宏观研究

美联储“All In”，大选进入两人对决

——高频数据观察（20200413）

宏观数据预测 | 2020 年 04 月 13 日

报告摘要：

- **国内经济：房销低位震荡，三线城市压力较大；工业生产继续改善，重要原材料价格降幅收窄；食品价格继续下降，通缩压力可能开始显现**

4 月以来，商品房销售增速低位震荡，土地成交量增速回升，溢价率下滑并低于去年同期水平。三线城市房地产前景较差，央行强调房地产政策稳预期的重要性。房地产终端需求的改善前景存疑。

4 月日均耗煤和高炉开工率继续回升，但仍低于去年同期水平。螺纹钢、水泥、铜价和油价的降幅均有所收窄，反映经济预期可能正向复苏阶段转换。美国干预油价市场的效果正在显现，但是疫情大概率会使上半年油价处于疲软期。

4 月蔬菜和猪肉价格的环比增速继续处于负区间。由于高失业率和外需异常疲软，收入效应作用下通缩压力恐会进一步加大。

- **海外热点：美联储“All In”，大选进入两人对决**

美股单周录得 1974 年以来最好收益，三大股指涨幅均达到两位数。油价减产协议、疫情上升斜率放缓和美联储“all in”是三大主要因素。美联储再次打破先例，将在 2.3 万亿美元计划中购买风险资产，为市场解决了企业的生存问题。政策利好已经大致上 price in，市场将转向对经济和疫情的标价。美股可能将进入第二次探底回调。股市的另一个好消息是桑德斯退选，不管是特朗普还是拜登，华尔街均可接受。拜登需要加速筹集资金，拉近与特朗普的差距。

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（4 月 11 日更新）

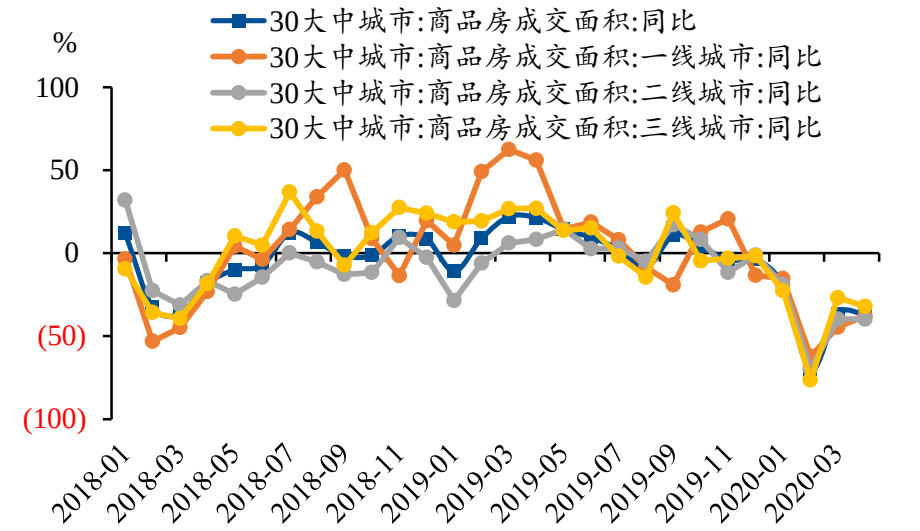
指标	4 月以来	3 月	2 月	1 月	12 月
下游					
商品房销售(同比：%)	-36.9	-36.6	-70.6	-20.2	-3.7
土地成交(同比：%)	-7.9	-26.9	-23.4	-8.9	6.6
住宅用地成交溢价率(%)	11.1	18.1	9.3	12.6	8.6
汽车销售(%)	-	-36.0	-78.7	-21	-3.1
中游					
发电耗煤(同比：%)	-13.5	-20.0	-19.7	-12.6	5.8
高炉开工率(%)	67.5	64.8	62.9	66.7	66.0
水泥价格涨幅(%)	-3.2	-4.9	-2.9	-0.7	4.3
螺纹钢价格涨幅(%)	-1.0	-2.5	-3.0	-3.0	-1.5
上游					
原油价格涨幅(%)	-32.6	-42.5	-12.7	-5.2	6.4
铁矿石价格涨幅(%)	-5.3	2.3	-7.7	3.5	6.2
铜价涨幅(%)	-5.3	-8.9	-6.0	-0.2	3.5
价格					
蔬菜价格涨幅(%)	-8.3	-13.8	14.2	9.7	15.8
猪肉价格涨幅（%）	-4.5	-4.2	7.4	6.7	-7.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

