

警惕通缩，需要更积极的经济政策支持

宏观经济 2020年3月动态报告

核心内容：

1、疫情持续时间决定了经济的衰退程度

世界经济前景仍然较为不明朗，我们认为有两大因素：(1) 新冠疫情的结束时间（我们推测至少2个月）；(2) 原油的前景。世界经济积极的因素，我们认为全球央行和政府推出了超过2008年金融危机时的货币政策和财政政策，会对未来的经济增长带来合力，推动经济恢复。

3月下旬，美联储连续的货币投放和超额的财政救助已经稳定了金融市场流动性，那么金融危机的风险已经大幅下降。而之后只是新冠疫情的延续时间对经济打击的评估，是一次性的打击还是会引起全球经济衰退。我们认为如果新冠疫情能在2个月之内结束，那么其对全球经济的影响可能就是一次的，对资产负债表的影响是短时的，而且企业债务和损失可以通过金融救助弥补。而如果新冠疫情延续超过1个季度，那么全球经济不可避免会陷入衰退，如果以2008年来计算，这种衰退可能会持续5-6个季度。

2、全球主要经济体疫情之前经济运行较好

全球主要国家最新数据来看，未来经济恢复的可能性仍然较大。最新的日本、韩国、台湾、欧元区和美国数据显示经济在疫情前仍然较为稳定。史无前例的全球货币刺激和财政刺激对抗新冠疫情带来的全球工业生产停滞和需求紧缩，对企业的在负债再次放开，对居民消费予以补贴。如果新冠疫情能如中国一样在2月内控制住，那么全球经济将迎来较为强劲的复苏。

3、新冠疫情对中国经济的冲击

疫情期间和疫情之后对我国经济的冲击分为几个层次，首先是疫情期间我国生产经营活动直接被禁止，人员流动冻结下对我国经济的直接冲击。其次，全球疫情蔓延对我国外贸以及制造业的冲击。再次，原油价格持续低位对经济的冲击。最后，中美关系是否会再度恶化。

除此之外，即使美国金融危机危险已过，但疫情持续时间过长会对企业资产负债表带来严重影响，间接再次影响全球金融市场，我国汇率会持续动荡。我国经济政策，无论是财政政策还是货币政策，显得更与谨慎，疫情前后对我国企业资产负债表冲击可能超过预期，而经济政策过于缓慢会使得我国经济运行风险加大。

4、我国政府需要更加开放货币政策和财政政策

为应对疫情影响，我国货币政策和财政政策迅速调整，货币政策已经放开，预计未来一段时间保持宽松。财政政策增加对受灾企业的支持和对服务业的减税降费措施，可以看到货币政策和财政政策是积极的。

未来我国经济面临的冲击是多重性的，现阶段央行只降息10BP，财政政策刺激总额落地仍然有疑虑。未来需要更多的经济政策支持。

主要风险：新冠疫情在全球不受控制的风险、全球通缩的风险、经济政策过于谨慎的风险

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515030003

周一

☎：(8610) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S013051107000403

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

目录

一、疫情持续时间决定了经济衰退程度	3
二、全球对新冠疫情所做的应对	3
(一) 疫情持续发展需要 2 个月左右	3
(二) 全球对疫情所做的应对	4
(三) 我国应对疫情措施仍然有些不足	5
三、疫情对世界经济的影响	6
(一) 疫情后世界经济展望	6
(二) 美元：已在阶段性顶部区域	8
四、我国经济面临的冲击	8
(一) 受疫情影响直接的冲击	9
(二) 全球疫情蔓延对我国外贸以及制造业的冲击	9
(三) 原油价格持续低位对经济的冲击	9
(四) 中美关系是否会再度恶化	10
(五) 是否会引起经济危机？	11
五、国内经济：2 月经济受到剧烈冲击	11
(一) PMI：2 月先行指标大幅回落	11
(二) 工业增加值：生产基本停滞，未来需关注复工情况	12
(三) 社会消费：消费受到冲击，刺激政策仍然不足	13
(四) 固定资产投资：投资短期下滑，未来有望大幅度反弹	14
(五) 进出口：原材料进口仍然较为旺盛，出口回落进程需继续观察	16
(六) 通胀：疫情推迟物价下跌，未来警惕低油价通缩	17
(七) 金融：M2 稍有上行，信贷低于预期	19

