

## 疫情冲击下的月度经济展望

### 摘要

此前经济呈现持续企稳态势，但短期受新型肺炎疫情冲击，经济短期承压。1月20日之前经济数据，包括高频数据呈现企稳态势，但1月20日之后经济数据已经体现出疫情冲击。其中住宿餐饮、旅游、电影以及交运等受影响较大，需求方面，消费受冲击最大，投资和出口或相对平稳。2月开始经济数据将逐步体现冲击，1季度GDP增速预计可能放缓至5%-5.5%，具体情况有待继续观察。但也无需过度悲观。一方面，疫情冲击更多是短期的，预计冲击主要集中在1季度甚至1月下旬2月上旬，冲击过后经济将恢复正常；另一方面，稳增长政策将发力，来对冲疫情对经济的冲击。因而也无需过度悲观，经济更多呈现短期有限的放缓，长期趋势不发生变化。

2月是实体经济数据空窗期，预期的变化可能比疫情对经济的实际冲击影响更大。对资本市场来说，股市或短期承压，但不改变趋势。而债市短期受经济放缓和央行保持流动性款宽松推动，将继续走强，但疫情冲击退出后，债市或恢复震荡态势。

风险提示：经济下行超预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟  
执业证号：S1250519060003  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

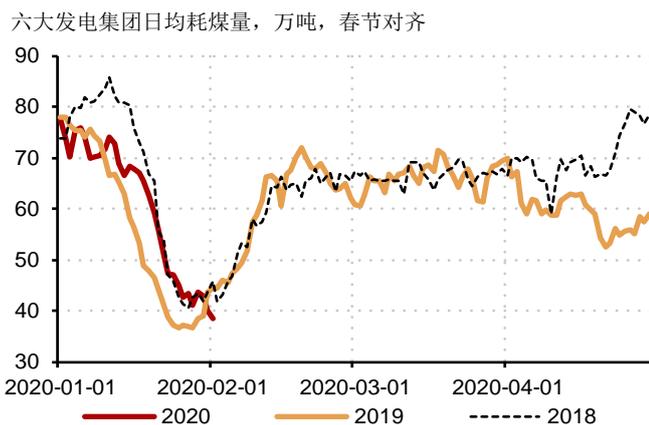
1. 英国脱欧与联储会议之外，春节海外还有哪些需要关注？ (2020-02-02)
2. 新型肺炎列入PHEIC对贸易影响有限 (2020-01-31)
3. 客观看待新型肺炎疫情对经济和资本市场的冲击 (2020-01-30)
4. 经济企稳继续得到确认 (2020-01-19)
5. 抓住经济回升的主趋势，无需顾虑部分小质疑 (2020-01-19)
6. 全面看待中美第一阶段经贸协议 (2020-01-16)
7. 实体融资稳步改善，结构继续优化 (2020-01-16)
8. 推升贸易增速的三大因素 (2020-01-14)
9. 如何在利率市场化进程中降低实体融资成本 (2020-01-13)
10. 重视工业品价格走势，经济延续企稳 (2020-01-13)

## 1 疫情对经济冲击在高频数据中开始体现

疫情爆发前后经济数据表现明显不同。从高频数据来看，1月经济呈现明显的阶段性特征。疫情之前，经济持续保持平稳状况。无论是生产面的六大发电集团耗煤量，还是需求面的30个大中城市商品房销售面积，增速都基本保持稳定，意味着经济延续此前企稳势头。但从1月20日左右疫情向全国蔓延之后，高频数据就开始走弱。六大发电集团耗煤量和30个大中城市商品房销售面积都低于往年同期，显示疫情对经济冲击已经开始在高频数据中体现。因此，基于1月20日之前数据统计的1月PMI对全月经济状况反映并不充足，而是更多反映疫情蔓延之前经济持续企稳的情况。

