



中国宏观经济：突发公卫事件影响，经济运行步伐受扰

方正中期期货研究院 李彦森

目录

摘要：	1
第一部分 公卫事件影响显著，多数行业供需两弱	2
一、 产出端受疫情影响，工业增加值或出现骤降	2
二、 高频数据供需两弱，一季度风险集中释放	3
三、 进出口增速料回落，未来外需风险仍存	7
第二部分 通胀短期有异动，中长期逻辑不变	8
一、 CPI 维持高位，但上行趋势将结束	9
二、 PPI 上行受阻，年内仍有修复空间	11
第三部分 经济受疫情影响风险上升，货币政策仍偏宽松	12
一、 降准降息稳经济，总量政策依然偏宽松	12
二、 春节前流动性充沛，实体融资需求高涨	14
第四部分 中美贸易冲突暂停，汇率转向震荡	17
一、 中美达成协议，贸易冲突暂告一段落	17
二、 短期风险转向后，汇率走向震荡	17
第五部分 一季度宏观经济对主要期货品种的影响	20

摘要:

春节经济延续原有周期。节后开始受到公卫事件冲击，消费和需求全面回落，高频指标出现断崖式下滑，经济受到显著影响。产出端重回被动加库存甚至主动去库存阶段，制造业、服务业受到明显拖累。房地产方面从土地购置、房屋建设到房屋销售全面回落。总体上看，一季度经济将受到疫情的明显打击，但目前依然是短期逻辑为主，长期逻辑尚未改变。一旦情况出现好转，限制措施解除，开工逐步回升之后，经济将重回复苏状态。

同样由于公卫事件影响，CPI-PPI 维持高位。内生层面看，被动去库存依然是 1 月经济周期所在的阶段，但之后公卫事件对价格产生扰动。结合猪周期的演进，春节因素影响的减弱，全球商品价格波动，预计一季度 CPI 将处于年内的高位，二季度开始 CPI 随着猪肉价格的回落逐步下降。但一季度 PPI 反弹幅度或弱于预期，未来 PPI 变动仍取决于公卫事件的影响何时解除，以及商品尤其是油价反弹的高度。同时由于国内外疫情进展节奏的差异，商品供需节奏不匹配或导致二季度 PPI 回落之后有再度上冲的动力。

在宏观经济风险上升情况下，货币政策继续偏宽松。央行于 1 月和 2 月分别降低准备金率和 MLF 利率，LPR 利率也跟随下降，部分降低受疫情影响企业的成本。年初新额度释放后，实体经济春节前获得的流动性明显增长，也表明疫情出现前企业部门经营活跃。但我们认为，企业经营压力仍在，目前政策不足以完全对冲，叠加经济仍存的不确定性，以及海外央行降息带来的空间，未来货币政策仍将偏向宽松，二季度进一步降息和降准值得期待。

综合来看，我们预计二季度经济将开始逐步修复，但是海外风险仍较为严重，一旦外围经济超预期下降，可能导致外需受累。另外国外疫情输入以及开工后人员聚集导致的复发风险需要持续注意。短期经济承压的同时，国内外政策都将维持或出现新的宽松，基建刺激仍是维稳经济的重要抓手。PPI 复苏时间推后至年中附近，CPI 未来依然易跌难升。总体上看，短期逻辑结束之后，中长期经济运行的周期和方向依然不变，我们对此仍保持乐观看待。

