

疫情打断复苏势头，政策调节加码前置

— 2020年2月宏观经济月报

- **海外宏观：疫情打压复苏势头。**2020年1月全球经济活动实现连续三个月的反弹，达到去年3月以来的最佳水平。1月全球调查数据尚未反映新冠疫情大规模爆发的影响。新冠疫情的迅速扩散令全球经济增添下行风险，国际货币基金组织（IMF）已下调对中国经济和全球经济的2020年增速预测值。美国内部需求回落，疫情短期冲击有限。2019年欧元区经济弱收官，疫情令经济雪上加霜，疫情迅速推升美联储降息预期，美联储最早可能于3月针对疫情风险采取预防性降息。
- **实体经济：疫情冲击初显。**2020年1月受新冠疫情影响，多项宏观数据延期发布。PMI数据显示，1月上中旬在疫情爆发之前，经济的初始状态仍保持弱复苏。但新冠肺炎疫情在春节期间爆发，在假期延长、返工时间推迟等强力防控措施下，全国生产生活“暂停”，2月PMI创下历史新低，服务业和制造业受到明显冲击。1-2月主要经济指标同比增速将出现较大幅度下降。未来随着疫情逐步明朗可控，3月经济将有所改善，改善程度将取决于复工复产进程。
- **物价：CPI高点出现，PPI或陷通缩。**2020年1月CPI同比5.4%，较前值提升0.9个百分点，PPI同比0.1%，较前值提升0.6个百分点。前瞻地看，2月CPI将有所下行，PPI或再度陷入通缩。CPI方面，新冠疫情显著影响出行和复工，食品和医疗用品以外的支出大幅缩减，非食品价格将有所回落，CPI大概率将有所回落；PPI方面，受新冠疫情导致的停工影响，生产与投资均受拖累，叠加石油价格回落，将使得PPI增长承压。
- **货币金融：节奏前置，力度加码。**2020年1月我国新增人民币贷款3.34万亿，新增社融5.07万亿，均超出市场预期；M2同比增长8.4%，低于市场预期。但1月金融数据并未体现疫情的影响，主要是年初集中投放了去年底储备的项目，且专项债发行节奏明显前置。随着逆周期调节持续加码，一季度社融增速仍有望保持稳定。同时，新冠疫情冲击使得货币政策边际宽松，节奏前置、力度加码，“稳增长”仍将是政策立场考量中的决定性因素，且主要将通过结构性政策发力。预计一季度政策将处在适度宽松区间，定向降准的概率上升，调整存款基准利率以引导存款利率下行也是可能的政策选项。
- **政策跟踪：防疫进入2.0阶段。**2月21日，中共中央政治局召开会议，部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作。会议认为疫情已经得到“初步遏制”，但全国性拐点尚未到来。经济运行短期受到“明显冲击”，“稳增长”诉求上升，防疫进入2.0阶段。预计未来财政政策将更加积极，货币政策将结构性宽松，政策加快向复工复产倾斜，消费支持政策或将逐步推出，投资继续加快基建补短板，同时也将努力营造更加良好的贸易环境。
- **热点追踪：美国将中国移出反补贴法项下的发展中国家名单。**2月10日，美国贸易代表办公室（USTR）更新了反补贴税法（CVD）项下的发展中国家和最不发达国家名单，其中不包含中国。虽然此次美国调整清单仅影响反补贴法项下的优惠待遇，对我国的反补贴调查并无影响，但此举标志着美国20年来对发展中国家贸易政策的首次变化，或将产生深远影响。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

邮件：zhuotan@cmbchina.com

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

相关报告

1. 中流击水——2020年宏观经济与资本市场展望（2019年12月11日）
2. 稳增长基调不变，逆周期有望加力 - 2019年10月宏观经济月报（10月25日）
3. 逆周期加码，稳增长升级 - 2019年9月宏观经济月报（9月25日）
4. 于未知水域中航行 - 2019年8月宏观经济月报（8月26日）
5. 反弹非反转——7月宏观经济月报（7月23日）

