

疫情影响初步显现，政策积极应对疫情冲击

——联合宏观信用观察月报（2020年1月）

联合资信、联合评级 宏观研究部

侯睿 马顺福 王信鑫 王妍 吴玥 丁继平

摘要：

- 总体来看，疫情对一月份经济的冲击初步显现，经济增长基本延续上年底企稳的态势。制造业 PMI 小幅回落，非制造业 PMI 有所上升，皆处于扩张区间，但经济景气度边际有所下滑。CPI 受疫情影响明显有大幅上升，由于交通与物流受阻，生猪供给受到冲击，食品运输成本上升，CPI 上涨至 5.4%；PPI 延续企稳回升态势，由降转升，但疫情冲击导致春节延期复工，短期经济下行压力较大，2 月 PPI 走势将会承受较大压力；汽车需求大幅下降，乘用车销售同比下降 21.5%。社会融资规模与人民币贷款增量创新高，金融对实体经济的支持力度加大；受疫情影响国际市场避险情绪上升，美元持续走强，今年以来，人民币对美元汇率贬值 0.7%。总体上，人民币汇率在 7 元附近有贬有升，双向浮动，外汇市场运行平稳，汇率预期稳定。此次疫情相比 SARS 疫情影响范围更广，预计二月份经济增长将承受较大压力。从高频数据来看，2 月份发电耗煤量与高炉开工率均有明显下降。
- 从进出口来看，一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级。美国方面启动公共卫生紧急状态，禁航和停办签证等举措，也将减少中国从美国进口商品和服务的渠道。在此背景下，1 月 15 日中美签署的第一阶段协议当中的 2000 亿美元采购承诺可能受到影响。如果疫情对生产的影响持续到 4 月甚至 6 月，则将会对部分产业的供应链产生一定负面影响，并加速产业外移。从中国进出口集装箱运价指数（CCFI）来看，春节前后中国出口有所下降，进口不变。
- 疫情对经济增长的影响主要体现在以下几个方面：首先，由于隔离防控与人口流动限制，春节期间消费支出大幅减少，尤其体现在线下服务业。第二，全国大部分省市复工时间延长两周至 2 月中旬，外来人员隔离、交通运输不变等原因可能导致复工时间更晚，工业生产将受到冲击。第三，国际人口流动受到限制，国际贸易短期内将受到较大冲击。
- 面对疫情冲击，积极的财政政策更加积极有为，通过缓缴减免税费、贷款贴息等短期性政策措施，支持企业复工复产，稳定就业形势
- 货币金融政策更加适度灵活，保持流动性充裕，降低社会融资实际成本，加大对中小企业金融支持力度，支持企业度过难关，缓解企业信用风险。