一、疫情持续时间决定了经济衰退程度

2 月份新冠疫情在中国爆发，中国随后采取最严厉的人口流动限制，3 月份疫情在全球蔓延，欧洲各国和美国已经开始有限的“封城”，限制商业活动来阻止疫情蔓延。2 月份中国经济几乎停滞，1-2 月份的社会消费零售总额增速-20.5%，固定资产投资-24.5%，工业生产只有-25.8%，经济生活几乎崩塌。我国迅速推出各种措施来救助困难中的企业和个人，力图使经济在未来得以恢复。截至 3 月下旬，虽然工业企业的生产逐步恢复，但人员流动仍然受到限制，服务业没有起色，1 季度我国经济增长注定创出改革开放以来的低点。

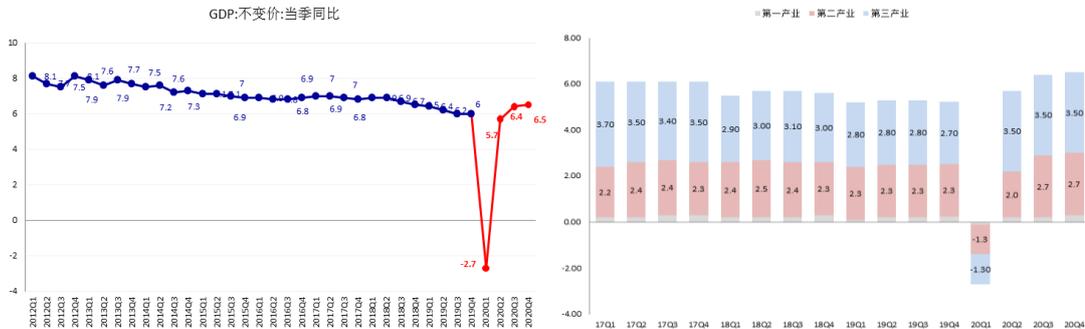
2 季度已经确定疫情会在欧美持续蔓延，欧美经济活动受到打击，同时俄罗斯、沙特和美国原油企业之间的战争仍然没有和解的迹象，低油价持续，全球陷入衰退的进程。而经济衰退到什么程度，取决于疫情的蔓延时间。

从 2 季度来看，仍然面临两个问题：（1）国外疫情的蔓延使得我国外贸持续疲软；（2）国内经济生活会在多大的程度得以恢复。2 季度我国首先要面临的问题是欧美由于封锁带来的外贸损失，随后是疫情缓解全球经济会在多大程度衰退以影响出口。外贸既是长期问题也是短期问题，短期外贸下滑已经成为定局，中长期来看，疫情对我国的国际形象带来很大的负面冲击，同时西方国家加快经济回流，逆全球化是未来的重点，我国外贸受阻较为明显，未来应对的政策措施至关重要。3 月份我国国内经济仍然处于封锁状态，这种封锁状态并未随我国疫情好转而缓解，反而由于恐惧输入性疫情而对放松政策有所犹豫，这种犹豫如果持续至 4 月份，那么 2 季度的经济增长也要受到影响。

3 月份美股暴跌，全球开启了为时一周的金融危机模式，至美联储开启巨量货币投放稳定国内市场 and 全球美元离岸市场，金融市场才稍有稳定。而资本市场暴跌已经为疫情蔓延定价，未来经济衰退到什么程度是资本市场未来定价的基础，而疫情的蔓延时间和控制程度决定未来经济的衰退程度。

图 1：2020 年 GDP 预测 (%)

图 2：三大产业各季度对 GDP 的拉动 (%)



