

2 月数据怎么看？

证券研究报告

2020 年 03 月 04 日

2020 年 1-2 月经济数据预测

实体经济数据：

预计 2 月 CPI 同比 5.0%、PPI 同比-0.5%；1-2 月工业增加值同比-10%；1-2 月社零同比-10%；1-2 月固定资产投资-5%左右。

进出口数据：

预计 1-2 月出口-5%、进口下降至-12%。

货币信贷数据：

预计 2 月新增贷款 1.5 万亿、社融 1.9 万亿、M2 同比 8.5%。

风险提示：疫情发展超预期，经济走势超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

陈宝林 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080002
chenbaolin@tfzq.com

王安东 联系人
wangad@tfzq.com

许锐翔 联系人
xuruixiang@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：如何看待美债新低？ - 固定收益海外专题》 2020-03-03
- 2 《固定收益：行业利差整体下行-产业债行业利差动态跟踪（2020-03-02）》 2020-03-02
- 3 《固定收益：转债开启高波动模式-可转债市场周报（2020.03.01）》 2020-03-01

内容目录

1. 实体经济数据	4
1.1. 预计 2 月 CPI 同比 5.0%、PPI 同比回落至-0.5%	4
1.2. 1-2 月工业增加值同比-10%	5
1.3. 1-2 月社零同比-10%	7
1.4. 预计 2 月固定资产投资增速下降至-5%左右	7
2. 进出口数据	9
2.1. 预测 1-2 月出口约为-5%，进口下降至-12%	9
3. 货币信贷数据预测	10
3.1. 预计新增贷款约 1.5 万亿	10
3.2. 预计新增社融 1.9 万亿，M2 同比为 8.5%	11

图表目录

图 1: 农产品批发价格 200 指数	4
图 2: 猪肉价格	4
图 3: 蔬菜价格	5
图 4: 水果价格	5
图 5: 原油价格大幅下跌	5
图 6: PMI 出厂价格与 PPI 环比	5
图 7: PMI 与工业增加值	6
图 8: 发电耗煤约为去年同期 70%	6
图 9: 全国复工地图	6
图 10: 房地产销售显著下滑	7
图 11: 2 月汽车销量大跌	7
图 12: 土地成交	7
图 13: 商品房成交	7
图 14: 发改委审批项目	8
图 15: 螺纹钢价格和南华工业品指数	8
图 16: 海外需求小周期回升	9
图 5: 疫情国际传播 I	9
图 18: 疫情国际传播 II	9
图 19: 1-2 月数据合并发布的影响	10
图 20: 表内外票据合计约-1500 亿	10
图 13: 票据贴现预计 1500 亿	10
图 22: 房地产销售明显回落	11
图 23: 新增贷款预测	11
图 24: 社融政府债券	11
图 25: 信托融资小幅下行	11

图 26：新增社融规模预测	12
图 27：社融、M2 同比增速预测	12
表 1：2020 年 1-2 月数据预测.....	4

表 1: 2020 年 1-2 月数据预测

	2019/02	2019/10	2019/11	2019/12	2020/01	2020/02(E)	2020/03(E)	2020/04(E)
CPI (%)	1.50	3.80	4.50	4.50	5.40	5.0	4.60	4.50
PPI (%)	0.10	-1.60	-1.40	-0.50	0.10	-0.5	-0.6	-1.0
工业增加值(当月, %)	3.36	4.70	6.20	6.90	-	-10%	-5%	10%
固定资产投资 (%)	6.10	5.20	5.20	5.40	-	-5%	-3%	5%
消费 (%)	8.20	7.20	8.00	8.00	-	-10%	-10%	10%
进口(%, 美元计价)	-4.40	-6.20	0.80	16.50	-	-12%	-10%	-6%
出口(%, 美元计价)	-20.70	-0.80	-1.30	7.90	-	-5%	-6%	-10%
新增贷款(亿元)	8,858	6,613	13,900	11,400	33,400	15,000	18,000	15,000
社会融资总量(亿元)	9,665	8,680	19,937	21,030	50,674	19,000	35,000	20,000
M2 (%)	8.00	8.40	8.20	8.70	8.40	8.5	8.6	8.5

