2020 年 2 月 9 日
陈骁；魏伟；郭子睿

2月份宏观月报

经济短期承压，长期不必悲观

■ 核心观点

第一：近期公布的高频数据显示经济增长全面下滑。2020 年春节假期 10 天，全国铁路、道路、水路、民航共发送旅客 1.9 亿人次，比去年春运同期下降近 73%。

第二：需求端来看：外贸方面 BDI 指数从 1 月 24 日的 557 持续下行到 2 月 7 日的 415，下行幅度为 25.5%；消费方面，2020 年春节档票房收入仅有 1 个亿，同比下滑 98.3%，预计汽车消费、旅游消费和餐饮消费也都将腰斩；投资方面，2 月首周无地方债发行，基建信托发行量为 34.64 亿，发行总量较低。2020 年春节期间 30 个大中城市商品房成交面积 4.63 万平方米，同比下滑 76.3%。

第三：工业生产方面，根据往年经验，6 大发电集团日均耗煤量在除夕当天最低，之后开始逐渐走强。2020 年春节后第一周，6 大发电集团日均耗煤量 37.6 万吨，相比春节期间的 41.8 万吨，不仅没有回升，反而下降 10%。

第四：疫情会对经济产生负面影响，但影响有短期和长期之分。春节假日的出境旅游消费损失难以弥补，但耐用品如汽车消费可以弥补；工业生产由于复工延迟带来的影响，后续可以通过赶工来弥补。根据非典期间的表现可知，疫情过后一二产业的恢复要快于第三产业。

第五：经济短期承压，政策应对空间充足，长期不必悲观。2020 年货币财政都会超预期发力，结构性改革也可能提速。结构性改革举措虽然短期内难以刺激经济增长，但有助于提振市场主体的信心，改善企业对未来经济的预期。具体来看：地方国企的混改、农地的加快流转，更加包容性的城市化，教育、医疗、养老这些服务业行业向民间资本加快开放。此外，新的区域经济一体化，包括粤港澳大湾区、长三角、西三角、雄安新区等，今年的建设也可能会提速。

本月市场重点

■ 经济短期承压，长期不必悲观

新型疫情的出现是超出市场预期的黑天鹅事件，也会对我国的宏观经济运行产生一定的负面影响。根据交通运输部的估计，**2020 年春节假期 10 天，全国铁路、道路、水路、民航共发送旅客 1.9 亿人次，比去年春运同期下降近 73%**。其中，铁路 3112 万人次、下降 67%，道路 1.5 亿人次、下降 73%，水路 278 万人次、下降 80%，民航 800 万人次、下降 57%。春运前 24 天（1 月 10 日至 2 月 2 日），铁路、道路、水路、民航预计共发送旅客 12.85 亿人次，比去年同期下降 27.4%。

下面我们分别从需求和供给（工业生产）来梳理目前公布的高频数据。

外贸方面，2020 年春节期间具有全球航运晴雨表之称的波罗的海干散货指数(BDI)呈现持续下行的态势，从 1 月 24 日的 557 持续下行到 2 月 7 日的 415，下行幅度为 25.5%，而 2019 年春节期间 BDI 指数走势整体平稳，大致在 595-635 区间范围内

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

波动。**BDI 指数的大幅下滑一方面是源于中国出口订单的下滑，另一方面是由于疫情的发生，不少国家对我国实施一定程度的限制人员流动，这对全球的外贸蒙上一层阴影**。

消费方面，2020 年春节档票房收入仅有 1 个亿，相比 2019 年春节票房收入 58.3 亿，同比下滑 98.3%。对消费影响较大的汽车消费高频数据目前只公布到 1 月 18 日，由于汽车销售大多为线下零售，预计 1-2 月汽车消费仍将显著下滑。投资方面，2 月首周无地方债发行，基建信托发行量为 34.64 亿，发行总量较低。反映基建投资的国内水泥价格指数目前还未更新，从玻璃价格来看，本周全国玻璃期货结算价环比回落 5.5%，回落幅度较大。房地产方面，2020 年春节期间 30 个大中城市商品房成交面积 4.63 万平方米，相比 2019 年春节期间 19.55 万平方米大幅下滑 76.3%。可见，拉动经济增长的外贸、消费和投资都将受到不同程度的负面冲击。

工业生产方面，根据往年经验，6 大发电集团日均耗煤量在除夕当天最低，之后开始逐渐走强。2019 年春节后第一周日均耗煤量 45.7 万吨，相比春节期间日均耗煤量 37.4 万吨回升 22.2%。**2020 年春节后第一周，6 大发电集团日均耗煤量 37.6 万吨，相比春节期间的 41.8 万吨，不仅没有回升，反而下降 10%**。工业生产的走弱很大程度是受复工推迟的影响，据我们统计，全国有 25 个省和自治区要求企业复工时间不得早于 2 月 9 日 24 时，湖北省要求不得早于 2 月 13 日 24 时。

