宏观研究

国内经济延续复苏

——高频数据观察（20200511）

宏观数据预测 | 2020 年 05 月 11 日

报告摘要：

- **国内经济：房销继续修复，土地成交下滑，两者再次背离；工业增速年内首次转正，重要工业材料价格全面上涨；国债收益率曲线陡峭化**

  5 月以来，商品房销售增速继续回升，一线城市率先转正；土地成交增速下滑，溢价率低于去年同期水平，与房销形成背离。银保监会调查消费贷，加上央行一季度货币报告强调“房住不炒”原则，表明监管层对信贷资源集中度监控的决心。

  5 月日均耗煤增速年内首次转正，重要原材料价格全面上涨，主要受疫情见顶、海外经济重启和国内经济复苏预期的拉动。

  5 月国债收益率曲线继续陡峭化，10 年期与 3 个月的利差创下年内新高，说明市场的交易方向可能已经开始转向经济复苏预期。但是，仍有两大因素制约长端利率上行：一是不确定性因素；二是 QFII 取消额度会否带来海外的“追逐收益”。相对债市的“纠结”，股市机会可能更大。

- **海外热点：美联储负利率仍有四大阻碍，失业率创新高迫使特朗普“铤而走险”**

  CME 联邦利率远期合约显示市场押注美联储 2021 年实施负利率，或是受到美联储各大分行行长的“鸽声”鼓舞。目前来看，美联储实施负利率仍有四大阻碍，收益率曲线控制的优先级别更高。不过，“追逐收益”可能会阻碍美国收益率曲线陡峭化，收益率曲线控制恐彻底“扼杀”国债主动投资。失业率创新高不仅迫使美联储反复强调低利率会保持较长时间，而且迫使特朗普“铤而走险”加速经济重启。美国各州开放程度突出两派分裂的现状，特朗普急需四季度失业率边际大幅改善。

风险提示：疫情发展超预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

表 1：重点数据追踪（5 月 10 日更新）

指标	5 月以来	4 月	3 月	2 月	12 月
下游					
商品房销售(同比：%)	-14.5	-19.4	-36.6	-70.6	-3.7
土地成交(同比：%)	-13.4	13.9	-7.5	-22.3	8.9
住宅用地成交溢价率(%)	17.0	14.5	17.8	9.3	8.6
汽车销售(%)	-	-1.6	-38.0	-78.7	-3.1
中游					
发电耗煤(同比：%)	1.0	-13.1	-20.0	-19.8	5.8
高炉开工率(%)	-	68.3	64.8	62.9	66.0
水泥价格涨幅(%)	0.1	-3.8	-4.9	-2.9	4.3
螺纹钢价格涨幅(%)	1.5	-0.4	-2.5	-3.0	-1.5
上游					
原油价格涨幅(%)	20.5	-41.5	-42.5	-12.7	6.4
铁矿石价格涨幅(%)	1.0	-4.5	2.3	-7.7	6.2
铜价涨幅(%)	1.7	-2.5	-8.9	-6.0	3.5
价格					
蔬菜价格涨幅(%)	-10.7	-10.7	13.8	14.2	15.8
猪肉价格涨幅（%）	-4.6	-6.3	-4.2	7.4	-7.6