目录

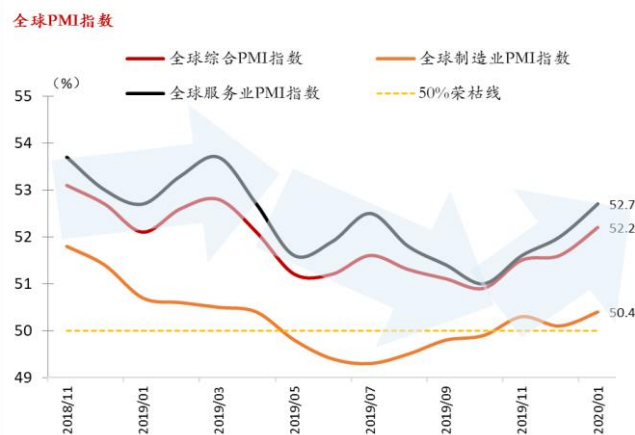
一、海外宏观：疫情打压复苏势头	3
(一) 全球经济：开年现复苏势头，疫情添下行风险	3
(二) 美国经济：内部需求回落，疫情短期冲击有限	4
(三) 欧洲经济：疫情令经济雪上加霜	5
(四) 宏观政策：疫情迅速推升美联储降息预期	6
二、实体经济：疫情冲击初显	7
(一) PMI：创下历史最低	7
(二) 物价：CPI 高点出现，PPI 或陷通缩	11
三、货币金融：节奏前置，力度加码	12
(一) 2 月 3 日 OMO 降息：疫情冲击，央行降息	12
(二) 2 月 17 日 MLF 降息：如期而至	13
(三) 《2019 年四季度货币政策执行报告》：结构性宽松可期	14
(四) 1 月金融数据：一季度社融仍有望保持稳定	17
(五) 国常会金融政策：结构性政策“精准”发力	19
四、政策跟踪：防疫进入 2.0 阶段	21
(一) 疫情判断：拐点未至，初步遏制	21
(二) 工作重心：统筹做好防疫与“稳增长”	21
(三) 宏观政策：“更加”积极	21
(四) 重点工作：六大方面	22
(五) 小结：防疫进入 2.0 阶段	22
五、热点追踪：风起青萍之末	22
(一) 事件背景：美国对发展中国家地位不满已久	22
(二) 调整依据：美国单方面认定的三大标准	23
(三) 直接影响：在反补贴法项下对中国并无影响	23
(四) 潜在影响：警惕国际谈判和贸易格局新变化	23

一、海外宏观：疫情打压复苏势头

（一）全球经济：开年现复苏势头，疫情添下行风险

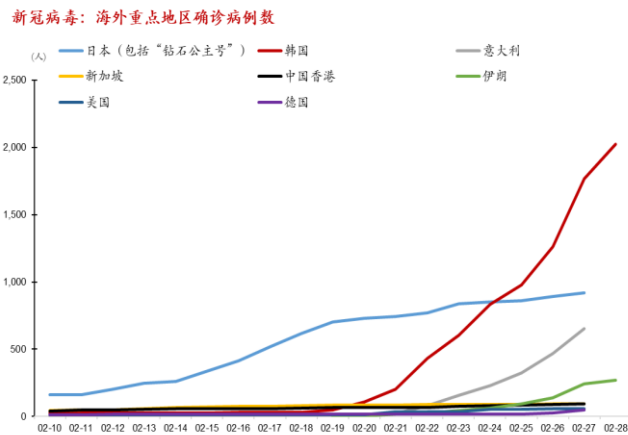
2020 年 1 月全球经济活动实现连续三个月的反弹，达到去年 3 月以来的最佳水平。自 2019 年末出现企稳迹象之后，全球经济的弱复苏势头在开年之后持续。全球综合 PMI 指数在 1 月继续回升，由前值 51.6 进一步上升至 52.2，巩固了连续三个月的回升势头，商业信心得到提振、新订单数增加、就业前景向好，出口贸易增速逐渐趋稳。1 月制造业和服务业均实现稳健增长，其中制造业 PMI 升至 50.4，是连续第二个月处于扩张区域。服务业 PMI 由去年 12 月 52 升至 52.7，为去年 4 月以来的最高值。分经济体看，美国、中国、欧元区、印度、巴西和俄罗斯均实现了经济活动的小幅复苏，而日本和澳大利亚勉强走出经济收缩区间。细分行业而言，汽车及汽车配件、工业产品仍处于快速下滑通道，而生物制药、银行和非银金融、旅游、科技设备、通信服务等行业维持强劲增长。

