

日期：2020 年 4 月 1 日



经济反弹 价格回落 市场筑底

——2020 年 3 月份宏观经济数据预测

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

■ 主要观点：

3 月份宏观数据预测：CPI=4.9, PPI=-0.7, 出口=-19.3, 进口=-16.1, 顺差=200 (USD) 亿, M2=8.6, M1=4.5, 新增信贷 18000 亿, 信贷余额 12.1, 工业 2.0, 消费 5.0, 投资 4.4。

市场看法：“新冠”疫情影响下经济信心趋悲观

伴随疫情变化，市场对中国经济中长期前景预期再趋乱，虽然整体延续了前期“新冠”影响主要集中在短期的看法，但短期冲击加大，经济平稳运行波动性变大，“双降”预期（降息、降准）继续存在，资金利率平稳中趋向降低，但 LPR 代表的市场利率仍然平稳；投资的市场预期亦有所下降；外贸预期明显恶化，主要体现当期经济活动的工业和消费预期，在疫情影响期间显著下降，预期下半年才会恢复；整体看，市场预期对经济的信心趋向悲观。

我们看法：海外恶化对国内影响有限

中国作为投资型经济体，在国内疫情防控取得胜利的情况下，赶工现象必然出现，全年增长甚至还会加速。海外疫情恶化对中国经济的影响通过贸易、投资和政策三个渠道发生作用。其中，贸易渠道影响不确定：海外生产受冲击后虽增加对中国需求，但外贸通道影响不确定；投资渠道有利中国经济：短期影响中国投资走出去，中长期增加中国经济吸引力；政策渠道方面，中国不太可能再跟随海外实行扩张性政策，近期降准并未脱离我国货币政策框架体系。由于中国经济的产业阶段都进入成熟期，宏观上走稳和微观上的竞争加剧同时存在，微观经营主体和市场感受经济受到的冲击比较明显。

大宗商品价格回落，工业经济短期承压

3 月份后，在国际原油的带动下，大宗商品市场价格下行态势明显，这使得工业品价格承压的同时，相关行业利润在前期受到挤压的情况下，更加走向恶化！笔者认为，大宗商品价格的下行有一定的趋势性，是大宗商品市场因市场结构变化，定价体系由垄断竞争定价进一步朝向竞争性定价体系演变的结果。受此影响，大宗商品价格低迷态势将延续，从而给相关行业盈利带来持续性影响。

资本市场筑底态势延续

“新冠”疫情对经济的有扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。在宏调整奏上，降准、降息或提前。“新冠”疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会。受供给影响而出现的高通胀不会延续很久，信用风险影响也不大，债市在短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。海外疫情恶化对中国资本市场主要通过资金流动、心理和汇率渠道发生影响，真正有影响的资金流动（金融项下），规模有限，并无方向性，更多表现为技术波动，近期国内市场波动更多的是情绪传染。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法：“新冠”疫情影响下经济信心趋悲观

经济格局的市场预期表明——虽然疫情影响主要在中短期，但市场对“新冠”疫情对经济影响的担忧度有所上升。伴随疫情变化，市场对中国经济中长期前景预期再趋乱，虽然整体延续了前期“新冠”影响主要集中在短期的看法，但短期冲击加大，经济平稳运行波动性变大：1 季度经济增速由前期的减速变为萎缩，市场预期中值为-5.1，2 季度虽转正但仍处在比较低的位置，预期中值为 3.7，只有到了下半年经济运行才基本恢复正常；价格结构性矛盾依旧，消费价格下行趋势不变，只是下降速度略有放缓，工业品和消费品间的价格走势“剪刀差”更趋扩大，可见市场认为疫情主要影响经济，对通胀整体走势和结构影响较少，并不改变价格走势；流动性保持平稳，预期平稳，“双降”预期（降息、降准）继续存在，资金利率平稳中趋向降低，但 LPR 代表的市场利率仍然平稳；笔者最为关注的、作为经济第一增长动力的投资，市场预期亦有所下降；外贸预期明显恶化，主要体现当期经济活动的工业和消费预期，在疫情影响期间显著下降，预期下半年才会恢复；整体看，市场预期对经济的信心趋向悲观。