一、国内经济

重点变化一：房地产销售增速低位震荡，三线城市再次恶化。4 月以来，30 个大中城市商品房销售同比增速为-36.9%，与 3 月增速基本持平；土地成交同比为-7.9%，主要来自二线城市土地成交反弹。对比去年 4 月的“小阳春”，土地溢价率再次回落，说明房地产前景并未显著改善。4 月，三线城市房销增速再次大幅回落，土地成交亦是如此。过去，开放商认为三四线城市机会多，后来发现不是这样的。区域分化差距可能会进一步加大，房企不再盲目进军三线城市。政策方面，央行 4 月 10 日再次强调稳定房地产预期尤其重要，房地产行业特点是资本密集型行业，而且周期很长，央行一直非常注重政策的稳定性、连续性和一致性。市场方面因素，企业短期融资在央行和政府帮助下有所改善，但是终端需求仍存疑问：即便取消限购，高失业率和高居民杠杆双重压力下，会有多少主动需求被释放？

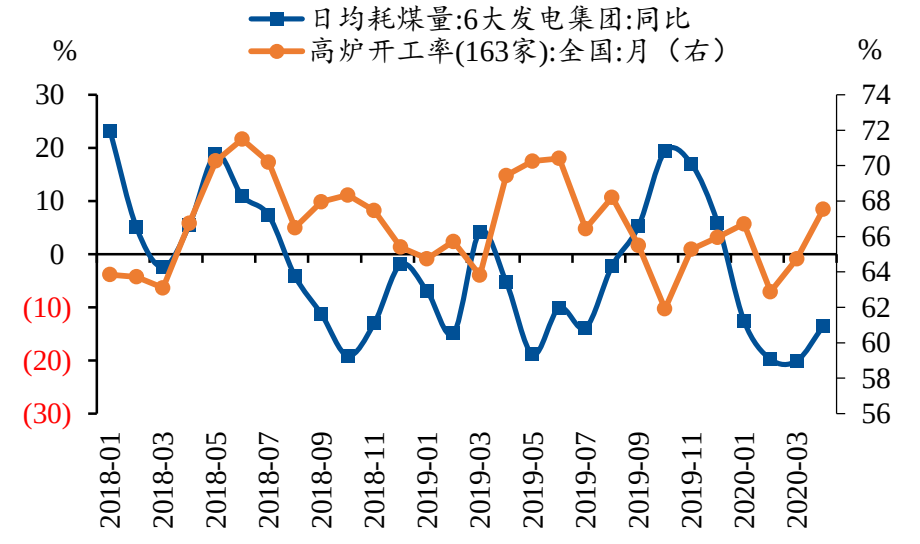
图 1：4 月房销增速低位震荡，三线城市再次回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

重点变化二：工业生产继续改善，重要原材料价格降幅收窄。4 月以来，6 大发电集团日均耗煤量同比增速继续改善，降幅收窄至-13.5%；高炉开工率提升至 67.5%。虽然工业高频指标连续 4 个月低于去年同期水平，但是工业生产改善的趋势不变。价格方面，重要原材料价格的环比降幅均有所收窄，包括建筑系的螺纹钢和水泥价格，制造系的铜价和能源类的油价，说明经济预期可能正在向复苏阶段转换。其中，本周 OPEC+和非 OPEC 产油国达成协议。美国做出重大妥协，将帮助墨西哥完成减产任务，进一步促进重要产油国达成两个月期限的 1000 万桶/日减产计划。但是，油价在上半年疲软的趋势恐难发生重大改变。随着印度开始实施疫情防控政策，石油需求仍在快速下降。

图 2：4 月工业生产高频指标继续改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

重点变化三：食品价格继续下跌，收入效应可能加剧通缩压力。4 月以来，在交通运

输恢复和猪肉投放的影响下，蔬菜价格和猪肉价格进一步下降。在供给端改善后，需求端可能是影响未来一段时间内价格走势的主要因素。考虑到目前高失业率和外需异常疲软，居民总收入将有所下降，加上储蓄持续消耗，导致消费支出也会相应减少。需要注意的是，需求冲击是不对称的。通缩压力上升的主要原因是中低收入者的消费受到抑制，而且这部分消费者可能在整体中占比不小。目前，我国尚未有像美国一样针对中低收入者补助的措施出台，未来应会有针对性政策出台。