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1. 实体经济数据

1.1. 预计 2 月 CPI 同比 5.0%、PPI 同比回落至-0.5%

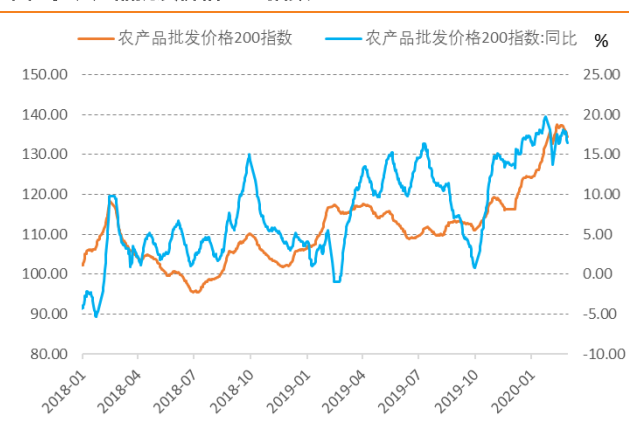
食品价格方面, 疫情期间物流受阻、供给不足叠加居民囤货需求, 食品价格在春节的基础上继续上涨, 目前随着保供政策以及物流的恢复, 食品价格已现拐点。

非食品方面, 疫情期间医疗保健以及部分日用品供不应求价格攀升, 服务类价格由于人员外出以及返程减少价格继续维持高位, 教育娱乐、衣着、房租等项目预计价格回落, 交通工具燃料则由于成品油价格下调预计会有下降。

综合来看, 虽然有高基数, 但 2 月 CPI 预计还会处于 5.0%左右的高位。

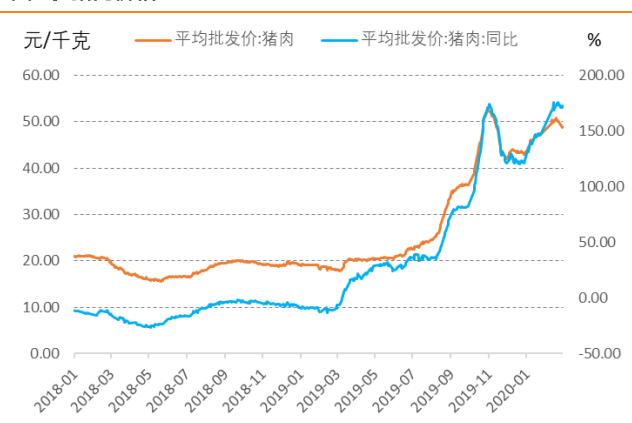
随着经济活动逐渐恢复, 供给不足的约束将得到缓解, 食品价格预计会有回落, 主要消费品和服务价格也将逐步回归季节性, 3、4 月 CPI 预计回落至 4.6%、4.5%。

图 1: 农产品批发价格 200 指数



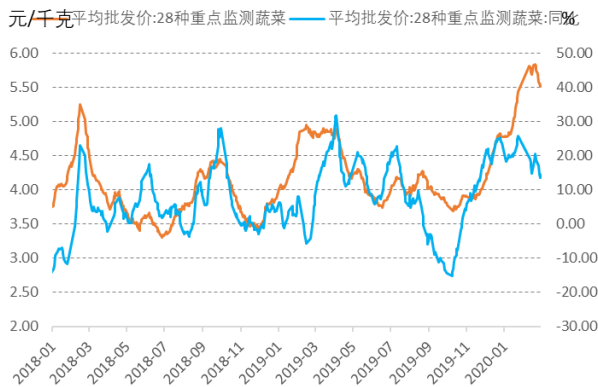
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 猪肉价格



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3：蔬菜价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：水果价格

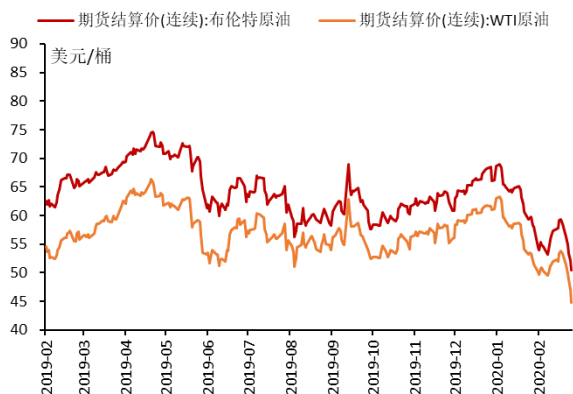


资料来源：Wind，天风证券研究所

疫情爆发之后国际油价大跌，国内工业品价格整体回落。由于疫情期间物流限制，部分原材料供给受限价格出现上涨，工业品价格下行但整体幅度并不大。2 月 PMI 原材料购进价格指数依然维持在 51.40%，PMI 出厂价格指数降至 44.3%，预计 2 月 PPI 回落至 -0.5%。