我们看法：海外恶化对国内影响有限

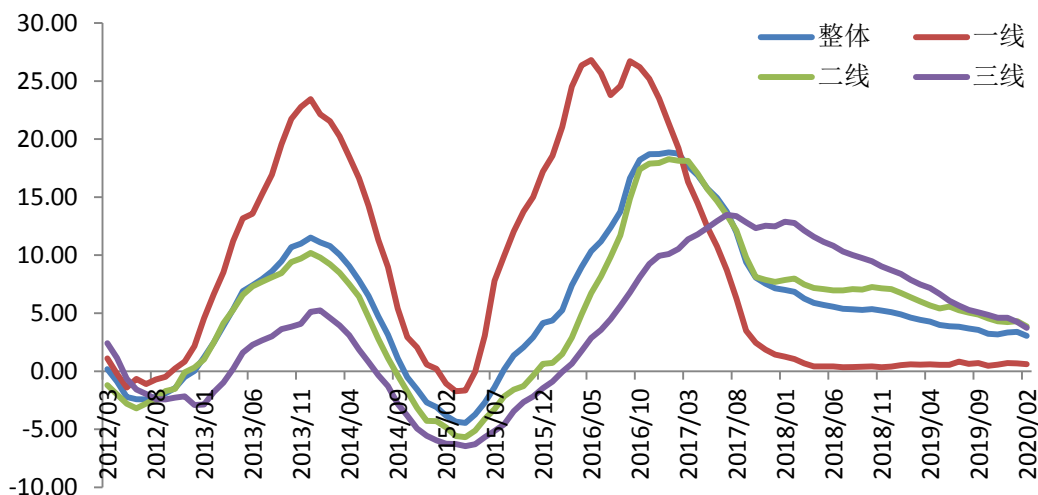
海外疫情变化和对海外经济的影响，成为新的影响中国经济前景预期的主要因素。中国作为投资型经济体，在国内疫情防控取得胜利的情况下，作为经济增长第一动力投资将加速复工，各地高度重视各类项目的推进，赶工现象必然出现，全年增长甚至还会加速。海外疫情恶化对中国经济的影响通过贸易、投资和政策三个渠道发生作用。其中，贸易渠道影响不确定：海外生产受冲击后虽增加对中国需求，但外贸通道影响不确定；投资渠道有利中国经济：短期影响中国投资走出去，中长期增加中国经济吸引力；政策渠道方面，中国不太可能再跟随海外实行扩张性政策，近期降准并未脱离我国货币政策框架体系。由于中国经济的产业阶段都进入成熟期，宏观上走稳和微观上的竞争加剧同时存在，微观经营主体和市场感受经济受到的冲击比较明显。这也是市场经济深化发展必然带来的现象，个体因竞争压力感受并不能如以往那样对周期有强烈感受。展望未来，资本市场能走多远主要取决于经济质量改善预期能否形成共识。2020 年中国经济将正式走出“底部徘徊”阶段，中国资本市场将延续蓄势、分化、慢牛的格局，核心资产的机会将进一步明确；由于投资者日趋理性，疫情冲击对信用风险影响也不大。