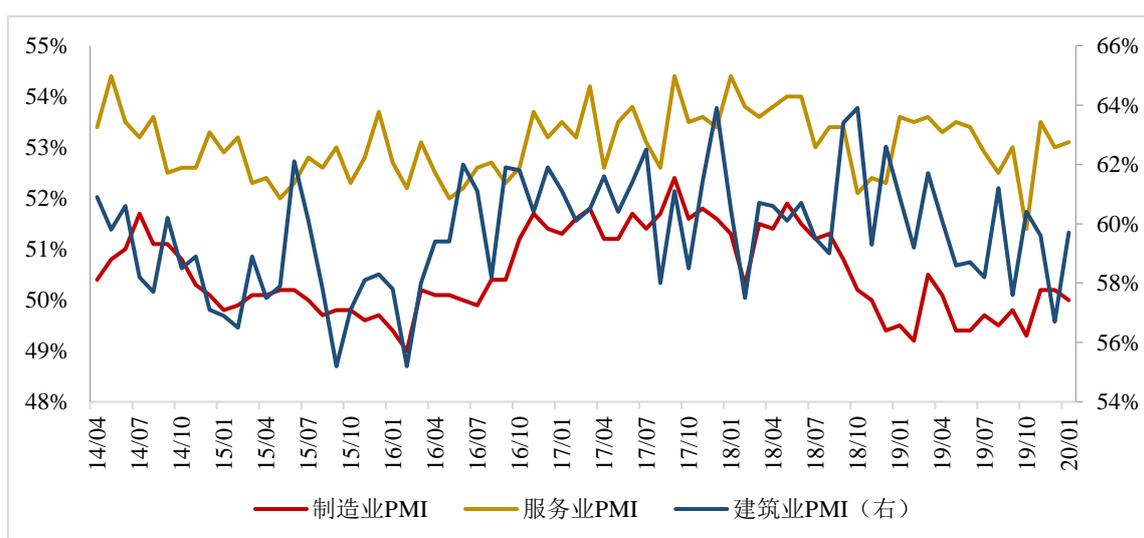
一、宏观经济运行

1 月份，新冠肺炎疫情对经济影响已开始初步体现，经济景气度边际有所下降；汽车需求大幅下降；核心 CPI 及 PPI 收缩压力依然存在；房地产销售量于土地交易量大幅萎缩；国际贸易避险情绪明显。整体看，1 月份经济受疫情影响有所显现，2、3 月份或将进一步显现。

1. 春节错位叠加疫情影响，制造业景气度边际下降

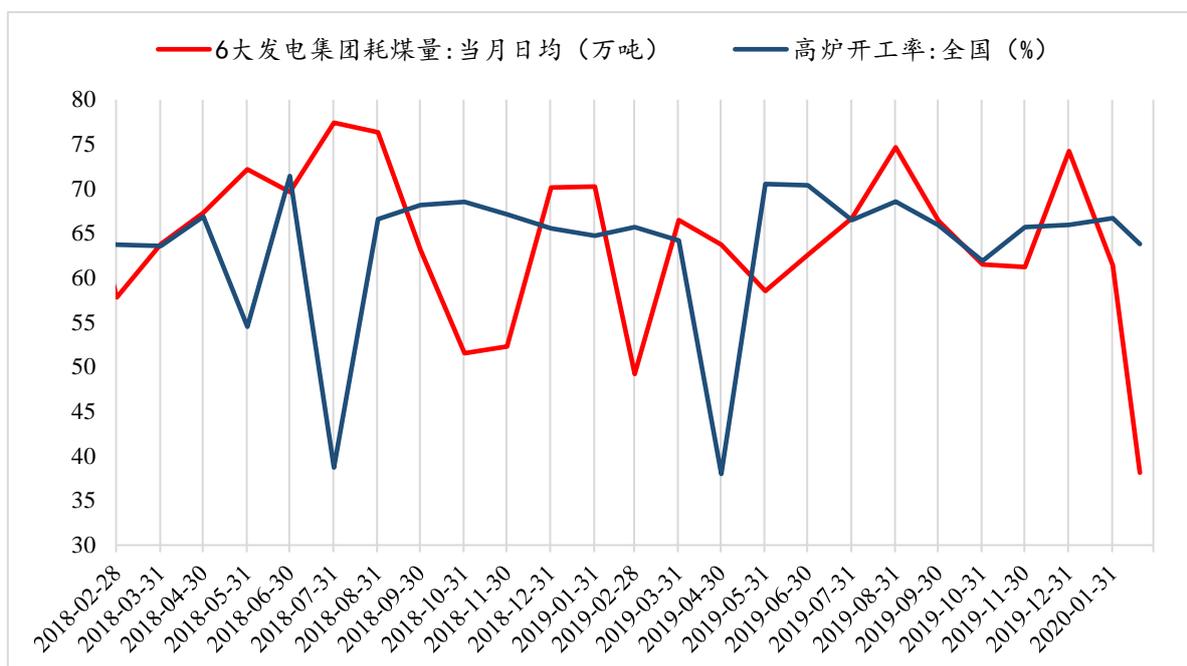
2020 年 1 月，制造业 PMI 较上个月小幅回落 0.2 个百分点至 50.0，连续三月处于扩张区间，但经济景气度边际有所下滑。从分项看：春节假期以及部分地区封城隔离对工业生产产生影响，工业生产扩张速度减缓，生产指数回落 1.9 个百分点至 51.3%。大中型企业分别回落 0.2 与 1.3 个百分点至 50.4%和 50.1%，但仍然处于扩张区间；小型企业回升 1.4 个百分点至 48.6%，经营状况边际有所好转。新订单上升 0.2 至 51.4%，连续三月位于临界点之上，制造业需求持续增长；新出口订单回落 1.6 至 48.7%，跌至收缩区间。主要原材料进口价格指数上升 2 个百分点至 53.8%，而出厂价格指数下滑 0.2 至 49%，企业盈利或将承压。非制造业商务活动指数上升 0.6 个百分点至 54.1%。服务业商务活动指数为 53.1%，比上月上升 0.1 个百分点。建筑业商务活动指数上升 3.0 个百分点至 59.7%，位于较高景气区间，主要受益于基建投资的推进（见图 1）。总体来看，1 月份制造业 PMI 小幅回落，服务业和建筑业 PMI 有所回升，整体经济运行较为平稳，表明经济增长延续上年末回暖趋势，新冠肺炎疫情影响有所显现。

