

疫情产生短期冲击 政策补位加力实施

——2020 年 2 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2020 年 02 月 06 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 国际方面，美欧经济景气均明显好转，事件风险有所缓和。具体来看，或许中美贸易协定有望令净出口对美国 GDP 的拉动率继续维持在历史同期的较好水平，但是进一步提升的可能性不高，而且个人消费和私人投资扩张动能弱化对美国经济增长的拖累也短期难改，于是美国 GDP 增速仍将缓步回落，但是景气回升及良好的就业态势令我们相信，美国经济增速的下行并不意味着衰退的来临。欧洲方面，其景气指数明显改善的同时，英国脱欧终成既定事实，尽管硬脱欧风险进一步降低，但是英国与欧盟在细节方面的争论仍可能带来避险情绪的反复。
- 国内方面，虽然 2019 年四季度 GDP 同比增速持平于三季度，但是 12 月生产端的持续改善引发了市场乐观情绪的抬升，然而需求端并不乐观的扩张前景依旧存在，而且 2020 年一月爆发的疫情也将令经济面临更为剧烈的短期冲击。回顾 2003 年非典冲击可知，疫情对第一产业影响最为明显，对第三产业冲击的影响时间则更持久，预计此次疫情将令 2020 年一季度实际 GDP 同比低于 5%，而全年 GDP 增速则将下行至 5.5%。
- 就通胀而言，疫情的发生带来了新的冲击，回顾 2003 年情况可见，疫情爆发期内经济活动的减少对通胀形成了一定压制，环比增速普遍低于历史同期的中枢水平。就影响而言，2020 年上半年 CPI 同比因由翘尾因素所主导，于是 CPI 新涨的些许回落无碍于其上半年高位运行的总体态势；而 2020 年 PPI 同比则主要由新涨因素所主导，因此疫情带来的边际冲击更大，一季度 PPI 同比增速将再度下探，并对企业盈利形成压制。
- 政策方面，为了应对疫情对经济的短期冲击，管理层及时加以调控，维稳措施相继出台，央行加大流动性呵护的同时，强调对企业特别是中小企业的精准支持，此外财政支持政策也在徐徐落地。展望未来，虽然以疫情防控为重点的金融财税支持仍将继续加力，但是针对于维稳经济的政策则将是下一步政策调控的重点。在此过程中，维持宽松的货币环境、有针对性的信贷支持政策都是必不可少的；然而相较于货币政策而言，财政政策依旧是调控的主角，不仅随着专项债发行及投入使用节奏的进一步加快，2019 年四季度末有所减力的财政支出力度将再度强化，而且 2020 年赤字率的上调也将是大概率事件。政策刺激的补位作用十分关键，其不仅需要加力刺激直接增加需求，更为重要的是通过改革措施的推进优化企业预期，并通过减税降费等措施增强企业活力，进而提升政策调控的乘数效应。

风险提示：国外经济下行超预期，疫情发展超预期

目 录

1. 欧美景气均向好 英国脱欧获通过	5
1.1 美国景气显著提升 美联储仍将维持宽松	5
1.2 欧洲经济改善明显 英国脱欧终于落地	7
2. 生产虽持续改善 但疫情引发冲击	9
2.1 景气小幅回落 生产热情将承压	9
2.2 对美出口继续回落 进口改善挤压顺差	10
2.3 需求扩张暂时企稳 基建秉承补位原则	12
2.4 疫情冲击不可忽视 维稳呵护需更加力	13
2.5 CPI 同比上行趋缓 PPI 同比显著改善	15
3. 维稳更需加力 精准施治是重点	18
3.1 货币政策首当其冲 全面呵护重点扶持	18
3.2 协助疫情防控 财税支持加力	19