图 1：全球经济于疫情爆发前呈现弱复苏势头



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

图 2：海外疫情爆发日益严重



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券（截至 2 月 27 日）

然而，1 月的全球调查数据未反映新冠病毒疫情大规模爆发的影响。1 月 20 日之后，中国将防疫工作上升到国家层面，至 2 月下旬疫情在非湖北地区逐渐明朗，但与此同时新冠疫情在海外多个国家和地区，特别是韩国、意大利、伊朗和日本等地，有快速爆发和蔓延的趋势。至 2 月 26 日境外新增确诊人数首次超过境内。

新冠肺炎迅速扩散，令全球经济增添下行风险，主要体现在三个方面：一是中国经济短期受阻对其他国家的溢出效应，受影响较大的地区集中在贸易、旅游等领域与中国关联度较高的经济体，包括中国香港、泰国、新加坡、韩国、中国台湾、澳洲等，亚太地区将受到不对称冲击；第二，已爆发疫情或传播风险较高的国家和地区会相应地推行限制出入境、减少人群聚集等防疫措施，不可避免地对当地经济造成拖累；第三方面来自疫情对全球供应链的扰动，原料、中间产品和制成品的生产和运输正常节奏被打乱，生产活动受到不同程度的影响，随着库存的耗尽，该影响也将进一步发酵，由此引发的供应链冲击和重

塑带来的影响更加深远。除此之外，短期内避险情绪对金融市场和商业投资的负面影响也将拖累全球经济。

因疫情影响下调全球经济增长预测。介于疫情的冲击，国际货币基金组织（IMF）在中国经济于今年二季度恢复的基准假设下，于 2 月 22 日下调对中国经济 2020 年增速的预测值 0.4pct 至 5.6%，下调全球经济增长预测值 0.1pct 至 3.2%。世界银行亦表示即将下调经济增长预测。目前，新冠病毒在全球的扩散速度和各国政府的防疫成效还存在高度的不确定性。我们的基准情景假设全球整体疫情在 3 至 4 月间得到控制，疫情主要集中在全球个别地区，此情景下将 2020 年全球 GDP 增速预测下调 0.3pct 至 2.7%。若防疫进展更为乐观，则预计全球增速为 2.8%。而在悲观情境下，即国内的防疫措施贯穿上半年，疫情于全球多个地区蔓延，则全球 GDP 增速可能降至 2.3% 以下。

图 3：全球主要经济体综合 PMI 指数：1 月除中国外均实现反弹

	2020年1月	2019年12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月
美国	53.3	52.7	52	50.9	51	50.7	52.6	51.5	50.9	53	54.6	55.5
中国	51.9	52.6	53.2	52	51.9	51.6	50.9	50.6	51.5	52.7	52.9	50.7
欧元区	51.3	50.9	50.6	50.6	50.1	51.9	51.5	52.2	51.8	51.5	51.6	51.9
英国	53.3	49.3	49.3	50	49.3	50.2	50.7	49.7	50.9	50.9	50	51.5
日本	50.1	48.6	49.8	49.1	51.5	51.9	50.6	50.8	50.7	50.8	50.4	50.7