图 1：PMI 指数



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2：高炉开工率以及发电耗煤量



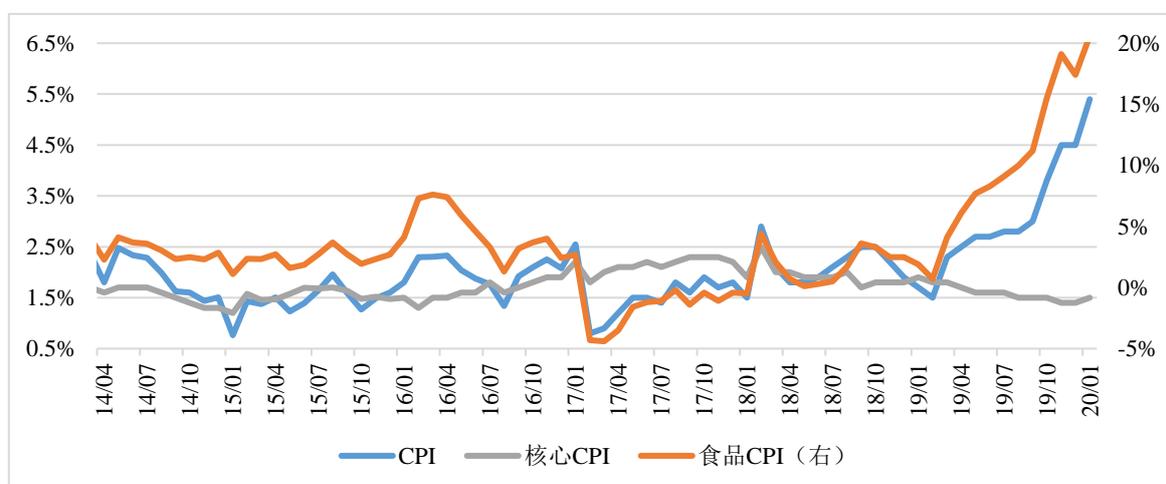
数据来源：Wind，联合资信整理

从高频数据看，2020年1月份的发电耗煤量日均值为61.30万吨，较上年同期（70.26万吨）有所下降，1月份受疫情影响程度不深。截止2020年2月20日，2月日均发电耗煤量为38.13万吨，较上年同期（49.22万吨）有明显下降，也是2011年以来的最低值；高炉开工率1月份平均数为66.17%，环比和同比皆有所上升，2月份前两周平均数为63.81%，有明显下降。2月份高频数据显示经济受疫情冲击程度明显加重。