图 目 录

图 1: 净出口是 2019 年四季度美国 GDP 重要拉动力	6
图 2: 美国私人投资增长乏力	6
图 3: 美国制造业 PMI 指数	6
图 4: 美国消费者信心指数	6
图 5: 美国私人非农企业员工工资同比增速	6
图 6: 美国失业率继续维持低位	6
图 7: 美国通胀态势	7
图 8: 美联储降息预期概览	7
图 9: 美国制十年期国债收益率	7
图 10: 美国所有联储银行所持正回购协议规模	7
图 11: 欧元区制造业 PMI 指数仍有反复	8
图 12: 欧元区投资者信心指数持续反弹	8
图 13: 法德十年期国债收益率	8
图 14: 德国与意大利十年期国债收益率对比	8
图 15: 欧元区核心通胀水平继续抬升	8
图 16: 欧元对美元汇率	8
图 17: 制造业 PMI 指数变动趋势	9
图 18: 不同规模企业制造业 PMI 指数变动趋势	9
图 19: 制造业 PMI 指数历史趋势对比	9
图 20: 制造业 PMI 就业指数变动趋势	9
图 21: 制造业 PMI 生产及订单指数变动趋势	10
图 22: 制造业 PMI 库存指数变动趋势	10
图 23: 工业增加值同环比增速	10
图 24: 工业增加值当月同比 (分类别)	10
图 25: 高新技术产业工业增加值当月同比	10
图 26: 重点行业工业增加值当月同比	10
图 27: 进出口累计同比增速	11
图 28: 当月贸易顺差	11
图 29: 进出口当月季调同比增速	11
图 30: 中国对主要国家与地区出口同比增速	11
图 31: 固定资产投资同环比增速	12
图 32: 房地产投资累计同比	12
图 33: 基建投资累计同比	12
图 34: 重点行业固定资产投资累计同比	12
图 35: 房地产竣工面积同比大幅改善	12
图 36: 土地购置面积同比虽持续改善但仍为负增长	12
图 37: 消费当月及累计同比	13
图 38: 城乡消费累计同比	13
图 39: 餐饮及零售累计同比	13
图 40: 实物商品网上零售同比	13

图 41: 2003 年非典前后三个产业 GDP 同比	14
图 42: 三个产业占比情况对比	14
图 43: 2003 年非典前后主要行业 GDP 同比	14
图 44: 2003 年非典前后主要行业 GDP 同比 (续)	14
图 45: CPI 同比数据	15
图 46: CPI 环比历史对比	15
图 47: PPI 同环比数据	15
图 48: PPI 环比历史对比	15
图 49: 2003 年通胀环比同中枢对比 (全样本)	16
图 50: 2003 年通胀环比同中枢对比 (2001~2005 样本区)	16
图 51: 2003 年 CPI 环比同期比较	17
图 52: 2003 年 PPI 环比同期比较	17
图 53: 2003 年食品 CPI 环比同期比较	17
图 54: 2003 年非食品 CPI 环比同期比较	17
图 55: 2020 年上半年 CPI 翘尾位居高位	17
图 56: 2020 年 PPI 翘尾总体维持较低水平	17
图 57: 央行开展大力度净投放	19
图 58: 货币市场利率维持低位	19
图 59: 逆回购利率小幅下调	19
图 60: 信用利差维持稳定	19

2019 年 12 月数据显示，外部经济景气态势明显好转，而且英国脱欧事宜也终于落地，硬脱欧风险进一步降低；国内方面，生产热情进一步提升，工业增加值同比增速的改善与此前改善的制造业 PMI 数据相互印证，但是需求端的制约依旧存在，本就受制于基数效应而承压的经济增速，在疫情的冲击下将面临更大的下行压力，应对于此，宽松的货币环境以及精准施治的结构呵护必不可少，与此同时，更为重要的是加大财政刺激呵护需求的同时帮助企业，特别是中小企业度过难关，最大程度降低疫情间接影响的幅度。

1. 欧美景气均向好 英国脱欧获通过

1.1 美国景气显著提升 美联储仍将维持宽松

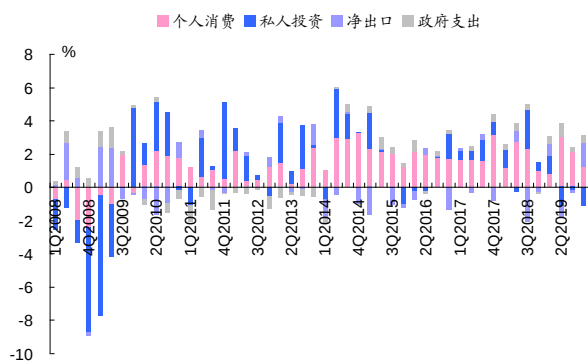
美国 2019 年四季度数据显示，其 GDP 同比增长 2.1%，与三季度持平，但是从 GDP 结构可见，净出口是四季度 GDP 增速得以维持的重要支撑，当季净出口对 GDP 的拉动率达到 1.48%，较三季度提升超过 1.5 个百分点，同期个人消费和私人投资则分别回落 0.92 和 0.91 个百分点至 1.20% 和 -1.08%，对比历史可知，2019 年四季度净出口高达 1.48% 的拉动率是 2000 年以来同期的第三好成绩，排在其之前的为 2007 年和 2006 年四季度的 1.99% 和 1.73%。或许中美贸易协定有望令净出口对美国 GDP 的拉动率继续维持在历史同期的较好水平，但是进一步提升的可能性不高，而且个人消费和私人投资扩张动能弱化对美国经济增长的拖累也短期难改，于是美国 GDP 增速仍将缓步回落。