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

二、全球对新冠疫情所做的应对

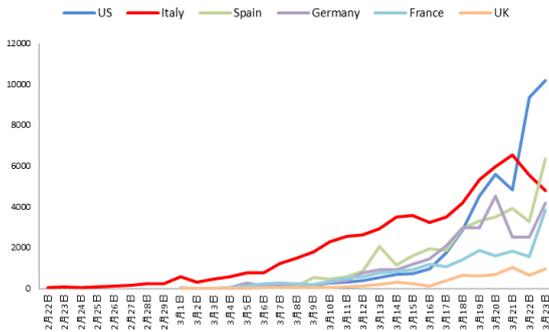
(一) 疫情持续发展需要 2 个月左右

中国从严疫情管理，牺牲掉所有经济增长的条件下，历时约 22 天疫情出现拐点，历时 58 天全国无新增病例。那么对比欧美在此种情况下病例发展，至少需要 2 个月才能得到控制。

以意大利为例，自2月22日起，历时29天数据出现拐点，截至3月24日，意大利新增病例数已经连降两天，当然意大利的数据是否出现拐点仍然需要观察。意大利的疫情发展对其他欧美国家有借鉴意义，意大利的部分封城措施如果见效，那么预测欧美病例数据到达拐点就有希望。

现阶段美国疫情仍然在发展中，欧洲也难言拐点。截至3月23日，全球多个国家宣布封城或暂时封锁国内外联系，期待阻断病情发展。这种行为已经实质上影响了全球消费和全球产业链间的联系。

图3：欧美国家每日新增新冠病例



资料来源：Worldometers 中国银河证券研究院

(二) 全球对疫情所做的应对

为应对新冠疫情以及可能随之而来的企业居民生活困难和全球衰退，各国陆续推出了财政刺激计划，同时多国央行调整基准利率，发展中国家的利率水准调整普遍在50BP~100BP，美联储不仅降低了150BP，使得联邦基金利率水平保持在0%~0.25%之间，同时3月24日，美联储决定向市场释放无限量的流动性。

表1：全球货币财政刺激计划 (%)

国家	财政刺激计划	基准利率调整
中国	推出了3000亿人民币（约485亿美元）的财政援助资金	回购利率和MLF降息10BP
美国	共和党人推出一份“2万亿美元”经济刺激计划，在参议院受阻，共和民主两党仍然在磋商中	美联储降低150BP至0%-0.25%，购买无限量债券以稳定预期
英国	英国提交了300亿英镑的财政刺激计划	降低65BP至0.1%
法国	推出450亿欧元的经济救助方案，暂停120亿欧元企业税和10亿欧元工资税	
德国	总计签署了7500亿元刺激措施，追加预算中包含1560亿欧元发债计划	
意大利	意大利准备了250亿欧元财政支持计划	
西班牙	2000亿欧元经济刺激计划，其中1000亿直接给企业	
挪威	政府推出1000亿挪威克朗应急基金	
瑞典	政府推出310亿美元的应急资金	保持-1.25%--0.25%不变
瑞士	政府推出100亿瑞士法郎的应急资金	
奥地利	计划推出380亿欧元的经济援助计划	
日本	4308亿日元一揽子支出计划以及1.6万亿美元的特别基金	保持-0.1%不变
韩国	推出约50亿韩元的救济计划和额外的11.7亿韩元额外预算	下调50BP至0.75%
加拿大	政府规模820亿加元的救助计划	下调100BP至0.75%
澳大利亚	176亿澳元财政刺激计划，	下调50BP至0.25%
新西兰	注入73.1亿美元刺激经济	下调75BP至0.25%

资料来源：Wind 中国银河证券研究院

新冠疫情加之原油暴跌，3月9日美股第一次熔断后，市场情绪迅速恶化，全球风险资产出现大幅抛售，市场流动性枯竭，随后在3月12日、16日和18日，美股再次熔断。美联储3月16日之前倾向