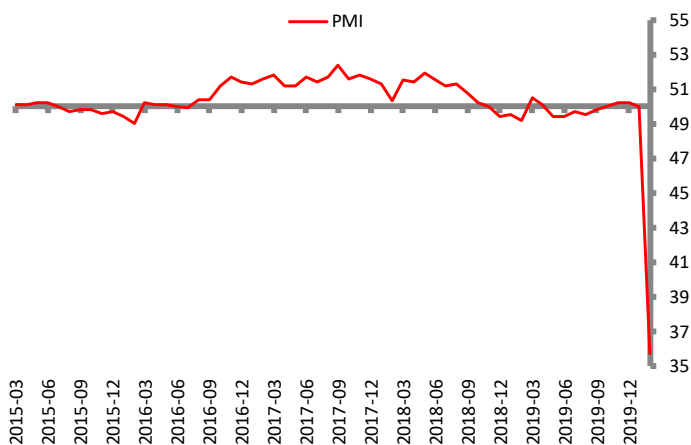
第一部分 公共卫生事件影响显著，多数行业供需两弱

春节前大部分行业延续原有周期，但节后开始由于受到公共卫生事件冲击，消费和需求全面回落。至2月大部分高频指标出现断崖式下滑，经济受到显著影响。产出端重回被动加库存甚至主动去库存阶段，制造业、服务业等行业尤其严重。建筑业也受到一定影响，从土地购置、房屋建设到房屋销售全面回落。总体上看，一季度经济将受到疫情的明显影响。但是目前疫情影响依然是短期逻辑为主，长期逻辑尚未改变，尤其是国内。一旦情况出现好转，限制措施解除，开工逐步回升之后，经济将重回复苏状态。我们预计二季度经济将开始逐步修复，但是海外风险仍较为严重，一旦外围经济超预期下降，可能导致外需受累。另外国外疫情输入以及开工后人员聚集导致的复发风险需要持续注意。

一、产出端受疫情影响，工业增加值或出现骤降

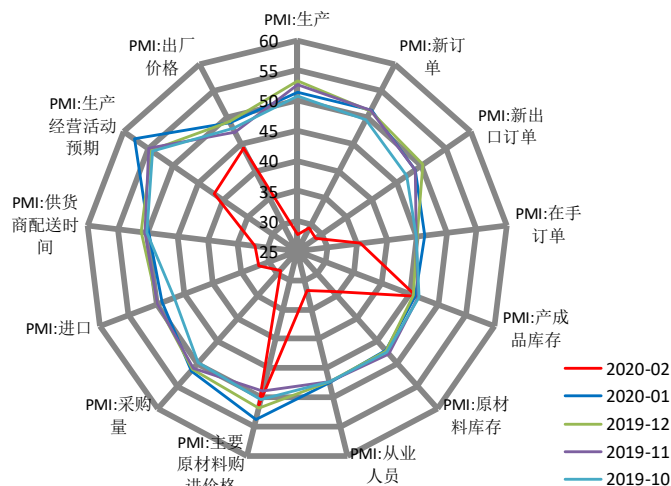
截至3月5日，1、2月工业增加值数据尚未公布，但公布的2月制造业PMI和服务业PMI均出现断崖式下跌，创出历史最低值。分项数据中，代表生产、需求的产出、新订单、新出口订单等指数分别下降23.5、22.2、20，降幅均刷新历史低位。产成品库存和原材料库存分别小幅上升0.1和下降13.2，结合产出端的明显走弱来看，被动加库存的迹象重新出现。我们计算的数据显示，下游和上游净需求分别大幅回落至-16.8和-4.6，从这一角度看，下游需求受到的打击尚未完全传导至上游。总体上看，无论产出还是需求端都受到公共卫生事件的明显扰动，原有库存周期已经被完全打破，且短期内仍将受到该事件影响。此外，非制造业PMI报较制造业PMI表现更为弱势，其中建筑业和服务业PMI也都全面大幅回落，且服务业价格相对建筑业下降更多。

图1 PMI总体变动趋势



数据来源：Wind、方正中期研究院

图2 PMI分项近期扩张情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

图3 官方制造业PMI主要分项变动情况

	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2020年2月	35.7	27.8	29.3	28.7	46.1	51.4	33.9	31.8	32.1	35.6	31.9	29.3	44.3	41.8
最近5年分位数水平	2%	2%	2%	2%	20%	40%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
5年均值	50.0	51.1	50.7	48.2	46.8	52.7	48.1	48.1	49.7	44.4	47.8	49.6	#N/A	56.3
5年历史波动率	1.0	1.6	1.6	2.1	0.5	7.4	1.1	0.9	0.8	1.0	2.7	1.5	#N/A	2.8
上月数值	50.0	51.3	51.4	48.7	46.0	53.8	47.1	47.5	49.9	46.3	49.0	51.6	49.0	57.9
本月与上月差值	-14.3	-23.5	-22.1	-20.0	0.1	-2.4	-13.2	-15.7	-17.8	-10.7	-17.1	-22.3	-4.7	-16.1
5年差值平均	-0.3	-1.0	-0.2	-0.2	0.5	1.2	0.3	-0.1	-0.3	-0.1	-0.4	-0.3	-0.1	-0.4
5年差值历史波动率	0.5	1.3	1.0	0.9	1.6	4.8	1.2	0.3	0.6	0.4	1.2	0.6	0.4	1.2