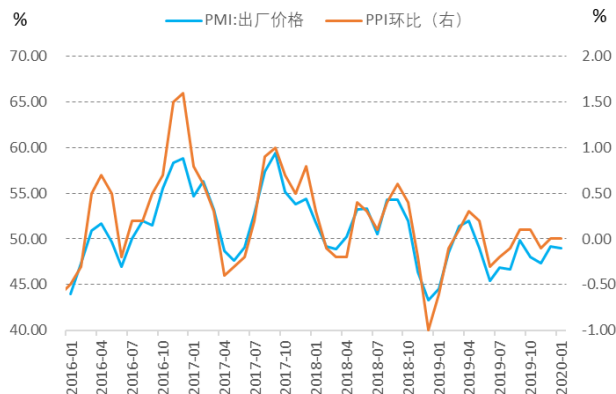
展望后市，随着国内疫情趋于稳定、经济活动恢复以及逆周期政策发力，投资与工业生产加快，钢铁、水泥、有色等工业品随着需求回升、库存去化，短期内价格预计会有所反弹。如果油价维持在 55-60 美元，未来两月 PPI 同比预计在 -0.6%、-1%。不确定性在于海外疫情的发展对于全球需求的冲击，以及经济反弹的力度。

图 5：原油价格大幅下跌



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：PMI 出厂价格与 PPI 环比



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 1-2 月工业增加值同比-10%

1 月 PMI 大幅回落 23.5 个百分点至 27.8% 的低位，大中小型企业均有显著下滑，表明疫情期间工业生产受到了相当大的影响。

从工业增加值核算规则来看，生产法下工业增加值=工业总产值+应交增值税-工业中间投入，那么工业增加值实际上还是与工业总产值正相关；收入法下工业增加值=固定资产折旧+劳动者报酬+生产税净额+营业盈余，虽然疫情期间有折旧、工资等固定投入，但产出下降的情况下生产税净额、营业盈余是减少的，实际上还是主要看产出。观察工业产出最为直接的数据是复工率。

从复工率来看，我们在 2 月 14 日报告《当前各地复工复产进展如何？》提到截至 2 月中旬规模以上企业复工率在 40% 以上；当前大中型企业复工率 78.9%¹，而中小企业复工率仅 32.8%²。由于工业增加值主要统计的是规模以上企业，当前的复工率基本上在 80% 左右，3

¹ http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202002/t20200229_1729136.html

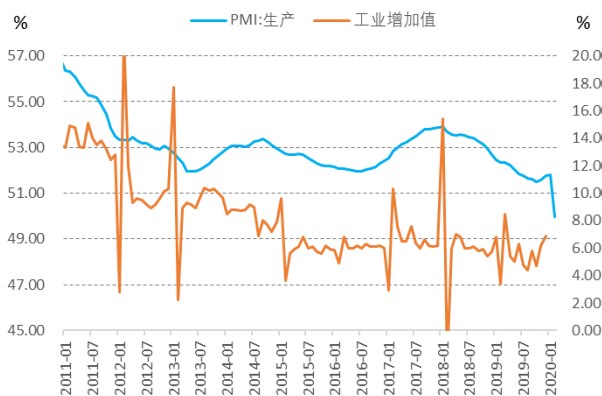
² <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/42311/42610/wz42612/Document/1674173/1674173.htm?flag=1>

月可能到 90%以上³。由于 2 月工业企业是逐步复工，全月平均复工率可能仅在 60%左右。

假设 1、2 月工业增加值相同（忽略春节因素扰动），1 月工业增加值继续维持原来 6.9% 的增速，2 月工业增加值为去年同期的 80%，那么前两个月工业增加值同比增速为 -6%，如果按平均复工率 60% 计算，同比增速可能降至 -15%。如果 3 月大中型企业复工率提升至 90%，那么工业增加值当月同比有可能还是在 -10% - 5% 的负值区间。