考虑到如下几个因素，即便 2 月 9 日全国大多数省市开始复工，企业生产活动也难以完全恢复：其一 ，人员管控和交通限制。目前很多地区人员出入凭借出入证，交通管制影响原材料和工业产品的运输，企业难以完全复产；其二，医疗防护用品依然紧缺，复工期间如何确保员工安全防护还存在较大挑战；其三，部分员工回到工作地点后仍需居家隔离 14 天。所以，企业的真实复工情况仍需进一步观察，乐观估计需等到 2 月下旬工业企业生产活动才会完全步入正轨，这也就意味着 1-2 月份的经济数据将会出现全面的下滑。后续全国工业生产的复工进度，我们可以根据全国旅客发送量、工业生产的高频数据等进行进一步跟踪。

不过，值得注意的是，**疫情会对经济产生负面影响，但影响有短期和长期之分。春节假日的出境旅游消费损失难以弥补，但耐用品如汽车消费可以弥补；工业生产由于复工延迟带来的影响，后续可以通过赶工来弥补。根据非典期间的表现可知，疫情过后一二产业的恢复要快于第三产业**。2003 年 6 月非典疫情控制后，三季度第一二产业迅速回暖较第二季度分别回升 1.6 和 1.9 个百分点，但第三产业仍然较为低迷。

面对疫情的负面冲击，我国的货币信贷财政等政策逆周期调控显著增强。如春节后两个交易日，人民银行超预期开展公开市场操作，两天累计投放流动性 1.7 万亿元，同时下调 7 天和 14 天逆回购利率 10BP；人民银行联合财政部等设立 3000 亿元专项再贷款，加大金融贷款贴息支持力度，银行贷款利率基本在 2.4%-3.15%中间，企业实际融资成本低于 1.6%；银保监会从增量、降价、提质和扩面四个方面来着手来做好小微企业的金融服务；对受疫情影响较大的比如交通运输、餐饮、住宿、旅游、快递、民航等行业给予增值税、企业所得税等税费的优惠，帮助企业渡过难关。全国各地方政府也纷纷出台政策，通过减免租息、延迟社保缴纳、定向税收优惠和信贷支持等措施缓解企业的经营压力，这有助于大幅缓解疫情对经济的负面冲击。

展望未来，**我国的货币财政应对空间都较为充足，不必对中国 2020 年的中国宏观经济增速过于悲观**。具体来看：货币政策全年降准的次数有望提升至 3-4 次，SLF-MLF-LPR 利率下行幅度加大至 50BP。财政政策更为积极，减税降费与投资支出共举，赤字率破 3 概率增大，专项债有望扩容，针对中小微企业、疫情严重地区和重点行业有税费、转移支付等政策倾斜。

在经济面临下行压力、肺炎负面冲击放大的前提下，结构性改革有可能也会加速。结构性改革举措虽然短期内难以刺激经济增长，但有助于提振市场主体的信心，改善企业对未来经济的预期。具体来看：地方国企的混改、农地的加快流转，更加包容性的城市化，教育、医疗、养老这些服务业行业向民间资本加快开放。此外，新的区域经济一体化，包括粤港澳大湾区、长三角、西三角、雄安新区等，今年的建设也可能会提速。

图表1　宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2019	2019Q4	2019-12	2020-1	2020-Q1	2020E
经济增长						
GDP 同比（%）	6.1	6.0	-	-	4.8	5.6
工业增加值同比（%）	5.7	5.9	6.9	-	3.8	5.0
固定资产投资累计同比（%）	5.4	5.4	5.2	-	4.5	6.2
名义消费同比（%）	8.0	7.7	8.0	-	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	744	3667
通货膨胀						
CPI 同比（%）	2.9	4.3	4.5	4.9	4.5	2.9
PPI 同比（%）	-0.3	-1.2	-0.5	-0.1	-1.2	-0.5
货币信贷						
M2 同比（%）	8.7	8.7	8.7	8.6	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