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 4 官方非制造业 PMI 主要分项变动情况

	商务活动	新订单	新出口订单	业务预期	投入品价格	销售价格	从业人员	在手订单	存货	配送时间
2020年2月	29.6	26.5	26.8	40	49.3	43.9	37.9	35.2	39.3	28.3
最近5年分位数水平	2%	2%	2%	2%	5%	2%	2%	2%	2%	2%
5年均值	53.9	50.5	49.5	60.7	52.5	50.2	49.3	44.3	46.7	51.5
5年历史波动率	0.7	1.0	2.6	1.5	1.2	1.2	0.5	1.4	1.1	0.5
上月数值	54.1	50.6	48.4	59.6	53.3	50.5	48.6	43.6	47.2	52.1
本月与上月差值	-24.5	-24.1	-21.6	-19.6	-4.0	-6.6	-10.7	-8.4	-7.9	-23.8
5年差值平均	-0.5	-0.3	0.2	1.0	0.8	0.6	-0.1	-0.1	0.2	-0.1
5年差值历史波动率	0.4	0.9	3.1	1.8	2.4	2.5	0.3	1.1	0.9	0.5

数据来源：Wind、方正中期研究院

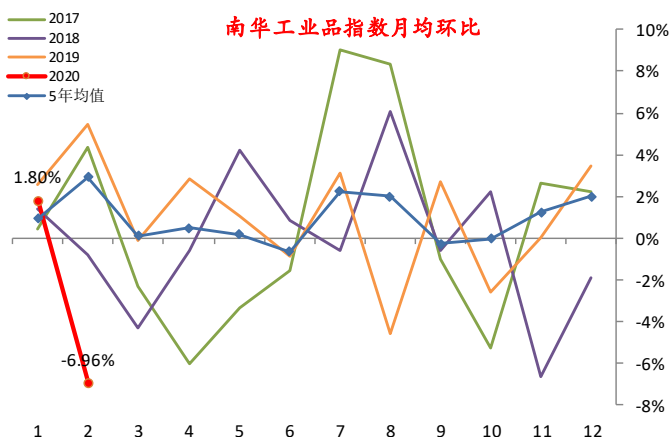
总体上看，生产、新订单均大幅下滑，表明实体经济受到疫情影响供需两弱。在手订单和经营预期的走低，显示生产者对于后期看法仍偏悲观。我们此前曾提示，1月数据尚未受到公卫事件影响，2月数据则开始体现这一影响，表现符合我们的预期。从3月开始部分行业已经开始逐步复工，PMI和主要分项将出现部分修复。但整体库存周期受到扰动的幅度较大，且应对公卫事件的控制措施短期内仍无法放开，因此实体经济的修复或呈现小幅度长周期特性。预计中性状况下，年中前后库存才能重新回归此前周期。且不同行业可能差异较大，服务业将受到更严重、更长期的影响。

二、 高频数据供需两弱，一季度风险集中释放

从高频数据方面看，1月中观行业总体依然表现强势，大部分指标出现超季节性上升。横向来看行业周期继续呈现出被动去库存，纵向看下游需求逐步向上游传导趋势不变。但2月受到疫情影响，中观行业数据全面回落。尤其是春节之后，受公卫事件影响产出端开工不足，制造业和建筑业受拖累，但基建受到影响相对较小。商品方面还叠加有外盘商品价格的大幅下跌。交运方面表现偏弱也是受到疫情防控需要而限制物流的影响。汽车等耐用品和电影等服务业受到打击。房地产交易受抑制程度更甚于施工和竣工。1、2月总体产出、消费数据出现大幅下降的风险极高。综合来看，疫情对经济的冲击已经显现，虽然预计3月开始将出现边际改善，但整个一季度仍大概率表现不佳，尤其是耐用品消费和服务业。上述风险仍需注意。中长期经济运行节奏受到干扰，但增长逻辑不变，暂可保持乐观看待。