3 月高频数据分析

房地产市场：价格平稳、成交回升

房贷利率“换锚”工作陆续展开，从原来的基准利率到 LPR 加点新定价方式；这是 2019 年底就定下的定价方式变革工作。从市场反应看，央行对存量居民房地产贷款转换工作，并没有引起大的波澜；实际上这种情况反映了当前房地产市场的低迷状况。从百城房价指数的走势看，全国各地涨幅普遍低位企稳：继一线城市走稳之后，二、三线城市仍然处在持续回落态势当中，仍然还未呈现见底走稳迹象，各地价格都表现平稳。尽管受疫情影响和预期变化，市场处于相对低迷态势，但房价基本走势还是易涨难降，说明公众对楼市预期并无根本改变，也意味着实体经济根本好转还有距离。从进程看，一线房价自 2018 年后因政策限制最为严厉，房价调整率先到位，涨幅缩小后走稳；二、三线城市虽然在一城一策下，行政管控松紧不一，但随着全国调控的延续，市场预期也慢慢发生改变，房价疯狂上涨态势也逐渐下降，到 2019 年底后增长放缓现象减弱。“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，并非周期性应对策略，不排除未来仍会有其它限制短炒资金的政策陆续出台，以构建中国楼市独有的管理框架。不过，由于楼市和房地产行业的定位已发生根本性变化，政策对楼市的调控仍在持续深化发展中，虽然个别城市春节后又出现了爆炒现象，对疫情后楼市刺激的个别预期出现，但整体上楼市放松、重回刺激老路的概率不大。

图 1：中国百城房价指数呈现企稳（当月同比，%）



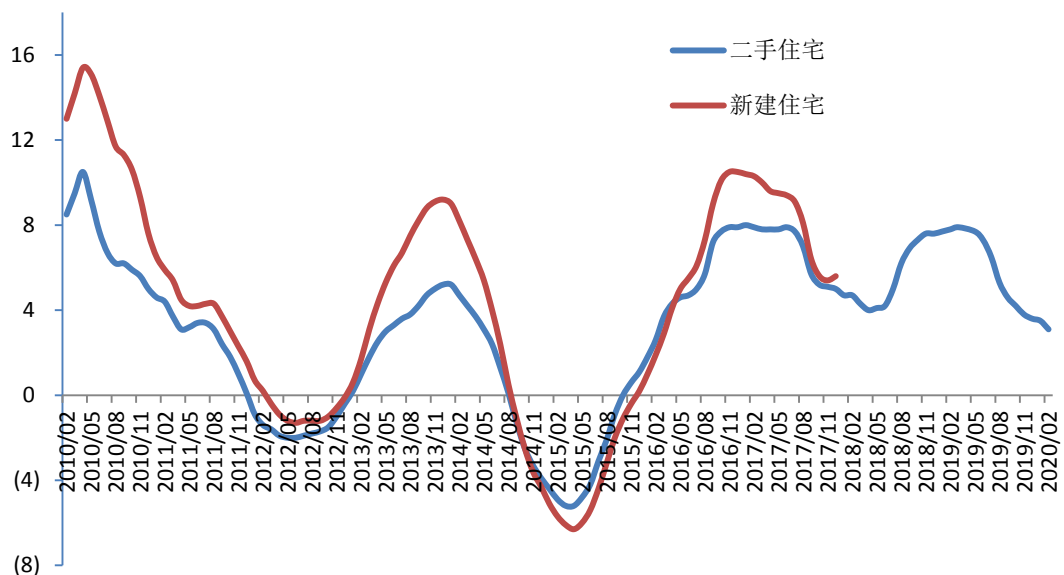
数据来源：wind，上海证券研究所

保障楼市平稳亦为政策应对疫情冲击的重点领域之一，不少地方只顾眼前和局部利益而悄悄出台的楼市刺激政策虽然很快被叫停，但却在事实上强化了市场预期。即使疫情严控期间的 2 月份，70 个大中城市房地产市场涨幅也仅有少量回落。一、一二三线城市新建商品

