

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

宏观：全球经济陷入衰退 国内经济压力犹存

2020-4-30

本期导读：

全球经济陷入严重衰退，IMF 预测 2021 年全球经济将出现反弹。受疫情防控措施的影响，全球服务业、制造业均遭到巨大打击，国际贸易也受到冲击。主要经济体经济均出现不同程度的下滑，美国、欧元区、英国 4 月 PMI 指数延续下滑，疫情导致商业活动停滞，失业率大幅上升，消费需求及通胀水平均出现下滑趋势。拉美、东欧、东南亚等新兴市场易被疫情、汇率、债务三杀造成多米诺骨牌效应。为应对疫情的冲击，各国政府、央行纷纷采取措施，货币政策宽松程度及财政政策刺激力度都达到了空前水平。尽管如此，海外二季度经济仍将出现大幅萎缩的状况，疫情、债务风险等不确定性因素给经济前景抹上一层阴影。IMF 仍预测 2020 年全球经济将萎缩 3%，2021 年经济增速将反弹至 5.8%。

中国一季度经济录得负增长，3 月份有所复苏，但经济前景仍承压。3 月份经济数据体现了我国经济的韧性，投资、消费、进出口均出现明显改善，这主要得益于疫情的有效控制、企业复工复产加速、消费需求逐渐修复，宏观调节力度加大等因素有关。展望二季度，随着企业经营、居民生活逐步恢复正常，逆周期调节不断加大力度，二季度经济将延续 3 月份的回暖势头。其中，基建投资有望带动整体投资回升；各地促消费、稳就业政策将带动内需上涨。不过，考虑到海外疫情的蔓延及全球经济增速加速下行，预计二季度经济仍面临较大压力，尤其是外需疲弱将抑制出口及制造业投资。

瑞达期货
RUIDA FUTURES

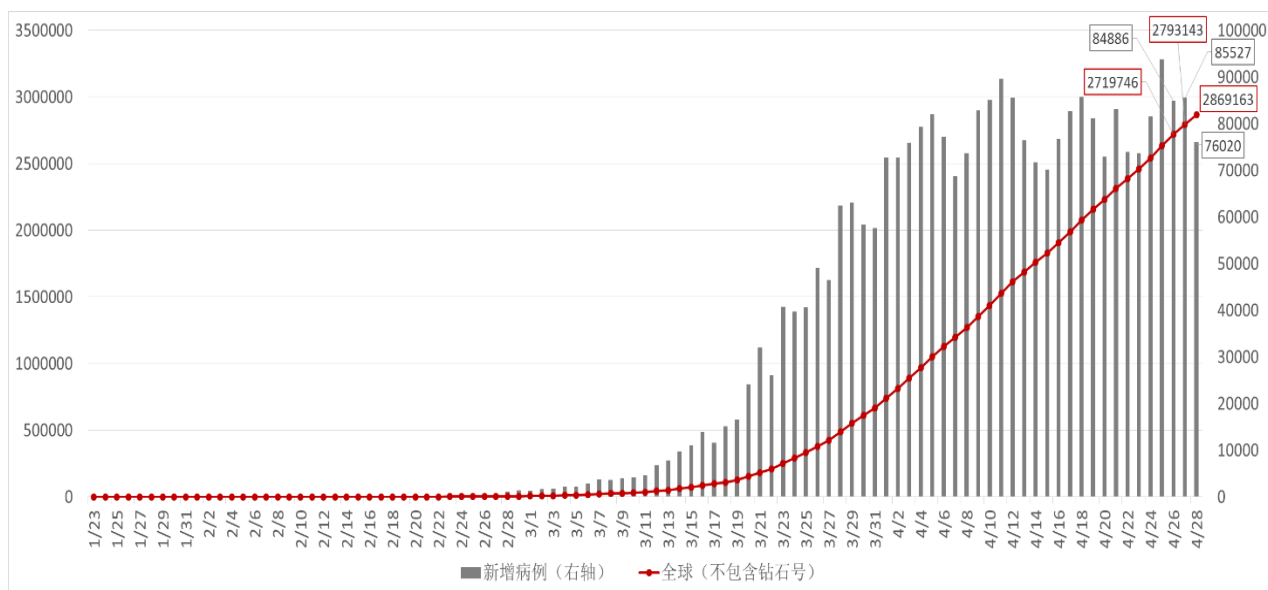
一、全球疫情和经济形势

（一）新冠疫情持续蔓延，全球经济陷入萎缩

根据美国约翰斯·霍普金斯大学统计数据显示，截至北京时间 4 月 28 日 6:00，全球新冠肺炎确诊病例超 311 万例，达 3110219 例，累计死亡 216808 例。4 月 22 日，世卫组织总干事谭德塞指出，新冠肺炎病毒将与我们长期共存，还有很长的路要走。很多国家已成功抑制病毒传播，但新冠肺炎病毒极其危险，早期证据表明世界上大多数人口仍然易感，疫情很容易出现复发。分国家来看，全球近 1/3

的新增确诊与死亡病例均来自美国，是疫情最为严重的国家。但目前美国已有多个州宣布复工以重启经济，这将对疫情防控带来极大压力及不确定性。欧洲主要国家疫情进一步缓和，西班牙、意大利、德国、法国与英国新增确诊与死亡病例较前一周明显下降，有部分欧洲国家也开始考虑放宽防控措施。而印度、巴基斯坦、巴西、俄罗斯以及非洲主要国家的疫情仍呈蔓延趋势，这些地区的防控措施也正进一步升级。

图 1 中国以外全球确诊病例数量

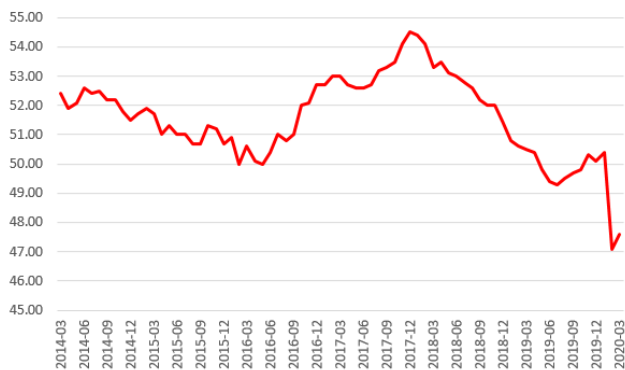


资料来源：WHO，瑞达期货研究院

疫情爆发以来，各国采取的防控措施限制了商业活动，导致消费需求及企业投资大幅减少，大范围的停工停产给全球供应链带来压力，国际贸易也大幅放缓。在这场席卷全球的疫情中，没有哪一个国家能够独善其身。主要经济体中，美国 3 月 PMI 数据大幅下滑，失业人数急速飙升，占经济总量高达 80% 的服务业更是受到巨大冲击。其他国家如日本、欧元区、英国经济在疫情暴发前已出现萎缩或停滞，在疫情的影响下更是加速下行。新兴经济体的疫情呈快速扩散之势，巴西、土耳其因早起忽视防控，目前确诊人数大幅攀升。印度、俄罗斯 3 月底才陆续开展防控措施，预计未来一段时间内新增病例也将逐步上升。此外，东南亚部分国家的疫情也在蔓延。从疫情角度来看，医疗条件不足、人口密度较大等因素使得部分发展中国家面临疫情失控的威胁。随着疫情蔓延，新兴经济体面临汇率贬值及债务风险。汇率遭受冲击，债务风险加剧。虽然在应对经济冲击上，全球央行纷纷降息，各国政府也陆续出台经济刺激政策，但这仍旧无法阻止全球经济陷入衰退。IMF、世贸组织等多家国际权威机构预测 2020 年全球经济将出现比金融危机时期更为严重的萎缩。

图 2 全球制造业 PMI 大幅下跌

摩根大通全球制造业 PMI



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 3 IMF 预计 2020 年全球经济下滑 3%

IMF 全球经济实际增长及预测



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 国际机构最新经济预测

发布日期	机构	预测
3月23日	国际金融协会	新型冠状病毒疫情在全球蔓延将导致经济活动停滞, 2020 年全球实际经济增长率为-1.5%。其中发达经济体将萎缩 3.3%, 新兴经济体将仅增长 1.1%
4月2日	标普	预计 2020 年全球经济增速接近零
4月8日	世贸组织	今年全球商品贸易总额将大幅下降 13%-32%, 下滑幅度可能超过金融危机, 汽车和电子产品贸易将首当其冲; 预计今年全球 GDP 将萎缩 2.5%-8.8%, 明年全球商品贸易总额将回升 21%-24%
4月9日	世界银行	由于新冠肺炎疫情, 发展中国家、欧洲新兴市场和中亚的 GDP 将收缩 2.8%至 4.4%; 预计随着大宗商品价格的回升和贸易的加强, 2021 年亚洲地区的经济增速将从 5.6%升至 6.1%
4月14日	国际货币基金组织	预计 2020 年全球经济将萎缩 3.0%, 与 1 月的预测相比下调幅度高达 6.3 个百分点。受新冠疫情影响, 全球经济活动将遭受上世纪 30 年代“经济大萧条”时期以来最严重的经济衰退。
4月15日	高盛	预计 2020 年全球 GDP 增速下降 2.5%, 2021 年增长 6.6%