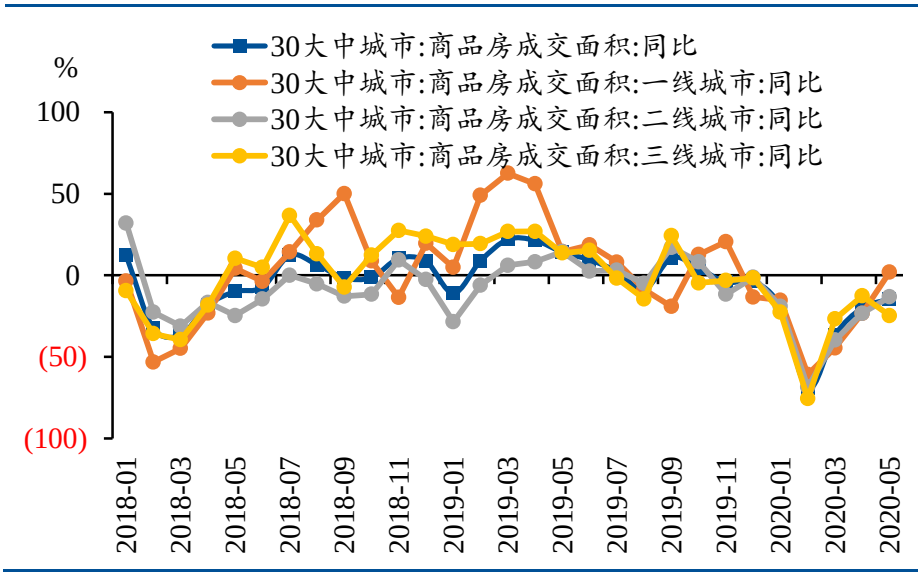
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：土地成交计算公式，先计算 4 周移动均值的单周同比，然后取月度最后一条数据作为月度同比数据。

一、国内经济

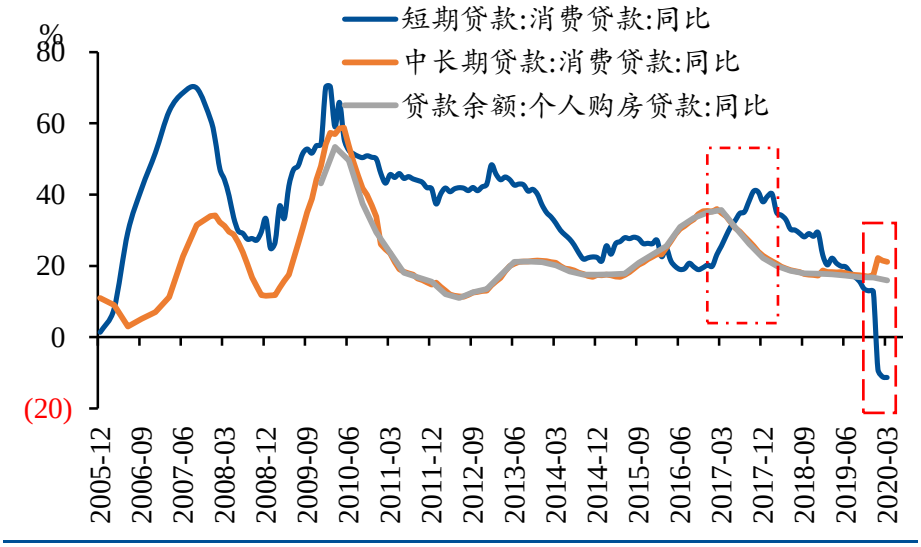
重点变化一：房地产销售延续回升之势，土地成交和溢价率下滑。5 月以来，30 个大中城市商品房销售同比增速为-14.5%，延续 3 月以来的回升之势，尤其是一线城市增速转正，五一假期成交量大幅上升；土地成交同比为-13.4%，较上月显著回落；虽然土地溢价率逐步上升，但是仍显著低于去年同期水平。房销与土地成交再次背离的背后是坚持“房住不炒”原则和房地产平稳运行的博弈。1 月主要金融机构的短期和中长期消费贷出现大幅背离，中长期消费贷与个人房贷也是如此。随着银保监会发文要排查消费贷是否违规进入房地产，房地产信贷资源集中度的监控进一步加强。5 月 10 日，央行发布一季度货币执行报告，再次强调房控政策和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求。预计央行会加强信用流向监察，确保信贷资金被用于支持实体经济特别是中小微企业。