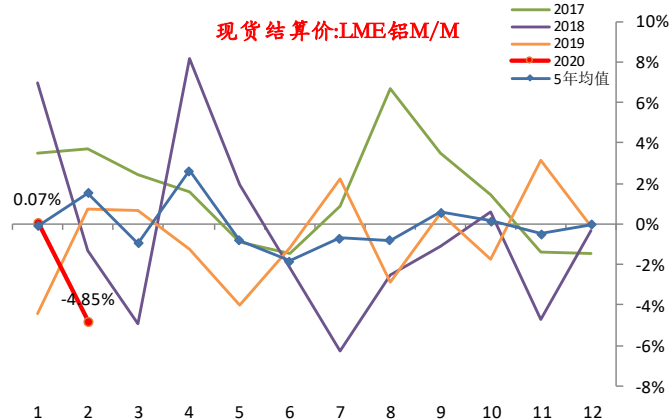
图 5 南华工业品指数明显下行

图 6 现货铜价大幅回落



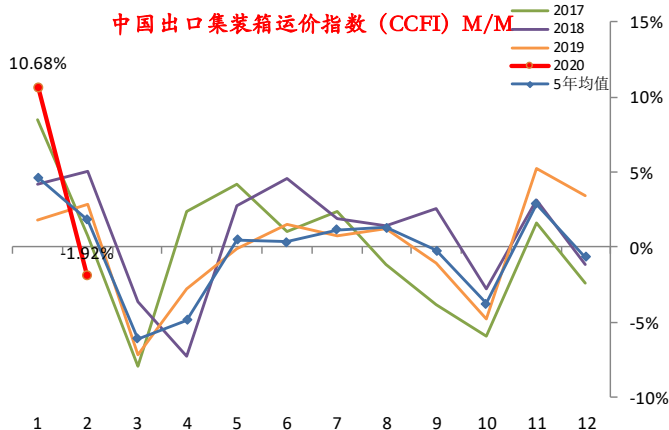
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 7 现货铝价大幅走弱



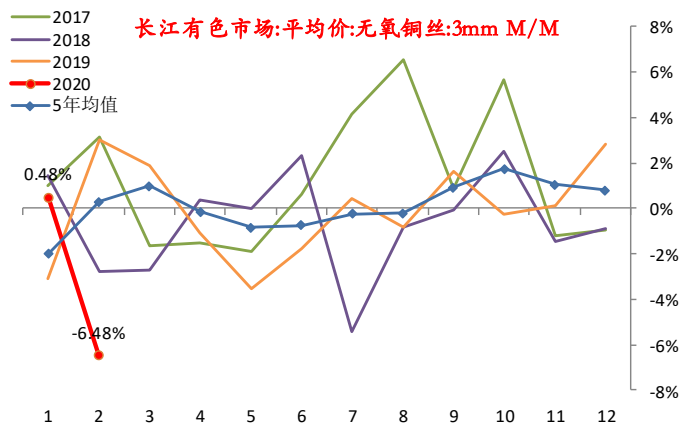
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 9 中国出口集装箱价格指数明显弱于季节性



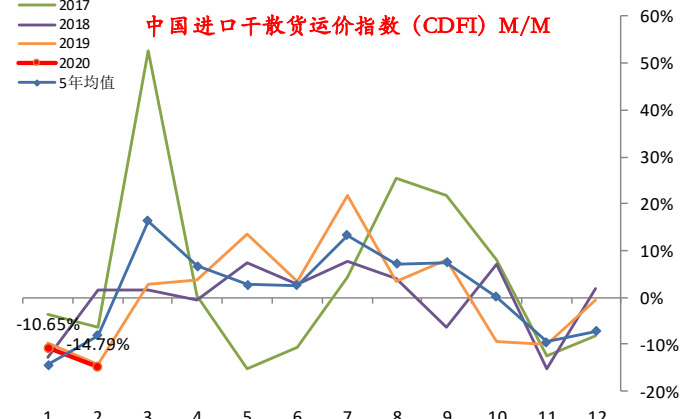
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 11 国内公里运费价格上升