二、海外经济与重大事件

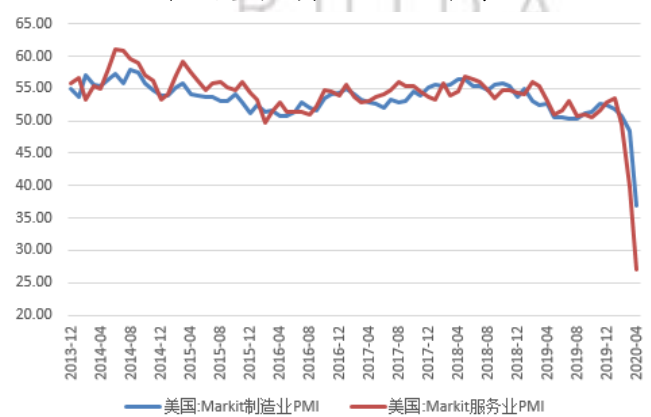
(一) 美国：全美经济急剧萎缩，经济前景不容乐观

1. 一季度经济严重萎缩，下行风险进一步加剧

美国经济第一季度出现大衰退以来最严重的收缩，企业活动萎缩速度为 2009 年 10 月以来最快。美国第一季度 GDP 增速-4.8%，一季度经济增速下滑，主要是个人消费支出、非住宅固定投资、出口以及投资的负增长所致。虽然一季度经济并没有此前预测的那么糟糕，但 4 月份的 PMI 数据显示美国二季度经济将进一步恶化。美国 4 月 Markit 制造业 PMI 初值创 11 年多新低。新冠肺炎爆发对美国 4 月经济造成了前所未有的打击，数据恶化表明，经济收缩速度超过了全球金融危机最严重的时候。为遏制新冠疫情传播，大量企业被暂时关闭，尤其是娱乐和旅游等面向消费者的行业受打击最严重。与此同时，市场需求出现了自调查以来的最大降幅，员工短缺以及供应链延迟的双重不利因素。分地域来看，疫情最为严重的纽约州经济遭受巨大冲击，纽约联储制造业新订单指数在 4 月份录得-78.2，由于新订单、出货量和就业水平以创纪录的速度下降，作为对比，该指标在此之前达到的最低水平是大萧条期间的-34.3。4 月费城联储制造业指数也大幅下滑，创 1980 年以来最差表现。

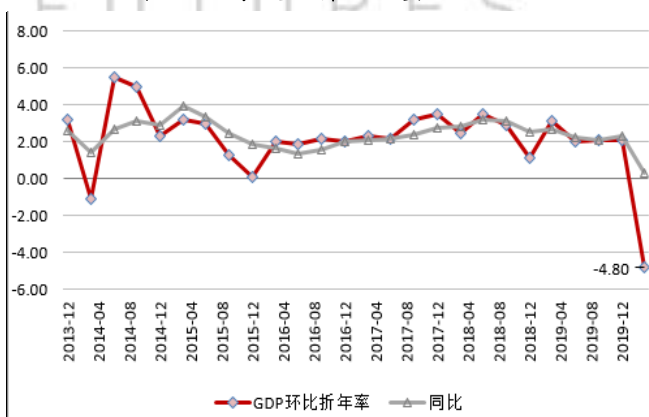
由于疫情防控措施，许多企业处于停工状态，美国 3 月工业产出月率创历史最差表现。另外，疫情的爆发也给美国房地产市场带来冲击。美国 3 月新屋开工数比 2 月锐减 22.3%，减幅为 1984 年来最大。被视为房市未来景气指标的营建许可，3 月则减少 6.8%至年率 135 万户。疲弱的经济数据加剧了市场对经济衰退的担忧，据路透社报道，美国国会预算办公室（CBO）预计美国第二季度 GDP 按年率计算将下降近 40%。

图 4 美国 4 月 PMI 大幅下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 5 一季度经济陷入萎缩



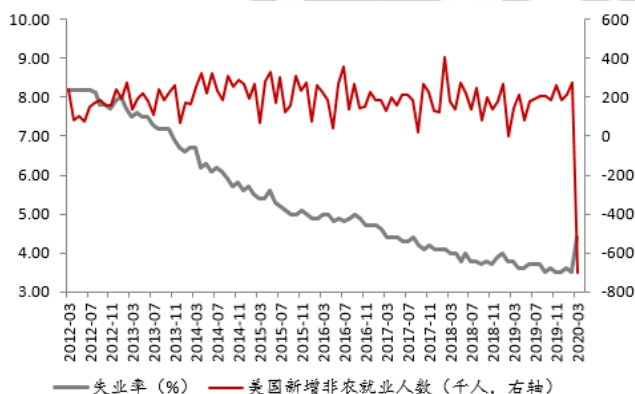
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2. 就业市场遭受重创，零售销售大幅放缓

美国就业市场遭受重创，失业率或接近大萧条时期水平。为遏制新冠病毒传播，美国各地都采取了“封锁措施”，这不仅对经济造成了打击，还导致部分企业倒闭、失业率飙升。美国截至4月18日当周初请失业金人数连续第三周回落，但续请失业金人数续创历史新高，五周累计领取失业金人数达到2650万人，为大萧条以来美国劳动力市场最严重的衰退。据CNBC，美国经济抹去自大衰退时期以来的所有新增就业岗位。假设所有申领失业金的人都被算作失业人员，则最新数据或反映出4月失业率可能为20%左右，为2009年经济衰退后10%峰值的两倍。另外，当地时间4月26日，白宫经济顾问凯文·哈塞特表示，由新冠肺炎疫情造成的美国经济停滞是一次历史性的打击，可能会将美国本月的失业率推高至16%或者更高。

受新冠疫情打压消费者需求影响，3月份美国零售销售额环比下降8.7%至4831亿美元，创1992年有数据记录以来最大环比降幅。由于疫情导致上千万美国人失去工作，薪水无法得到保障，消费者信心受挫，消费热情受到极大抑制。同时，美国多个州颁布“居家令”，商场等各类店铺关门，导致零售销售额出现创纪录降幅。3月份里至少还有两周的商店购物活动，而4月份大多数商店都处于关门状态，因此预计4月零售销售数据将进一步下滑。另外，美国4月密歇根大学消费者信心指数初值暴跌18.1点至71，创2011年以来的新低，也从侧面预示消费者支出将大幅减少。消费领域的大幅萎缩将给美国经济带来更严重的影响。通胀方面，尽管供应链中断引发供应短缺导致价格上涨，但疫情爆发导致的某些商品和服务需求下降抵消了价格上涨的影响，因此美国3月消费者物价指数仍录得下降，并有可能进一步下降。

图6 美国失业率上升



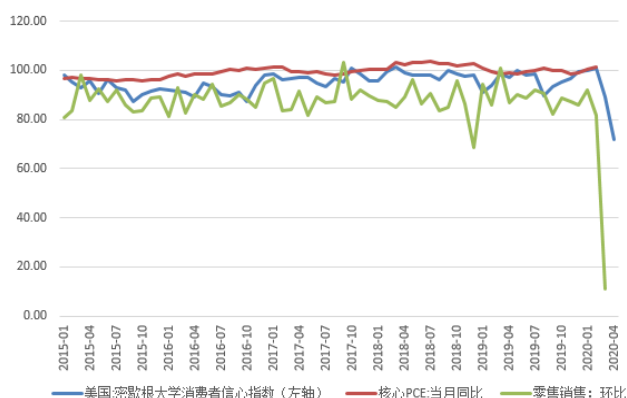
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图7 美国初请失业金人数连续四周下降



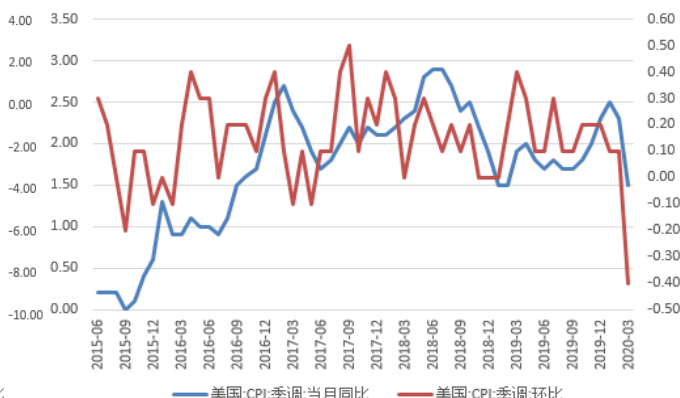
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 零售销售及消费者信心指数下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 9 美国通胀数据



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

3. 通过第三轮刺激计划，特朗普急欲重启经济

美国联邦储备委员会 15 日发布的全国经济形势调查报告显示，受新冠疫情影响，美国经济活动急剧收缩，休闲酒店业、零售业等遭重创，就业下滑，整体物价也呈下降趋势。且商业前景存在极大不确定性。其中，美国疫情“震中”纽约市所在的辖区经济形势急剧恶化。为了应对疫情给经济带来的冲击，美国政府早在 3 月份就通过了一份包括病毒检测、失业援助和食品援助的救助计划。4 月 9 日，美联储推出了美国历史上规模最大的一次经济刺激计划，提供高达 2.2 万亿美元的额外援助资金，并启动旨在帮助中小企业以及州和地方政府的救助计划。不过由于疫情的冲击超乎预期，其中对小企业的救助款在很短的时间内就耗尽，因此美国政府迅速的在 4 月 22 日通过了一项 4840 亿美元的抗疫纾困法案，以增加对小企业救助计划的拨款，支付新冠病毒检测费用，以及帮助陷入困境的医院。值得注意的是，这是国会应对新冠疫情影响的第三份大规模刺激计划。