就景气数据而言，继 Mankt 制造业 PMI 指数触底回升后，ISM 制造业 PMI 指数也在 1 月份出现大幅改善，其提升 3.1 个百分点至 50.90%，自 2019 年 8 月份以来首次回归扩张区，其中产出 PMI 改善最为明显，自 2019 年 12 月 44.8% 大幅抬升至 54.3%，升幅达 9.5 个百分点；与此同时，消费者信心指数也小幅改善。较低的失业率水平，虽然下降但仍为增长的时薪都为消费提供了助力，只是在持续扩张多年后，扩张动力趋弱难以避免，我们坚持认为美国经济增速下行但并非衰退。

为此货币政策的呵护尚不会扭转，芝商所数据显示 2020 年下半年美联储仍将最少降息一次。与此同时，2008 年以来持续 QE 导致金融体系杠杆交易大行其道，金融脆弱性对流动性呵护的诉求更为急迫，美联储自 2019 年 9 月开始的正回购操作在 2020 年也将得以继续，总体看美联储继续维持宽松货币环境不仅是经济

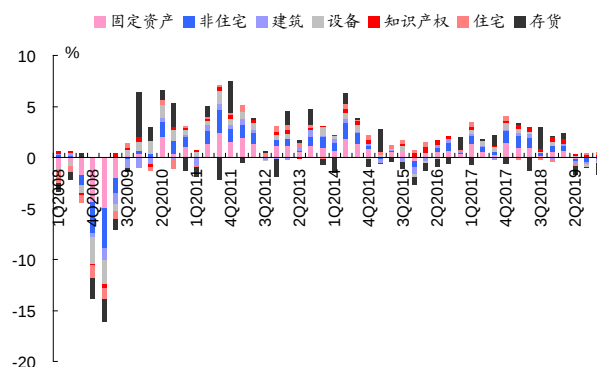
层面的需求，同样是维护金融市场稳定的需求。

图 1: 净出口是 2019 年四季度美国 GDP 重要拉动力



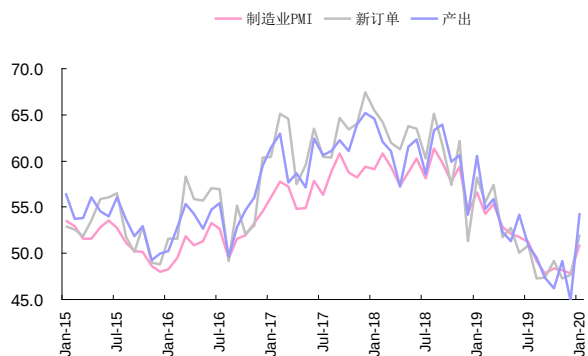
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 美国私人投资增长乏力



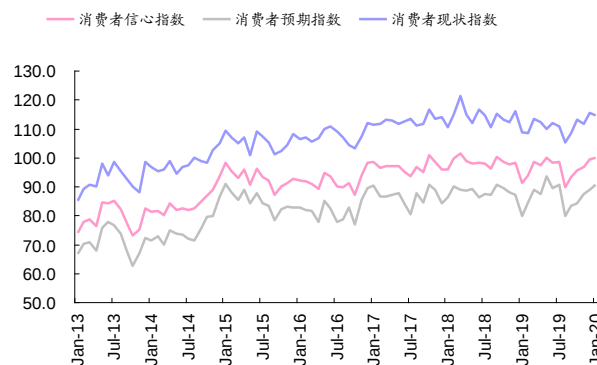
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 美国制造业 PMI 指数