住宅销售价格环比持平或涨幅回落、二手住宅销售价格涨跌互现。4个一线城市新建商品住宅销售价格环比持平，上月为上涨0.4%。其中，北京上涨0.1%，上海和深圳持平，广州下降0.1%。二手住宅销售价格环比上涨0.2%，涨幅比上月回落0.3个百分点。其中，北京和广州分别下降0.2%和0.1%，上海和深圳分别上涨0.2%和0.5%。31个二线城市新建商品住宅销售价格环比微涨0.1%，涨幅比上月回落0.1个百分点，武汉、石家庄和太原等12个城市受疫情影响无成交，价格视为没有变动（环比指数为100，下同）。二手住宅销售价格环比持平，与上月相同，武汉、石家庄和呼和浩特等12个城市无成交。35个三线城市新建商品住宅销售价格环比微涨0.1%，涨幅比上月回落0.3个百分点，扬州、蚌埠和平顶山等7个城市无成交。二手住宅销售价格环比由上月上涨0.2%转为下降0.1%，包头、锦州和扬州等12个城市无成交。

即使在持续严厉的楼市调控之策下，房地产市场运行仍整体平稳，表明城镇化进程中真实需求还是一定程度上存在的，房价过高只是2012年前政策过度关注的结果。2020年在楼市长效机制的作用下，市场将进一步回归理性，对中央的楼市政策和定位理解也逐步到位。楼市泡沫对经济转型的拖滞作用逐步上升，如没有对楼市的进一步有效治理，中国经济底部回升步伐仍会缓慢。

图2：70城市住宅价格增速放缓（当月同比，%）

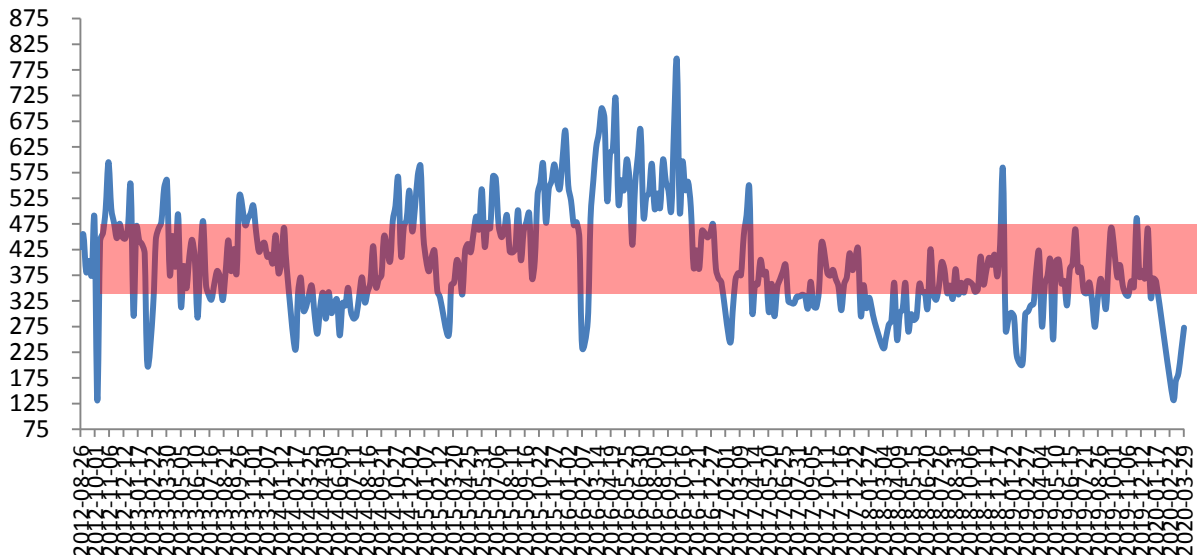


数据来源：wind，上海证券研究所

随着楼市调控的深入，楼市成交已在前期下降台阶的基础上，呈现走稳迹象——2017年以来持续在新的区间平稳运行。2020年后，楼市成交新平衡区预计仍将小幅下滑。2020年3月份，全国30大中城市的周成交规模平均为213.3万方，2019年同期为360.4万方，成交

迅速脱离前期疫情期间的低迷态势。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交不会再上升，楼市成交将在再降低的新平衡区仍将延续。

图 3：30 个大中城市房屋成交回升（日均/周，万平米）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业经济经营受疫情冲击后显著回升

