疫情短期冲击巨大，全年增长目标承压

——联合宏观信用观察月报（2020 年 2 月）

联合资信、联合评级宏观研究部

王信鑫 马顺福 丁继平 王妍 侯睿 吴玥

摘要：

- 2 月，新冠疫情对经济的冲击巨大，投资、消费、出口均为负增长。具体看，生产端工业增加值、PMI 创历史新低，生产活动急剧收缩；需求端，消费受到抑制，除生活必需品外，可选消费大幅走低，需警惕海外疫情对国内产生的恐慌心理；基建、房地产、制造业三大投资均大幅下降；外贸方面，出口增速大幅下滑，进口增速较为稳定，1-2 月贸易差额 8 年来首现逆差。
- 疫情巨大冲击下，1-2 月投资、消费、净出口近 30 年以来首次同时出现负增长，一季度 GDP 负增长已成定局，疫情对我国经济产生的冲击超过 2008 年全球金融危机时期。
- 区域方面看，疫情加重了地区间的不平衡。行业方面，受新冠疫情的影响，2 月上下游产业停工停产，导致观测产品的产量同步下降，除了水泥由于上年价格基数较低同比小幅上涨外，其他观测的产品价格同比全部下降。
- 2020 年 2 月以来，在新冠肺炎疫情防控取得初步成果的基础上，中央及时提出“统筹疫情防控和经济社会发展”方针，要求积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度，国务院及各部门陆续出台一系列阶段性针对性政策措施，保障疫情防控所需物资供应，减轻企业负担，帮助企业渡过难关，支持企业复工复产，努力将疫情对经济造成的损失降到最低。由于疫情对经济的冲击较大，难以在短期内恢复内需，叠加疫情在海外大面积爆发，外需形势更加严峻，预计更加积极的宏观政策将聚力提振内需，全年财政赤字率超过 3%，地方政府专项债规模超过 3 万亿元，结构性货币政策工具运用的力度加大，引导存准率和市场利率进一步下行。

一、宏观经济运行

新冠疫情对经济的影响在 2 月开始明显，投资、消费、出口均为负增长。具体看，生产端工业增加值、PMI 创历史新低，生产活动急剧收缩；需求端，消费受到抑制，除生活必需品显现出消费刚性外，可选消费大幅走低，需警惕海外疫情对国内产生的恐慌心理；投资方面基建、房地产、制造业三大行业均大幅下降，停工停产以及需求下降导致的企业盈利下降会限制私营企业的投资行为，后期以政府资金为主的基建投资或成为主要的投资方向，固定投资面临进一步的分化；出口增速下滑幅度超出市场预期，进口增速由于资源类产品进口增速的支撑而下降幅度小于市场预期，后期进出口将受到考验，一季度对经济的拉动作用或将转负。

疫情对一季度的经济将产生冲击，GDP 负增长已成定局，投资、消费、净出口同时出现负增长是近 30 年以来第一次出现，疫情对我国经济产生的影响已经超过 2008 年全球金融危机时期。具体分月份看，春节提前导致 1 月工作日较 2019 年减少 5 天，疫情对生产、生活产生全范围影响大概始于 1 月 23 日，接近春节假期，因此疫情对经济的影响在 1 月尚不明显；2 月疫情对经济的冲击全面爆发，投资、消费、净出口同时出现较大程度的负增长；3 月国内疫情逐步得到控制，消费、投资将好于 2 月但幅度有限，截至 3 月 10 日百度慧眼复工指数仅有 64.15%，增速保持负增长几乎是确定，净出口方面，由于海外疫情的爆发而导致需求下降，3 月外贸将继续录得贸易逆差。因此一季度 GDP 增速负增长已成定局，全年经济增长目标或难以实现。