4 月 29 日，美联储表示当下的公共卫生危机将在短期对美国经济活动、就业、通胀产生明显影响，并为中长期经济增长预期带来相当大的风险。鉴于这一预期，美联储决定将联邦基金利率目标范围维持在零至 0.25% 之间。这一决定将一直持续到经济从当下的境况中恢复，就业和物价稳定性都向着目标水平恢复。美联储表示会持续关注公共卫生和经济方面的最新数据，并将采取行动护航经济。截至目前，美国至少有 16 个州计划重启经济，此前美国总统特朗普在 16 日宣布了分阶段“重启”美国经济的指导方针。不过美国疫情仍较为严重，美国顶级传染病学专家福奇警告称，如果过快重启经济，病毒将会卷土重来，这无疑给美国经济带来了不确定性因素。

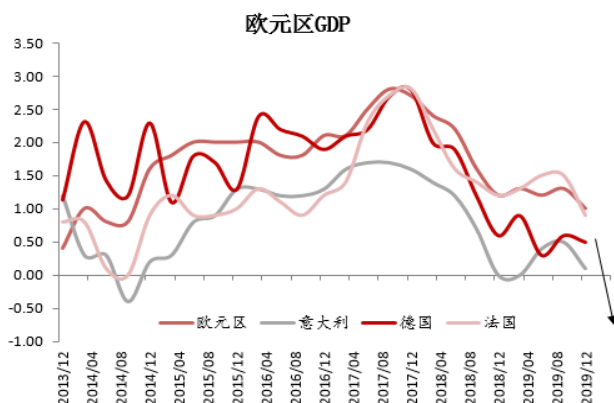
(二) 欧洲：经济面临严重衰退，欧盟各国分歧严重

1. PMI 指数创记录新低，经济陷入严重衰退

由于疫情导致的人员流动以及商业活动限制，欧元区经济正走向严重衰退。欧元区 4 月制造业及服务业 PMI 数据全面恶化，加剧了市场对其经济衰退的担忧。数据显示，欧元区 4 月制造业、服务业 PMI 初值分别录得 33.6、11.7，萎缩幅度均大于市场预期，较 2 月分别下滑 10.9、14.7。相较于制造业，欧元区的服务业下滑更为严重。作为欧元区经济的火车头，德国的数据也并不乐观，需求的严重下滑导致企业承受巨大压力。德国 4 月综合 PMI 初值仅录得 17.1，为有纪录以来最低位。德国智库 IFO 最新调查显示，50% 的德国企业正在展开短期工作；18% 的德国企业希望裁员。受疫情和封锁措施影响，德国 5 月份 Gfk 消费者信心指数也录得纪录低位。与此同时，欧元区第二大经济体法国也同样遭受重创，4 月份法国服务业 PMI 仅为 10.4，较 3 月下滑 17 个百分点；制造业 PMI 为 31.5，较 3 月下滑 11.7 个百分点。法国国家统计与经济研究所调查称，该国经济活动较正常水平减少了 35%，私营行业活动减少 50%。

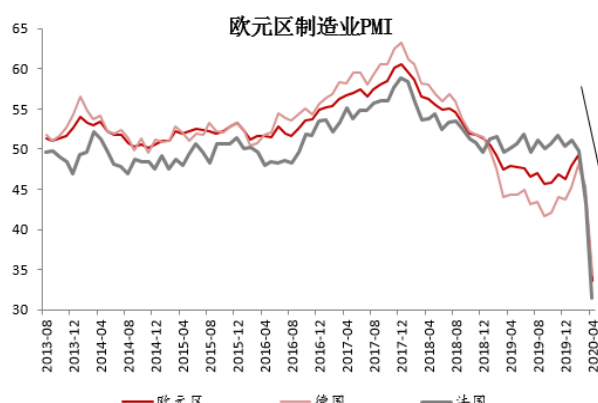
受疫情影响，欧元区各国工业产出率均出现下滑。疫情较为严重的意大利工业产出受到较大的冲击。目前来看，疫情的影响仍将持续，3 月的工业产出数据或进一步下滑。另一方面，欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数录得 -42.9，创历史新低。Sentix 公司执行董事称，4 月份经济衰退的力度要比 3 月份大得多，且情况比 2009 年金融危机时要糟糕得多。迄今为止的经济预测低估了经济萎缩的规模，经济衰退的程度会更深，持续的时间也会更长。对于未来的经济前景，国际货币基金组织（IMF）预计，2020 年欧元区经济增速将下降 7.5%，低于全球 3% 的平均降幅。欧洲央行行长拉加德则表示，在最严峻的情况下，欧元区经济增速在今年可能萎缩 15%，面临近一个世纪以来最为严重的衰退。面对“经济寒冬”，欧元区的政策决策者们预计将持续加码刺激措施。

图 10 欧元区经济将进一步衰退



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 欧元区、德国、法国制造业 PMI



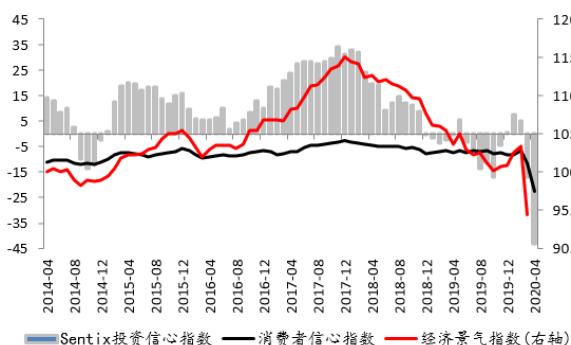
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2. 欧银放宽信用条件, 欧盟内部分歧严重

新冠肺炎疫情发生以来, 欧元区决策者们已经推出了诸多经济刺激措施, 目前来看这些刺激措施有望再度加码。货币政策方面, 欧洲央行于当地时间 7 日周二宣布, 采取“史无前例的”一系列临时放宽抵押品标准措施, 以缓和欧元区日趋紧张的金融环境。其中包括为提升央行的风险容忍度; 放宽使用银行信贷债权作为抵押品的条件; 总体减少对抵押品估值的折减。并宣布接受希腊政府的垃圾级债券作为抵押。分析人士指出, 虽然欧洲央行这一放宽举措面向所有 19 个欧元区成员国银行, 但希腊获益最大, 因为希腊的国债此前不够资格用于换取再融资贷款, 因而希腊银行融资艰难, 此举将大大降低希腊银行系统的借贷成本, 减轻疫情对经济的冲击。截至目前, 欧洲央行已宣布一揽子宽松货币政策应对疫情冲击, 2020 年购债总规模将达到 1.1 万亿欧元, 其中以购买国债为主; 并通过负利率定向长期再融资操作向银行业释放约 3 万亿欧元流动性, 支持银行向实体部门借贷。而这一购债计划也有望进一步扩大。

财政政策方面, 当地时间 4 月 9 日晚, 欧盟各国财长就 5400 亿欧元的一揽子抗疫纾困方案达成一致。此外, 欧洲稳定机制也将提供高达 2400 亿欧元资金, 为欧盟各国提供支持。但在此次会谈中, 欧盟部长们仍未能接受法国和意大利的要求, 即通过发行所谓的“新冠疫情欧元债券”, 来帮助成员国克服疫情引起的危机, 并分摊这场危机的成本。并且该纾困计划规模小于欧洲央行此前提出的目标。欧洲央行曾表示, 欧元区可能需要多达 1.5 万亿欧元来应对危机。随后, 欧盟及其成员国领导人在 23 日召开视频峰会, 同意设立大规模“恢复基金”以应对新冠疫情造成的经济影响, 但各方就这一基金的资金来源和使用方法等实施细则未达成共识。此前意大利、西班牙等受疫情影响严重的国家曾呼吁发行“欧元债券”, 以缓解疫情带来的经济压力, 但德国、荷兰等经济情况较好的国家对此仍相对谨慎。有分析指出, 这是因为一些国家不想为债务状况不佳的国家“背锅”, 使得原本属于个别国家的债务变成欧元区国家整体担保的“共同化”债务。目前欧盟内部的僵局尚未解开, 各方仍需继续谈判。

图 12 欧元区经济景气度下滑



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 13 欧元区通胀走低



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(三) 英国：不确定性因素高涨，经济料进一步放缓

1. 经济数据均创新低，英国经济前景恶化

英国 4 月 PMI 指数继续大幅下滑，疫情对经济影响程度超出预期。数据显示，英国 4 月 Markit 服务业 PMI 初值为 12.3，预期 27.8，前值 34.5；英国 4 月 Markit 制造业 PMI 初值为 32.9，预期 42，前值 47.8。4 月制造业、服务业 PMI 以及综合 PMI 均录得纪录低位。调查显示，只有部分医疗、食品和饮料制造商在 4 月份实现了增长，还有少数几家与在线零售和公共部门相关的服务公司。Markit 首席经济学家威廉姆森表示，英国 PMI 数据将引发市场对于封锁成本及时长的疑虑，从表面上的数据看，保守估计英国经济季度环比将萎缩 7%，因为数据并未涵盖到零售商和大多数个体户。另外，疫情对英国经济的影响程度超过了最悲观的预测者所担心的程度，因为英国企业报告称，在全国范围内的“一级封锁”期间，需求出现了历史性的大幅下降。