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

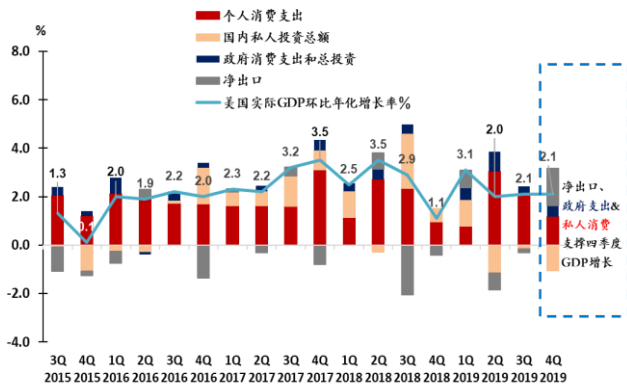
（二）美国经济：内部需求回落，疫情短期冲击有限

2019 年第四季度美国经济温和增长，私人消费和企业投资增速放缓。根据 2 月 27 日美国经济分析局发布的修正值，美国 2019 年第四季度 GDP 增长 2.1%，与前值持平，显示美国经济呈现温和增长态势。经济占比近七成的私人消费，年化增速由前值 3.2% 降至 1.7%，对 GDP 增速的贡献由 2.1pct 降至 1.2pct，显示美国国内需求转弱。国内私人投资总额下降 6%，连续三个季度负增长，拖累 GDP 1.06pct，其中反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资下滑 2.3%，显示投资端疲弱。出口额增长 2%，对外贸易逆差大幅降低，使得净出口拉动 GDP 1.53pct。政府支出和总投资增长 2.6%，拉动 GDP 0.46pct。

预计疫情对美国一季度实体经济的冲击有限。2019 年全年美国 GDP 增长 2.3%，与我们此前预测一致，较 2018 年 2.9% 的增速有显著回落。尽管美国整体经济和内需增速边际放缓，但就业增长稳定，1 月非农就业超预期增加 22.5 万个，且消费者信心温和上升，2 月密歇根大学消费者信心指数升至 100.9，连续第七个月上升，美国谘商会消费者信心指数于 2 月提升 0.3pct 至 130.7，显示新冠疫情尚未对美国消费者信心产生负面影响，私人消费足以在一季度继续支持经济增长。我们预计第一季度美国 GDP 增长 1.5%，较此前预测下调 0.1pct。若美国境内的疫情加重，则带来的经济下行风险将显著加大。全年来看，美国难以对疫情的经济冲击免疫，供给侧将受到不对称冲击。基准情景假设下，我们下调美国 2020 年全年 GDP 增速 0.2pct 至 1.6%。

