

宏观金融组

研究员:

周之云

0571-87788888-8552

zzy@zdqh.com

期货从业资格: F3034163

投资咨询资格: Z006586

2020 年 4 月宏观金融月报

——一季度经济挖坑，后续有望深 V 反弹

观点摘要:

- 1-2 月经济数据多数创下十多年的最低，主要受疫情影响，向后看，中国经济正在走出最差时点，但二季度能否快速修复至常态的不确定性增强。疫情向全球扩散之后，全球总需求萎缩风险明显加大，外需如果大幅放缓，那么国内经济修复的难度增大、时间推后。市场反应却较数据更强些。
- 从最近一个月的大类资产的表现来看：首先，债券方面，虽然受疫情影响海外央行纷纷降息，美联储也将联邦基金利率下调至 0-0.25% 的低位，但中国央行表现得较为鹰派一些，MLF 利率在 3 月 16 日美联储降息 100 个 bp 并重启 QE 的大动作之后仍保持不变，且 3 月 20 日公布的 LPR 利率也维持不变。中国央行之所以表现得较海外央行更为鹰派一些主要是预期中国经济在一季度经济数据挖坑之后，后续大概率会走出 V 型反弹，当然，若后期经济修复的程度逊于预期的话，我们认为央行仍有较大的货币政策动用空间。
- 股市方面，3 月以来在海外股市重挫的背景下，特别是美联储一个月内 4 次熔断的史上罕见的崩盘环境下，国内 A 股市场虽然跌幅有约 10% 左右，但总体表现较为强劲，主要得益于国内疫情控制有效且已进入收尾期，再加上本来股市估值就不高，在目前国内已开始大面积复工的情况下，企业盈利的恢复程度好于市场预期。虽然短期可能会随着外围市场有进一步的下行压力，但我们认为目前的点位已具备较好的投资价值，待海外疫情趋势缓和后，投资者可逐步布局 IC 指数。
- 商品方面，同样受到疫情影响的宏观逻辑，表现较弱，但品种分化较大。其中，以国内经济为主的螺纹钢等黑色品种要强于国际品种有色类，此外，受到沙特和俄罗斯的能源冲击以及疫情影响总需求的背景下，原油期货也创下了近几年的低位。逻辑上，我们认为在目前欧美疫情仍未达到高峰前，黑色的表现将继续强于有色。

相关报告

目录

观点摘要:	1
目录	2
一、 一季度经济挖坑, 后续有望深 V 反弹	4
1. 疫情极大影响一季度经济	4
2. 疫情对消费影响较大, 线下转线上增加	7
3. 疫情不改通胀向下趋势	7
二、 金融数据和政策面变化	8
1. 央行加大金融扶持力度	8
2. 央行降准稳民心	10
三、 大类资产配置建议	10
免责声明	12
中大期货研究院	12

图表目录

图 1:	1-2 月工业增加值大幅下滑: %.....	5
图 2:	2 月受疫情影响出口下滑: %.....	5
图 3:	1-2 月固定资产投资大幅下滑: %.....	5
图 4:	基建投资大幅下滑: %.....	5
图 5:	房地产投资增速大幅下滑: %.....	6
图 6:	制造业增速影响较为严重: %.....	6
图 7:	疫情影响消费 单位: %.....	7
图 8:	汽车销售大幅下滑 单位: %.....	7
图 9:	疫情影响总需求 CPI 下行趋势 单位: %.....	8
图 10:	1-2 月 PPI 下跌 单位: %.....	8
图 11:	央行加大逆周期调节 单位: %.....	9
图 12:	货币增速企稳回升 单位: %.....	9
图 13:	社融增速基本稳定 单位: %.....	9

一、一季度经济挖坑，后续有望深V反弹

1-2月经济数据多数创下十多年的最低，主要受疫情影响，向后看，中国经济正在走出最差时点，但二季度能否快速修复至常态的不确定性增强。疫情向全球扩散之后，全球总需求萎缩风险明显加大，外需如果大幅放缓，那么国内经济修复的难度增大、时间推后。市场反应却较数据更强些。

