

3月份宏观月报

PMI大幅下行，货币保持宽松

■ 核心观点

第一：2月份，中国采购经理指数受新冠肺炎疫情影响较大，制造业 PMI 为 35.7%，比上月下降 14.3 个百分点，低于 2008 年 11 月份全球金融危机期间的最低水平 38.8；非制造业商务活动指数为 29.6%，比上月下降 24.5 个百分点，非制造业受到的负面冲击高于制造业。

第二：2月份的制造业 PMI 具有如下特点：一是保障基本民生的行业受影响相对较小；二是制造业进出口压力加大；三是大、中、小型企业 PMI 普遍回落。

第三：自疫情发生以来，我国的政策部署大致分为经济发展部署暂被搁置、经济发展部署逐渐重启、经济发展部署重要性显著提升三个阶段。国内工业企业的复工复产进度、消费的回补程度以及海外疫情蔓延对外需的影响将成为短期内政策关注的重点。

第四：政策判断上，我们认为宏观调控仍将继续加大逆周期调控，货币政策短期仍将保持宽松。货币政策既要充分发挥好结构性政策工具精准滴灌的功能，确保中小企业现金流不出现大规模断裂，同时要合理利用总量工具稳定总需求。短期操作上，3月份专项债大量发行，同时 1-2 月份经济数据公布，是观察降准或定向降准的重要窗口期。4 月份无论全球还是国内疫情形势都将更为明确，也可以综合评估疫情对宏观经济负面影响的程度，是观察存款基准利率是否会下调的重要时间窗口。

本月市场重点

■ PMI 大幅下行，货币保持宽松

2月29日，国家统计局发布了中国采购经理指数。2月份，中国采购经理指数受新冠肺炎疫情影响较大，制造业 PMI 为 35.7%，比上月下降 14.3 个百分点，低于 2008 年 11 月份全球金融危机期间的最低水平 38.8；非制造业商务活动指数为 29.6%，比上月下降 24.5 个百分点，非制造业受到的负面冲击高于制造业。

2月份的制造业 PMI 具有如下特点：一是保障基本民生的行业受影响相对较小。2月制造业 21 个行业 PMI 均落入收缩区间，但各行业受影响程度不同。其中，化学纤维、通用设备、专用设备、汽车等行业 PMI 落至 30.0%以下；在稳产保供政策支持下，保障人民群众基本生活需求的农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业 PMI 保持在 42.0%以上，提供卫生健康与医疗保障的医药制造业 PMI 为 39.7%，均高于制造业总体水平，受影响相对较小。二是制造业进出口压力加大。新出口订单指数和进口指数分别为 28.7%和 31.9%，较上月下降 20.0 和 17.1 个百分点。受疫情影响，订单取消、延迟交货等情况有所增加。随着新型疫情在全球的蔓延，全球经济增长预期下行，这将会进一步加大制造业出口压力。三是大、中、小型企业 PMI 普遍回落。大、中、小型企业 PMI 分别为 36.3%、35.5%和 34.1%，比上月下降 14.1、14.6 和 14.5 个百分点。

2月的非制造业商务活动指数具有如下特点：**一是服务业景气回落**。服务业商务活动指数为30.1%，比上月下降23.0个百分点。在调查的21个行业中，有19个行业的商务活动指数位于收缩区间，**但金融业商务活动指数为50.1%，继续保持在扩张区间**。交通运输、住宿餐饮、旅游、居民服务等人员聚集性较强的消费行业需求骤减，商务活动指数均落至20.0%以下。**二是建筑业生产经营活动放缓**。从市场预期看，业务活动预期指数为41.8%，较上月下降22.6个百分点，但其中土木工程建筑业业务活动预期指数为51.8%，保持在临界点以上，表明相关企业对行业恢复发展有信心。

由于本次疫情传染性较强，2月份大多数经济活动受居民在家隔离的影响基本停滞，可以预见2月份将是2020年各项经济指标的最低点。**从中央政治局政策部署来看，自疫情发生以来，我国的政策部署大致可以分为三个阶段**。第一阶段（1.20—2.2）：政策的重心在于疫情防控，经济发展部署暂被搁置；第二阶段（2.3—2.20）：加强新型疫情防控工作，经济发展部署逐渐重启；第三阶段（2.21—至今）：统筹做好疫情防控 and 经济发展，经济发展部署重要性显著提升，促进企业恢复生产。