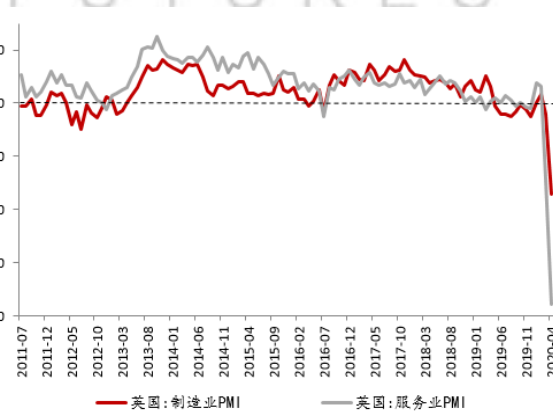
除了疲弱的 PMI 数据以外，由于冠状病毒的爆发，英国政府已要求房屋买家和卖家推迟交易，导致该国房地产市场陷入停滞。此外，英国 2 月份通胀率为 1.7%，英国央行预期还将进一步降至 2% 的目标以下。但是考虑到近期油价的急剧下跌对燃油价格的传导，通胀率可能会在春季跌至 1% 以下。消费方面，英国 4 月零售市场销售月率下跌 8.7%，创出 1991 年有数据信息纪录以来最大历史减幅。4 月 CBI 工业订单差值、消费者信心指数也均创下纪录最低。另外，疫情的爆发也使得英欧贸易谈判在今年取得协议的希望更加渺茫，在种种不确定性因素下，英国经济前景急剧恶化。IMF 发布的最新经济预测显示，英国 2020 年经济将萎缩 6.5%。英国预算办公室称，如果英国实施封锁措施三个月，该国经济第二季度可能萎缩 35%。2020-2021 财年财政赤字可能到 GDP 的 14%。

图 14 经济增速加速下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 15 PMI 指数大幅下挫



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2. 央行重启透支机制，脱欧谈判分歧严重

为抗击新冠疫情并提供资金，英国央行重启金融危机时期的政策工具。4月9日，英国财政部和英国央行发出联合声明，为抗击新冠疫情提供资金，英国政府计划从英国央行透支额度中增加紧急借款，以继续向经济注入财政援助，同时避免立即面临出售更多英国国债的压力。英国央行表示，英国政府将继续利用市场作为其主要融资来源，该工具的任何使用都是暂时且短期的。此举加剧了市场对通货膨胀的担忧，不过分析指出，该举措将在疫情过后撤销，对长期通胀的影响是有限的。英国央行此举体现出疫情对英国经济造成了较大冲击，二季度经济形势或更加严峻。

英欧谈判分歧严重，过渡期或延长。4月24日，英欧贸易第二轮谈判结束，但此次谈判几乎没有取得进展，双方在诸多方面还有很大的分歧，特别在渔业谈判上。欧盟负责英国脱欧事务谈判的首席代表巴尼尔称，英国制定了严格的期限，排除了将英退过渡期延长至2020年末以后的可能。巴尼尔表示，英国不能执行这个十分短暂的谈判日程，同时又不采取行动，不推进对欧盟十分重要的特定问题。英国表示“原则问题上有重大分歧”，欧盟提出从未向其他贸易伙伴寻求的要求。可见双方在贸易谈判问题上仍存在较大分歧，在目前脱欧期限内难以达成协议。据悉，若要延长过渡期，英国需要在6月底之前提出要求。

（四）日本：经济前景极端严峻，政府加大刺激措施

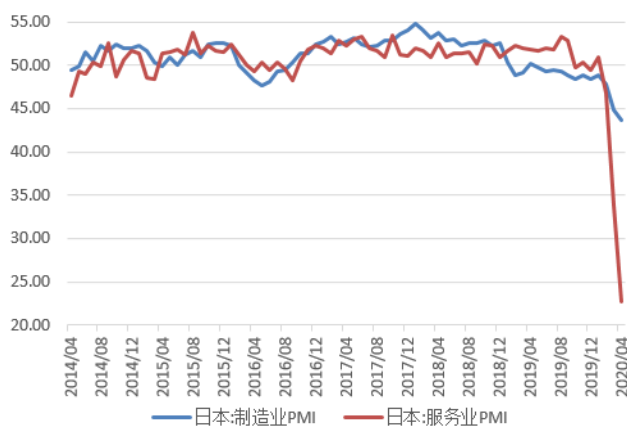
1. 商业活动大幅收缩，经济增速加速放缓

受疫情影响，日本经济持续恶化。数据显示，日本4月制造业PMI初值为43.7，较3月下滑1.1个百分点。4月服务业PMI初值录得22.8，大幅低于前值33.8。日本制造业和服务业的综合产出下降幅度创下开始收集数据以来的近13年间最大降幅，超过了全球金融危机和2011年东日本大地震期间的降幅，显示4月份日本经济遭受到了更加剧烈的冲击。具体来看，制造业PMI中各分项指数均大幅下跌，制造业产出创下9年来最大跌幅；由于海外疫情蔓延导致需求锐减，另一项关键前瞻指标的新订单分项指数也持续保持跌势。为了应对新冠肺炎，日本许多工厂停工，原材料交付也有所延迟，致使制造业销售额急剧下滑。IHS Markit预测日本二季度GDP年化降幅预计超过10%。

为防止疫情扩散，日本首相安倍晋三4月7日宣布东京都等7个都府县进入紧急状态，后于4月16日将紧急状态的范围扩大至日本全国。受其影响，日本各地外出人数大量减少，多个行业暂停营业。疫情对就业市场的影响也开始显现，数据显示，日本3月的完全失业率为2.5%，较2月上升了0.1个百分点。3月的完全失业者人数为176万人，较2019年同期增加了2万人。日本总务省表示，完全失

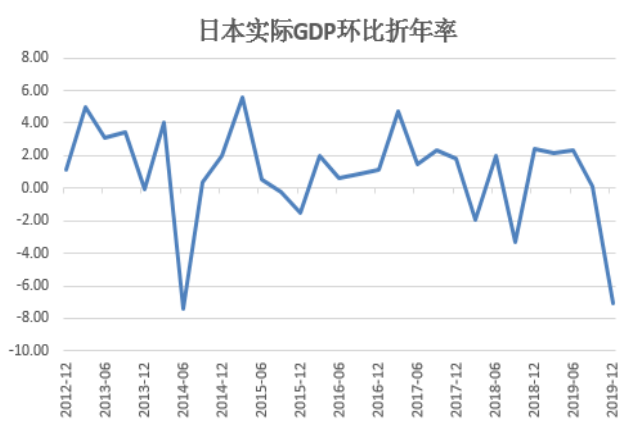
业率虽然还维持在一个较低水平，但已处于临界点，预计4月的调查结果会很差。

图 16 日本 PMI 指数



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 17 日本经济料加速萎缩



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2. 日本央行下调预期，政府加大刺激措施

日本 11 年来首称经济形势“恶化”，下调全国经济景气评价至“极端严峻”。4 月 9 日，日本央行发布关于地区经济形势的季度樱花报告，下调了对所有 9 个地区的评估。这是时隔 11 年以来日本央行同时下调日本全境景气预测，再次表明冠状病毒正在对日本和其他国家造成广泛破坏。为缓解新冠疫情对经济造成的冲击，日本内阁会议 4 月 7 日通过历史最大规模经济刺激计划，总额达 108 万亿日元。该方案将与日本政府新财年补充预算案一起于近日提交国会审议，力争本月内通过。日本央行行长黑田东彦在东京对央行分行经理们发表讲话时表示，新冠病毒疫情的蔓延正在对日本的经济产生严重影响，经济前景极为难料。

日本政府 23 日发表 4 月份月度经济报告说，受新冠疫情扩散影响，目前日本经济形势迅速“恶化”，情况极为严峻。这是日本政府自 2009 年 5 月以来首次在经济形势评估中使用“恶化”一词。报告说，受疫情影响，日本个人消费急剧下降，生产和出口减少，企业收益急速萎缩，破产企业数量增加。报告认为，这种极为严峻的形势今后仍将持续，有必要充分关注日本及世界经济受疫情影响进一步下滑的风险，关注金融及资本市场变动。4 月 27 日，日本央行召开货币政策会议，决定进一步加大货币政策宽松力度。宣布将无限量购买日本国债，取消之前每年约 80 万亿日元购债规模的额度限制。同时，大幅增加公司债券和商业票据的最高购买额度，从大约 7 万亿日元增加至 20 万亿日元。此外，日本央行下调了今年的经济增速预期，但上调了明年的经济增速预期。2020 财年经济增速预期为-5%至-3%，此前为 0.9%；2021 财年增速预期为 2.8%，此前为 1.1%。