从最近一个月的大类资产的表现来看：首先，债券方面，虽然受疫情影响海外央行纷纷降息，美联储也将联邦基金利率下调至0-0.25%的低位，但中国央行表现得较为鹰派一些，MLF利率在3月16日美联储降息100个bp并重启QE的大动作之后仍保持不变，且3月20日公布的LPR利率也维持不变。中国央行之所以表现得较海外央行更为鹰派一些主要是预期中国经济在一季度经济数据挖坑之后，后续大概率会走出V型反弹，当然，若后期经济修复的程度逊于预期的话，我们认为央行仍有较大的货币政策动用空间。

股市方面，3月以来在海外股市重挫的背景下，特别是美联储一个月内4次熔断的史上罕见的崩盘环境下，国内A股市场虽然跌幅有约10%左右，但总体表现较为强劲，主要得益于国内疫情控制有效且已进入收尾期，再加上本来股市估值就不高，在目前国内已开始大面积复工的情况下，企业盈利的恢复程度好于市场预期。虽然短期可能会随着外围市场有进一步的下行压力，但我们认为目前的点位已具备较好的投资价值，待海外疫情趋势缓和后，投资者可逐步布局IC指数。

商品方面，同样受到疫情影响的宏观逻辑，表现较弱，但品种分化较大。其中，以国内经济为主的螺纹钢等黑色品种要强于国际品种有色类，此外，受到沙特和俄罗斯的能源冲击以及疫情影响总需求的背景下，原油期货也创下了近几年的低位。逻辑上，我们认为在目前欧美疫情仍未达到高峰前，黑色的表现将继续强于有色。

具体地，我们从以下几块经济基本面来看：

1. 疫情极大影响一季度经济

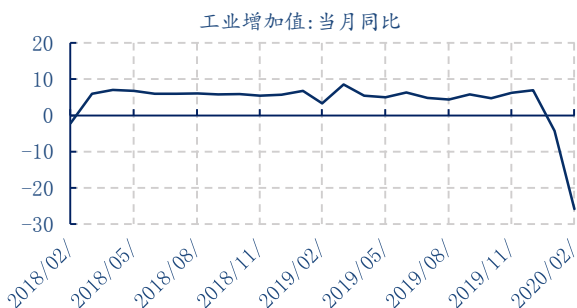
国家统计局公布了2020年1-2月中国经济运行的主要数据，1-2月多项经济指标创新低，预计一季度GDP大概率负增长。具体来看：

首先，1-2月工业增加值累计同比-13.5%。受到新冠疫情影响，今年2月份各地工业生产较为低迷，原因包括了全社会需求受疫情冲击下滑，企业缺乏新订单；农民工返城务工受限，开工人手不足；各地疾控政策要求企业压缩生产时长/返工人数等。从分项来看，采矿业增加值同比下降6.5%，制造业下降15.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降7.1%，制造业下降幅度最大，与市场的

直观感觉相符。

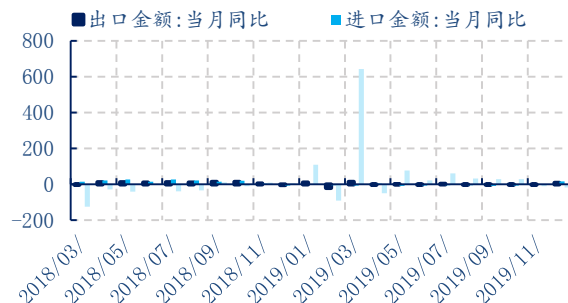
往后看，从发电量等高频数据来看，以及多地政府改复工“审批制”为“报备制”的边际变化，3月工业增加值同比增速有望较1-2月显著回升。

图 1: 1-2 月工业增加值大幅下滑: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 2: 2 月受疫情影响出口下滑: %