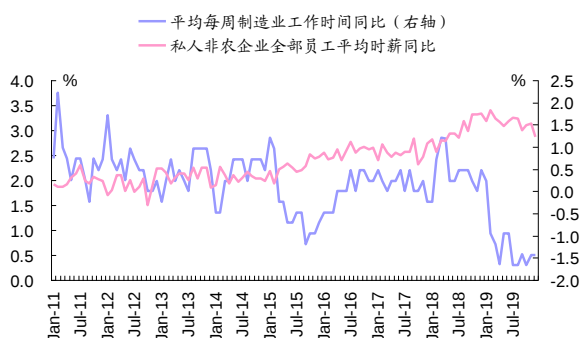
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美国消费者信心指数



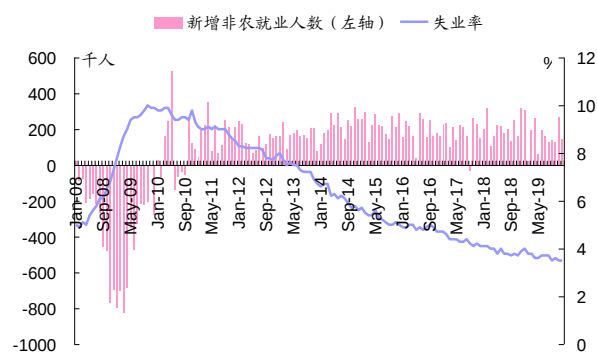
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 美国私人非农企业员工工资同比增速



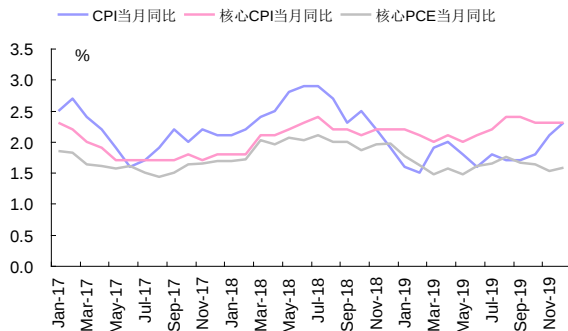
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 美国失业率继续维持低位



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 美国通胀态势



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 美国制十年期国债收益率



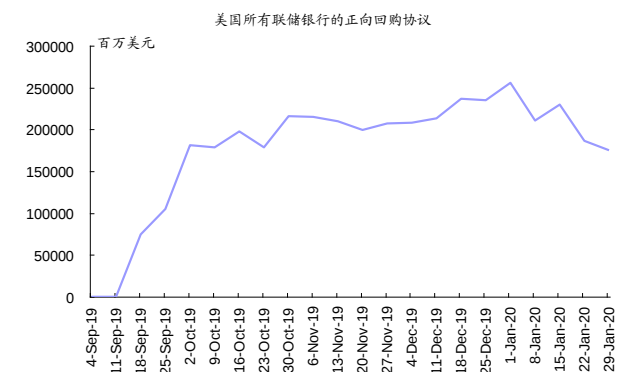
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 美联储降息预期概览

MEETING DATE	25-50	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175
2020/3/18				0.0%	10.0%	90.0%
2020/4/29		0.0%	0.0%	2.5%	29.7%	67.8%
2020/6/10	0.0%	0.0%	0.7%	9.8%	40.1%	49.4%
2020/7/29	0.0%	0.2%	2.9%	17.2%	42.3%	37.4%
2020/9/16	0.0%	1.0%	7.2%	24.7%	40.9%	26.2%
2020/11/5	0.2%	1.9%	9.8%	27.2%	38.7%	22.2%
2020/12/16	0.8%	4.5%	15.6%	31.0%	33.2%	14.9%

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 美国所有联储银行所持正回购协议规模



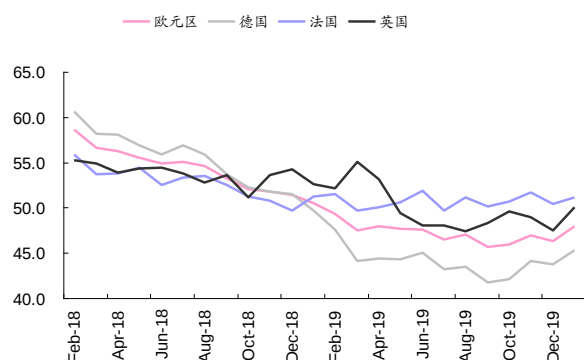
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.2 欧洲经济改善明显 英国脱欧终于落地