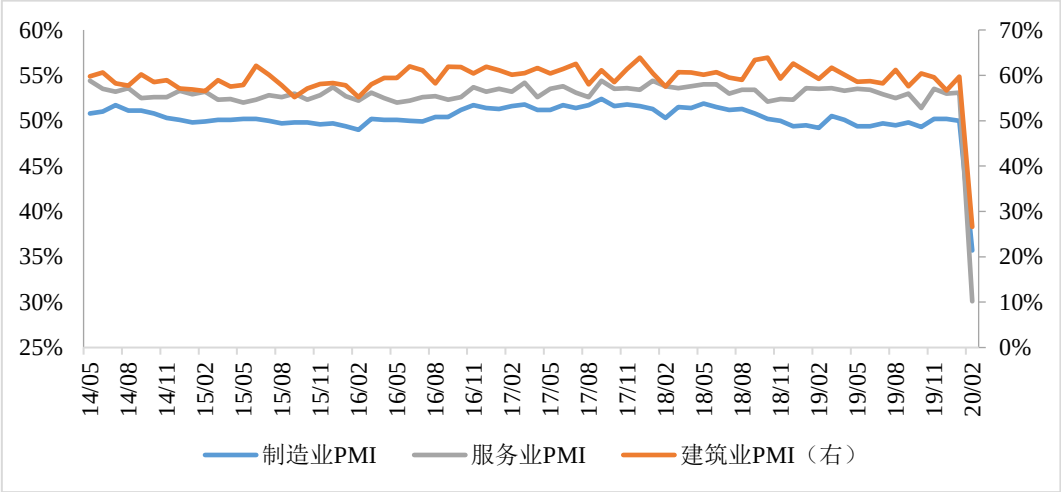
1．疫情下 PMI 创历史新低

2 月制造业 PMI 为 35.7%（前值是 50%），创历史新低，疫情影响下生产、需求都受到压制。从分项看，生产端的大幅走弱在市场的预期之内。受新冠疫情影响，企业复工进度缓慢，截至 3 月 10 日，全国（除港澳台）复工指数为 64.15%，生产效率更低，导致 PMI 的生产指数（27.8%）、从业人员指数（31.8%）甚至低于 2008 年次贷危机时期，反映在 2 月的城镇登记失业率，2 月失业率高达 6.2%，超出政府的失业率目标。PMI 新订单（29.3%）、新出口订单指数（28.7%）回落幅度超出市场预期，从海外需求看，2 月疫情主要是在国内爆发，海外受影响程度不大，德国、英国 2 月 PMI 甚至高于 1 月，海外需求并未有明显的收缩，但我国 2 月新出口订单、新订单却出现大幅下降，反映了在生产受影响下新订单取消或是延期交货的情况增多。分企业类型看，此次疫情对小型企业影响更为显著，2 月小型企业制造业 PMI 下降至 34.1%，中型企业下降至 35.5%，大型企业下降至 36.3%。非制造业方面，受居民居家隔离的影响，服务业 PMI 降至 30.1%，

较前值下降 23 个百分点，创 2012 年统计数据以来最低值；建筑业 PMI 下降至 26.6%，较前值下降 23.1 个百分点，创 2008 年以来最低值，主要是疫情导致的复工延期所影响，同时疫情导致的经济悲观预期也使得厂商预期走低。

3 月 PMI 或将有所恢复，但是反弹幅度有限：一方面是国内需求不振，在疫情的影响下，居民的消费受到压制，且外出不便，对旅游业、影厅等外出形消费行业的收入影响巨大，复产开工的延期导致失业率上升，居民收入增速进一步下降，同样是压制国内消费需求的一大因素；另一方面海外需求同样下降，3 月海外疫情蔓延，对海外的经济造成很大的负面影响，降低海外的需求。