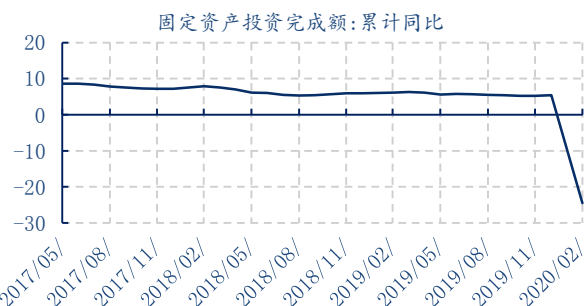


数据来源: Wind 中大期货研究院

2020 年 1—2 月份，全国固定资产投资同比下降 24.5%。

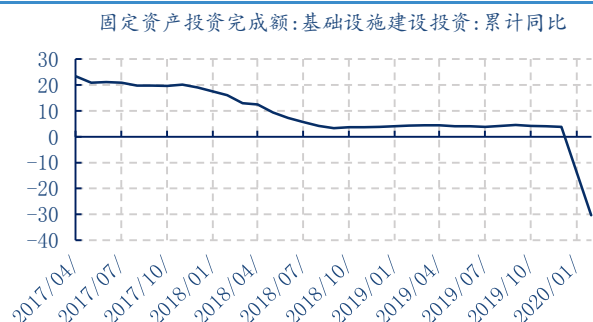
分三大投资分项来看，首先来看房地产投资。1-2 月房地产开发投资累计同比-16.3%（2019 全年 9.9%）。房企前端投资降幅较大，既存在现金流约束，也意味着房企对后市更偏悲观，地产端投资修复节奏将受制约。其中土地购置面积同比-29.3%、新开工面积同比-44.4%、竣工面积同比-24.3%。因疫情影响，春节期间多地售楼处关闭、看房购房活动受限导致房地产销售近乎停滞，并且因防疫、用工不足拖延开工进度，也影响到房企推盘节奏。我们认为，由于销售回款在房企资金来源中占比近半，其他渠道难以弥补，因此这部分收缩将导致房企债务偿还压力加大，缺乏投资能力。

图 3: 1-2 月固定资产投资大幅下滑: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 4: 基建投资大幅下滑: %



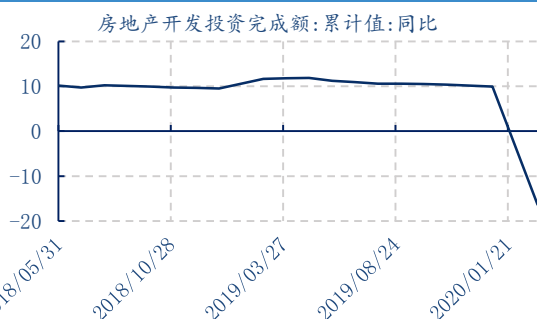
数据来源: Wind 中大期货研究院

再者，2020 年 1—2 月制造业投资累计同比-31.5%（2019 全年 3.1%）。分项看，1-2 月制造业投资结构中，食品、纺织、汽车制造、设备机械类投资下行幅度都较大；相对而言，计算机电子设备投资下行幅度较小。新冠疫情对制造业的冲击同时体现在开工生产和资本开支意愿两方面。对于 1-2 月制造业投资的超预期下行，疫情蔓延、各地启动疾控响应机制，公共场所活动明显下降，居民短期内购物意愿降低，可能削减非必需品消费，相关产品（服装、玩具、家具等）的新增订单或将受到负面影响，这将负面影响对应企业的生产和补库存，中小企业

现金流可能进一步趋紧，偿债压力、现金周转压力都可能加大。

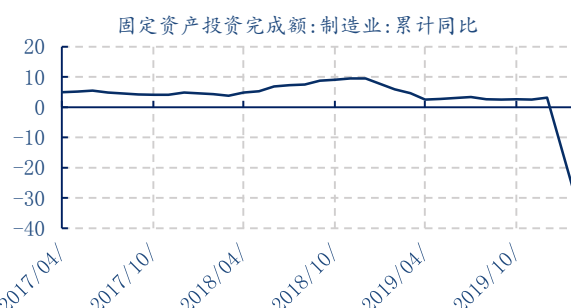
基建方面，1—2月基建（不含电力）投资累计同比-30.3%（2019全年3.8%）。短期内，专项债前置发行已破除资金短板，但基建反弹节奏主要取决于复工进度。截至3月14日，河南、山东两大劳务输出省，春节后累计迁出人口规模仅达去年四成左右。主要城市还有社区隔离两周的要求，更在客观上约束了复工率的快速提升，即便已复工的工程项目也难以满产，这将拖累短期内基建反弹的力度。预计3月基建投资仍在负增长区间，4-5月赶工有望实现增速转正。另一方面，科技端的基础设施建设的“新基建”，包括5G基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等七大“新基建”板块正成为驱动中国经济转型发展的新动力。