图 1：5 月房销增速继续回升，一线、二线城市构成主要拉动



资料来源：Wind，民生证券研究院

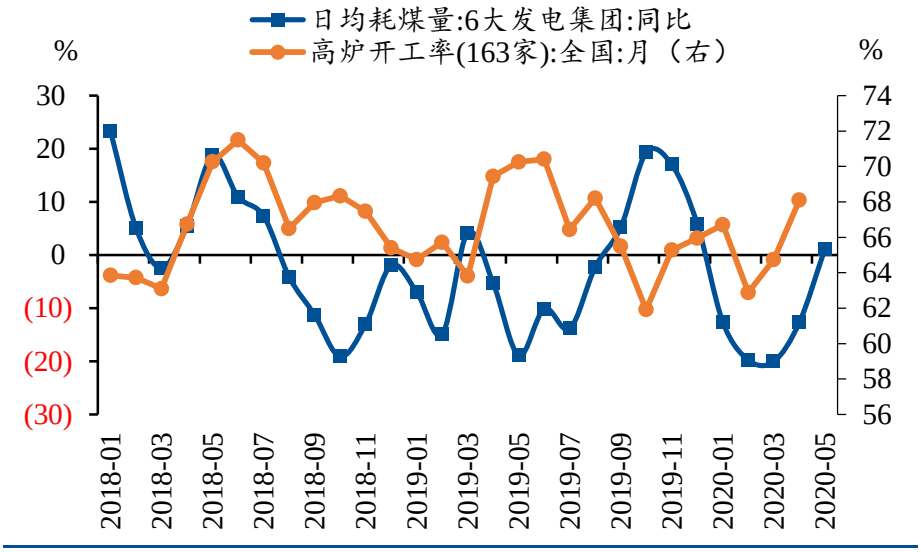
图 2：2016 短贷可能流入房地产，2020 相反，是先购后抵押的杠杆操作还是购车？



资料来源：Wind，民生证券研究院

重点变化二：发电耗煤增速转正，原材料价格均有所上涨。5 月以来，6 大发电集团日均耗煤量同比为 1.0%，年内首次转正。虽然 5 月数据时间较短，但是工业生产的修复趋势已经是确定性的。需求修复是经济复苏的下一个重要变量，加强内需政策只待两会公布。5 月以来，重要原材料价格的环比增速全面转正：建筑需求旺盛和钢材表观消费走高，推动水泥、铁矿石和螺纹钢价格上升；原油价格和 LME 铜价的环比增速转正，主要受疫情见顶和海外经济逐渐开放的影响。截至 5 月 6 日，EIA 公布原油库存增幅不及市场预期，产油国的减产协议开始实施和需求复苏预期，构成油价企稳回升的主要因素。

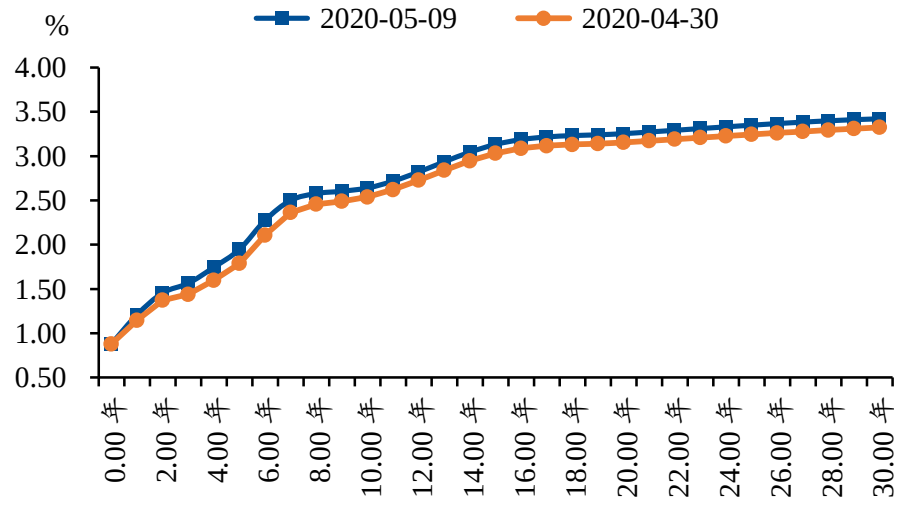
图 3：5 月日均发电耗煤增速年内首次转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