图 1：PMI 指数



数据来源：Wind，联合资信整理

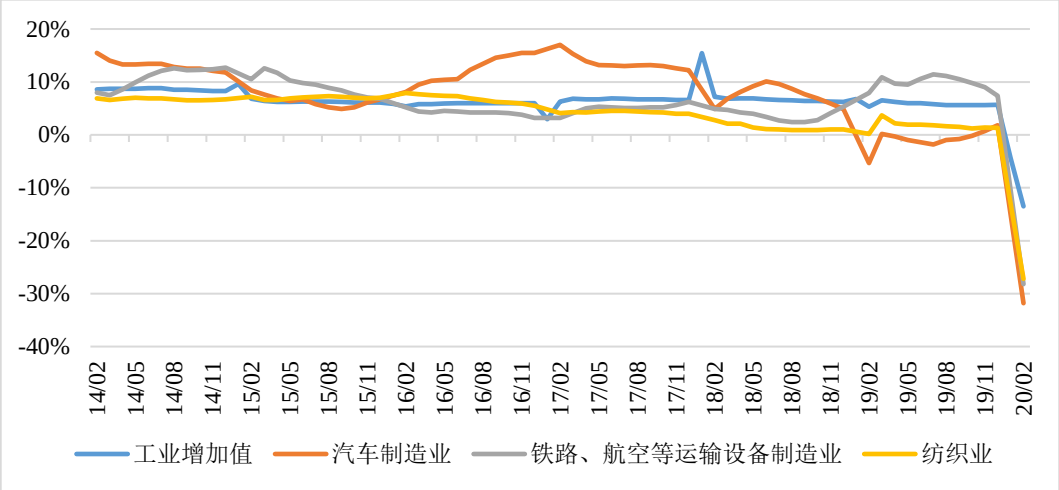
2．停工停产下工业增加值创新低

1-2 月份，我国规模以上工业增加值同比下降 13.5%，低于市场平均预期值（预期增长 1.5%）；从环比看，2 月规模以上工业增加值比上月下降 26.63%。分行业看，各个行业均有明显的下降，其中汽车（-31.8%）、铁路航空等运输设备制造业（-28.2%）、纺织业（-27.2%）等行业由于生产链条较长，受到影响最大，下降幅度排在各行业前位。主要是受两方面影响：一是受疫情影响，复工延后，导致多数企业 2 月未能如期开工；二是产业链条较长的行业，生产受上下游生产商的影响较大，因此只要是链条上任何一环断裂会直接导致该产业的生产困难，因此造成产业链条较长的工业增加值下滑更为显著。从企业所有制角度看，国有及国有控股企业（-7.9%）下降幅度小于非国有股份制企业（-14.2%）。

随着国内疫情逐渐得到控制，3 月企业逐渐开始复工复产，据百度地图最新发布数据显示，截至 2020 年 3 月 10 日，全国（除港澳台）复工指数为 64.15%，除湖北省之外，全国（除港澳台）其他 30 个省、区、

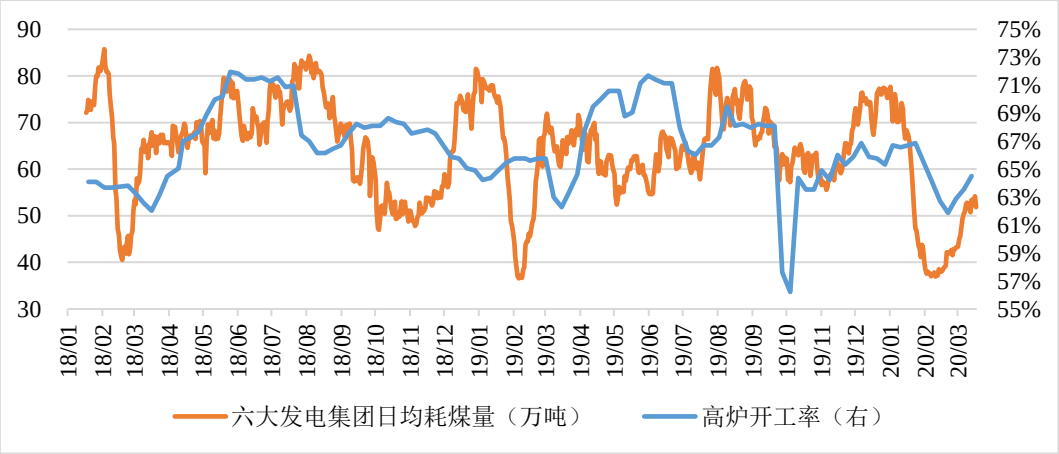
市的复工指数均超过 50%，3 月的工业增加值累计同比增速下降幅度有所减小，但是减小幅度或将有限，环比将有较大的改善。这一点从高频数据可以有所反映，3 月以来高炉开工率和六大发电集团日均耗煤量开始回升，但是远低于过去 10 年的同期值。