图 5: 房地产投资增速大幅下滑: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 6: 制造业增速影响较为严重: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

2020年1-2月，我国进出口总值5919.9亿美元，同比增长-11.0%。其中出口2924.5亿美元，同比增长-17.2%；进口2995.4亿美元，同比增长-4.0%，录得贸易差额-71.0亿美元。

数据虽下降但基本市场的预期内，1、2月数据加总公布后，春节因素的影响明显下降、基本消除，新冠疫情的影响成为主导因素，疫情发酵始于1月23日左右，今年春节假期延长至2月底，后续为逐步复工和部分复工，这对于我国供应能力构成明显限制，因此出口所受影响较大。并且，新冠疫情的发酵对全球有溢出效应，打压了全球制造业复苏和价格回升的苗头，也对外需构成负面影响。

进口增速明显高于出口，下降程度有限，表明我国进口受疫情影响暂时不大，侧面反映疫情对国际运输的影响有限，核心问题在于生产。

出口方面，分国别来看，1-2月对美、欧、日出口增速分别为-27.7%、-18.4%、-24.5%，前值为-14.6%、6.6%、-3.4%，均有所下降；对东盟、韩国、巴西、印度、俄罗斯、南非、中国香港出口同比分别为-5.1%、-18.6%、-3.8%、-13.9%、-15.4%、-20.9%、-20.4%，前值分别为27.4%、-5.6%、71.1%、7.8%、7.3%、3.9%、1.9%，也都出现了不同程度的下降。受海外疫情继续发酵的影响，全球贸易形势不容乐观，叠加去年三月存在一定程度的高基数，预计出口增速、进口增速继续下降，贸易顺差回升。

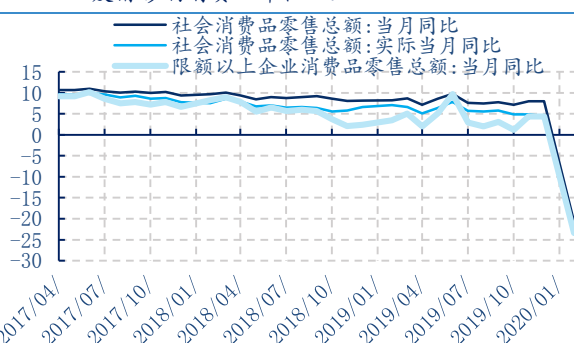
2. 疫情对消费影响较大，线下转线上增加

1-2月社会消费品零售总额累计同比-20.5%，疫情对消费端的影响较投资端更为明显。疫情短期内改变消费结构，必选消费稳定增长，可选消费显著下滑。

从分项数据来看，首先在消费重挫的背景下，实物商品网上零售额实现同比正增长 3.0%，占社会消费品零售总额的比重为 21.5%，比上年同期提高 5.0 个百分点。2月线下消费遭到重创，多数大型商场、购物中心、专卖店等线下门店关闭或仅保留超市业务，客流量大幅下滑。大量餐饮门店暂停营业或缩短营业时间，营收严重受损。在疫情防控的关键阶段以及恐慌导致的抢购潮考验下，线下采购逐渐转为线上，尤其是生鲜电商业务明显增加。

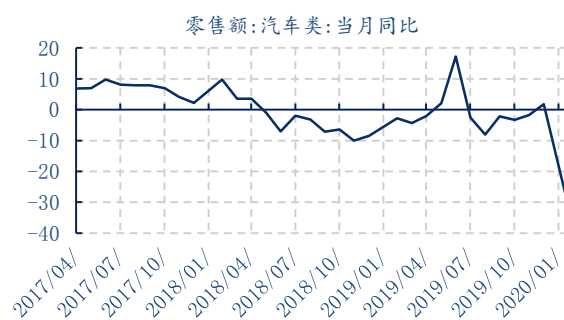
再者，2月汽车销售增速明显放缓，汽车同比增速从12月的1.8%滑落至-37%。我们认为，3月汽车消费将因需求延迟释放而有明显回补。政策方面，日前发改委等 23 部委印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，要求促进汽车限购向引导使用政策转变，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌限额。随着各地方具体刺激措施落地，或对汽车消费存在托底效果。