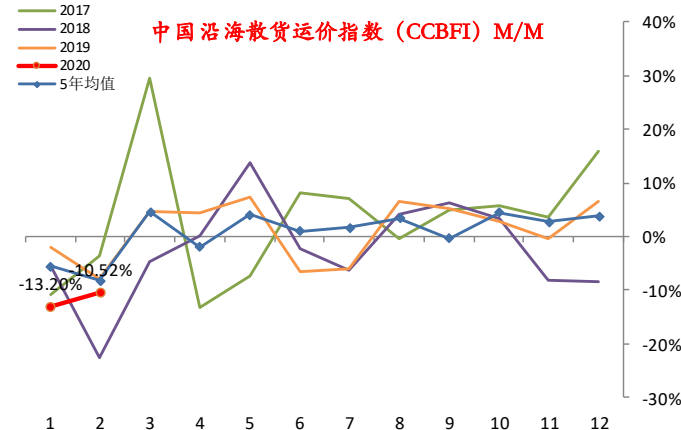
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 8 中国进口干散货价格指数偏弱



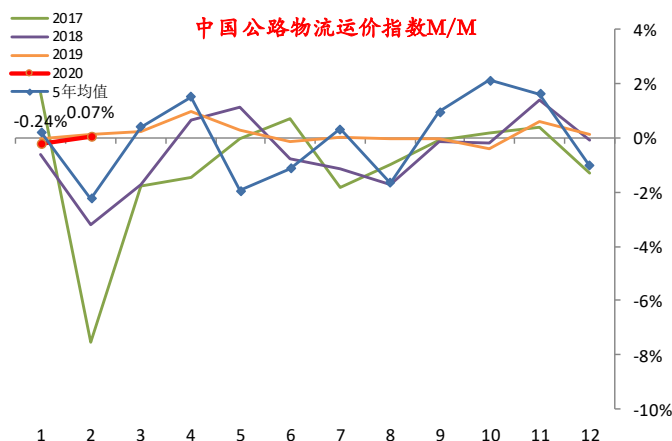
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 10 中国沿海散货运价指数



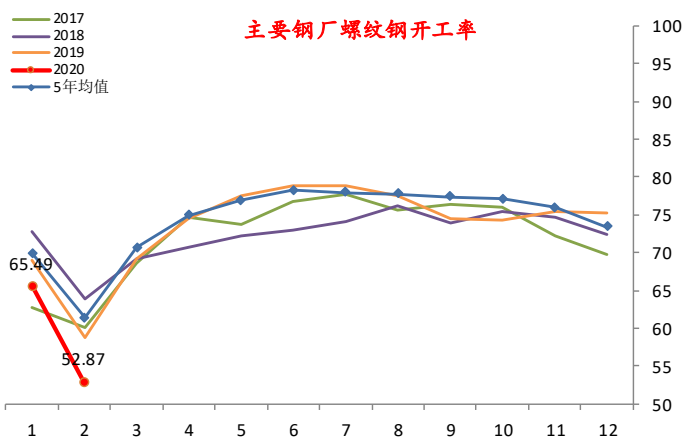
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 12 高炉开工率明显弱于季节性



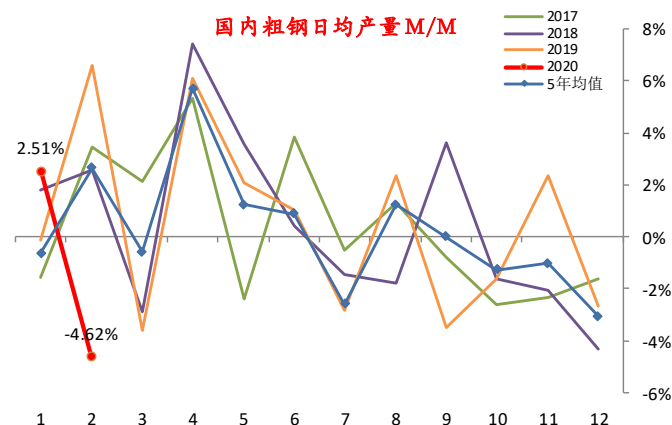
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 13 螺纹钢开工率低于季节性