图 2：工业增加值同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3：高炉开工率以及发电耗煤量



数据来源：Wind，联合资信整理

3．固定资产投资增速大幅下滑，基建投资或成主要投资方向

由于疫情影响，需求端、生产端受到压制进而导致固定投资大幅下调。1-2 月固定资产投资累计同比下降 24.5%，上年同期值是增长 6.1%，基建、房地产、制造业三大行业投资均大幅下降。

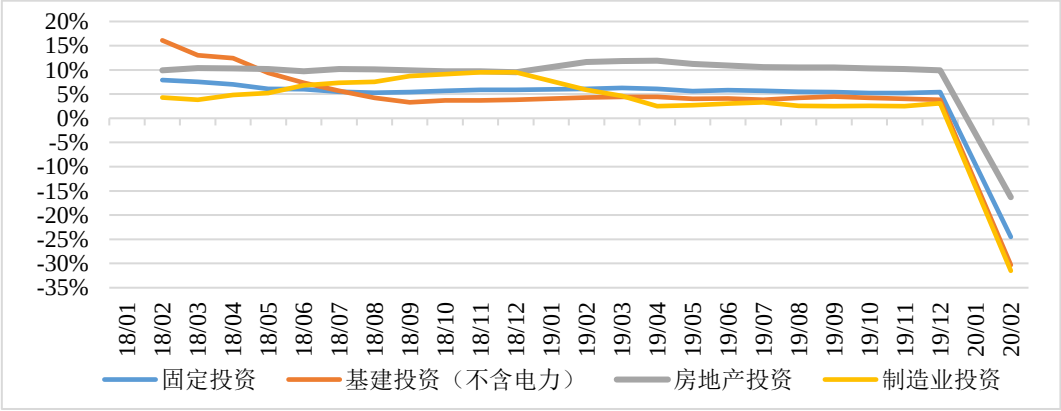
房地产开发投资同比增速从 12 月的 6.7%下跌至-16.3%，各项指标均有走弱，1-2 月新开工面积累计同比下降 44.9%，竣工面积累计下降 22.9%，一方面是疫情导致工地开工时间延期，许多工地未能正常开工导

致开工竣工面积下降，另一方面 1-2 月企业到位资金的急剧下降，使得企业无力投资从而导致房地产投资大幅下滑。从房地产商资金链条看，房企的到位资金来源中来自销售端的定金及按揭贷款占全部到位资金的30%-50%左右，房产企业依赖于销售端的资金回笼，因此 1-2 月居民居家隔离无法看房造成的房地产销售大幅下降直接影响到了企业的资金回笼，具体看，1-2 月商品房销售面积累计同比下降 39.9%，创下自 2000 年以来历史低值；企业累计到位资金同比下降 17.5%，其中定金及预收款累计同比下降 23.9%，居民按揭贷款累计同比下降 12.4%。预计后期，在“房住不炒”的大方针下，房地产调控政策大幅放松概率较低因此房企的资金来源还将是以销售端为主。3 月房企分别加大了促销力度，商品房销售情况或将有所好转，但受到复工延期的影响，房地产投资回升幅度或将有限。

1-2 月制造业累计同比下降 31.5%，创历史新低，所有制造行业固定资产投资全部下降。从投资逻辑看，春节期间叠加疫情影响压制了需求端，从而造成了制造企业库存的被动增加。在市场需求未能增加时，制造企业优先选择的是去库存，扩大投资的可能性几乎为零，因此后期制造业固定资产投资的增长主要取决于市场需求的恢复程度。