重点变化三：国债收益率曲线陡峭化，取消 QFII 会否带来“追逐收益”影响？截至 5 月 9 日，10 年期国债收益率与 3 月和 1 年国债收益率的利差均走至年内新高，分别录得 171bp 和 143bp。从收益率曲线陡峭化可以看出，债市可能已经开始交易经济复苏。当前，有两点因素制约长端收益率上行：一是不确定性因素，包含地缘政治风险、疫情反复和刺激政策不及预期；二是全球负利率环境带来的“追逐收益”影响。5 月 7 日，央行和外管局宣布取消 QFII 上限额度，鼓励外资进入中国，优化投资者结构。从欧洲开始实施负利率开始，“追逐收益”蔓延至全球，美国国债期限溢价在 2019 年进入负区间。未来，资本市场开放会否带来外资机构抢购国债，值得关注。相对债市的“纠结”，股市机会似乎更大，主要是低估值、逆周期调节的流动性和“房住不炒”原则，预计家电、新能源汽车产业链和制造业升级等板块可能有不错的表现。

图 4：5 月国债收益率曲线长端走高，逐渐陡峭化



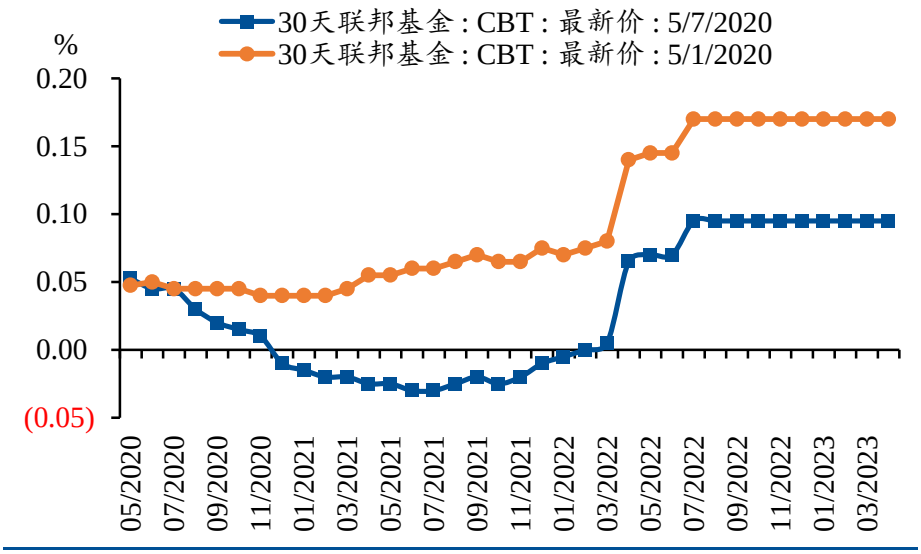
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、海外宏观

市场押注美联储实施负利率。5 月 7 日联邦利率远期合约显示市场押注 2019 年 12 月开始实施负利率，主要原因是近日来美联储各大分行主席接连释放“鸽派”信号（图 5）。在 2019 年国会听证会上，鲍威尔表示负利率可能不适合美国，量化宽松的优先级别更高。在 4 月 FOMC 点评上，我们认为美联储可能会使用收益率曲线控制和负利率。负利率的前提是收益率曲线控制不达预期。收益率曲线控制主要针对长端利率，通过加强前瞻指引和设定目标价来强化美联储刺激经济和提升通胀的决心。目前来看，如果二季度经济数据超预期下滑，美联储仍是优先考虑收益率曲线控制，负利率是最后压箱底的武器。