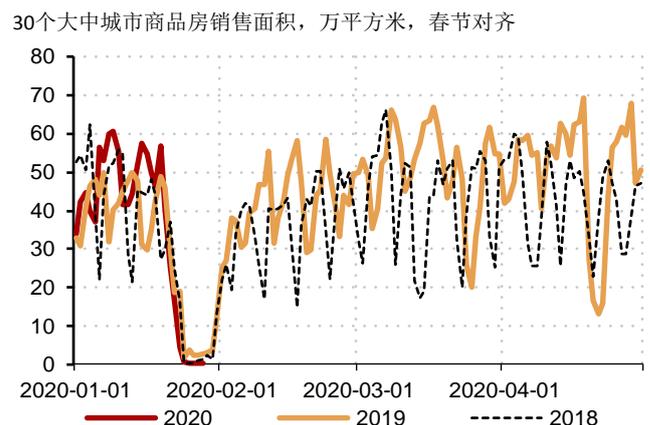
春节期间，工业生产处于淡季，疫情冲击有限，但春季如果开工持续延迟，对经济的冲击将持续体现。由于春节期间工业生产持续处于淡季，因而疫情对春节期间工业生产冲击或有限。但由于疫情持续，因此春节假期延长，企业开工延迟。这导致在高频数据层面表现为春节期间低位水平上运行。六大发电集团耗煤量同比增速在春节对齐后，明年低于往年节后水平，继续与春节期间水平持平。而30个大中城市商品房销售面积也继续在春节期间的低位运行，成交量接近零水平。

图1：春节后六大发电集团耗煤量未能季节性恢复



数据来源：wind、西南证券整理

图2：30个大中城市商品房销售额持续低位运行



数据来源：wind、西南证券整理

疫情对需求层面的冲击主要体现在消费层面，其中住宿餐饮、电影娱乐、旅游等行业或受冲击较为明显。从03年非典疫情对经济冲击经验来看，冲击主要体现在消费层面。社会消费品零售总额从03年1季度9%左右的增速开始下滑，到4月下降至7.7%，5月进一步下降至4.3%，而后6月有所回升，3季度回升至10%左右。其中住宿餐饮、电影娱乐、旅游等行业受冲击较为明显。19年春节黄金周国内旅游收入5139亿元，春节后两周国内票房93亿元，这些在今年都将明显下降。1-2月社零增速将有明显下降，我们预计同比增速将放缓至4.5%左右。

疫情对出口和投资冲击相对较为有限。虽然近期国际卫生组织将新型肺炎列入PHEIC，但从2009年以来海外5次相同事件来看，对出口影响都不明显。而相对来说，服务出口，特别是旅游出口可能将有大幅度的下降，这意味着服务贸易逆差将有明显扩大。同时，从非典时期情况来看，疫情对固定资产投资影响有限，同时考虑到1月地方债发行大幅放量，基建投资将有所回升。而房地产投资将保持相对平稳。基数效应推动制造业投资改善。投资将继续保持总体平稳态势。

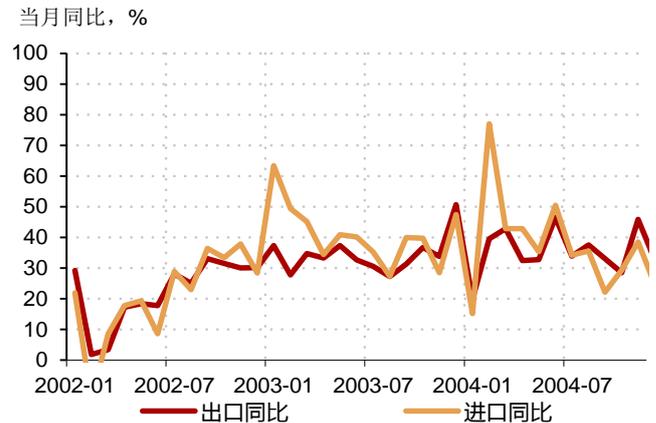
2月属于实体经济数据真空期，疫情对经济的冲击有待继续观察确认。由于2月并不公布1月投资、消费、工业增加值等实体经济数据，因而除出口外，尚不能确认疫情对经济的冲击。需要结合高频数据继续观察。能够有效的观测疫情对经济的冲击需要到3月中旬，而在目前到3月中旬，预期波动的影响可能比疫情对经济实际冲击更重要。