于调低利率向银行体系释放流动性，而之后主要操作是直接向市场释放流动性，重启了2008年金融危机时的全部工具。美联储操作果断迅速，稳定了全球离岸美元市场的流动性紧张，未来仍然要面临风险利差扩大带来的企业融资问题和金融机构破产风险等问题，但美国金融危机风险已过，未来随着疫情发展资本市场会为企业偿债能力和盈利前景重新估值。

表 2：美联储应对危机操作

时间	美联储计划
3月3日	盘中降息50BP，联邦基金利率1.0%~1.25%
3月12日	纽约联储推出1.5万亿美元回头操作
3月15日	调降贴现窗口一级信贷利率（PCR）150BP至0.25%
3月16日	再次紧急降息100BP，联邦基金利率0%~0.25%
3月16日	重启QE，未来几个月至少净购买7000亿资产，包括5000亿美债和2000亿MBS
3月17日	重启商业票据融资便利机制（CPFF）和一级交易商信贷机制（PDCF），直接向市场购买商业票据以及向以及交易商提供贷款
3月18日	重启货币市场共同基金流动性便利（MMLF），帮助货币市场基金满足家庭和企业以及其他投资者的赎回要求
3月19日	宣布与主要央行建立临时性流动性互换协议（Dollar Swap Lines），以缓解离岸美元流动性
3月23日	宣布向市场提供无限量流动性，支持企业和家庭信贷、扩大市政债和商业票据抵押信贷支持、为中小也提供贷款。不排除未来美联储直接购买股票ETF和企业债券，不排除美联储负利率。

数据来源：美联储 中国银河证券研究部

（三）我国应对疫情措施仍然有些不足

我国疫情发生后，财政部、央行、发改委和交通部分别发布文件，下放财政资金救灾的同时，尽量为企业让利，保证企业生产。但1-2月份经济停滞为企业带来极大的打击，3月份经济并未恢复，4-6月份外贸企业会面临严重的困难，这种困难程度可能不亚于2008年。

表 3：各地政府的基建计划

省份	项目数量	总投资额	年度投资额	项目清单
北京	300个		当年计划投资2523亿元、建安投资1253亿元	100个基础设施项目、100个民生改善项目、100个高精尖产业项目
河北	536个	18833.1亿	2410.1亿	新开工项目投资4436.2亿元，续建投资4422.6亿元，保投产项目投资3327.5亿元，前期项目投资6646.8亿元
山西	248个			建设项目170项，前期项目78项
上海	212个			正式项目152项（其中科技产业类42项、社会民生类25项、生态文明类12项、城市基础设施类57项、城乡融合与乡村振兴16项），预备项目60项
黑龙江	300个	8856亿	2000亿	300个“百大项目”
江苏	240个		5410亿	创新载体项目年度计划投资87亿元，产业项目投资1851亿元，生态环保项目投资302亿元，民生项目投资958亿元，基础设施项目投资2212亿元
福建	1567个	3.84万亿		在建项目1257个，总投资2,97万亿元，年度计划投资5005亿元；预备项目310个，总投资0.87万亿元
山东	321个			233个重大建设项目，88个重大预备项目
河南	980个	3.3万亿		涵盖产业转型升级、创新驱动、基础设施、新型城镇化、生态环保、民生和社会事业六大领域
云南	525个	约5万亿	约4400亿	基础设施“双十”重大工程，约3.6万亿元。“补短板、增动力”省级重点前期项目，共有3373个，总投资约8万亿元
四川	700个	约4.4万亿	6000亿以上	续建项目484个，计划新开工项目216个
重庆	924个	约2.7万亿	约3400亿	分为乡村振兴、基础设施、产业、民生、区域协调发展五大领域
宁夏	80个	约2268亿	约510亿	
合计	10326个	33.83万亿	2.79万亿	

资料来源: Wind 中国银河证券研究院

我国各省政府分别推出了规模较大的基建刺激计划,但市场仍然怀疑其执行力度。主要原因在于1-2月份货币政策表现并未特别积极,新增社融和新增信贷增速仍然下行,利率下行速度较为平缓,同时影子银行仍然未见放松,M2虽然有所回升,但仍要观察回升的持续度。消费刺激计划仍然在酝酿中,政府和央行仍然对房地产较为严厉,这种情况下如果持续下去,2季度经济可能仍然不够乐观。