2. CPI再创新高，PPI由降转升，背离扩大

临近春节叠加疫情影响，1月最后一周猪肉、蔬菜、水果等食品分项价格明显回升，导致1月CPI超预期回升至5.4%（前值4.5%）。猪肉价格上涨116.0%，影响CPI上涨约2.76个百分点；鲜菜价格上涨17.1%，带动CPI上涨约0.45个百分点。一方面疫情的发展导致交通与物流受阻，生猪供给受到冲击，运输成本上升；春节后猪价的季节性回落有所延后，2月下旬猪价或维持高位震荡。与此同时，今年以来湖南和四川先后发生禽流感事件，疫情的发展对春耕产生影响，非洲蝗灾虽止步印度，后续发展值得关注，预计鸡肉鸡蛋和粮食价或将受到冲击。非食品中，受春节前城市务工人员返乡影响，部分服务价格上涨明显，其中美发、家政服务、车辆修理与保养价格分别上涨5.2%、4.7%和4.6%；医疗保健同比上升2.3%，2月份预计将持续上升。此外，节过后大部分务工人员回流较慢，疫情可能导致原本计划外出打工人员不再外出，2月房租或将受到负面。

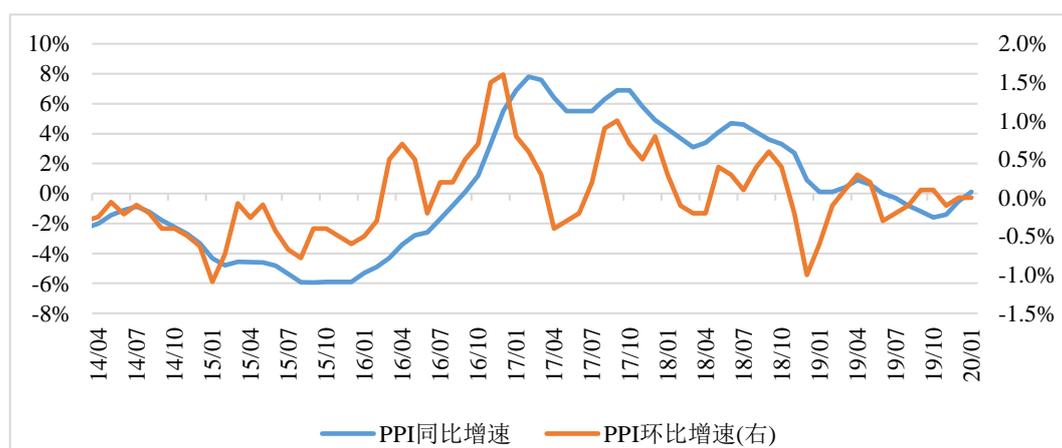
图 3：CPI 同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

1 月 PPI 同比上涨 0.1%（前值-0.5%），由降转升，但与 CPI 增速背离扩大（因 CPI 增速更大）。其中生产资料价格同比降幅收窄（-0.4%，前值-1.2%）；采掘业增幅扩大（4.7%，前值 2.6%）；原料加工业降幅收窄（-2.6%，前值-0.8%）。从环比看，PPI 连续 3 个月持平。从行业来看，受 1 月上旬美伊局势影响油价上涨，石油和天然气开采业涨幅进一步扩大，上涨 4.3%（前值 3.7%）；石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 1.8%（前值 0.7%）。由于疫情冲击导致春节延期复工，短期经济下行压力较大，工业生产在短期内会持续低迷，预计 2 月 PPI 走势将会承受较大压力。