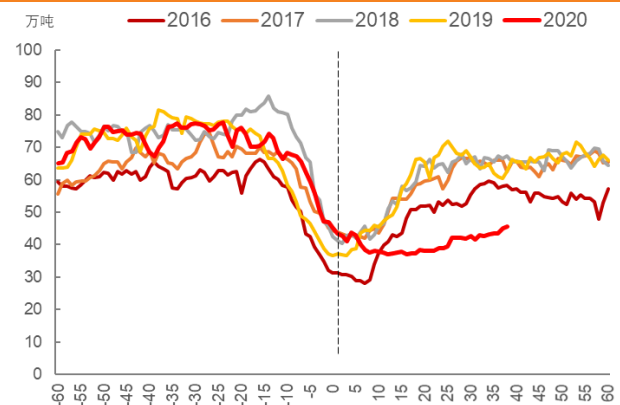
回顾历史，本世纪以来工业增加值仅在 2009 年 1 月录得负值（-2.93%），而且也与春节错位有关；但本次疫情对经济的直接冲击应该大于 2008 年金融危机期间，毕竟当时直接冲击的是外部需求，生产所受影响相对间接，而且当前即使复工可能复产力度也不足⁴。因而，我们认为工业增加值同比增速在一季度均处于负值区间，4 月随着疫情结束工业增加值预计会明显反弹，可能在 10% 以上。

图 7: PMI 与工业增加值



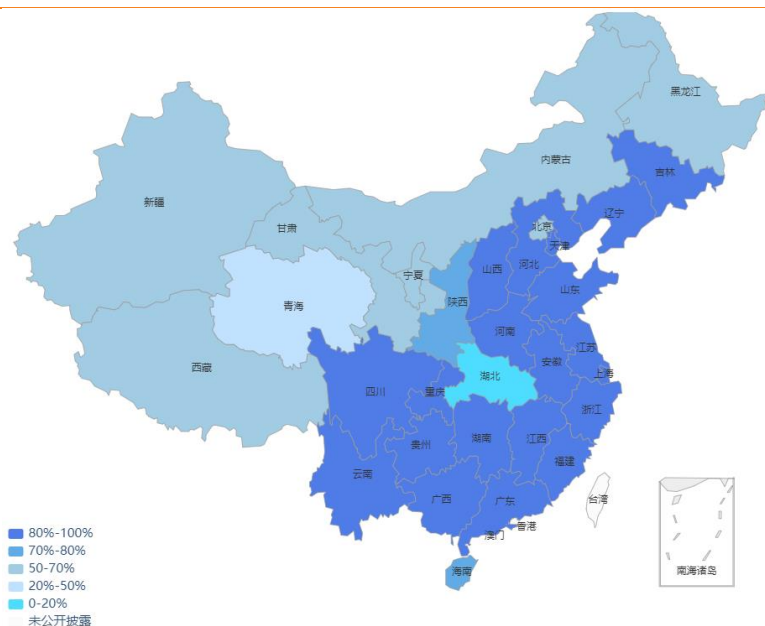
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：发电耗煤约为去年同期 70%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：全国复工地图



资料来源：21 世纪经济报道，天风证券研究所

注: https://app.21jingji.com/html/2020yiqing_fgfc/

³ http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/202002/t20200229_1729137.html

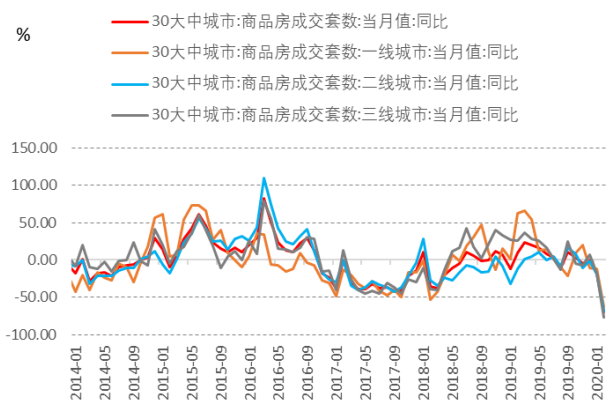
4 <https://m.companies.caixin.com/m/2020-03-03/101523137.html?from=timeline&Sfrom=WechatMoments&originReferrer=iOSShare&cxw=IOS>