图 18 日本零售销售

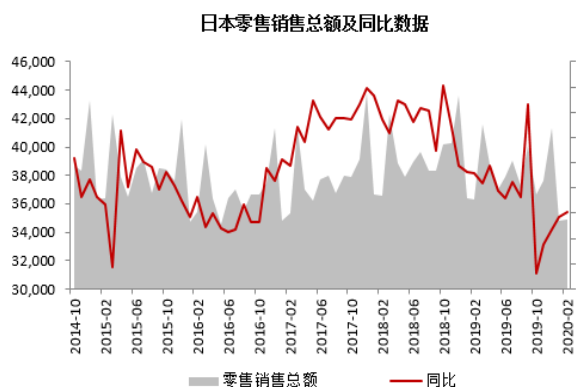
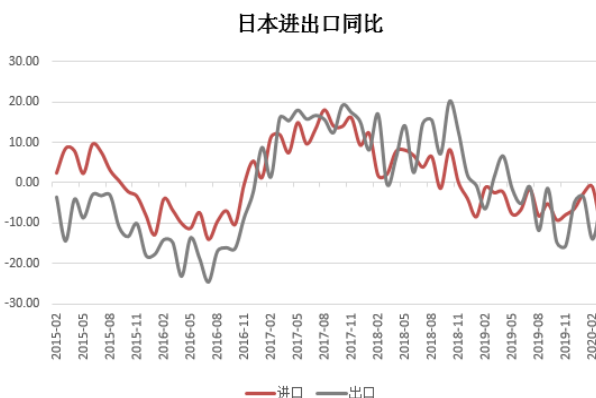


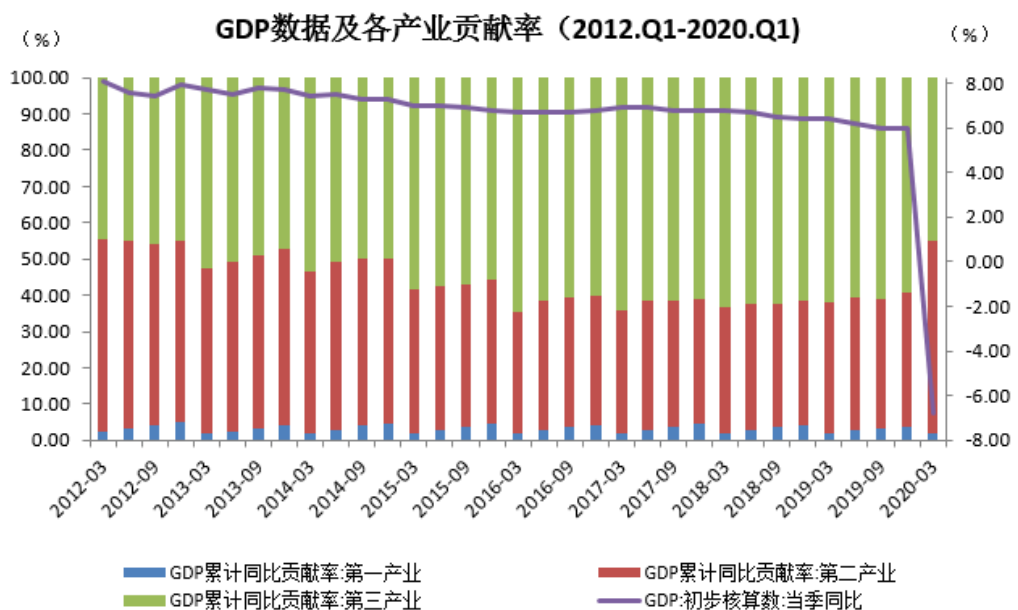
图 19 日本出口同比增速下滑



三、一季度经济负增长，宏观政策力度加强

疫情冲击导致一季度经济增速同比下滑 6.8%，3 月份经济数据凸显韧性。受疫情影响，我国一季度经济明显收缩，投资、消费、出口均呈现出萎缩态势。疫情对经济的冲击主要体现在几个方面，一、疫情防控措施导致全国性的停工停产，企业生产经营活动受到限制。二、居民出行、日常活动受限，导致消费需求受到限制。三、企业盈利大幅下降，疫情带来的不确定性导致商业投资意愿及企业信心减弱。四、由于企业暂停生产及交通物流受限，导致通胀呈结构性上涨，居民人均实际可支配收入下降。五、供应链受到冲击，导致贸易活动放缓。整体来看，随着 3 月份国内疫情防控形势向好，企业经营、人民生活逐步恢复常态，3 月经济数据有较大的改善，凸显出我国经济的韧性。看向未来，二季度经济有望延续 3 月份的复苏态势，不过经济复苏所需的时间以及反弹的速度将取决于海外疫情的发展和国内逆周期调节的力度。目前普遍预计海外二季度经济将陷入严重衰退，外需带来的压力将拖累二季度经济的回升。不过，下半年若全球疫情开始消退，国内逆周期调节效果充分显现，宏观经济有望迎来较大幅度的反弹。

图 20 中国 GDP 及各产业贡献率



(一) 制造业 PMI 有所回落，非制造业继续改善

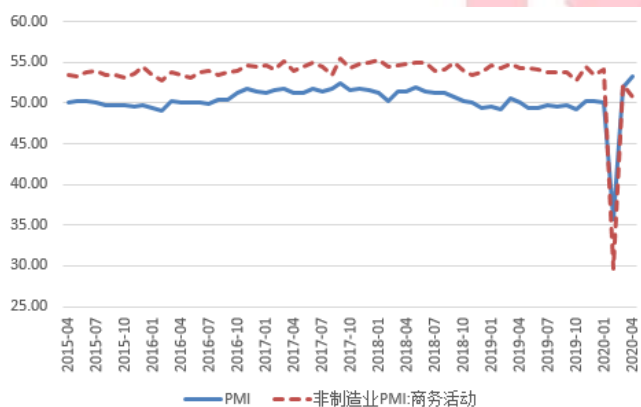
4 月份，我国疫情防控向好形势进一步巩固，生产生活秩序加快恢复，制造业和非制造业生产经营活动继续改善。数据显示，4 月制造业 PMI 为 50.8%，比上月回落 1.2 个百分点；非制造业 PMI 为 53.2%，比上月上升 0.9 个百分点。具体来看，4 月制造业生产经营状况较上月继续改善，但扩张力度有所减弱。其中，生产指数为 53.7%，较上月下滑 0.4 个百分点，制造业生产活动继续保持复苏势头。从劳动力需求看，从业人员指数为 50.2%，企业用工量连续两个月增加。截至 4 月 25 日，全国制造业采购经理调查已复工企业中，77.3% 的企业复产率达到正常水平的八成以上，高于上月 9.4 个百分点。另一方面，需求端的恢复要弱于生产端。新订单指数为 50.2%，比上月回落 1.8 个百分点，低于生产指数。而随着国外疫情加速扩散，全球经济活动剧烈收缩，我国外贸面临较大挑战。新出口订单指数和进口指数分别为 33.5% 和 43.9%，比上月下降 12.9 和 4.5 个百分点。部分制造业企业反映新签订的出口订单锐减，甚至已开工生产的订单被取消。

非制造业连续两个月改善，但部分行业复工复产仍然比较滞后。分行业看，建筑业商务活动指数为 59.7%，高于上月 4.6 个百分点。服务业商务活动指数为 52.1%，比上月上升 0.3 个百分点。从行业大类看，零售业、餐饮业、信息传输软件和信息技术服务等行业商务活动指数位于 55.0% 以上。不过值得注意的是，住宿、文化体育娱乐、居民服务等行业受疫情影响较大，商务活动指数连续三个月位于

45.0%以下，相关企业生产经营比较困难。分项来看，4月新订单指数为52.1%，比上月回升2.9个百分点，表明非制造业市场需求有所恢复。业务活动预期指数为60.1%，比上月上升2.8个百分点，表明非制造业企业对近期市场发展信心有所恢复。

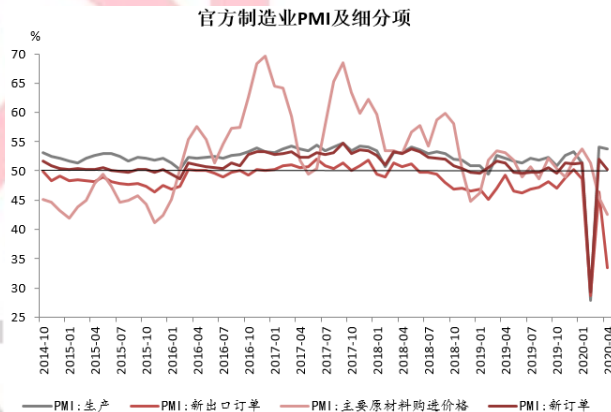
整体来看，随着疫情得到有效控制，生产生活秩序加快恢复，我国经济延续改善。二季度非制造业呈现加快恢复的势头，预示着经济运行基本趋势在向好发展。4月基本民生消费和基建投资共同驱动经济平稳运行。尤其是零售、餐饮业的商务活动指数较上月上升，均在60%以上，最终需求明显启动。建筑业供需活动继续保持活跃，投资需求加速恢复，有助于经济平稳运行。5月份将迎来节假日，交通运输部预计“五一”期间，全国营业性客运量将会环比前期明显增长，这将对部分行业带来利好。不过制造业由于海外疫情及经济下行压力的拖累，料短期内仍将承压。预计二季度经济将延续改善趋势，非制造业恢复程度要好于制造业。