图 7： 疫情影响消费 单位：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

图 8： 汽车销售大幅下滑 单位：%



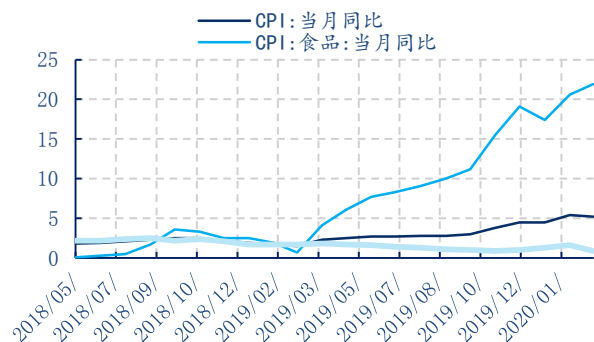
数据来源：Wind 中大期货研究院

3. 疫情不改通胀向下趋势

2月CPI同比5.2%，小幅回落0.2个百分点，环比0.8%。核心CPI同比回落0.5个百分点。CPI的回落与春节错期、翘尾值走低有关，但回落幅度低于预期，主要是食品端涨幅仍大，同比21.9%，环比4.3%，源于疫情导致生鲜产品供应不畅，猪肉短缺问题也仍待缓解。相比之下，非食品价格表现偏弱，同比0.9%，环比-0.2%。尤其交通和通信分项较弱，医疗保健也并未出过度涨价。供给约束不及需求乏力，也或打破市场对持续通胀压力的担忧。

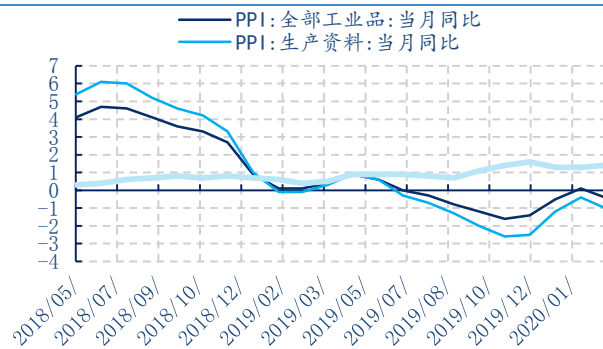
1月是全年CPI高点，疫情不改通胀向下趋势。上半年食品端仍因猪价约束维持高位，非食品端受油价的下拉作用明显。下半年食品端将因猪价拖累较快走低，非食品端可能因居民收入放缓而承压，CPI下行节奏将加快。

图 9: 疫情影响总需求 CPI 下行趋势 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 10: 1-2 月 PPI 下跌 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

2 月 PPI 同比-0.4%，回落 0.5 个百分点，环比-0.5%。其中，生产资料同比-1%，环比-0.7%。疫情扩散引发全球原油需求走弱的担忧，石油化工产业链价格走低。建筑业复工进度较慢，黑色、建材等库存积压引致跌价压力。环比涨价的仅有木材纸浆和农副产品类。生活资料同比 1.4%，环比持平。必选与可选消费品价格涨跌分化，一般日用品环比 0.1%，耐用品环比-0.2%。疫情期间日用品的囤货需求提升，但居民消费支出意愿偏弱，商场停业、人员封闭式管理也造成消费需求被动收缩，可选消费品价格承压。

PPI 短期继续下探的压力较大，沙特石油价格战是主导因素。3 月 6 日，欧佩克和俄罗斯未达成一致减产协议，3 月 9 日，沙特放出增产信号打响“价格战”，布伦特油价一周内从每桶 50 美元跌至 30 美元左右。新冠疫情以来，油价经历从需求端拖累，转变为目前供求两端压制，短期内，石油化工产业链价格或大幅走低，其他工业品也因能源、运输价格走弱而存在成本端压降空间。预计 PPI 全年中枢有所下移。

