 7：美国 3 月劳动参与率



数据来源：Zero Hedge

图 8：美国 3 月每小时薪资同比



数据来源：ZeroHedge

3 月非农减少 70.1 万 评论：4 月减少 1000 万也不会令人惊讶

在今天的数据出炉之后，纽约时报专栏作家 Paul Krugman 称，众所周知，今晚的非农数据没有什么。四月非农数据减少 1000 万人也不会令人惊讶。

纽约时报评论称，美国 3 月的非农数据显示，美国历史上持续时间最长的就业增长结束，这是新冠肺炎疫情几乎使得美国经济陷入停滞的另一种反映。

独立研究公司 MacroMavens 的总裁 Stephanie Pomboy 表示，“这与我们将要看到的相比根本不算什么，4 月失业率可能升至两位数”。

北方信托银行首席经济学家 Carl Tannenbaum 称，我们正处于一个微妙的时期，轻微的衰退可能会带来更具破坏性的后果。如果我们希望当前经济触底反弹，政府的政策必须继续维持激进。

TD AMERITRADE 首席市场策略师表示，在前两周的初请失业金数据之后，我们就知道情况会很糟糕，旅游休闲行业失去工作并不令人震惊。让我有点吃惊的是医疗和社会服务行业就业也有下降。

此外，对平均时薪上升并不感到意外，因为餐馆和酒吧的工作都消失了，而这些工作的工资往往较低，主要靠小费。

CUNA MUTUAL GROUP 首席经济学家指出，坦率地说，这份报告是对过去的回顾，并不能说明很多问题。这份数据显示了 3 月 12 日那一周的就业市场状况，从那以后，情况只会迅速下滑。

在 4 月份的就业报告公布之前，不会真正看到当前劳动力市场的真正情况。尽管如此，我们显然处于经济急剧放缓的范围内，预计到今年年中，失业率可能会升至 7%。

与 2008 年不同的是，我们目前正在经历的经济衰退的特点是有许多不确定性，而不是系统内部的裂痕，它取决于一场我们还不知道何时结束、何时治愈的无法预见的病毒大流行。

市场分析师 VALERIA 称，美国的就业数据一般是在月中收集的，这意味着 70.1 万人的数据不能完全反映过去两周的情况。过去两周初请失业金人数激增。此外，大多数数据是在政府发布居家令之前收集的。预计四月非农就业人口可能会减少数百万。

经济学家称，就业情况急剧恶化，仅两周多一点的时间就有 1,000 万人申请失业救济，这一点已经很明显了。首次申请失业救济人数的惊人增长不太可能在短期内减缓，导致失业率大幅上升，**3 月份失业率攀升至 4.4%，4 月份可能升至 15%。**

对于薪资增速上升，经济学家指出，疫情导致的相关工作岗位减少的主要原因是休闲和酒店业工作岗位的大幅减少。这种低工资就业人数减少对平均时薪产生了上行压力，我们预计这种压力将持续到 4 月份。这将是一个暂时的现象。

Renaissance Macro 经济学家评 3 月非农：裁员人数并没有上升太多，至少在调查周前后是这样，这意味着 3 月非农就业人数的疲弱实际上是企业搁置招聘计划所致。

美国上个月的就业率自 2010 年以来首次下降，这让我们初步看到了冠状病毒大流行已经开始对一度强大的劳动力市场造成的广泛破坏。但四月的数据可能更加糟糕。

3 月上半月进行调查时，工资和工作时间都没有受到影响，因此美国人的收入仍然相当不错。然而，4 月份的数据可能截然不同

美国银行证券分析师 Michelle Meyer 评论指出，4 月的非农报告应能更好地反映经济衰退的严重程度，但具体数字难以确定，已经关闭的企业不会对调查做出回应。

一周宏观事件

· 中国：3月31日李克强主持召开国务院常务会议

来源：国务院

点评：执行政治局会议确保目标任务的要求“加大宏观政策调节和实施力度”。

点评：政治局对新挑战的表述“经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战”，国常会给新挑战定调是“严重冲击”，因而首要措施是“扩内需”。

点评：专项债扩大投资，时间上再继续提前，二季度。

点评：注意金融措施是“普惠金融”，对中小银行增加再贷款再贴现额度，对中小银行实施定向降准，定向投向中小微企业。人民银行周末发布了《金融机构服务乡村振兴考核评估办法》，对全国性金融机构已经给出了

国务院总理李克强3月31日主持召开国务院常务会议，确定再**提前**下达一批地方政府专项**债额度**，带动扩大有效投资；部署强化对**中小微企业的金融支持**；要求加大对**困难群体**相关补助政策力度。

会议指出，近段时间以来，按照党中央、国务院部署，相继出台一系列保供、助企政策，在有效防控疫情同时有力推动了复工复产。当前面对国内外疫情和世界经贸形势急剧变化对我国经济发展带来**严重冲击的新挑战**，要**进一步加大**财政货币政策调节力度，采取多方面措施，着力**扩内需、助复产、保就业**，帮助各类企业尤其是**中小微企业、外贸企业、个体工商户**渡过特殊难关，保障基本民生。

会议指出，要进一步**增加地方政府专项债规模，扩大有效投资补短板**。要在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债，按照“资金跟着项目走”原则，对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜，**加快重大项目和重大民生工程建设**。各地要抓紧发行提前下达的专项债，力争**二季度**发行完毕。

会议确定了进一步强化对中小微企业**普惠性金融支持措施**。一是**增加**面向中小银行的**再贷款再贴现额度**1万亿元，进一步实施对中小银行的**定向降准**，引导中小银行将获得的全部资金，以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款，支持扩大对涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放。支持金融机构发行3000亿元**小微金融债券**，全部用于发放小微贷款。二是**引导**公司信用类债券净融资比上年**多增1万亿元**，为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道。三是**鼓励**发展订单、仓单、应收账款融资等**供应链金融产品**，促进中小微企业全年**应收账款融资8000亿元**。四是健全贷款风险补偿机制，鼓励发展为中小微企业增信的商业

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_6033