图 21 3月官方PMI指数



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 新订单、进口指数下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

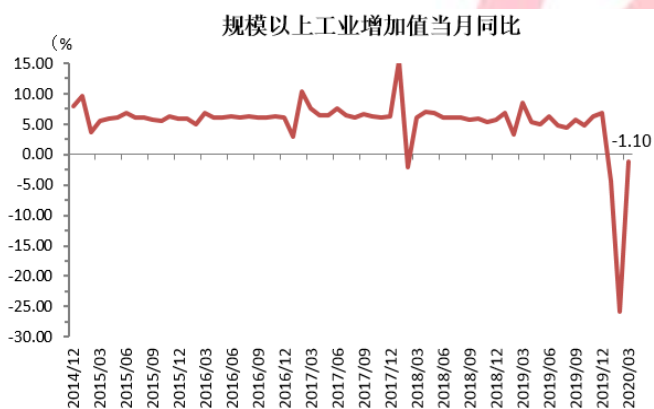
（二）工业景气度有所回升，未来形势仍不容乐观

疫情导致的复工复产推迟和需求下滑对工业生产冲击明显，一季度工业增加值同比下降8.4%。随着国内疫情在3月份得到控制，企业加速复工复产，叠加此前积压的需求有所回补，3月份工业生产明显恢复。当月规模以上工业增加值同比降1.1%，降幅较1—2月份收窄12.4个百分点。分大类看，3月采矿业增加值同比增长4.2%，增速较1—2月回升10.7个百分点；当月制造业、电力燃气及水的生产和供应业增加值同比下降1.8%和1.6%，降幅较1—2月分别收窄13.9和5.5个百分点。整体来看，虽然3月份工业增加值大幅反弹，但1.1%的同比降幅仍显示工业生产景气度依然偏低。目前海外疫情加速蔓延对我国疫情防控产生较大压力，这对企业生产、人员流动和国内需求的反弹形成了一定抑制。另外，美欧地区疫情形势严峻，各国也采取了更为严格的防疫措施，对外需造成较大冲击。随着国内

复工复产持续推进，逆周期调节加大力度，预计二季度工业增加值降延续边际回升的态势。但考虑到海外疫情造成的需求端萎缩将持续到二季度，工业增加值大幅反弹的可能性较小。

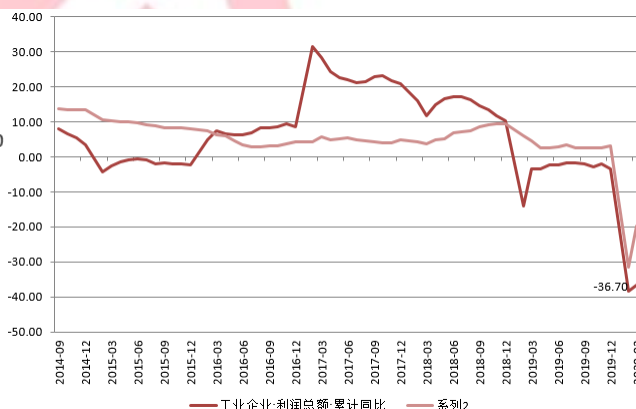
工业企业利润小幅改善，但盈利形势仍不容乐观。随着统筹疫情防控和经济社会发展各项决策部署逐步落实落地，企业复工复产不断加快，工业产品销售开始回暖，3月企业利润呈现一些积极变化。数据显示一季度全国规模以上工业企业实现利润总额7814.5亿元，同比下降36.7%，降幅比1—2月份收窄1.6个百分点。不过，3月份规模以上工业企业利润状况有所改善，但受市场需求尚未完全恢复、企业产品库存上升较多、工业品价格（PPI）持续回落、成本压力依然较大等多重因素影响，工业企业利润降幅仍然较大，盈利形势仍不容乐观。因此预计未来几月工业企业利润将继续小幅收窄降幅，但盈利修复过程将较为缓慢。

图 23 工业增加值同比显著回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 24 工业企业利润小幅改善



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(三) 投资增速有所回暖，基建投资带发力

3月复工复产进程加快，企业融资需求大幅回升，投资增速降幅明显收窄。一季度，全国固定资产投资增速同比下降16.1%，降幅比1-2月收窄8.4个百分点。其中，基建投资在3月回升幅度最大，降幅较1-2月份收窄10.6个百分点至-19.7%。其中主要是因为基建投资是宏观政策逆周期调节的主要发力点之一，今年一季度主要投向基建领域的地方政府专项债发行规模已达到11,040亿元，较上年同期大幅增长66.7%。另外，3月以来国内疫情逐渐稳定，各地基建工程复工进度加快，也在一定程度上帮助基建投资企稳。

房地投资增速回暖势头明显，新开工面积保持正增长。1-3月房地产开发投资同比下降7.7%，降幅较1-2月收窄8.6个百分点，领先于固定资产投资整体水平。3月增速1.1%，是三大项中首先单月投资转正的

项目。从细分项来看，新开工、竣工单月增速仍然为负，施工增速保持正增长，而土地成交量的回暖也是地产投资回升的主要拉动项。1-2 月份受疫情影响，房地产面临商品房销售大幅下滑的局面，现金流问题导致房地产投资大幅下滑。但 3 月份疫情逐渐稳定后，各地纷纷出台扶助房企的措施，房企融资环境明显好转。而在货币政策逆周期调节的背景下，房贷利率未来一段时间内大概率将延续下行趋势。这在很大程度上改善了房地产投资预期。

投资中制造业投资恢复最为缓慢，因 3 月以来海外疫情的爆发，全球产业链面临冲击，且外需疲弱导致制造业出口前景承压。3 月制造业投资下降 25.2%，降幅较 1-2 月收窄 6.3 个百分点。展望二季度，在海外疫情尚未看到拐点，全球经济下行压力增大的背景下，制造业投资短期内料维持低迷。而随着房地产施工进度加速改善，且后期销售有望回暖，房地产投资将出现一定幅度正增长。但“房住不炒”的基调下，地产难以成为拉动经济的选项。因此，基建投资仍是后续政策的发力点。随着地方债的加快发行，第三批提前额度有望下发，地方债的发行将扩大有效投资补短板，基建投资在财政加码刺激下有望恢复至正增长。整体来看，预计投资增速在二季度有望在基建及地产投资的带动下恢复正增长。

图 24 固定资产投资累计同比

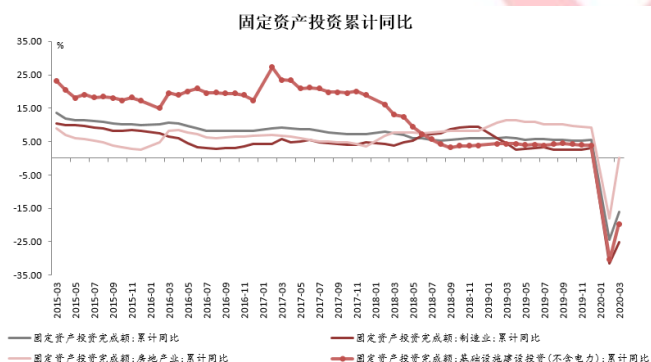
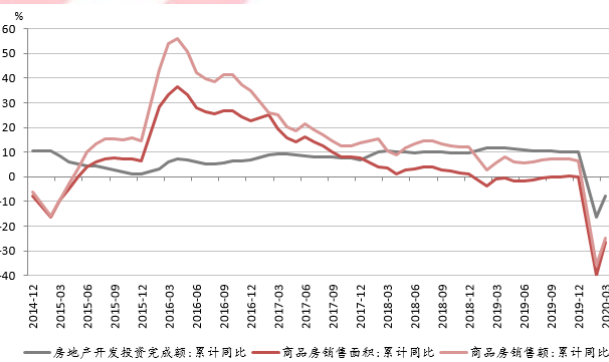


图 25 房地产投资与销售累计同比



(四) 疫情对消费短期影响大，但消费升级趋势没变

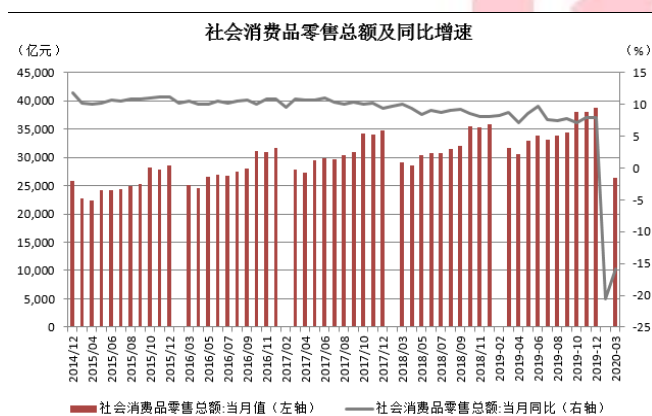
受疫情影响居民消费活动受限，叠加实际可支配收入支配下滑，一季度社零总额同比下降 19%。随着 3 月国内防疫措施逐步降级，居民消费活动有所恢复，叠加各地陆续出台的刺激消费政策，3 月社零降幅较 1-2 月收窄 4.7 个百分点至 -15.8%。可以看见，虽然 3 月份社零增速有所反弹，但仍处于深度下跌区间。这是因为目前海外疫情持续蔓延，国内防疫措施仍未完全撤回。另外，疫情导致当前经济下行压力加大，就业压力、居民实际可支配收入减少等问题对消费形成了一定的抑制，因此并未出现报复性消费。