二、海外宏观

美联储公布 2.3 万亿美元贷款和资产购买计划，垃圾债是最大亮点。本周四晚，美联储在失业金人数公布之前宣布 2.3 万亿美元计划的细节，“all in”信号进一步释放（表 1）。其中，PPP 贷款便利项目扩企业范围，由原先的中小企业提高至 1 万人以下企业；市政债购买计划几乎包含任何需要援助的地方政府；债券购买计划则包含了 CLO（可以含有杠杆贷款），CMBS 和垃圾债。《美联储法案》第 13 条 3 节授权美联储在危机时可以无限释放流动性支持，前提是国会和财政部提供保证金。值得注意的是，该法案条例涵盖了所有居民和企业部门。美联储将购买 3 月 22 日以后被降级企业的债券，说明美联储将不惜一切代价将实体经济维持在疫情爆发之前的状况。参考同日的 BOE 直接贷款给英国财政部，财政政策和货币政策可能已经进入一个新的时代。

表 2：2.3 万亿美元的组成和细节

名称	范围	重点
薪资保护项目贷款便利（PPPLF）	10000 人以下或者年收入在 25 亿美元以下的企业，**银行 PPP 贷款的风险加权为零，不计入风险考核**。	（1）主要用于保留员工，限制分红和回购等；（2）750 亿美元财政保证金，总计 6000 亿美元贷款额度；（3）4 年期贷款，可免可展期，无费用；（4）**风险共担，银行 5%，美联储 95%**；（5）**购买日期截止日 9 月 30 日**，视情况决定是否延期
结构化资产担保证券贷款便利（TALF）	非合成型 ABS，包含汽车贷款、学生贷款、消费贷款、**杠杆贷款、部分 CLO** 和 CMBS 等。	（1）财政保证金 100 亿美元，总计 1000 亿美元；（2）随风险度上升提高质押保证金，杠杆贷款 haircut 最高 20%；（3）**购买 CLO 和 CMBS 等于 bail out 风投**；（4）**购买日期截止日 9 月 30 日**，视情况决定是否延期
企业债券一级或二级市场信贷便利（PMCCF，SMCCF）	投资级别企业和 **3 月 22 日以后被降级的垃圾评级企业**。	（1）750 亿美元保证金，总计 7500 亿美元；（2）4 年期以内企业债券；（3）**购买量不得超过该企业债券总额的 25%**；（4）**购买日期截止日 9 月 30 日**，视情况决定是否延期。
市政流动便利（MLF）	任何级别的地区政府均可参加，需要发行税收预期票据、收入预期票据等。	（1）350 亿美元财政保证金，总计 5000 亿美元；（2）期限不得超过 24 个月；（3）不得超过该地区收入的 20%；（4）**购买日期截止日 9 月 30 日**，视情况决定是否延期