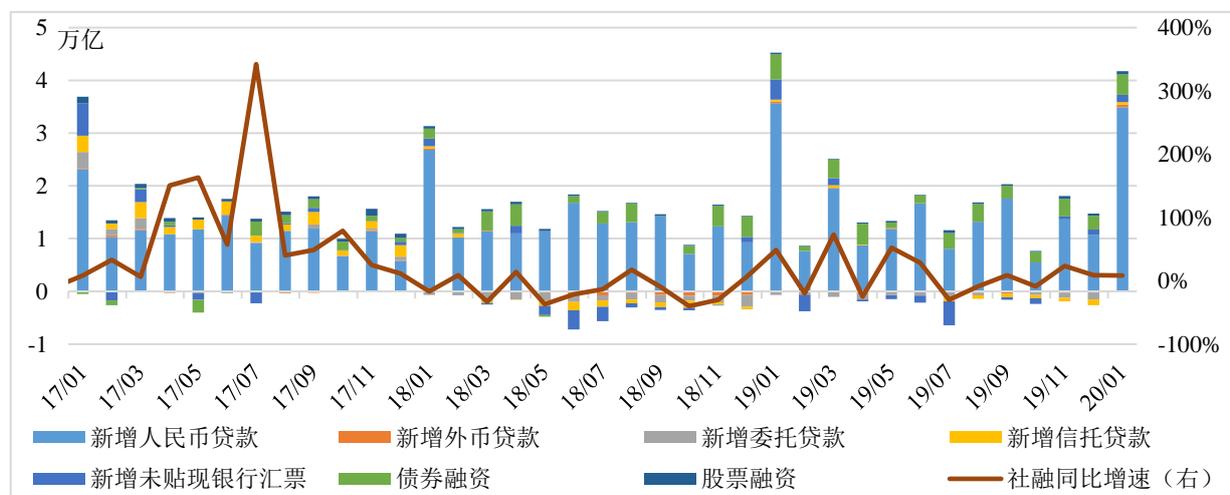
图 4：PPI 增速



数据来源：Wind，联合资信整理

3. 社会融资规模与人民币贷款增量双双创新高，金融对实体经济的支持力度加大

图 5：新增社融构成及同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

1月社会融资规模增量为5.07万亿元，比上年同期增加3909亿元，同比增速达到10.7%。1月份人民币贷款增加3.34万亿元，创单月历史新高。虽然今年1月只有16个工作日，但人民币贷款仍然高于市场估计，反映出逆周期政策进一步发力和年初季节性投放力度较大。从1月的信贷投放结构上看，信贷资金的流向明显朝政策引导的支持实体经济的方向倾斜，全月对企业的信贷投放达2.78万亿(上年同期为2.5万亿)，企业贷款的占比明显提升。拉动社融数据上升的，还有明显高于去年同期的地方政府专项债。地方政府专项债更是高达7613亿的增量，远超去年同期的1699亿。主要原因是去年11月底财政部提前下达今年部分新增专项债额度，1月以来各地专项债发行迅速开闸，当月新增专项债发行量和净融资额逾7000亿元，大幅高于去年1月的约1400亿元。此外，M1增速降至0，疫情对M1产生一定影响。房地产企业现金回笼少，餐饮、旅游、票房等服务业收入大幅下降等因素，导致活期存款阶段性减少。

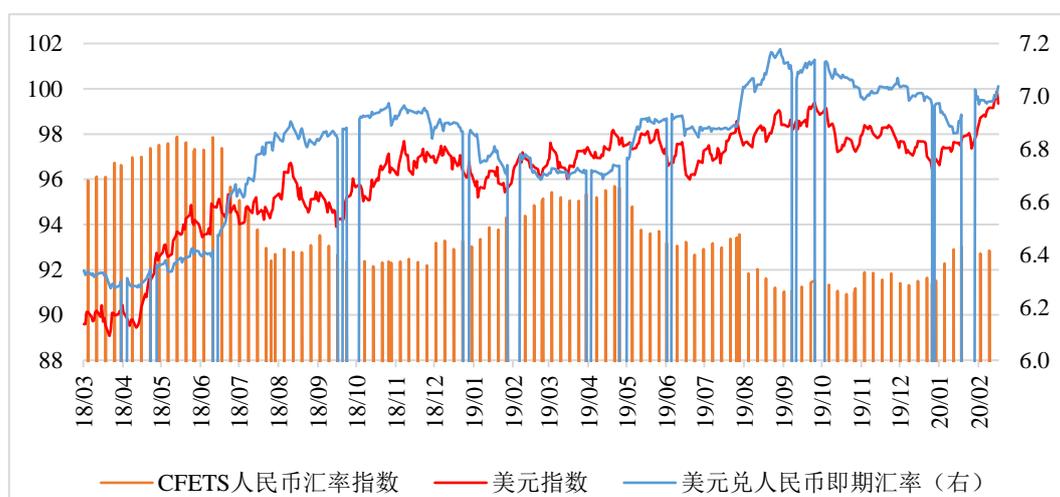
由于疫情防控等隔离措施落地几乎与春节放假同步，1月的金融数据基本未反映出疫情的冲击。市场普遍担忧疫情对于金融数据的影响恐怕会在2月份集中体现。消费贷款可能短暂下降，受企业延迟复工复产的影响，制造业、基建投资、房地产投资等相关贷款需求也会有所延后。1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，有效增加了金融机构支持实体经济的资金来源。疫情的到来加速了经济下行的节奏，全年要完成既定增长目标，预计政策会更加宽松。