1.3. 1-2 月社零同比-10%

社会消费品零售总额主要统计实物销售以及餐饮收入，本次疫情中销售相对较好的必需品（食品、日用品、中西药）占比在 20%至 30%，乐观假设同比增速在 50%（医药增速预计很高但占比并不高）。房地产相关、汽车、餐饮、通讯器材等销售疫情期间降幅普遍在 50%以上。2 月前三周乘联会口径汽车销量同比下滑近 90%；中国烹饪协会、中国饭店协会的调查显示，春节期间餐饮业营收损失在 90%-100%⁵，目前同比降幅仍在 80%至 90%⁶；中国信通院报告显示 1 月手机出货量同比下滑 38.9%⁷，考虑到 1 月前三周末受疫情影响，合理推测 2 月疫情期间同比下滑应在 50%以上；此外，服装、奢侈品、石油制品等预计均会因物理隔离下居民外出减少销售出现显著下滑。

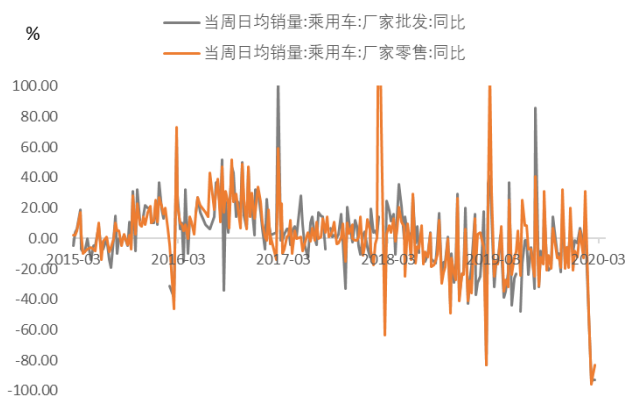
综合来看，假设 1 月前三周可能维持正常增速 8%，我们维持之前的判断，预计前两个月社零同比增速-10%。3 月随着复工和返程加快，消费预计有所恢复，以中小学开学日期来看消费完全稳定可能要到 3 月中下旬，但各项消费在 3 月平均恢复程度可能仍在 90%以下，那么单月社零同比可能还会低于-10%（前两月由于 1 月前三周正常所以整体稍好）。