图 4: 净出口、政府支出和私人消费推动美国去年第四季度 GDP 增长 2.1%

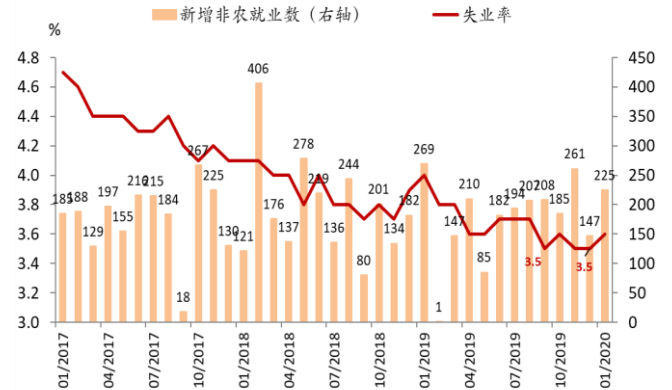
美国GDP增速及其分解项



资料来源：美国经济分析局、招商银行研究院、招银国际证券

图 5: 1 月美国非农新增就业 22.5 万个，仍维持快速增长

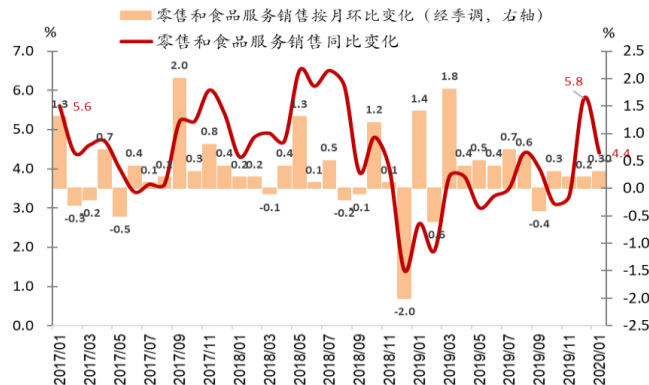
美国新增非农就业数和失业率



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

图 6: 1 月美国零售销量保持较快增长

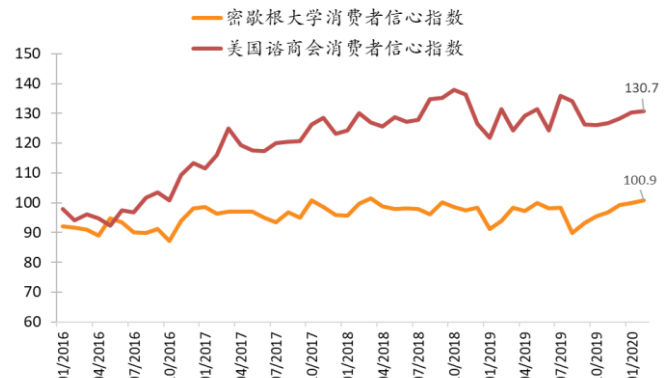
美国零售销量同比和环比增速



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

图 7: 美国消费者信心仍处于高位

美国消费者信心指数



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

（三）欧洲经济：疫情令经济雪上加霜

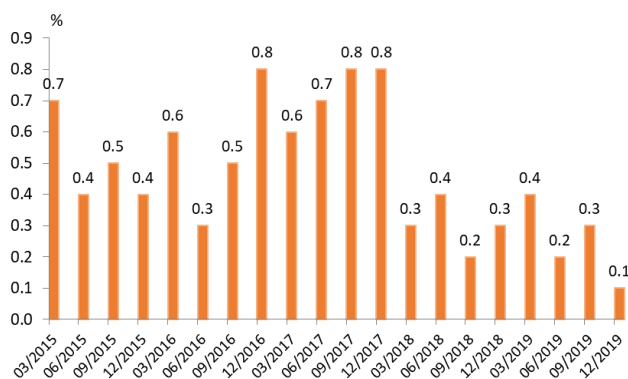
2019 年欧元区经济弱收官。欧元区经济在上年四季度仅环比增长 0.1%，较第三季度的 0.3%更弱，是自 2013 年以来的最差表现，其中法国萎缩 0.1%，意大利萎缩 0.3%，德国增速为零。年初以来欧元区经济前景略有好转，欧元区的综合 PMI 由 1 月的 51.3 升至 2 月的 51.6，其中制造业 PMI 由 47.9 升至 49.1，服务业 PMI 由 1 月的 52.5 升至 52.8。但在疫情冲击下，料复苏势头将被遏制。

经济前景不乐观，视乎疫情蔓延情况。由于欧元区国家和中国在贸易和产业链方面的联系密切，且疫情在意大利等欧元区国家迅速蔓延，欧元区对外的一部分货运已受到影响，2 月供应商的交货时间已出现延迟。考虑到德国与中国的经济联系紧密、且德国是欧元区内最大经济体，德国疫情的发展对经济前景的判断格外重要。预计疫情对欧元区的影响在一季度就会有所体现，且将持续至二季度。我们预计一季度欧元区 GDP 环比仅增长 0.2%，