4. 外汇储备稳定增加，汇率震荡回升

1月我国外汇储备余额3.12万亿美元，较上月末增加75.73亿美元，外汇储备较为稳定。1月份，美元

兑人民币汇率均值为 6.9161，较 12 月份（7.016）有所下降，2 月份有所上升；1 月美元指数震荡上行较上月末升值 0.91%，2 月份延续上升趋势。从一揽子货币指数看，1 月份人民币汇率兑一篮子货币也有小幅度升值。受疫情影响国际市场避险情绪上升，美元持续走强。今年以来，美元对欧元和日元均升值超过 3%；美元指数逼近 100 关口；韩元、新加坡元、泰铢等亚洲货币也普遍贬值 3% 以上。总体上，人民币汇率在 7 元附近有贬有升，双向浮动，外汇市场运行平稳，汇率预期稳定。目前市场普遍认为，疫情对经济的影响属短期冲击，短暂冲击后外汇市场能够自我修复。

图 6：人民币汇率



数据来源：Wind，联合资信整理

5. 疫情影响下，出口受到影响，对部分产业的供应链产生实质性破坏，并加速产业外移

从进出口来看，目前国外疫情发展愈演愈烈。截止 2 月 26 日，韩国确诊 1595 例、日本 894 例、意大利 470 例，美国 60 例。一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级。美国方面启动公共卫生紧急状态，禁航和停办签证等举措，也将减少中国从美国进口商品和服务的渠道。在此背景下，1 月 15 日中美签署的第一阶段协议当中的 2000 亿美元采购承诺可能受到影响。中美第一阶段协议当中约定，2019 年中国在服务贸易方面的进口，应比 2017 年增加 128 亿美元。而服务贸易方面，最重要的就是旅游业。2 月初，达美航空、美联航、美国航空均暂停了美国往返中国内地的所有航班，时间将持续到 3 月末甚至 4 月末。这将影响到中国游客前往美国的商务出差及旅游，从而减少第一阶段协议中我承诺对美国的服务业进口。我国一季度进出口数据不容乐观。

如今的创新与经济发展已不是单个部门或地区的单独作业，而是跨部门，跨区域的协同创新发展。2003年，中国工业增加值在全球占比仅为6.8%，2017年上升至23.9%。截至2018年，中国已成为120多个国家的最大贸易伙伴。如今，中国在全球供应链中的地位显著。中间品在全部进口中的占比平均达到21.7%（中位数）。任何中间品贸易的中断，都有可能影响到整个生产过程的连续性，从而造成更大的损失，其影响远超中间品贸易本身的减少。目前，由于来自中国的音响系统和其它电子零件短缺，菲亚特-克莱斯勒汽车在塞尔维亚的一个组装厂将停止运营。这是欧洲首个受新型冠状病毒疫情影响而停产的工厂。武汉也是中国汽车制造业的重镇，武汉本身以及国内汽车供应链受到的冲击，也开始蔓延到韩国、日本。2月初，由于来自中国的零部件短缺，韩国现代汽车在国内的生产线已经大面积停产。