图3：非典期间社会消费品零售总额下降明显



数据来源：wind、西南证券整理

图4：疫情对进出口的冲击并不明显



数据来源：wind、西南证券整理

疫情对经济的冲击不可忽视，但也无需过度悲观。结合非典经验，从对经济冲击来看，本次疫情对经济的冲击集中在20年1季度，可能导致当季经济同比增速放缓0.5-1个百分点左右，但冲击不具有可持续性，不改变经济总体走势。从结构看，对交通运输、住宿餐饮等行业冲击最大，而从需求面来看，对消费和旅游出口冲击最大。但同时，当前经济状况与2003年存在很大不同，债务水平较高意味着生产活动下降可能导致金融风险上升，同时，经济内生增长动力减弱，对冲击的抵御能力可能低于03年。因而需要更为有力的稳增长政策进行对冲。疫情对经济的冲击不可忽视，但考虑到政策及时应对，以及疫情对经济冲击为一次性的，预计经济将从2季度开始快速回复至正常状态，因而无需过度悲观。

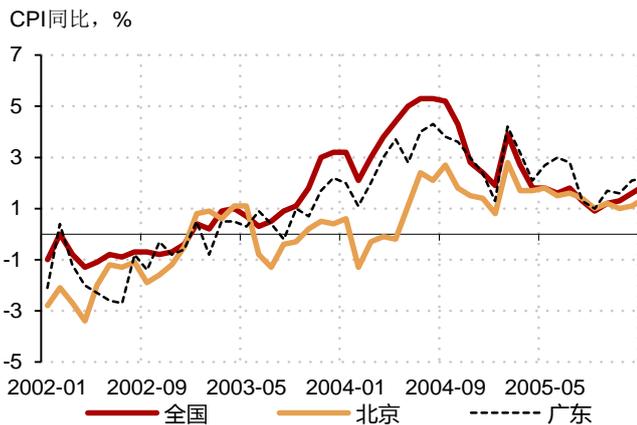
## 2 通胀保持平稳，受疫情冲击有限

**春节期间物价基本保持平稳。**根据商务部监测数据，春节期间全国食品价格保持平稳，粮食、肉类价格均保持平稳，蔬菜价格有所下降。疫情严重的湖北省生活必需品市场运行平稳，截止2月1日，大米、食用油库存可保持10天左右供应，猪肉、禽肉、鸡蛋可保证1周左右供应，蔬菜库存1.7万吨，处在增加过程中。春节期间，全国物价并未出现明显的上涨压力，继续保持平稳。

**非典经验显示，疫情对通胀的冲击或有限。**从非典经验来看，疫情期间，CPI基本保持平稳，随着经济企稳，经济从02年末03年初开始走出通缩，CPI进入回升通道。非典也并未对这个趋势产生明显助推作用，反而CPI同比增速快速回升是在03年下半年和04年上半年，CPI同比增速在04年中达到5%以上。其中食品和总体CPI呈现出同样走势，非典期间食品CPI仅仅小幅提升至3%左右，显著小于04年中近15%的增速。因而从数据来看，疫情对通胀的影响相对有限。同样，在重点疫区，如北京、广东，同样没有看到疫情导致通胀的大幅度提升。因而我们总体认为，疫情对通胀冲击有限。