二季度增长 0.3%，基准情境下全年增速下调 0.3pct 至 0.8%，乐观情景增速下降至 0.9%，悲观情景下增速降至 0.4%。

图 8: 欧元区 2019 年第四季度 GDP 环比仅增长 0.1%

欧元区按季环比GDP增速



资料来源: CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

图 9: 欧元区 2 月服务业和制造业 PMI 提升, 但预计疫情将造成负面影响

欧元区 PMI 指数

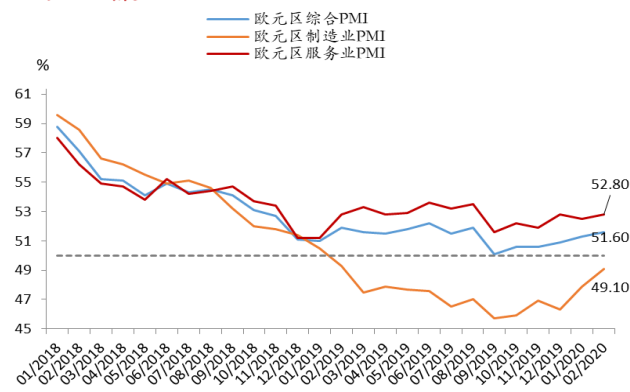
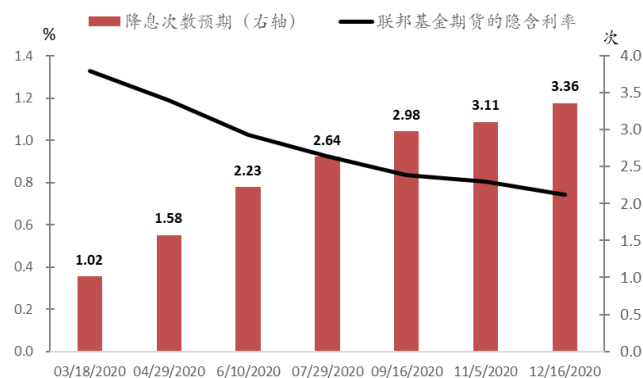


图 10：联邦基金期货利率显示市场预期年内至少降息三次

美国联邦基金期货隐含的利率变化及降息次数



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券（截至 2 月 27 日）

图 11：10 年期美国国债收益率已跌至历史低位

十年期美国国债收益率



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

二、实体经济：疫情冲击初显

（一）PMI：创下历史最低

1 月中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.0，比上月回落 0.2；非制造业商务活动指数 54.1，比上月回升 0.6。由于 1 月的调查时点在 20 日之前，调查期间新型冠状病毒感染的肺炎疫情影响尚未在调查中充分显现。因此，1 月数据反映了疫情爆发之前经济保持弱复苏的初始状态。

2 月新冠肺炎疫情的冲击开始显现，制造业 PMI 为 35.7，较上月大幅回落 14.3；非制造业 PMI 为 29.6，较上月大幅回落 24.5。制造业 PMI 和非制造业 PMI 双双创下 2005 年 1 月和 2007 年 1 月有数据以来的历史最低。

图 12：1-2 月采购经理人 (PMI) 指数

		PMI	生产	需求		库存		价格		从业人员	生产经营/业务活动预期
				新订单	新出口 订单	原材料	产成品	投入	出厂/销售		
制造业	2019-10	49.3	50.8	49.6	47.0	47.4	46.7	50.4	48.0	47.3	54.2
	2019-11	50.2	52.6	51.3	48.8	47.8	46.4	49.0	47.3	47.3	54.9
	2019-12	50.2	53.2	51.2	50.3	47.2	45.6	51.8	49.2	47.3	54.4
	2020-01	50.0	51.3	51.4	48.7	47.1	46.0	53.8	49.0	47.5	57.9
	2020-02	35.7	27.8	29.3	28.7	33.9	46.1	51.4	44.3	31.8	41.8
	较前值	-14.3	-23.5	-22.1	-20.0	-13.2	0.1	-2.4	-4.7	-15.7	-16.1
非制造业	2019-10	52.8	-	49.4	48.1	-	46.7	51.3	48.9	48.2	60.7
	2019-11	54.4	-	51.3	48.8	-	47.4	53.2	51.3	49.0	61.0
	2019-12	53.5	-	50.4	47.8	-	47.2	52.4	50.3	48.3	59.1
	2020-01	54.1	-	50.6	48.4	-	47.2	53.3	50.5	48.6	59.6
	2020-02	29.6	-	26.5	26.8	-	39.3	49.3	43.9	37.9	40.0
	较前值	-24.5	-	-24.1	-21.6	-	-7.9	-4.0	-6.6	-10.7	-19.6