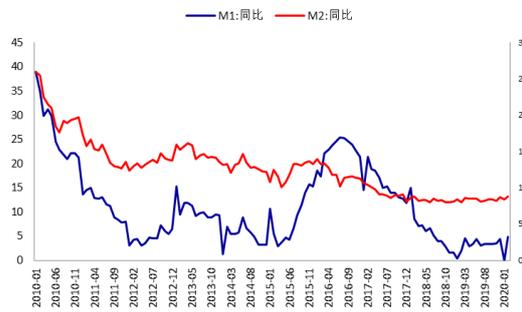
我们仍然认为未来政府会对利率下行有所安排,房地产业也会有序放开。同时土地改革试点扩展至北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆,但试点速度仍然较为缓慢,形成有效投资的时间可能要延后。

图 4: 新增社融和信贷增速 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 5: 货币投放 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

三、疫情对经济的影响

(一) 疫情后世界经济展望

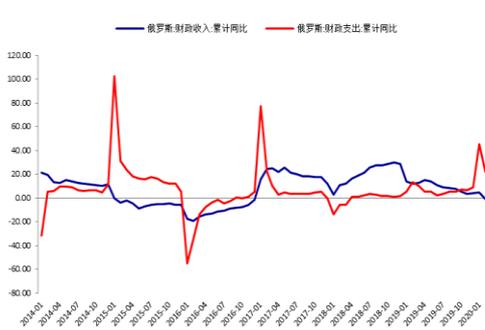
世界经济前景仍然较为不明朗,我们认为有两大因素:(1) 新冠疫情的结束时间(我们推测至少2个月);(2) 原油的前景。世界经济积极的因素,我们认为全球央行和政府推出了超过2008年金融危机时的货币政策和财政政策,会对未来的经济增长带来合力,推动经济恢复。

未来经济走势仍然需要观察各种指标的变化和影响经济因素发展的各种情况。关于新冠病毒,我们在之前叙述中预计至少会影响经济2个月左右,那么预计4、5月份全球仍然较为疲弱,整个4月份海外经济可能负增长,而我国经济在1季度可能负增长,2季度外贸面临冲击,同时制造业迅速下滑,需要我国经济政策给予对冲,这主要体现在我国财政和货币政策的及时性。

原油是否会保持低位?这主要取决于俄罗斯、沙特和美国页岩油公司的博弈,现阶段俄罗斯的财政状况较为困难,而美国高收益债利率迅速上行,情况可能差于2015年。美国最大产油州得克萨斯州的主要石油监管机构正考虑该州是否应限制原油产量,3月19日川普政府也向市场表示考虑适当时机干预市场,平息由俄罗斯和沙特带来的石油价格战。原油长时间低位运行会严重影响拉低我国工业产出。

图 6: 俄罗斯财政状况不乐观 (%)

图 7: 美国高收益债利率 (%)