从目前各省最新的新闻发布会可知，规模以上工业企业复工率在70%以上的有19个省或直辖市，规模以上工业企业复工率在60%以上的有24个省或直辖市（包含70%以上），全国中小企业复工率为32.8%。不过，复工不代表完全复产，全国工业企业的复产率将低于复工率。**根据平安租赁发布的平安小微制造复工指数，截至2月26日，当日企业复工率为57.38%，但设备开工率只有35.78%，二者差距21.6个百分点**。在当前疫情形势下，估计3月中下旬全国工业企业有望实现正常的复工复产。根据非典期间的经验，疫情过后，一二产业恢复的速度要快于第三产业。在当前的经济结构中，消费贡献GDP增长的60%，随着国内疫情逐渐被控制，消费能否快速反弹将很大程度影响经济的恢复。此外，当前海外疫情蔓延，这会降低全球经济增长预期，增大我国出口的下行压力，因此，**国内工业企业的复工复产进度、消费的回补程度以及海外疫情蔓延对外需的影响将成为短期内政策关注的重点**。

政策判断上，**我们认为宏观调控仍将继续加大逆周期调控，货币政策短期仍将保持宽松**。货币政策既要充分发挥好结构性政策工具精准滴灌的功能，确保中小企业现金流不出现大规模断裂，同时要合理利用总量工具稳定总需求。短期操作上，3月份专项债大量发行，同时1-2月份经济数据公布，是观察降准或定向降准的重要窗口期。4月份无论全球还是国内疫情形势都将更为明确，也可以综合评估疫情对宏观经济负面影响的程度，是观察存款基准利率是否会下调的重要时间窗口。

图表1 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2019	2019Q4	2019-12	2020-1/2	2020-Q1	2020E
经济增长						
GDP同比(%)	6.1	6.0	-	-	4.3	5.6
工业增加值同比(%)	5.7	5.9	6.9	3.0	3.8	5.0
固定资产投资累计同比(%)	5.4	5.4	5.2	3.8	4.5	6.2
名义消费同比(%)	8.0	7.7	8.0	4.0	4.6	7.0
出口同比(%)	0.5	2.6	7.9	-10.0	-3.0	-2.5
进口同比(%)	-2.7	1.9	16.5	-6.0	-4.6	-1.0
贸易盈余(亿美元)	4219	1274	472	274	784	3667
通货膨胀						
CPI同比(%)	2.9	4.3	4.5	5.2	4.5	2.9
PPI同比(%)	-0.3	-1.2	-0.5	-0.5	-1.2	-0.5
货币信贷						
M2同比(%)	8.7	8.7	8.7	8.2	8.3	8.4

1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率-大型机构 (%)	13.0	13.0	13.0	12.5	12.0	11.0
人民币兑美元汇率中间价	6.98	6.98	6.98	6.98	7.05	7.10

资料来源: WIND, 平安证券研究所

上月重点宏观动态

■ 1 月物价数据公布: CPI 同比 5.4%, PPI 同比 0.1%

事件描述: 2020 年 2 月 10 日, 国家统计局公布了 2020 年 1 月物价数据: 1 月份 CPI 同比 5.4% (上期 4.5%), 环比 1.4%; PPI 同比 0.1% (上期-0.5%), 环比 0.0%。

点评: 第一, 2020 年 1 月份 CPI 上涨 5.4%, 涨幅比上月扩大 0.9 个百分点。同比涨幅扩大既有春节及新冠肺炎疫情影响的因素, 也有今年与去年春节错月、去年对比基数较低的因素。分项来看, 食品和非食品价格都出现一定程度的上涨, 其中食品上涨幅度较大是主要推升因素。第二, 非食品同比和环比皆出现一定幅度的反弹, 这主要受春节期间服务类价格的上涨和原油价格上调带动交通通讯分项的上涨, 更多的源于季节性因素, 而非全面的通胀预期发散。核心 CPI 保持羸弱, 意味着总需求还较为低迷。第三, 疫情短期可能导致食品与非食品价格出现分化。2 月受疫情的影响, 居民大多在家隔离, 服务类需求大幅下降, 除医疗保健外, 服务类相关分项有望回落, 整体非食品环比增速有可能转负。食品方面, 居民的囤货需求增加, 尤其是对保鲜要求较高的蔬菜和水果。同时, 疫情期间农产品的采摘和运输也会受到一定影响, 供需矛盾相对突出。虽然政府采取一定措施来确保生活必需品供应, 短期来看, 2 月份食品仍处于紧平衡之中, 这会给食品价格带来通胀压力。第四, 1 月 PPI 由上月下降 0.5% 转为上涨 0.1%, 主要受去年的低基数以及油价上涨的影响。在 2019 年底我们看好 PPI 短期上涨的逻辑主要是由于宏观经济呈现弱势企稳以及基建投资增速有望在年初显著反弹, 不过新型疫情的出现打乱了经济短期企稳的节奏。我们跟踪的高频数据显示, 短期无论是经济需求还是工业生产都将受到较大的负面冲击, PPI 存在下行压力。长期来看, 疫情对物价的影响要弱于对经济增长的影响, 2020 年政策的核心矛盾仍是稳增长。