总体上看，目前疫情对全球供应链的影响为：中国向其他经济体提供的零部件中间品下降，其影响已经初步扩展到韩国、日本、南欧，并且有可能进一步向其他欧洲国家，以及美国扩展。中国出口集装箱运价指数（CCFI），对比2020年春节后、春节前的变化可以发现：出口运价指数从964.95下降至936.65，降幅为-2.93%。回顾2008年至2019年的12年间，春节后出口运价指数出现上升的有9年，出现下降的仅有3年，跌幅最大是2016年春节后的-1.26%。可见，2020年春节后出口运价指数的降幅，已经明显超出了正常历史区间。另外，从运价指数来看，疫情对进口渠道的影响目前还不明显。同样观察中国进口集装箱运价指数（CICFI）的变化，可以发现：2020年春节前后，该指数变化几乎为0。

在乐观情形下，如果疫情只是较为短期的冲击，其对产业外移影响较少。尤其对机械、电子等优势产业基本没有影响。如果疫情对生产的影响持续到3月甚至4月，可能对出口订单产生影响。尤其对于季节性较强的行业，其新增订单将明显流失，并影响其2季度、甚至3季度的出口生产。每年3、4月都是PMI出口订单下单的高峰期。其中，又以3月订单指数最高。这两个月的订单表现，将决定后续多个月的出口金额。目前，3月初华东进出口商品交易会已经延期，4月的广交会能否正常举行将视疫情发展而定。依赖于武汉工厂生产的外国企业正在考虑替代的供应商，即使替代方案成本可能更高。美国咨询公司蓝丝（Blue Silk）公开建议企业应该立即改变供应链，建立一个不包括中国的替代策略。在极端情况下，如果疫情对生产的影响持续到4月甚至6月，则将会对部分产业的供应链产生一定负面影响，并加速产业外移。尤其对于玩具产业、服装等供应链较短、对配套要求不高的产业。在过去两年中美贸易冲突之间，有些企业已经将生产转移到了东南亚一些国家。叠加贸易战余波，如果疫情对生产的影响持续时间较长，则跨国公司有可能考虑进一步多元化其全球供应链。

6. 疫情对经济的影响将在二月份得到体现

从三大产业来看，疫情对第三产业的影响最大，尤其是线下服务业与消费行业，相比之下影响持续时间也会更加持久。2019年第三产业对GDP累计同比增长的贡献率为59.4%，因此此次疫情对服务业的负面影响范围加大，这会直接反映在短期GDP上。新冠疫情对第二产业的影响也不容低估。第一，为防控疫情扩散，企业复工时间延迟两周至2月中旬，工业活动至少较原来的春节假期推迟。而由于复工意愿、人口流动限制以及复产中的防护标准和物质条件等问题，实际开工时间可能更晚。第二，当前交通运输、物流渠道面临阻滞。钢铁等行业库存量剧增，主要原因是物流受阻、造成货物无法正常运输，部分在途原材料目前也积压在港口待卸。第三，年后制造业订单交付将出现延迟，生产企业面临损失。春节后的2月，服装等季节性产品将迎来赶工、出货高峰。目前，较多订单将面临延误，生产企业将面临扣款及产生更高的交货成本。尤其是出口行业的订单交付延误，可能面临更大的损失。

消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据较差。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行。但目前投资已处于下行通道，疫情可能加速下行趋势。进出口方面，国际旅行受到限制，国际协商过程可能受到干扰、甚至面临暂停，进而影响到潜在的国际贸易。外加2019年中美贸易战不断升级，对美出口大幅降低的情况下，我国一季度进出口数据不容乐观。

民营、中小企业经营环境恶化。对于微观企业来讲，目前疫情对部分企业采购、生产、销售、现金流回款造成冲击，企业的正常偿债资金筹集活动也将受到影响，不排除部分企业会遭遇短期的流动性困难，进而导致无法按期偿付债券本息。根据蚂蚁金服的调查，基于企业无法开工开业、业务量大幅减少、物流受阻以及需要连续承担的租金、工资和利息等运营成本，大约有70%以上的小微企业的经营状况受到了严重冲击。大部分中小企业面临生存困难，这可能就是一个系统性的风险。与此同时，为中小企业提供了大量融资的中小银行存在资产质量问题。中小企业的流动性如果向中小金融机构传导，将会产生金融系统性风险，并对经

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_6935