突发新冠肺炎疫情对工业企业生产经营形成严重冲击，工业企业利润明显下降。工业生产销售显著下降，工业企业营业收入同比下降 17.7%。成本费用上升挤压利润空间。疫情期间企业复工复产未恢复正常，但用工、折旧等成本及各项费用刚性支出不减，同时防疫成本却在增加。疫情期间导致需求停滞，从而使得工业品价格下降。在需求和价格的双下降下，绝大多数行业利润下降。

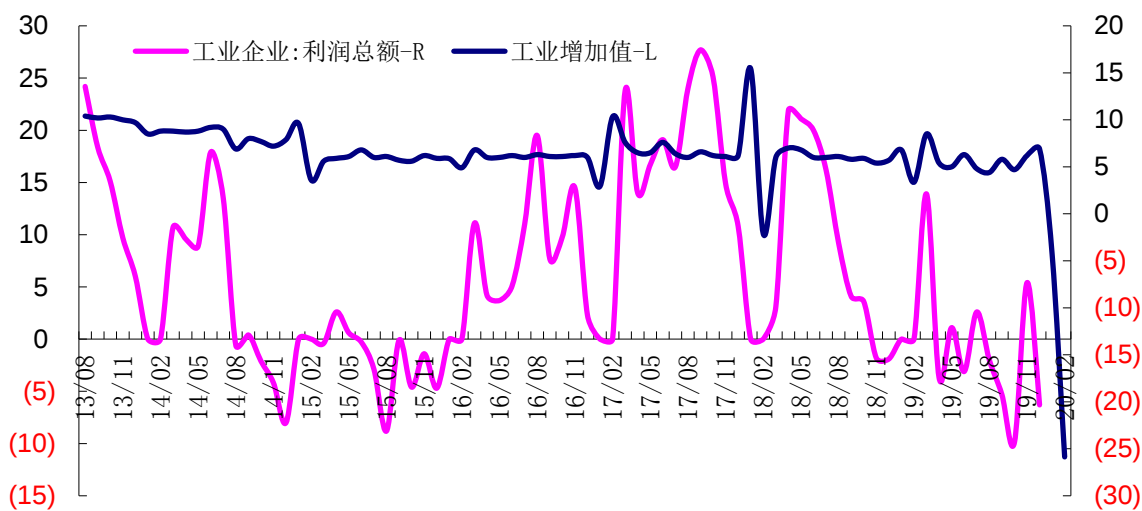
1—2 月份，41 个工业大类行业中，37 个行业利润下降，其中，电子、汽车、电气机械、化工等重点行业利润分别下降 87.0%、79.6%、68.2% 和 66.4%。虽然规模以上工业企业利润总体明显下降，但部分连续生产行业以及民生保障行业利润仍然保持增长态势。烟草、有色、油气开采、农副食品加工行业利润同比分别增长 31.5%、28.3%、23.7% 和 2.2%。医药行业利润同比下降 10.9%，降幅明显小于全部规模以上工业。

3 月份后，国内疫情逐步得到控制，复工复产达产进度逐日加快，经济社会秩序正在有序恢复。随着全国上下继续深入贯彻党中央关于统筹推进疫情防控和经济社会发展的各项决策部署，企业复工复产进程加快，疫情造成的短期冲击逐步缓解，工业企业效益状况预期将得到有效改善。

2020 年 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，生产生活秩序稳步恢复，

企业复工复产明显加快。中国采购经理指数在上月大幅下降基数上环比回升，其中制造业 PMI 为 52.0%，比上月回升 16.3 个百分点；非制造业商务活动指数为 52.3%，比上月回升 22.7 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53.0%，比上月回升 24.1 个百分点。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 月调查结果上升 17.7 个百分点，其中制造业企业复工率为 98.7%，上升 13.1 个百分点。