负利率有四大阻碍。正如鲍威尔在国会上表示，欧央行和日央行等 5 大央行经验表明负利率并不能带来强劲的经济复苏，通胀疲软和投资不振是全球化现象。另外，负利率在美国至少有四大阻碍：（1）美联储缺乏负利率经验，一旦打破零利率下限，不清楚新的有效下限是多少；（2）法律不允许，2006 联邦储备法修改议案规定美联储需要为银行储蓄付息，而不是收息；（3）负利率可能导致大量现金逃离银行和货币基金，提高金融系统不稳定性；（4）负利率导致衍生品定价更为困难，传统的 BS 模型无法适用，而且会降低养老金的收益，威胁老年人的财富安全。

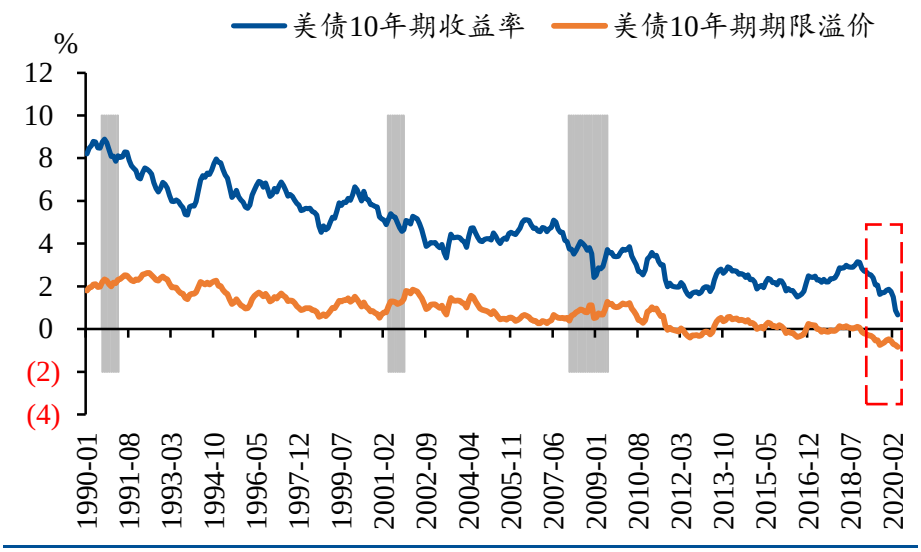
图 5：5 月 7 日 CME 数据显示市场开始押注 2021 年出现负利率



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

美国债期限溢价持续负值，中性利率可能已经接近零。期限溢价是名义利率与长期利率期望值的差值，并不等同于期限利差，而且无法直接观测。通常，期限溢价为正值，投资者在投资长期资产时需要获得流动性补偿。根据美联储的数据显示，美国 10 年期国债的期限溢价从 2019 年开始至今一直处于负区间，说明投资者在一年多的时间“倒贴”美国政府来锁定长期收益率（图 6）。技术上，当期限溢价处于负值时，市场对未来的利率期望值是高于当前名义利率。为什么市场在预计美联储早晚会加息的情况下仍在不断购入国债呢？一是美联储的量化宽松影响；二是中性利率可能已经接近零，低于美联储此前预计的 1.0%左右，意味着长期政策利率中枢将压制美联储加息空间，超低利率环境可能是未来十年的常态。