1-2 月基建投资累计同比下降 30.3%，疫情对基建产生了较大的负面影响，交通运输部称，2 月基建工地的复工率不足 50%，实际开工率更低。从当前环境看，受国外疫情影响海外需求低迷，我国进出口将受到很大的影响，同时国内需求同样低迷，因此基建投资或将成为 2020 年经济的主要抓手。3 月 4 日，中共中央政治局常务委员会召开会议，研究当前新冠肺炎疫情防控和稳定经济社会运行重点工作，会议强调，要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。随着政策力度的支持，后期基建或将是所有投资中最先恢复的并成为经济的支撑。

图 4：固定资产投资增速（累计同比）

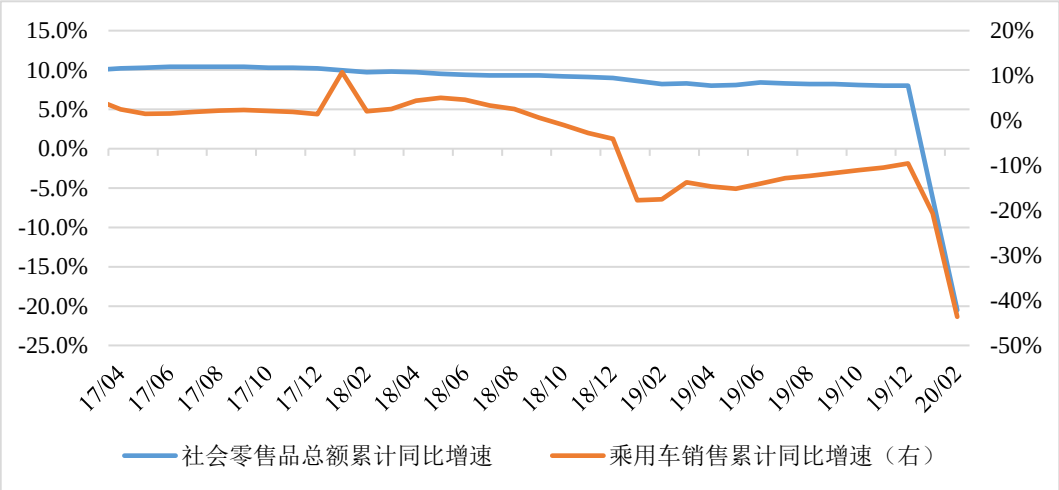


数据来源：Wind，联合资信整理

4．必需品消费增加，可选消费走低

整体看，消费受到疫情影响很大，1-2 月累计同比下降 20.5%，上年同期值为同比增长 8.2%，剔除价格后实际同比下降 23.7%。其中，受居家隔离、停业的影响，外出形消费下降显著，其中餐饮累计同比下降 43.1%，商品零售累计同比下降 17.6%，主要是依赖线下销售的汽车销售受影响更加明显，根据中汽协数据，1-2 月汽车销售累计同比下降 42%，创历史最低值。分行业看，粮油食品等生活必需品类实现正增长，可选消费品类下滑明显，其中化妆品的下降幅度在可选消费中下降幅度最小，表现出一定的韧性，具体看，1-2 月粮油食品（+9.7%）、饮料（+3.1%）、中西药品（+0.2%）等生活必需品类保持同比正增长，日用品类（-6.6%）小幅下降有一定的刚性，化妆品同比下降 14.1%，在金银珠宝（-41.1%）、家用电器音响器材（-30%）、服装（-33.2%）等可选消费中表现较为突出，有一定的韧性；而受房地产销售下降叠加疫情的影响，房地产后周期家具、建材类的消费大幅下滑。受居家隔离的影响，网上消费实现正增长（3%），但是由于交通造成的物流不畅，使得网上实物消费同比增速较小，且主要消费方向是生活用品。后期随着国内疫情逐渐得到控制，前期受到压制的消费或将有所反弹，但是海外疫情的不断扩散，境外疫情的输入或将引起国内的恐慌情绪，居家隔离持续，从而压制消费的反弹，且失业率的上升使得居民收入增加速度进一步放缓，也会压制消费情绪。整体看，3 月消费增速将会有所好转，但是回升空间有限。