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

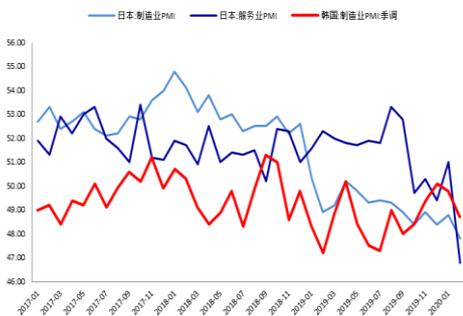


资料来源: Wind 中国银河证券研究院

全球主要国家最新数据来看, 未来经济恢复的可能性仍然较大。最新的日本和韩国 PMI 数据显示, 新冠疫情虽然打击了日本和韩国的经济, 但 2 月份整体来说下行速度好于预期, 中国经济停摆并未发生在东亚。2 月份台湾的工业产出更为直接, 台湾制造业 PMI 小幅上行至 52.7%, 工业生产 2 月份回升至 20.34%, 台湾可能受益于中国的新冠疫情。3 月 24 日公布的 3 月份欧元区 PMI 更为理想, 德国 PMI 3 月份录得 45.7%, 市场预期 39.9%, 法国 PMI 指数录得 42.9%, 高于预期的 40.6%, 整个欧元区 PMI 录得 44.8%, 比上个月下行 0.4%, 比预期的 39% 要高。新冠疫情对欧元区经济的冲击可能仍要延迟, 但在疫情之前, 欧洲经济发展仍然较为稳健。同样的利好也来自于美国, 美国 3 月 Markit 制造业 PMI 指数录得 49.2%, 比预期的 43.5% 要高出很多, 2 月新屋销售年化总数为 76.5 万户, 比上个月高 0.1 万户, 比预期的 75 万户要高, 至少在 2 月份, 美国的房地产市场和制造业仍然较为稳健。

史无前例的全球货币刺激和财政刺激对抗新冠疫情带来的全球工业生产停滞和需求紧缩, 对企业的在负债再次放开, 对居民消费予以补贴。如果新冠疫情能如中国一样在 2 月内控制住, 那么全球经济将迎来较为强劲的复苏。当然疫情对全球经济的打击仍然需要看疫情结束的时间, 疫情结束的时间越久, 对经济的打击越深, 疫情如果持续超过 1 个季度, 那么全球将会无可逆转的步入衰退。同时也要注意金融机构的资产负债表, 如果企业负债出现问题, 进而影响到金融机构的资产负债表, 那么对经济就是雪上加霜。

图 8: 日本和韩国制造业 PMI (%)



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

图 9: 台湾工业生产大幅上行 (%)



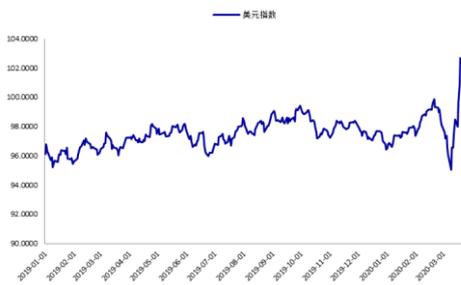
资料来源: Wind 中国银河证券研究院

（二）美元：已在阶段性顶部区域

由于美国已经开启了QE和流动性互换协议，本周美元指数出现小幅下跌，全球离岸美元流动性短缺的状态得以改善。3月9日开始的美元指数走高以及其所表现的美元兑其他货币的升值均是由于全球金融市场开启了危机恐慌模式，跨市场、跨资产踩踏，市场以现金为王，所有资产均遭到抛售，全球非美货币均出现贬值。这种情况现在已经出现很大程度的缓解，美国和欧洲各国已经开启救市模式，美元头部已经出现，我们认为未来美元指数可能缓慢下跌。

本次美元指数的上行以恐慌为主，而美国和欧洲同时开启救市计划后，离岸美元金融系统开始稳定。但仍然要注意即使流动性较为充足，美国高收益债市场仍然不景气，未来企业受到收入的影响资产负债表恶化仍然可能影响到金融系统，可能再次引起金融市场恐慌。而疫情持续时间过长也会带来经济衰退，仍然打击全球市场。我们认为美元暂时可能到达顶部，但不排除风险事件再次催生美元走高。如果各国经济就此稳定，那么美元指数会缓慢下行。

图 10：美元指数上行 (%)



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 11：美元上行对新兴经济体冲击更直接 (%)



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

四、我国经济面临的冲击

疫情期间和疫情之后对我国经济的冲击分为几个层次，首先是疫情期间我国生产经营活动直接被禁止，人员流动冻结下对我国经济的直接冲击。其次，我国疫情稍有缓解，但是全球疫情正在蔓延，欧美多个国家封城封国，全球航线多国停飞，产业链和人员流动受阻，需求大幅萎缩，对我国出口和制造业

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_6205