■ 央行发布《四季度货币政策执行报告》

事件描述: 2020 年 2 月 19 日晚, 人民银行发布了《2019 年第四季度货币政策执行报告》。

点评: 全球经济增长放缓, 虽有企稳迹象, 但下行风险依然存在。虽然 IMF 预测 2020 年全球经济增速较 2019 年有所好转, 但下行风险依然突出, 全球 PMI 等前瞻性指标也不乐观, 这意味着全球经济的复苏将十分脆弱。未来需要关注: 新冠病毒的传播、贸易摩擦不确定性犹存、金融脆弱性仍在累积、“低增长、低通胀、低利率”环境对货币政策进一步放松构成挑战以及地缘政治紧张局势抬头。国内经济下行压力仍然较大, 企业投资增长乏力, 新冠疫情对中国经济造成一定影响, 但持续时间和规模都有限。关于新型疫情的影响, 该执行报告并没有做太多的分析, 主要表述为“对短期内的经济增长会有影响, 主要体现在消费减少、企业复工较晚等方面”, 这表明央行可能认为疫情对经济的冲击只是短期的。报告对经济的定位还是更多的从中长期, 认为我国经济正在由高速增长转向高质量发展, 结构性、体制性、周期性问题相互交织。强调妥善应对经济下行压力, 坚决不搞“大水漫灌”, 再次重申“房住不炒”和“不把房地产作为短期刺激经济的手段”, 这意味着在总量层面房地产调控难有大幅放松, 房地产政策的边际调整更多体现在“因城施策”, 缓解新型疫情给开发商带来的资金压力。总结来看, 受新冠疫情的影响, 短期我国经济下行压力加大, 货币政策仍将保持稳健偏宽松的态势。但在科学稳健逆周期调节力度的基调下, 货币政策不会出现“大水漫灌”的情形。未来货币政策仍将在稳增长、调结构、防风险之间保持动态的平衡。不过, 通过 LPR 报价的持续下行引导贷款利率下降, 降低实体经济融资成本, 仍是货币政策的重要任务。

■ 习主席就有序复工复产提出 8 点要求

事件描述: 2月23日, 统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上, 习主席要求毫不放松抓紧抓实抓细防控工作, 统筹做好经济社会发展各项工作。对疫情的定位是, 目前疫情防控形势积极向好的态势正在拓展。但当前疫情形势依然严峻复杂, 防控正处在最吃劲的关键阶段, 继续毫不放松抓紧抓实抓细各项防控工作。同时, 有序恢复生产生活秩序, 强化“六稳”举措, 加大政策调节力度, 努力实现今年经济社会发展目标任务。并就有序复工复产提出 8 点要求: 落实分区分级精准复工复产、加大宏观政策调节力度、全面强化稳就业举措、坚决完成脱贫攻坚任务、推动企业复工复产、不失时机抓好春季农业生产、切实保障基本民生、稳住外贸外资基本盘。对经济部署的进一步细化, 也体现了当前形势下经济发展的重要性更加凸显。

月度经济数据预测

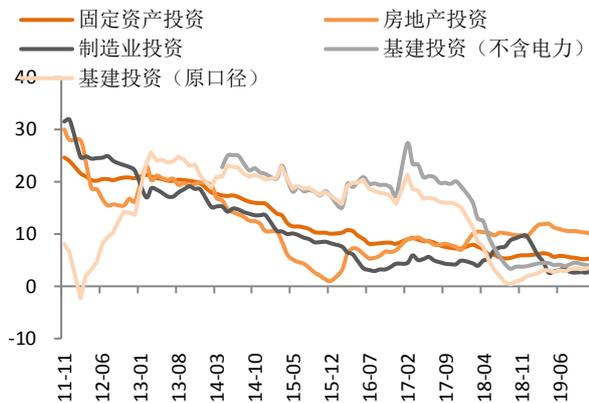
■ 工业: 预计 1-2 月工业增加值 3.0%

受疫情延缓各类企业开工的影响, 1、2 月六大发电集团耗煤量同比大幅下跌, 同比增速分别为 -12.62% 与 -20.5%; 粗钢产量同比增速分别为 4.80% 与 12.53%; 高炉开工率 1 月高于去年同期而 2 月则低于去年同期; 煤炭价格低于去年同期而水泥价格高于去年同期, 说明基建对工业增加值依旧有一定的支撑作用。疫情影响全面大于春节, 1 月受春节错位与 2 月受疫情造成开工率大幅降低的影响, 工业增加值增速下跌是必然趋势。预计 1-2 月工业增加值增速 3.0%。