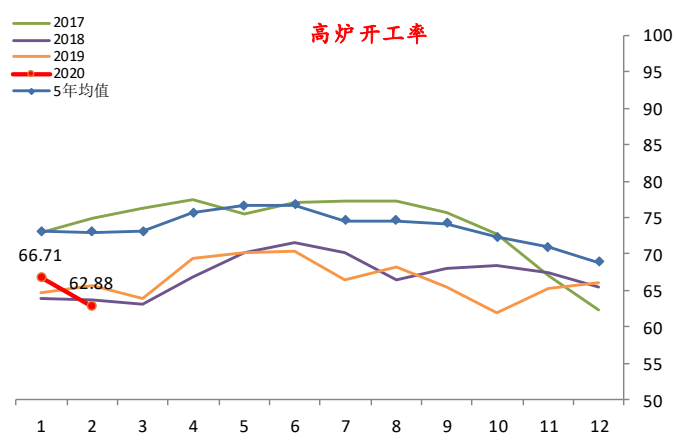
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 15 国内粗钢产量明显低于季节性



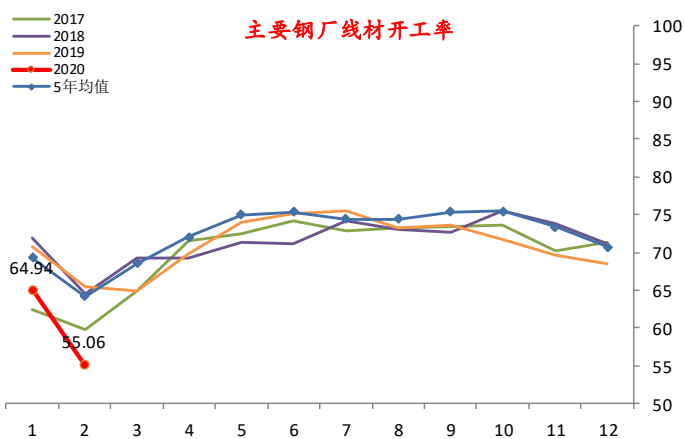
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 17 钢厂钢材库存明显高于季节性



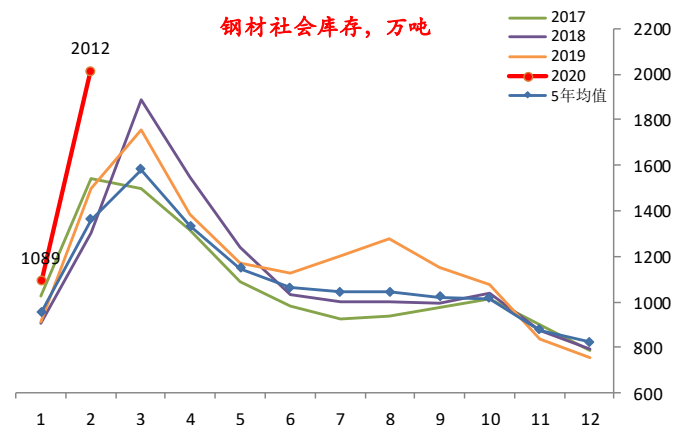
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 14 线材开工率低于季节性



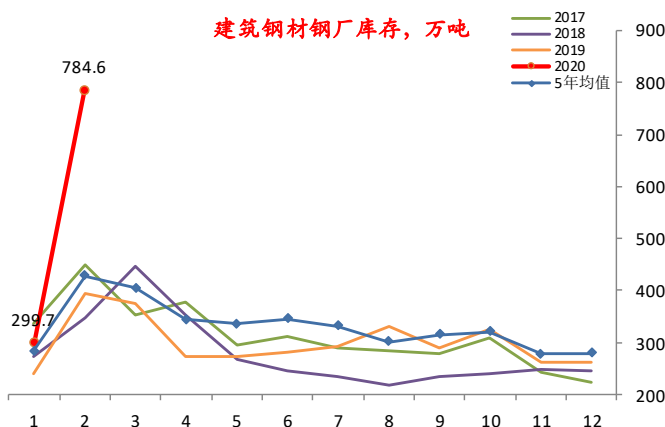
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 16 钢材社会库存明显高于季节性