图 5：社会零售总额及汽车销售增速



数据来源：Wind，联合资信整理

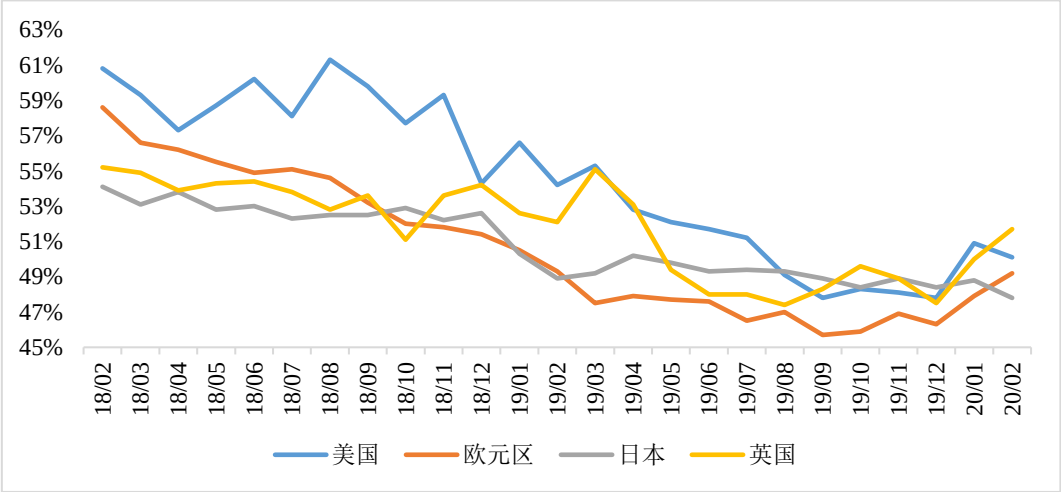
5．出口远低市场预期

按美元计价，1-2 月，我国进出口总值 5919.9 亿美元，同比下降 11%。其中，出口 2924.5 亿美元，同比下降 17.2%，下降幅度超过市场平均预期值-15.2%；进口 2995.4 亿美元，同比下降 4%，预期下降 16.6%；贸易逆差 70.9 亿美元，上年同期为顺差 414.5 亿美元。外贸进出口下降，主要是受新冠肺炎疫情和春节假

期延长等因素影响。

相对于进口而言，疫情对出口端的影响更为显著。1-2 月出口增速低于预期值 2 个百分点，较上年同期下行 12.70 个百分点。是 1995 年以来仅高于 2009 年 2 月以及 2016 年 2 月的第三低值。从出口商品看，受疫情期间停工影响，劳动密集型产品出口下降最为显著。对比 2003 年非典期间，本次疫情对出口的影响更大。分国家看，对美国（-27.7%）、欧盟（-18.4%）、日本（-24.5%）、韩国（-18.6%）以及东南亚联盟（-5.7%）均出现下降，对美国、日本出口增速创 1995 年以来同期最低值。从海外需求看，2 月欧元区制造业 PMI（49.2%）以及英国制造业 PMI（51.7%）好于 1 月数据，美国制造业 PMI（50.1%）、日本制造业 PMI（47.8%）较 1 月分别下降 0.8 个和 1 个百分点，反映了出口增速的下降主要是国内疫情导致停工所影响。3 月随着国内疫情逐步得到控制，产能将部分恢复，但是海外疫情不断扩散，对全球经济带来极大的负面影响，压制海外需求的上升，同时疫情将降低该国的生产效率，影响全球的生产链，全球的产业链经过长期的磨合、投入，在短期内难以重新搭建，而受疫情严重的日本、韩国、意大利等出口占全球出口比重 8%以上，而产业链的受损将会对我国加工制造企业产生负面影响，同时由于缺少原材料也会使得我国靠进口材料为主的制造业难以生产，进而影响我国的出口贸易。整体看，产业链的影响叠加疫情下需求下降，预计 3 月出口增速难有好转。若如部分专家所言，海外疫情将持续至 6 月，那么我国的出口在三季度前不会有很大的起色。