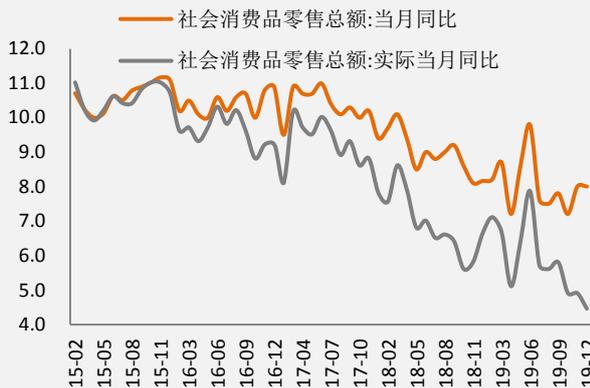
■ 投资: 预计 1-2 月固定资产投资增速 3.8%

1 月制造业 PMI 50.0, 2 月制造业 PMI 大幅下行至 35.7, 低于 2008 年金融危机最低值, 且受到疫情影响出口缩减, 对制造业投资的支撑作用大幅减弱, 需求不振导致制造业投资难有强劲表现, 预计将拖累固定资产投资增速。而房地产政策虽然供给端调控上有边际缓和趋势但幅度不大, 需求端并未放开; 从各类政策会议对于推动重点工程开工的表态来看, 基建投资可能能在一定程度上对 2 月的固定资产投资增速产生小幅支撑。预计 1-2 月固定资产投资增速 3.8%。



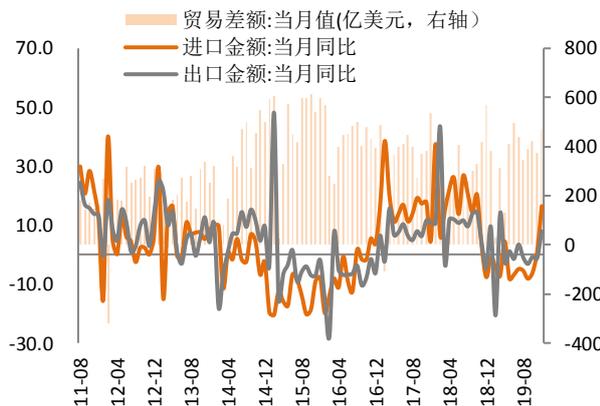
■ 消费：预计 1-2 月社零消费增速 4.0%

受疫情导致需求下降影响，餐饮业受到较大冲击、食品分项可能无法对社零消费产生较好的支撑作用。原油价格相对稳定，但 2 月交运行业需求大减的情况下，石油及相关制品消费恐拖累社零整体情况；1 月受春节错位、2 月受疫情影响，房地产销售低迷，家居建材类消费恐难有两眼表现。但受“宅经济”影响，家电类消费可能出现较好的回升。预计 1-2 月社零消费增速 4.0%。



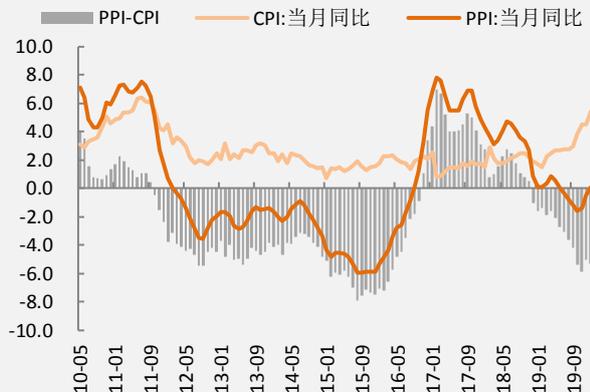
■ 外贸：预计 1-2 月出口增速-10.0%，进口增速-6.0%

1-2 月外贸受到春节错位与疫情的双重影响，进出口双双下跌。首先是 2019 年和 2020 年春节日期不同，造成 2020 年 1 月进出口贸易低点无法与低基数效应对冲。另外是疫情造成我国商品出口受到影响，短期内各国对于消费中国产品具有顾虑。因此，短期预计 1-2 月出口增速-10.0%、进口增速-6.0%，贸易差额 274 亿。



■ 通胀：预计 2 月 CPI 同比 5.2%，PPI 同比-0.5%

近期国内 CPI 主要受猪肉价格推动导致，由于疫情导致猪肉供给不足，2 月猪肉价格继续攀升，22 省市猪肉均价超过 50 元/千克，政策组合拳下，短期内猪肉不会出现大幅上涨，但难以明显下跌。同时，疫情造成蔬菜价格大幅上涨，2 月寿光蔬菜价格指数超过 175，处于历史高位，也将对 CPI 有所支撑。短期预测 2 月 CPI 同比 4.9%。PPI 上，总需求不振叠加原油价格大跌 PPI 将会出现回落。短期预测 2 月 PPI 同比增速-0.5%。



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_6884



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>