必需品消费明显强于可选消费。由于居民实际可支配收入减少，可选消费受到较大冲击，其中，一季

度汽车、服装、家具、家电、金银珠宝、化妆品等可选消费品零售额同比增速与上年全年值相比下滑幅度均超过 25 个百分点。不过汽车销售活动在各地陆续出台刺激措施后大幅回暖，3 月份汽车零售额降幅较 1-2 月收窄 18.9 个百分点。生活必需品销售和实物商品网上零售较快增长，一季度食品类的零售额增速为 12.6%，饮料类 4.1%。当月房地产交易有所回暖，带动家具、家电、建筑及装潢材料等相关商品零售额降幅收窄。值得注意的是，网上零售占社零总额比重增至 23.6%，比 1-2 月提高 2.1 个百分点，体现在疫情影响下，“零接触”的互联网购物模式正成为更多消费者的选择。而“互联网+”模式也促使消费结构升级，并提供了更多的消费增长点。

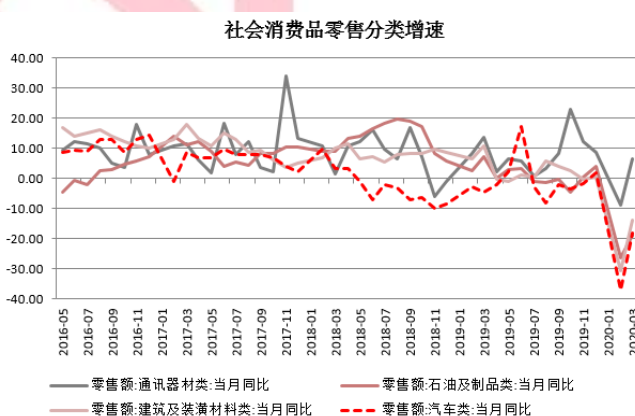
整体来看，由于海外疫情持续蔓延，国内疫情防控尚未完全放开，餐饮、住宿、旅游等线下消费完全恢复仍需时日，但近期政策不断提到的汽车消费有望成为消费回升的主要拉动项。随着国内企业经营、人民生活逐渐恢复正常，以及各地“促消费”、“稳就业”政策的提振，预计二季度消费将企稳回暖。

图 26 社零销售总额增速



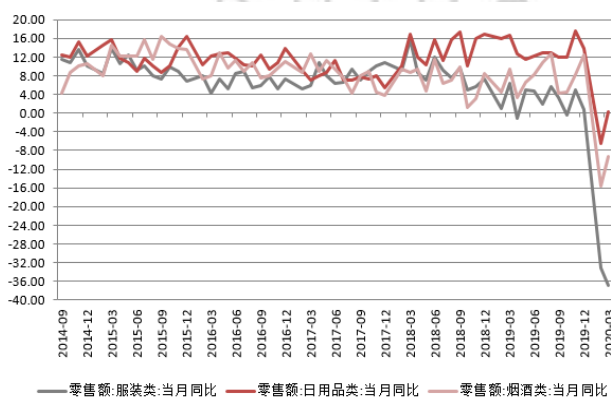
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 27 汽车消费大幅反弹



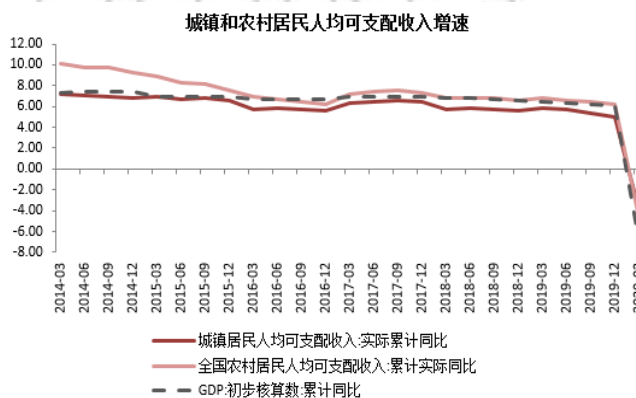
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 28 服装类零售增速加速下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 29 人均可支配收入下降



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

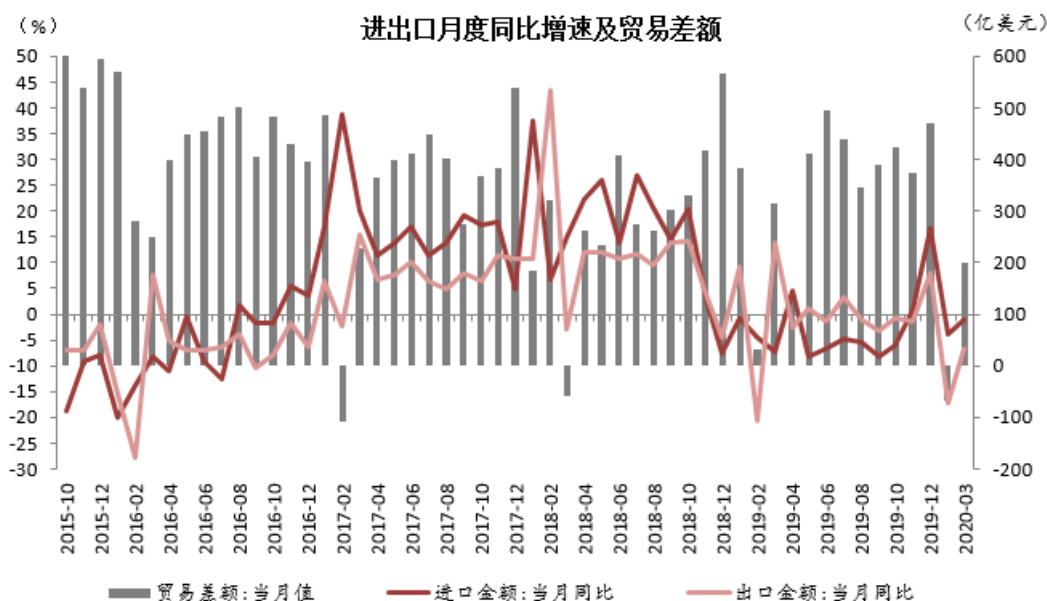
（五）进出口有所好转，二季度压力犹存

3月进出口增速均高于预期，但二季度外需或拖累出口增速。以美元计价，中国3月出口同比下降6.60%，进口同比下滑0.90%，较1-2月降幅分别收窄10.6、3.1个百分点，进出口同比均大幅好于市场预期。进出口同比大幅回升主要有以下几个原因。

国内复工复产提速，内需回升拉动进口降幅缩窄。3月我国进口1652.5亿美元，较1-2月同比降幅缩窄3.1%。分产品看，大宗商品进口数量同比除大豆和铁矿石出现下滑，其余皆为上涨。其中钢材进口量上升显著，3月钢材进口金额累计同比为-9.00%，较前值上行4.00个百分点，这主要与3月国内复工复产进程加快有关。分国别来看，对东盟进口保持强势，同比增长8.5%，较1-2月上行1.2个百分点。对日本进口同比由负转正，对美国 and 欧盟进口同比下降显著。出口方面，3月我国出口总额为1851.5亿美元，同比下滑6.6%，较1-2月环比增长129.1%。由于3月国内企业陆续复工复产，前期因疫情导致的积压订单有所消化，促使3月对外出口超预期恢复。分国家来看，美国及欧盟仍为主要拖累，分别拖累出口同比约-4.05%及-3.34%。对东盟出口则逆势增长，在2月滑落至负值区间之后，时隔1个月较前值上行5.50个百分点至0.40%，重返正值区间。值得注意的是，一季度贸易数据显示东盟取代欧盟成为我国最大的贸易伙伴。除了因为欧洲疫情比东南亚疫情严重之外，也可能是和前期中美贸易摩擦导致贸易向东南亚转移有关。

展望二季度，海外疫情持续蔓延，全球经济下行风险加剧，我国外贸进出口面临的压力仍大。虽然3月份进出口数据超预期回暖，但从全球PMI数据大幅萎缩可以看到外需将面临进一步放缓的风险，海外二季度经济面临着更加严重的衰退风险。从国内4月份的PMI来看，新出口订单指数和进口指数分别为33.5%和43.9%，比上月下降12.9和4.5个百分点。部分制造业企业反映新签订的出口订单锐减，甚至已开工生产的订单被取消，反映我国外贸仍面临较大压力。进出口形势可能进一步恶化，而出口增速面临的压力或大于进口增速，预计二季度进出口增速仍承压。