资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

1. 制造业：供需弱复苏态势被打断

1月制造业PMI指数比上月小幅回落0.2，连续3个月保持扩张态势。从分项数据看，生产回落，需求和价格小幅回升，三者均继续保持在荣枯线以上，就业指数有所回升。而2月数据大幅下滑，各正向指标均达历史最低值。新冠肺炎疫情对我国经济的冲击范围超过了2008年次贷危机：2月制造业PMI指数突破了2008年11月金融危机时38.8的历史低位。数据的大幅滑落主要源于全国生产生活的“暂停”，根据中采咨询测算，若简单去除额外停工14天的影响，进行再次工作日调整，2月PMI为45.8，订单指数为50.8。

值得注意的是，PMI指数调查的是经济活动环比扩张或收缩，计算方法是扩散指数法。2月PMI 35.7这一水平，意味着保持环比扩张的制造业企业占比加上保持不变的企业占比的一半，两项之和仅为35.7%。这意味着经济活动环比扩张企业占比仅为三成左右。PMI指数本身无法说明每个企业经济活动的收缩幅度。从分项数据看，2月除产成品库存小幅上升外，其余指标均大幅下滑。

(1) 生产大幅放缓。1月生产指数受春节假期影响，继上月创新高后回落1.6至51.3，连续11个月保持在扩张区间。而受疫情影响，节后复工复产延迟，2月生产指数较上月继续下降23.5至27.8，逆转了此前的扩张态势。大中小企业生产景气度分别大幅回落23.2、24.1和23.2，至28.3、28.1和26.1。其中，大中型企业生产略高于小型企业，指向疫情后大中企业复工快于小企业。据统计局调查，截至2月25日大中型制造业企业复工率达到85.6%；招商银行调查显示，2月24日已复工的小微企业仅为30%（参见《新冠疫情众生相：招商银行小微企业调查报告》）。

图 13：2月制造业与非制造业PMI达历史最低

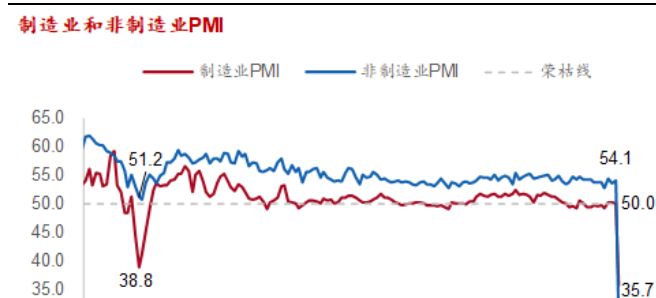
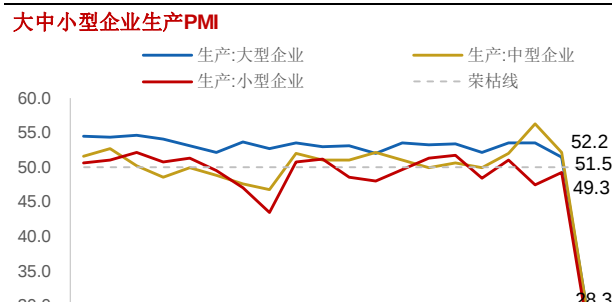


图 14：大中小型企业生产均大幅下滑



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_6883