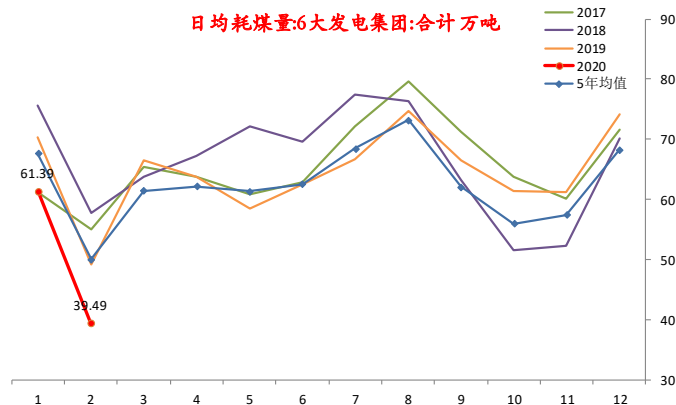
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 18 发电耗煤量下降或暗示企业开工不足



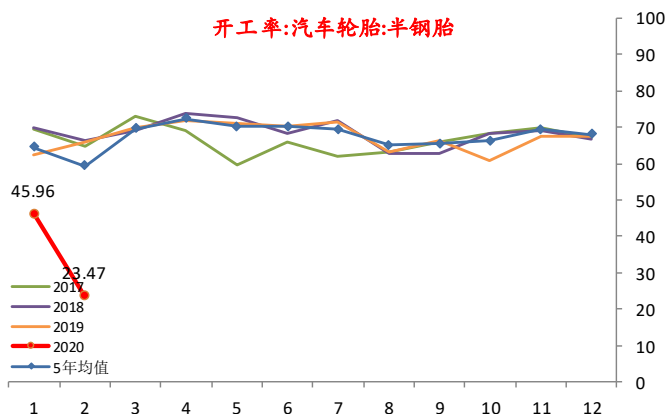
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 19 企业轮胎开工不及季节性



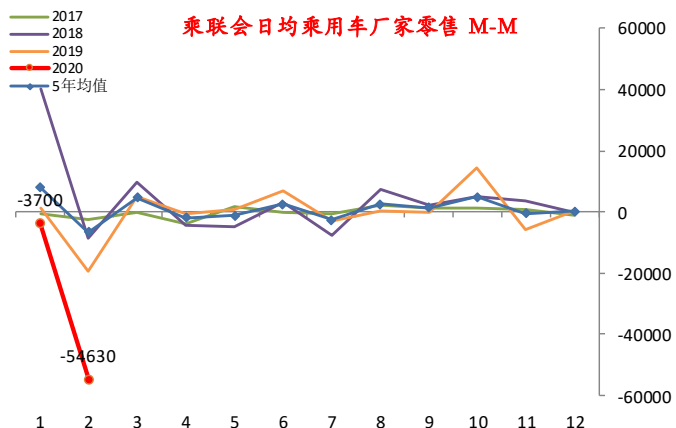
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 20 汽车销售出现不及季节性的显著下滑