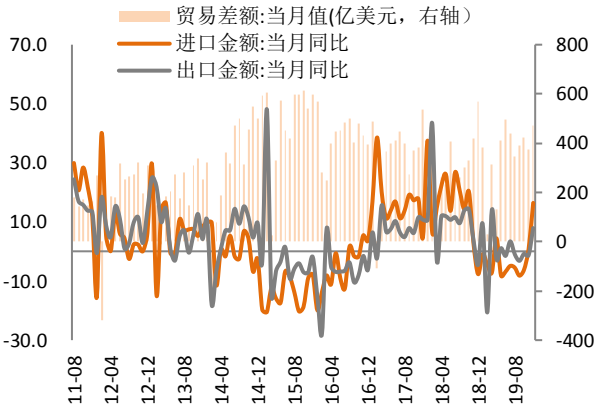
资料来源：WIND，平安证券研究所

注：工业增加值同比、固定资产投资累计同比和名义消费同比国家统计局均公布 1-2 月合并数据，因此对 1 月数据不进行单独预测

月度经济数据预测

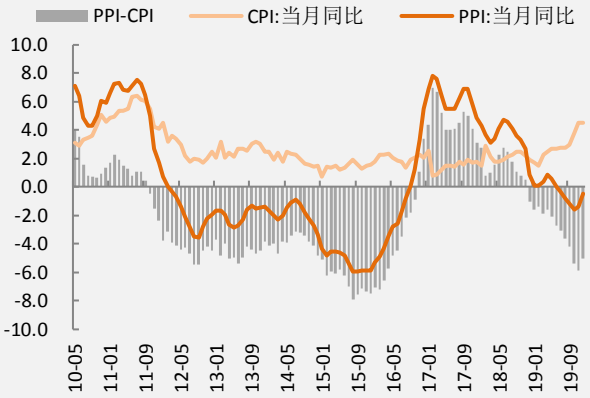
■ **外贸：预计 1 月出口增速-10.0%，进口增速-6.0%**

12 月外贸数据受中美签订第一阶段文本协议以及春节错位的影响大幅回弹，但强势表现难以延续到 1 月。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 月出口增速-10.0%、进口增速-6.0%，贸易差额 274 亿。



■ **通胀：预计 1 月 CPI 同比 4.9%，PPI 同比-0.1%**

近期国内 CPI 主要受猪肉价格推动导致，虽然生猪存栏以及能繁母猪环比数据均开始出现回升，但传导至猪肉价格仍需一轮猪周期的时间，猪肉不会出现明显下跌，而在政策组合拳下春节期间猪肉价格供需总体平衡。PPI 上，2019 年 1 月份 PPI 的基数依然较低，财政前置发力，房地产短期韧性仍存，中美贸易摩擦对制造业投资的负面影响有所缓解，这些有助于工业品价格的回升。短期预测 1 月 PPI 同比增速-0.1%。



资料来源：wind，平安证券研究所

图表2　重要高频经济数据跟踪

高频经济指标		上月值（2019.12）	当月预测（2020.01）	下月趋势（2020-01）
工业	6 大发电日均耗煤量同比	5.82%	-12.62	↓
	发电量同比（规上口径）	3.50%	2.60%	↓
	高炉开工率	65.33%	66.85%	↑
	粗钢产量同比	11.60%	12.00%	↑
	水泥价格同比	0.81%	31.24%	↑
	工业增加值同比	6.90%	-	-
	工业企业利润累计增速	-3.30%	-	-
投资	新增中长期贷款占比	0.35	0.68	↑
	发改委基建项目批复规模（亿元）	3125.41	1291.35	↓
	固定资产投资增速	-3.30%	-	-
消费	消费者信心指数	124.80	122.50	↓
	城镇居民人均可支配收入同比	7.90%	7.80%	↓
	社会消费品零售总额增速	8.0%	-	-
外贸	PMI 新出口订单	50.30	48.70	↓
	PMI 进口指数	49.90	49.00	↓
	BDI 指数	1090.00	487.00	↓
	CCBFI 指数	1192.93	983.53	↓
	CCFI 指数	878.86	965.31	↑
	出口同比增速	7.90%	-10.00%	↓
	进口同比增速	16.50%	-6.00%	↑
	外贸差额(亿美元)	472	274	↑
通胀	农产品批发价格 200 指数	115.90	118.10	↑
	食用农产品价格指数	144.53	148.50	↑
	猪肉价格周环比	2.05%	5.00%	↑
	布伦特原油价格月同比	20.10%	8.30%	↓
	CPI 同比	4.50%	4.90%	↑

	PPI 同比	-0.50%	-0.10%	↑

资料来源：WIND，平安证券研究所

注：橙色数字为预测值，黑色数据为实际值

月度流动性指标跟踪

图表3　重要利率指标跟踪

	最新值 (2020.01.23)	最新值分位	本月均值 2019.01	本月均值分位	月均涨跌	下月趋势展望
R001	2.43	62.5%	2.01	31.4%	5.69	↑
R007	2.60	56.5%	2.67	56.1%	7.70	↑
SHIBOR:3M	2.86	26.6%	2.88	27.5%	-14.64	↓
1 年期国债收益率	2.18	30.7%	2.29	35.9%	-26.80	↓
10 年期国债收益率	2.99	13.2%	3.09	19.8%	-8.02	↓
1 年期国开债收益率	2.39	23.3%	2.45	24.8%	-23.79	↓
10 年期国开债收益率	3.41	20.9%	3.54	26.7%	-4.96	↓
美元兑人民币:中间价	6.89	41.2%	6.92	42.8%	-2.20%	↓
美元指数	97.36	60.7%	97.41	59.7%	0.20%	↑

资料来源：WIND，平安证券研究所

注:美元兑人民币：中间价及美元指数数据为 1 月 31 日数据

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_7423