二、金融数据和政策面变化

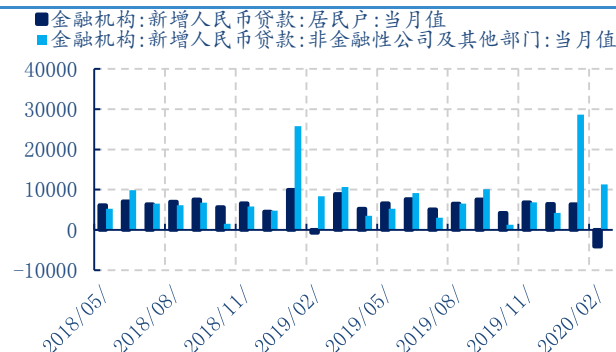
1. 央行加大金融扶持力度

2 月新增人民币贷款 9057 亿元，预期 11960 亿元，前值 33400 亿元。2 月社会融资规模增量为 8554 亿元，前值 50700 亿元。中国 2 月 M2 同比增 8.8%，预期 8.5%，前值 8.4%。

首先，2 月人民币贷款增加 9057 亿元，同比多增 199 亿元。其中居民部门信贷受疫情影响大幅下降，2 月减少 4133 亿元，同比多减 3000 多亿；居民消费和购房短期受抑制，导致居民短贷和中长贷分别同比少增 1572 亿元和 1855 亿元。但政策加大对企业部门信贷支持力度。2 月企业贷款增加 1.13 万亿元，同比多增近 3000 亿元。信贷投放基本上是靠企业部门完成的，而企业部门信贷之所以能够出量很大程度上靠的是金融政策的逆周期调节：1) 对重点抗疫保供企业提供

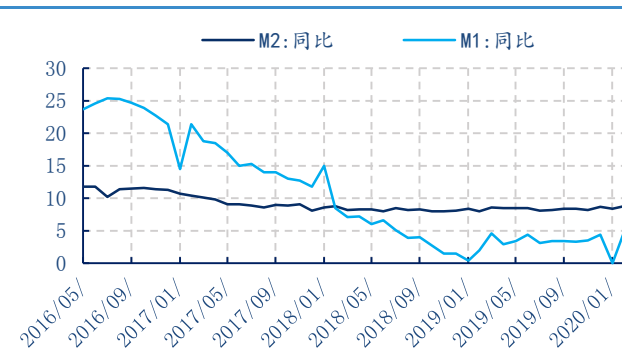
了 3000 亿元专项再贷款支持；2) 政策性金融机构通过专项信贷额度向民营、中小微企业发放了信用；3) 对中小企业复工复产增加了再贷款、再贴现额度 5000 亿元支持；4) 企业现金导致再融资需求加大，金融机构加大了信贷投放额度。

图 11: 央行加大逆周期调节 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 12: 货币增速企稳回升 单位: %

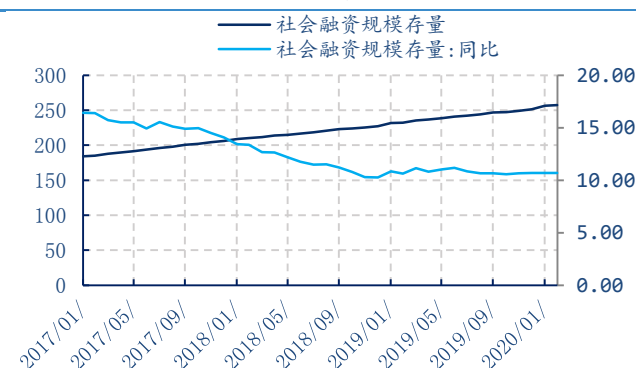


数据来源: Wind 中大期货研究院

第二，2 月新增社融 8554 亿元，同比小幅下降 1111 亿元。虽然 2 月对实体部门的人民币贷款、表外非标融资和政府债券三项融资同比分别减少 439 亿、1208 亿和 2523 亿，但 2 月资本市场融资大幅增长，企业债券和股票净融资分别同比多增 2985 亿和 330 亿元，使得社融总体依旧保持相对稳定。2 月社融存量增速 10.7%，与 1 月持平。本轮中国应对疫情措施有效，国内新增病例数已大幅下降，预计 3 月中下旬多数省份有望大幅降低或解除疫情警报，恢复正常的经济秩序。而社融余额增速是中国经济的重要领先指标，其稳定增长将有助于企业的有序复工，经济恢复正常。