图 4：中国工业经济运营情况（%，当月同比）



数据来源：wind，上海证券研究所

伴随复工复产的有序推进，3 月后工业经济已基本接近正常达产，预期未来中国工业经济经营状况将很快回归正常。

价格回落态势开启，分化态势延续

“新冠”疫情不改全年价格回落的总趋势，疫情对供需双方都有压制作用，决定中国通胀走势的还是使用农产品价格，其中猪肉是核心，2020 年猪肉供应紧张持续缓解态势不变，肉价逐步回落；工业品在需求持续低迷下，价格将延续颓势；加上国际大宗商品价格的回落，工业品全年都将延续低迷态势。消费品和工业品价格之间的“剪刀差”将全年延续，但随着消费品价格的逐步回落，差距也将缩小。

2 月份，扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比由上月上漲 0.5% 转为下降 0.1%；同比上漲 1.0%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点，表明物价走势平稳态势不变。

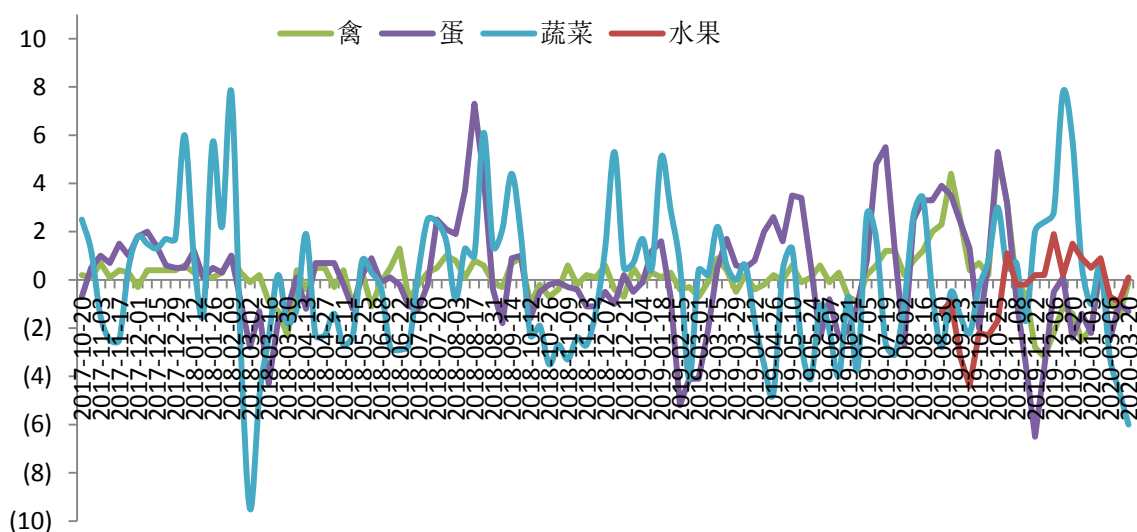
物价走势经受了新冠肺炎疫情冲击，价格运行总体平稳，呈现出有涨有降的结构性变化态势，CPI 继续上漲但涨幅有所回落，其中食品价格上涨较多；PPI 稳中略有下降。消费领域价格继续上漲，生产领域价格稳中略降。2 月份 CPI 仍处高位，涨幅有所回落。全国 CPI 环比

上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.6 个百分点；同比上涨 5.2%，涨幅回落 0.2 个百分点。据测算，在 2 月份 5.2% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 2.9 个百分点，今年的新涨价影响约为 2.3 个百分点。新涨价影响占比较高，达四成多。

食品价格上涨较多。2 月份，食品价格环比上涨 4.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.98 个百分点；同比上涨 21.9%，涨幅扩大 1.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 4.45 个百分点。食品价格上涨较多的主要原因，从供给方面看，主要是各地不同程度地实施了交通运输管控措施，部分地区物流不畅；人力短缺造成物资配送难度加大，成本有所上升；部分企业和市场延期开工开市，一些产品生产和供给受到影响，难以及时满足市场需要。从需求方面看，受“居家”要求与“避险”心理等因素影响，有的居民出现囤货行为，部分地区出现抢购方便面、肉制品和速冻食品等易储食品现象，甚至波及到其他食品，助推价格上涨。