在持之以恒货币宽松、全球需求缓慢改善以及经济自身周期力量的影响下，欧洲经济改善的迹象愈加明显。数据显示，2020 年 1 月份欧元区制造业 PMI 指数显著回升 1.6 个百分点至 47.9%，德法两国制造业 PMI 指数分别回升 1.6 和 0.7 个百分点至 45.3% 和 51.1%，经济收缩力度有所缓和，区内经济边际向好迹象进一步明朗。

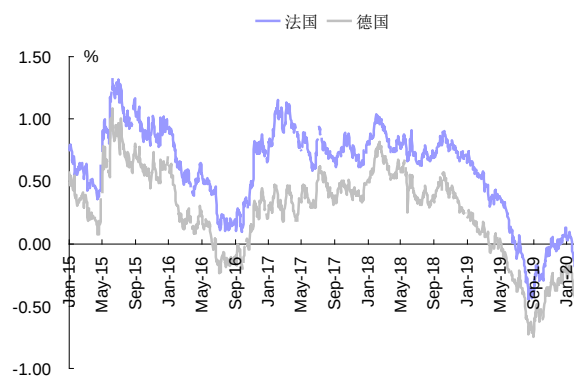
与此同时，以绝对优势获得大选胜利的保守党终于令脱欧协议得以通过，不仅英国完成了与脱欧有关的所有法律程序，而且还得到了欧洲议会的批准，英国脱欧成为既定事实。尽管硬脱欧的风险因此进一步降低，但是在随后的缓冲期内英国和欧盟有关脱欧细节的争论估计仍不会少，无论对于英国人，还是全球特别是欧洲的投资者来说，不确定性依旧存在。就短期来看，中国疫情的冲击显然是当前的核心力量，欧元区避险风险因此再度抬升，德法两国十年期国债收益率再度降至零轴以下，负利率资产规模大幅增长。

图 11: 欧元区制造业 PMI 指数仍有反复



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 法德十年期国债收益率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 欧元区核心通胀水平继续抬升

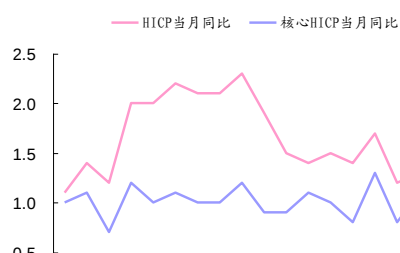
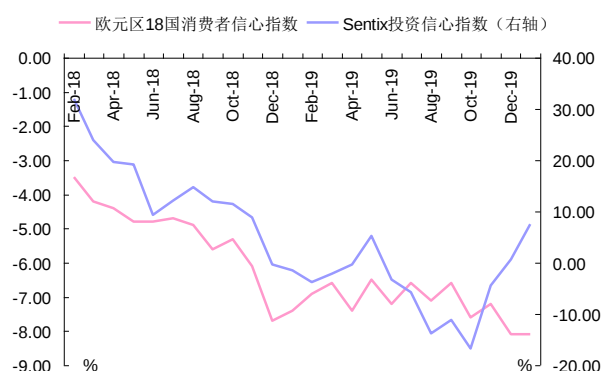
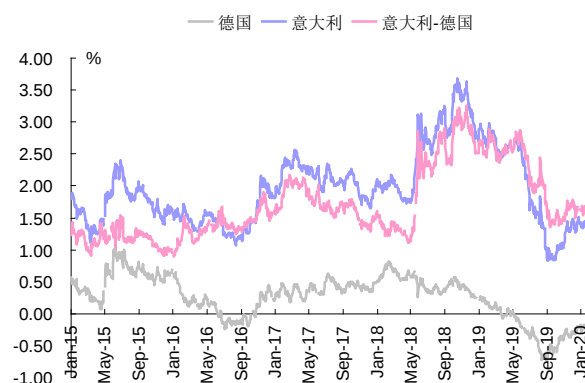


图 12: 欧元区投资者信心指数持续反弹



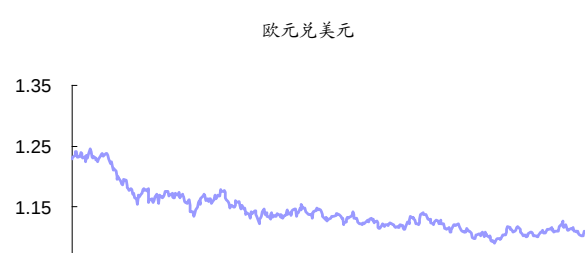
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 德国与意大利十年期国债收益率对比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 欧元对美元汇率



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_7440