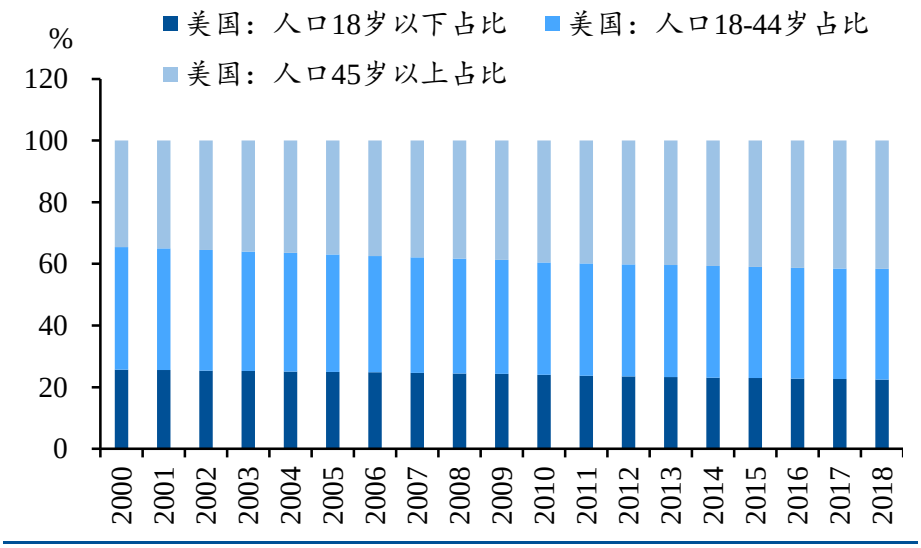
资料来源：FED，民生证券研究院

鲍威尔无惧通胀威胁，财政政策需要更加主动有为。本周四晚 10 点，鲍威尔接受布鲁金斯研究所的采访，释放出四点重要信息：（1）零利率和 QE 等宽松政策将持续到经济明显复苏；（2）高通胀不足为惧，通胀疲软是当前和未来需要解决的难题；（3）财政要更加积极主动，美联储将提供一切需要的帮助；（4）无法预计经济走势，重启经济的前提是

疫情完全可控。鲍威尔回避了潜在资产泡沫的问题，再次强调美联储在法律允许下可以无限扩张资产负债表。由于此次经济衰退的“元凶”是公共卫生安全事件，国会的效率远超金融危机时期的表现。**民主党控制的众议院拒绝了 2500 亿美元的 PPP 加强计划，认为金额太少，希望扩大两倍至 5000 亿美元。**由于失业人数超预期，民主党希望进一步加强失业金系统，并且提供更多贷款给医疗系统。任何进入 PPP 项目的资金将由美联储以 10:1 杠杆进行“直升机撒钱”。

美联储可能“希望”产生资产泡沫，老年化和失业率将压制货币扩张下的通胀率。通胀率可能无法大幅提升的原因有两点：(1) 美国老年化过程仍在继续，DC 养老金规模在 2012 年超过 DB 养老金，说明老年人的财富与股市息息相关（图 3）。鲍威尔表示 2009 年推出 QE 时也有对高通胀的担忧，但是 PCE 长期低于 2%目标值。(2) 消费欲望最强的年轻人更容易失业，根据美国劳工局 3 月数据显示，25 岁以下的失业率涨幅超过 2 个百分点，25 岁以上的失业率仅上升 0.6 个百分点。短期内，美联储必须解决高失业率问题，并且通缩的可能性更高。

图 3：美国老年人口占比逐渐上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

美联储兜底信号明显，美股可能仍要大幅回调。目前来看，美联储已经基本上解决了市场流动性问题和企业生存问题。叠加原油减产协议和桑德斯退出大选，美股录得 1974 年以来单周最好回报记录。下一步，市场将关注经济和疫情的发展，这些都不是美联储可以解决的问题。1974 年 10 月第二周，道琼斯指数单周录得 12.6%的回报率。之后，经过两个月的调整，道琼斯指数才正式触底（图 4）。另一个相似的例子是在 2008 年 10 月，美联储联合全球央行承诺加大流动性投放，道琼斯指数在三周内上涨约 14%。之后，美股一路震荡直到 2009 年 3 月触底。今时不同往日，政策底牌几乎一次性打光，解决了生存问题。但是，美国 10 年期国债的收益率仍徘徊在历史底部，避险情绪并未显著改善。糟糕的经济数据和疫情的长尾效应可能导致美股第二次探底。

图 4：1974 年 10 月道琼斯指数录得单周最好收益率，之后二次探底



资料来源：Wind，民生证券研究院

桑德斯退出大选，拜登需要解决选举资金不足的问题。在拜登多次建议桑德斯“投降”之后，桑德斯于 4 月 9 日宣布退出大选，但并未对是否支持拜登做出声明。桑德斯的全民医保、富人征税和“绿色新政”等政策建议颇受年轻人的欢迎。如果拜登无法拉拢桑德斯，年轻选民甚至会因厌恶民主党而将选票投给特朗普。另一方面，选举也是一场比拼资金的比赛。大量的广告投放和人力投入需要资金支撑。根据彭博统计，截止 2 月底，特朗普已经筹得 2.25 亿美元；拜登和民主党仅有 2620 万美元的现金。考虑到特朗普无需花费大量资金在初选人竞选上，拜登和民主党需要快速筹集资金。

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 1：4 月房销增速低位震荡，三线城市再次回落 3
图 2：4 月工业生产高频指标继续改善 3
图 3：美国老年人口占比逐渐上升 6
图 4：1974 年 10 月道琼斯指数录得单周最好收益率，之后二次探底 7

表格目录

表 1：重点数据追踪（4 月 11 日更新） 2
表 2：2.3 万亿美元的组成和细节 5

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。