非生活必需品价格基本稳定。因疫情防控，部分商业和服务网点停止营业，一些非生活必需品的消费需求也受到抑制，供需均有收缩，价格基本稳定，部分项目价格甚至下降。

图 6：商务部食用农产品价格指数回落（各类别/周环比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业品受海外冲击和国内需求抑制的影响，延续下降。2 月份，受季节和疫情因素影响，一些工业企业停工停产，需求减弱，全国 PPI 环比由上月持平转为下降 0.5%，同比由上月 0.1% 转为下降 0.4%。据测算，在 2 月份 0.4% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.1 个百分点，新涨价影响约为 -0.5 个百分点。石油相关行业价格大幅度波动。2 月份，国际原油市场受到较大冲击，价格大幅度下降，影响国内石油及相关行业价格环比由涨转降。其中，石油和天然气开采

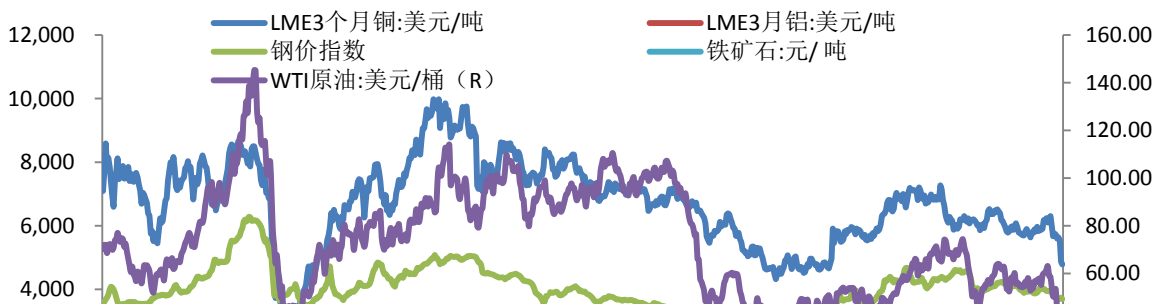
业价格由上月上涨 4.3% 转为下降 11.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格由上涨 1.8% 转为下降 4.4%，下游的化学原料和化学制品制造、化学纤维制造、橡胶和塑料制品制造等行业价格均出现不同程度下降。从同比看，上述行业价格也都有所下降，降幅在 0.4%—10.7% 之间，合计影响 PPI 下降约 0.44 个百分点，是 PPI 同比由涨转降的主要原因。

煤炭、钢材和有色金属价格稳中有降。2 月份，煤炭供需基本平衡，价格环比由上月下降 0.6% 转为持平；受钢材库存增加影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 1.4%，降幅比上月扩大 0.8 个百分点；受国际铜价不断走低影响，铜冶炼价格下降 3.6%，拉动有色金属冶炼和压延加工业价格由上月上涨 0.6% 转为下降 1.5%。

医药制造业价格略有上涨。疫情发生后，医疗防护物资生产企业积极复工复产保障供应，但受原材料价格上涨、物流成本上升等因素影响，2 月份医药制造业价格环比上涨 0.3%。其中，消毒产品价格上涨 14.8%，卫生材料价格上涨 1.5%。

在当前的经济运行背景下，价格的结构分化态势愈发明显，消费品价格受食品供应——主要是猪肉——的影响，持续高位，工业品则在周期规律作用下，持续低迷。猪肉在中国百姓日常生活中的重要地位，导致政府对供应的重视程度提升，随着生猪生产逐步见效，以及各种保猪肉供应政策影响下，未来猪价将持续下行态势。我们预计 3 月份 CPI 环比变动为 -0.7，在基数效应影响下，CPI 同比为 4.9。

图 7：大宗商品价格走势分化中下降



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_6102