图 30 进出口同比增速及贸易差额

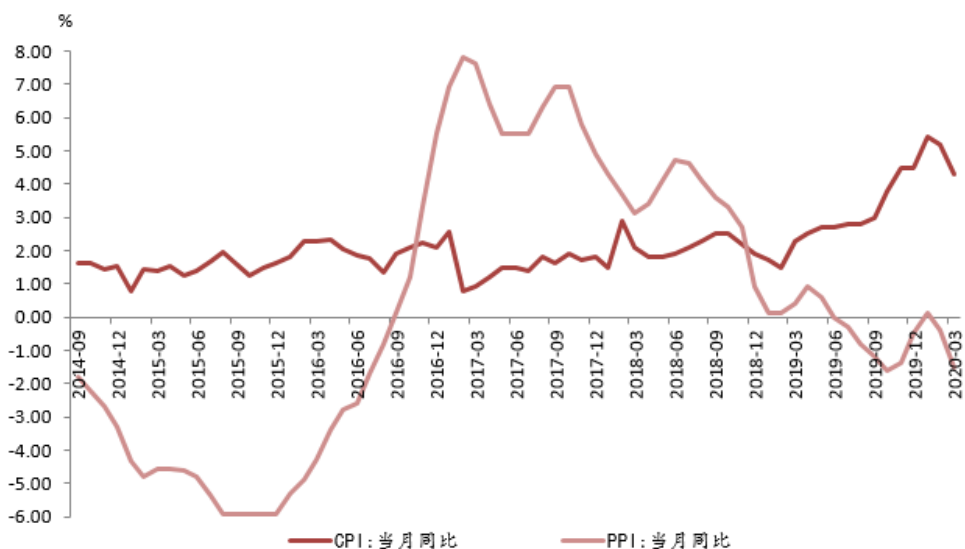


（六）CPI 持续回落，PPI 降幅扩大

复工复产及保供稳价措施效果显现，CPI 涨幅持续回落。3 月 CPI 同比增长 4.3%，环比下降 1.2%，3 月 CPI 涨幅明显回落，意味着复工复产的积极效果逐渐显现，市场供需逐渐平衡。食品价格的增长势头有所放缓，是带动 CPI 由涨转降的主要因素。食品价格由上月上涨 4.3% 转为下降 3.8%，其中，鲜菜和猪肉环比降幅较大。春季时令菜上市量增加，物流运输成本下降，鲜菜价格下降 12.2%；随着生猪调运逐步畅通、屠宰企业复工复产、各地陆续加大储备肉投放力度，猪肉价格下降 6.9%。值得注意的是，受疫情在全球蔓延、一些国家限制粮食出口等因素影响，近期国际粮食价格出现上涨。不过考虑到我国粮食供给充裕、库存充足，国际粮价上涨对我国粮食价格影响较小。整体来看，疫情导致需求走弱成为主导物价走势的主要因素，因此预计 CPI 涨幅将进一步趋于回落。

受国际大宗商品价格下行等因素影响，3 月份 PPI 降幅较上月扩大了 1.1 个百分点。分行业来看，原油、钢材和有色金属等行业产品价格降幅有所扩大。其中，石油和天然气开采业降幅扩大 21.3 个百分点至 -21.7%；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 10.6%，扩大 9.8 个百分点。短期来看，国内企业逐步恢复复工复产，内需也逐渐恢复，将在一定程度上支撑 PPI。不过由于海外疫情的进一步蔓延，且石油价格仍处于低位，因此 PPI 短期或继续承压。

图 31 CPI、和 PPI 月度增速同比



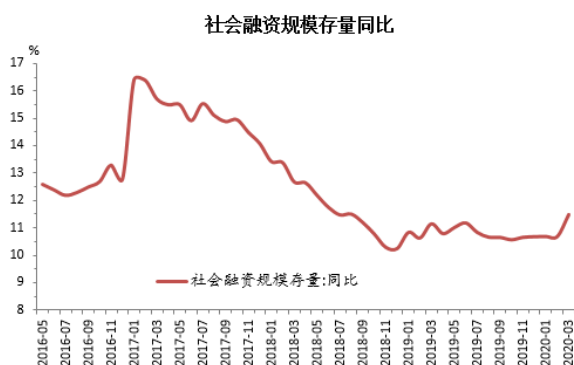
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(七) 货币政策效果显现，社融信贷大超预期

中国 3 月社融、信贷和货币供应环比激增，其中社融增量更创历史新高，显示货币政策效果较为显著。3 月以来，国内疫情得到有效控制、企业复工复产加速推进、逆周期调节加大力度，叠加居民需求受疫情压制后的大幅反弹，给社融信贷数据带来较大提振。3 月份，人民币贷款规模新增 28500 亿元，环比多增 19443 亿元。其中，企业短期、中长期贷款均有所改善。因企业复工复产短期内需要现金流维持生产经营，中长期贷款的提升也凸显了宽信用政策的效果。居民部门短期与中长期贷款也均获得较大改善，主要原因是疫情压制的消费需求和房地产市场纷纷回暖，居民信贷需求大幅提升。3 月 M2 同比增长 10.1%，增速环比上涨 1.3 个百分点；M1 同比增长 5%，增速环比上涨 0.2 个百分点。3 月份 M2 同比上升较多，主要是因为一季度疫情导致经济承压，国内逆周期调节加大力度，货币、财政政策有效引导资金向实体部门转移。

看向未来，全球经济陷入衰退的风险正不断加大，国内二季度经济下行压力仍存，逆周期调节将持续加大力度，流动性仍保持宽松预期。而随着企业加速复工复产、融资需求回暖、市场消费需求逐步恢复，叠加宽信用政策加大对实体经济的支持，预计二季度金融数据将继续好转。

图 32 社会融资规模存量同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 33 M1、M2 同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 34 新增贷款及贷款余额增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

四、国内宏观政策展望

(一) 货币政策: 注重灵活适度, 实施精准滴灌

经济下行压力加大, 货币政策延续宽松。从宏观基本面来看, 虽然国内 3 月份经济有所好转, 但海外疫情持续蔓延, 全球经济下行以及疫情带来的不确定性因素仍给国内经济造成压力。4 月以来, 国内逆周期调节的力度不断加码, 4 月 3 日, 央行对中小银行定向降准 1 个百分点, 于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位, 每次下调 0.5 个百分点, 共释放长期资金约 4000 亿元; 自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%, 这也是央行时隔 12 年下调超额存款准备金利率。此次降准后, 超过 4000 家的中小存款类金融机构存款准备金率已降至 6%, 从我国历史上以及发展中国家情况看, 6% 的存款准备金率是比较低的水平。4 月 15 日央行开展 1000 亿元 1 年期 MLF, 中标利率下调 20BP 至 2.95%。另外, 4 月 15 日为央行对农村金融机构和城商行定向降准首次实施日, 释放长期资金约 2000 亿元。此前 3 月 30 日, 央

行下调 7 天期逆回购中标利率 20BP 至 2.20%。4 月 17 日，中共中央政治局召开会议指出，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。

货币政策将维持宽松，4 月或为降息窗口期。在海外疫情持续扩散，国内经济下行压力加大的背景下，2 季度货币政策或延续对中小企业信贷及流动性支持，并逐步向外需产业链相关企业倾斜。货币政策短期内仍有调整空间。

（二）财政政策：更加积极有为，适当提高赤字率

受新冠肺炎疫情等多重因素叠加影响，今年一季度全国财政收入明显下降。新冠疫情爆发以来，我国在统筹做好防控经费保障、全面支持复工复产、保障困难群众基本生活等方面，采取了一系列财税措施。从数据来看，一季度全国一般公共预算收入 45984 亿元，同比下降 14.3%；其中财政收入同比减少 7672 亿元，贡献了赤字增加额的 177%。一季度财政支出 55284 亿元，下降 5.7%。同期，政府狭义财政赤字 9300 亿元，增长 87%，与当期名义 GDP 之比为-4.5%，赤字率同比上升 2.2 个百分点；与年化名义 GDP 之比为-5.4%，赤字率环比上升 0.5 个百分点。一季度财政赤字有所扩大，主要原因是财政收入减少而非财政支出增加。据财政部门分析：一是受新冠疫情影响税基减少，以及为支持疫情防控保供、企业纾困和复工复产采取减免税、缓税等措施，拉低全国财政收入增幅约 10 个百分点；二是巩固减税降费成效，增值税翘尾减收效果持续释放，拉低全国财政收入增幅约 5 个百分点；三是上年末延至今年初缴纳入库的税收收入同比减少。

财政政策更加积极有为，适当提高财政赤字率。4 月 17 日，中共中央政治局会议指出，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，积极的财政政策要更加积极有为。其中，重申了财政政策要提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。政治局会议传达的信息表明下一阶段财政政策将进一步“扩量提速”。由于疫情的影响，当前财政收支矛盾较为突出，特别是基层“三保”压力较大，因此财政政策应适当提高。而与世界主要国家相比，我国赤字率水平并不高，有一定的上调空间。预计财政赤字率有望突破 3%的“国际标准”。另一方面，今年以来，专项债发行速度不断加快，其稳投资作用逐步增强。财政部前期已提前下达 2020 年新增地方政府专项债额度 1.29 万亿元，截至 4 月 15 日，发行 11607 亿元。并且专项债的用途也由传统的交通基础设施、生态环保、农林水利、市政等领域扩大到 5G 基建、新能源等“新基建”领域，这将更好发挥逆周期调节作用，补公共设施短板，扩大有效投资。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



瑞达期货

RUIDA FUTURES