**猪肉价格继续保持平稳，通胀压力有限。**前期供给较为紧张的猪肉价格在春节期间基本保持平稳。截止2月1日，商务部监测的猪肉批发价格为49.33元/公斤，近较春节前上涨3.1%，猪肉价格未能在春节期间大幅上升。由于春节期间通胀压力有限，因而我们预测虽然有春节错位因素推动，1月CPI同比仅会有小幅回升，预计可能上升至4.8%左右，而在2月将再度回落，通胀压力整体有限。

图5：非典时期通胀压力有限



数据来源：wind、西南证券整理

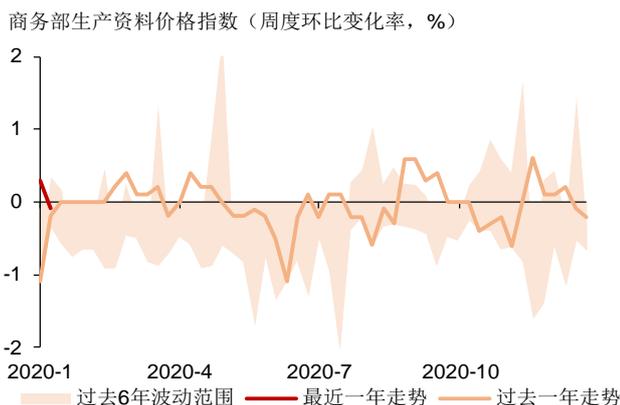
图6：猪肉价格保持平稳



数据来源：wind、西南证券整理

**PPI 同比环比平稳，低基数因素将推动同比增速转正。**高频数据显示1月上中旬工业品价格环比持平，下旬虽有疫情影响，但尚未发现工业品价格大幅下滑的证据，全月工业品价格环比或持平。同时叠加低基数因素，工业品价格同比增速将继续收窄，预计1月PPI同比可能转正至0.2%左右。受疫情影响，2月之后需求短期走弱可能导致工业品价格小幅放缓，因而1季度PPI同比可能在小幅高于0的水平上运行。

图7：工业品价格环比基本持平



数据来源：wind、西南证券整理

图8：水泥价格季节性有所回落



数据来源：wind、西南证券整理

### 3 稳增长政策将加码，资本市场无需过度反应

面对疫情冲击，首要的政策依然是加强防控措施，这是减缓疫情最重要的方式。而疫情的状况是对经济冲击的基础，疫情越轻一分，对经济的冲击就少一分。因而强力防控措施在疫情得到有效缓解之前依然会坚决执行，即使短期对经济有所冲击。

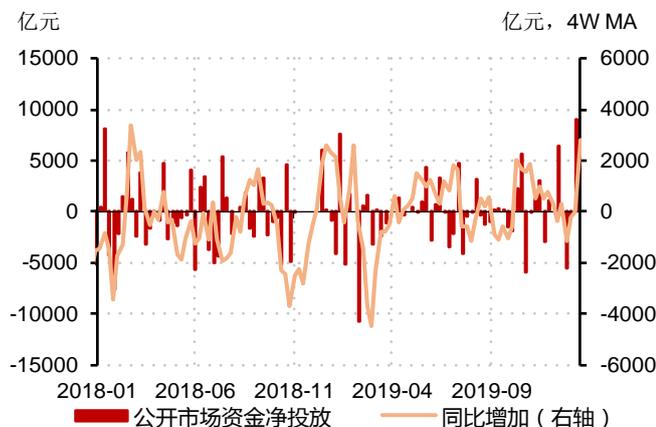
货币政策也将适度发力，除常规降准降息之外，更会对特定企业部分融资适当展期。一方面，货币政策会通过加大公开市场资金投放、降准以及引导 LPR 利率调降等降低实体融资成本，央行已经宣布 2 月 3 日之后将投放 1.2 万亿流动性以平稳市场预期，如果疫情对经济冲击继续加剧，央行将采取降准、以及调降 LPR 利率等措施。而另一方面更为重要的是，针对较为以来营运资金，负债较高，受疫情冲击又较大的行业或企业，如餐饮业等，监管机构将适当引导银行贷款等金融机构贷款进行延期，降低疫情可能带来的金融风险。当前货币政策当局和金融监管机构已经开始调整相关政策。近期银保监会要求，银行要对受疫情影响暂时失去收入来源的人群，在信贷政策上予以适当倾斜，灵活调整住房按揭、信用卡等个人信贷还款安排，合理延后还款期限，未来这种政策还可能适当扩大范围。