第三，疫情后央行加强货币信贷投放并及时降息，叠加春节错位，货币增速回升。2 月 M2 同比回升 0.4 个百分点至 8.8%，M1 同比回升 4.8 个百分点至 4.8%，M0 同比升至 10.9%。疫情后，财政加大抗“疫”支出，并允许延期缴税，2 月财政存款增加 208 亿元，同比少增约 3000 亿元。2 月企业存款增加 2840 亿元，同比多增 1.48 万亿元，居民存款减少 1200 亿元，同比少增 1.45 万亿元。

图 13: 社融增速基本稳定 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

2. 央行降准稳民心

为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金 5500 亿元。

央行称，此次定向降准释放长期资金 5500 亿元，其中对达到普惠金融定向降准考核标准的银行释放长期资金 4000 亿元，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点释放长期资金 1500 亿元。此次定向降准释放长期资金有效增加银行支持实体经济的稳定资金来源，每年还可直接降低相关银行付息成本约 85 亿元，通过银行传导有利于促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。此次定向降准兼顾主动推动和事后激励，用市场化改革办法疏通货币政策传导，有利于激发市场主体活力，进一步发挥市场在资源配置中的决定性作用，支持实体经济发展。

我们认为，此次央行降准，一方面是推动复工，释放中长期的便宜资金，在降低银行的负债成本同时，鼓励银行增加对实体的信贷支持。二是适当推动实体经济的信用扩张，为经济增长创造适宜的社融与货币供应量的增速，达到逆周期调节的作用。三是为了应对海外疫情扩散带来的负面冲击。

三、大类资产配置建议

1-2 月经济数据多数创下十多年的最低，主要受疫情影响，向后看，中国经济正在走出最差时点，但二季度能否快速修复至常态的不确定性增强。疫情向全球扩散之后，全球总需求萎缩风险明显加大，外需如果大幅放缓，那么国内经济修复的难度增大、时间推后。市场反应却较数据更强些。

从最近一个月的大类资产的表现来看：首先，债券方面，虽然受疫情影响海外央行纷纷降息，美联储也将联邦基金利率下调至 0-0.25% 的低位，但中国央行表现得较为鹰派一些，MLF 利率在 3 月 16 日美联储降息 100 个 bp 并重启 QE 的大动作之后仍保持不变，且 3 月 20 日公布的 LPR 利率也维持不变。中国央行之所以表现得较海外央行更为鹰派一些主要是预期中国经济在一季度经济数据挖坑之后，后续大概率会走出 V 型反弹，当然，若后期经济修复的程度逊于预期的话，我们认为央行仍有较大的货币政策动用空间。

股市方面，3 月以来在海外股市重挫的背景下，特别是美联储一个月内 4 次熔断的史上罕见的崩盘环境下，国内 A 股市场虽然跌幅有约 10% 左右，但总体表

现较为强劲，主要得益于国内疫情控制有效且已进入收尾期，再加上本来股市估值就不高，在目前国内已开始大面积复工的情况下，企业盈利的恢复程度好于市场预期。虽然短期可能会随着外围市场有进一步的下行压力，但我们认为目前的点位已具备较好的投资价值，待海外疫情趋势缓和后，投资者可逐步布局 IC 指数。

商品方面，同样受到疫情影响的宏观逻辑，表现较弱，但品种分化较大。其中，以国内经济为主的螺纹钢等黑色品种要强于国际品种有色类，此外，受到沙特和俄罗斯的能源冲击以及疫情影响总需求的背景下，原油期货也创下了近几年的低位。逻辑上，我们认为在目前欧美疫情仍未达到高峰前，黑色的表现将继续强于有色。

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与中大期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表中大期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映中大期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为中大期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中大期货研究院

地址：浙江省杭州市拱墅区远洋国际中心2号楼9楼901-910室

邮编：310011

电话：400-881-0999

网址：<http://www.zdqh.com>