图 6：美、欧、日、英制造业 PMI

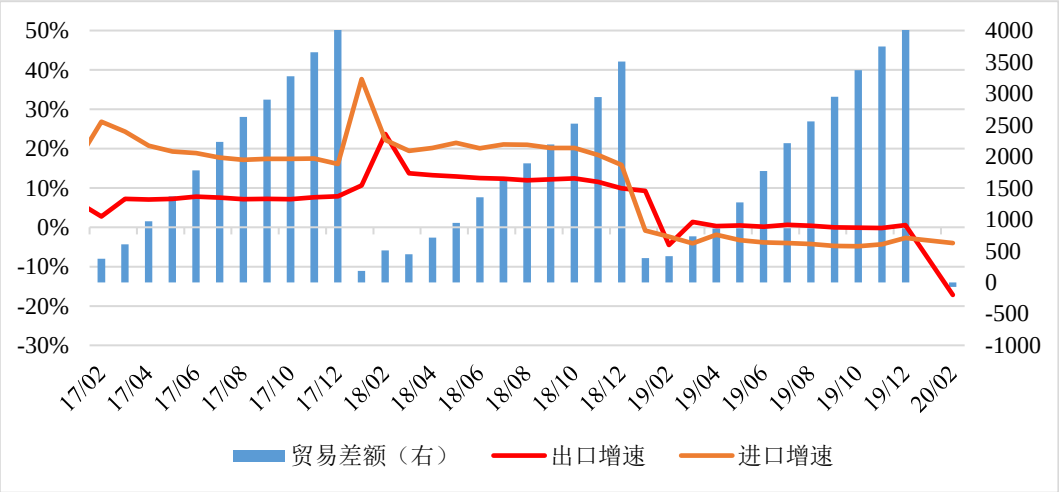


数据来源：Wind，联合资信整理

1-2 月进口增速远高于市场预期值，主要是对美进口（2.5%）和东南亚联盟（7.2%）进口增速逆市上涨的支撑，对美进口增速上涨推测原因是 2019 年签订的贸易协定约定增加自美国的制造业以及农产品。从进口商品看，资源类商品进口金额的增加是进口增速主要的正向拖动因素，具体看，原油进口金额累计同比为

14.70%，较前值上行 14.30 个百分点；铁矿砂及其精矿进口金额累计同比 17.10%，较前值下行 16.50 个百分点；未锻造的铜及铜材进口金额累计同比为 5.30%，较前值上行 18.60 个百分点；钢材进口金额累计同比为 -13.00%，较前值上行 1.10 个百分点。预计后期随着基建行业的发力，资源类商品进口增速或将维持较高增速，从而对进口增速形成一定的支撑作用，但是空间或将有限，一方面国内产品库存有所积压，为促进国内需求，保障就业水平，更多的可能会选择国内产品；另一方面由于海外疫情的影响，生产或将受限，国际运输也将受到影响，从而影响进口数量及金额。

图 7：进出口同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

6．CPI-PPI 剪刀差进一步走阔

2 月 CPI 同比上涨 5.2%（前值 5.4%），从高位小幅回落。受疫情影响，食品价格上涨较为明显，同比增长 21.9%（前值为 20.6%）；分项中，猪肉价格同比涨幅扩大至 135.2%（前值是 116%），对 CPI 同比拉动 3.19 个百分点，是食品价格上涨的主要推动因素，猪肉替代品牛羊肉价格也有所上行，同比分别上涨 21.1%和

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_6287