图 6：5 月 7 日 CME 数据显示市场开始押注 2021 年出现负利率



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

美国失业率创历史最大升幅，股市与经济背离的主要原因是美联储和政府强有力的支撑。4 月就业报告突出一个“惨”字：2050 万个工作在一个月内“蒸发”，超过金融危机以后的就业净增数，说明美国劳动力市场现状比金融危机巅峰还要困难；失业率大涨 10.3 个百分点至 14.7%，创下大萧条以来最高值（图 7）。但是，美股在就业数据公布后延续上涨趋势，纳斯达克指数创下去年 12 月以来最长的连续增长天数，年初至今的涨幅率先翻红，反映股市对就业数据早有预期。近期，美股强势反弹验证了“数据越差，政策越强”的预期：美联储各大分行行长纷纷表示利率会在低位保持较长时间，不排除任何工具；白宫首席经济顾问库德洛表示正在制订经济复苏计划。数万亿美元资金流入经济，只有三个去处：政府、居民和企业。美国政府基本不会保留资金，只要居民消费行为不发生巨大改变，延续低储蓄的习惯，最终大量的资金会进入企业部门，所以美股在明年可能创下历史级别的营收增速。但是，美国政府和美联储是否有备选计划应对疫情二次爆发？

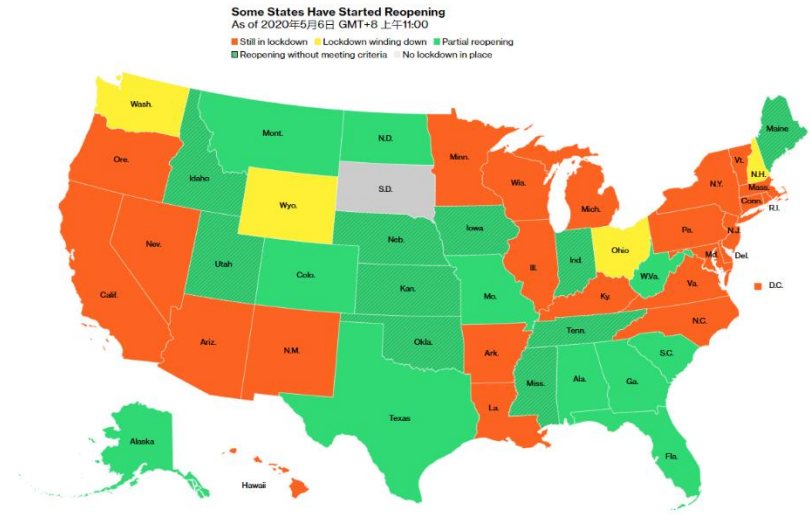
图 7：美国 4 月失业率创下大萧条以来的新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

特朗普急于开放经济，四季度就业表现非常关键。近期，特朗普及其幕僚主要干三件事：一是强调政府近三年半来的政绩；二是催促各州赶紧开放经济；三是将内部矛盾向外转移。历史上，大选年经济惨淡对在任者的连任都不够友好，特朗普明白其中的道理，不断公开强调高失业率是疫情所迫，需要更加关注失业率的边际变化。因而，四季度失业率能否快速下行是关键。目前，根据拉斯维加斯的赔率显示，拜登和特朗普的机会非常接近。根据彭博数据显示，美国各州经济开放呈现显著的两党分立：民主党不愿意在测试能力不足的情况下冒险；部分共和党在不符合 CDC 开放条件下坚持重启经济（图 8）。特朗普本人也承认开放经济可能会带来更多的死亡人数，但是经济问题也非常严重。民主党势必会不断通过炒作白宫疫情防控不力来为拜登造势。

图 8：各州经济重启的画面与民主党和共和党分裂的画面相近



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

风险提示

疫情发展超预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

插图目录

图 1：5 月房销增速继续回升，一线、二线城市构成主要拉动 3
图 2：2016 短贷可能流入房地产，2020 相反，是先购后抵押的杠杆操作还是购车？ 3
图 3：5 月日均发电耗煤增速年内首次转正 4
图 4：5 月国债收益率曲线长端走高，逐渐陡峭化 4
图 5：5 月 7 日 CME 数据显示市场开始押注 2021 年出现负利率 5
图 6：5 月 7 日 CME 数据显示市场开始押注 2021 年出现负利率 6
图 7：美国 4 月失业率创下大萧条以来的新高 6
图 8：各州经济重启的画面与民主党和共和党分裂的画面相近 7

表格目录

表 1：重点数据追踪（5 月 10 日更新） 2

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。