图 10：房地产销售显著下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2 月汽车销量大跌

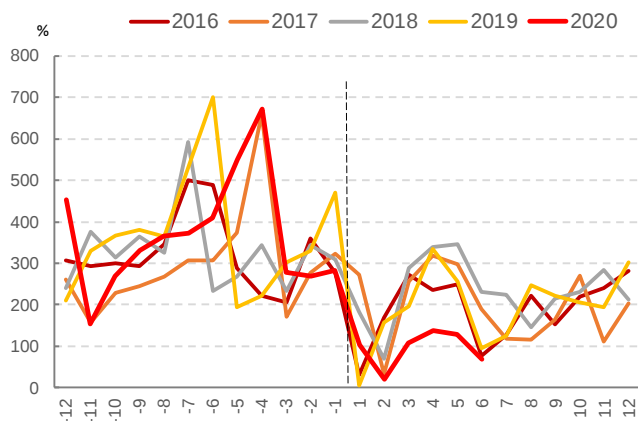


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 预计 2 月固定资产投资增速下降至-5%左右

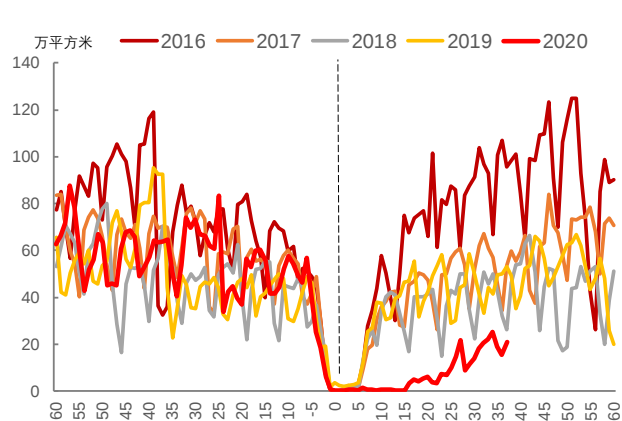
土地成交和商品房成交尚未恢复，房地产投资尚不乐观。

图 12：土地成交



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 13：商品房成交



资料来源：WIND，天风证券研究所

制造业方面，采购经理调查显示，大中型企业 3 月底复工率将升至 90.8%，其中制造业为

⁵ <http://www.ccas.com.cn/site/content/204393.html>

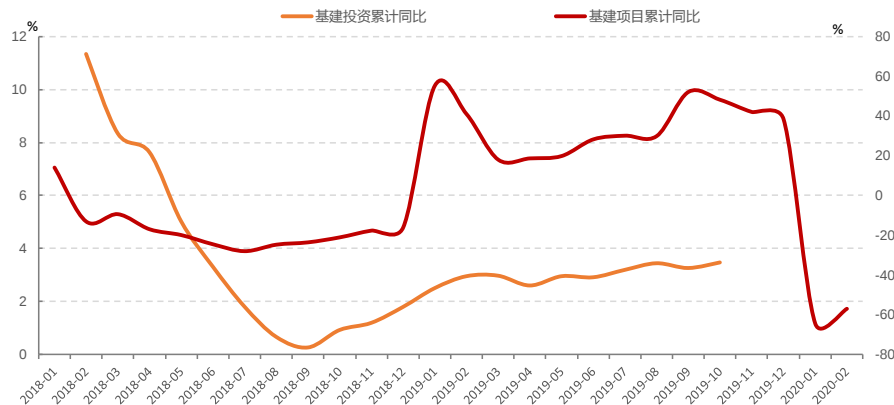
⁶ http://www.xinhuanet.com/food/2020-03/02/c_1125652997.htm

⁷ <http://www.caict.ac.cn/kxyj/qwfb/qwsj/202002/P020200224553521910689.pdf>

94.7%，分别比当前上升 11.9 和 9.1 个百分点。⁸但中小企业复工仍然困难⁹，中小企业复工复产率稳步提高，目前已经超过了 30%。

从发改委审批项目跟踪，基建相关项目大幅下降，2 月小幅改善，表明目前资金大概率淤积，难以形成实物工作量。

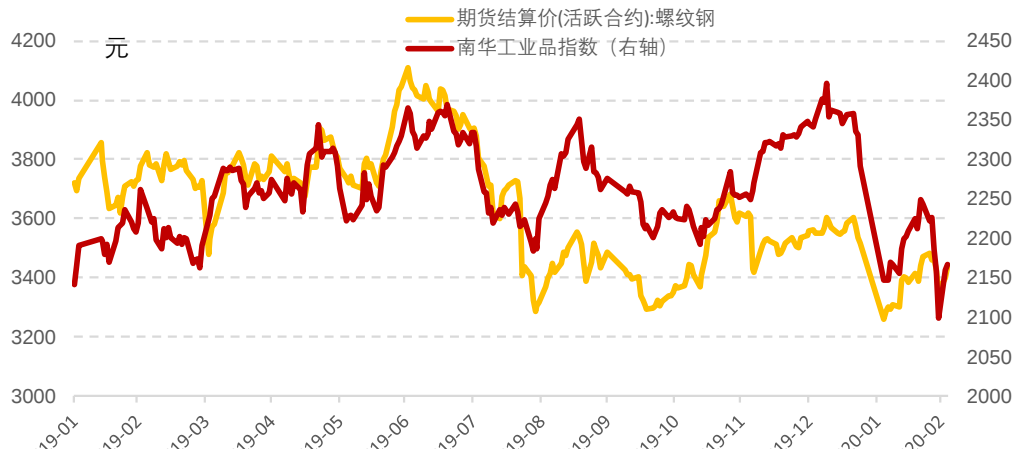
图 14：发改委审批项目



资料来源：WIND，天风证券研究所

我们结合复工进度和工业品价格看，预计 2 月固定资产投资在 -5% 左右，3 月为 -3%，4 月随着复工完成，投资增速可能反弹至 5%。

图 15：螺纹钢价格和南华工业品指数



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_6823