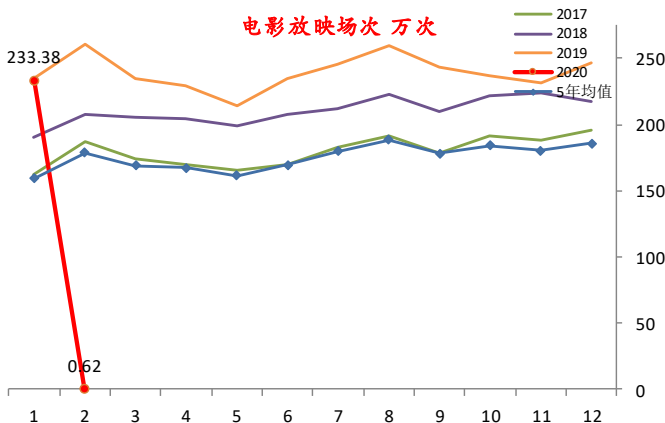


数据来源: Wind、方正中期研究院

图 21 电影放映接近 0



数据来源: Wind、方正中期研究院

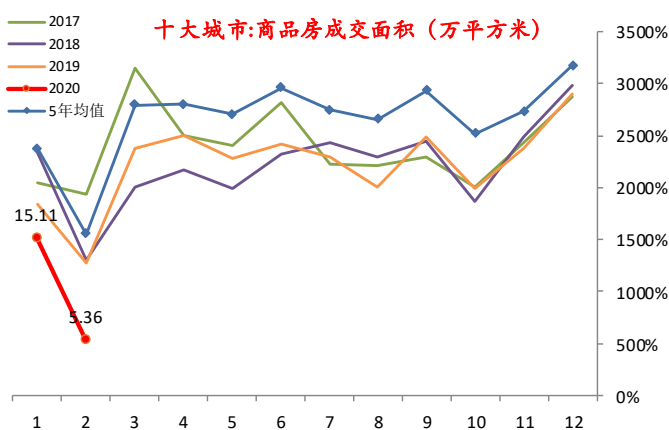


数据来源: Wind、方正中期研究院

房地产方面数据也表现偏弱，10 城成交面积和数量明显不及季节性，可售面积反而上升，加库存迹象出现。30 城和 100 城数据也偏弱。相对节后开工来看，交易更加不活跃，拖累房地产市场表现。而从外生影响的角度看，公共卫生事件的影响仍然存在，建筑业 PMI 大幅回落也预示着行业仍在收缩之中。房屋下游方面，由于抗击疫情的限制措施打击居民购房的热情，同时实际成交也受到限制，销售出现明显回落。上游房屋建造则由于大部分地区复工受限而无法进行。此外，劳动力返城受限，也是房屋施工进度受阻的一个重要

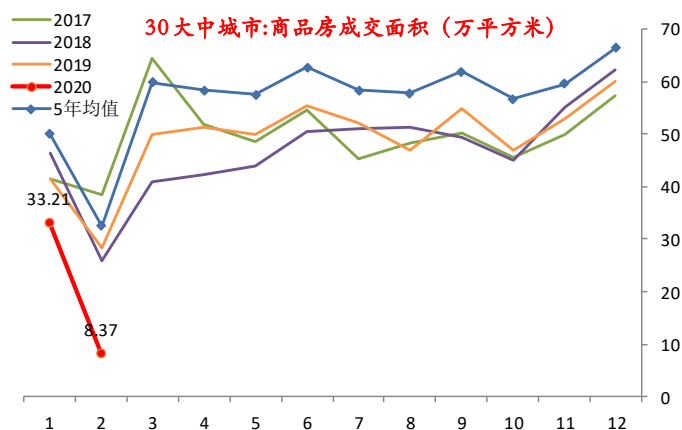
原因。这一问题也导致目前钢材库存极高的局面。我们预计这一情况从3月开始将有所改变，但2月受到的影响3月单月难以完全补回，因此整体一季度受到影响在所难免。但我们认为，房地产受到影响将是短暂的，未来疫情结束之后，和其他行业一样房地产行业也将回归正轨。

图 22 十大城市商品房成交远低于季节性



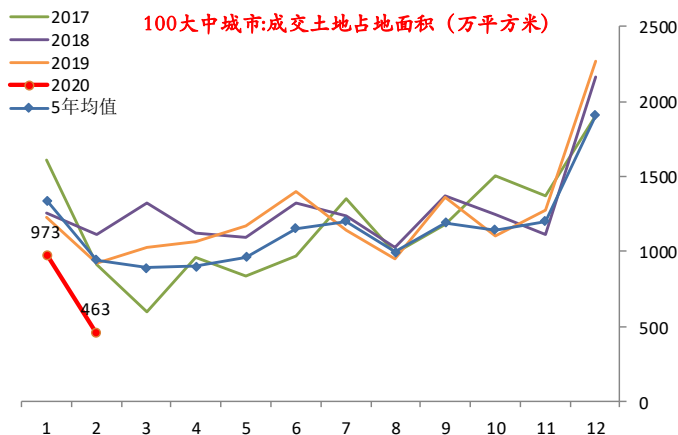
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 23 30大中城市商品房成交远低于季节性



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 24 房地产企业购置土地面积远不及季节性



数据来源: Wind、方正中期研究院

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_6704