财政将会更为显著的发力，以稳定经济。非典期间，财政发力幅度有限。财政支出增速并未提升，财政盈余同比甚至有所扩大。但目前经济下行压力大于非典时期，预计财政将有更为显著的发力。一方面，财政赤字规模将有所扩大，另一方面，可能存在以地方政府专项债形势增加对部分地区财力补充的可能，因而地方政府转型债可能较去年有显著增加。我们预计可能增加至 3.5 万亿以上。

对债市来说，在央行宽松政策呵护和对经济下行压力担忧之下，存在进一步走强的可能。受疫情冲击，经济短期将继续走弱。而为了应对疫情冲击，货币政策将更为宽松。近期央行也表示将在节后加大流动性投放，保持流动性充裕。因而宽松的流动性和经济下行压力将共同驱动债市在之前快速走牛的基础上进一步走强。

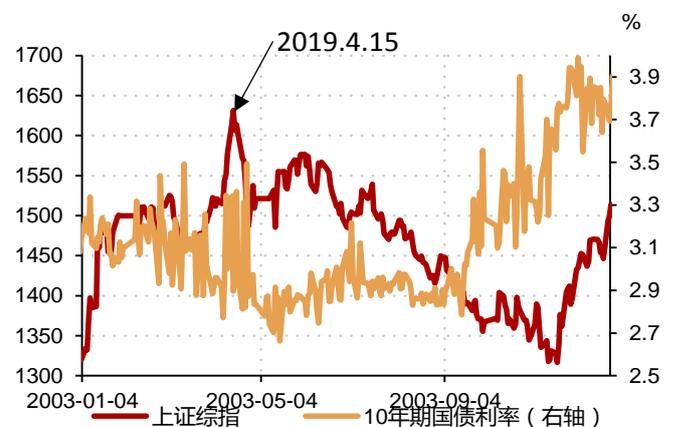
疫情对股市冲击更多是短期的。疫情对资本市场的冲击也更多是短期的，难以产生持续冲击。目前来看，结构股市或继续有所调整，但幅度有限，调整更多集中在消费、交运等行业，而医药、周期、TMT 等行业受冲击相对有限。而对债市来说，央行表态继续保持流动性充裕和经济下行压力上升，可能继续推动债市进一步走强。

图 9：央行加大公开市场资金投放



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：疫情对资本市场冲击更多是短期的



数据来源：wind、西南证券整理

**表 1：西南证券月度宏观数据预测**

												预测误差及修正		市场预期		
		2018-12	2019-1	2019-2	2019-7	2019-8	2019-9	2019-10	2019-11	2019-12	2020-1	2020-2	2019-12F	2020-1F	2020-1F	2020-2F
CPI	同比%	1.9	1.7	1.5	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	<b>4.8</b>	<b>4.0</b>	-0.1	-0.1	5.0	4.2
PPI	同比%	0.9	0.1	0.1	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	0.2	-0.3	0.2	0.2
工业增加值真实增速/1	同比%	5.7		5.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9		<b>5.0</b>	-1.4			
固定资产投资累积名义增速/1	同比%	5.9		6.1	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4		<b>5.3</b>	-0.1			
消费品零售名义增速/1	同比%	8.2		8.2	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0		<b>4.5</b>	-0.2			
新增人民币贷款	亿人民币	10800	32300	8858	10600	12100	16900	6613	13900	11400	<b>26000</b>	<b>15000</b>	-400	-3000.0	30000	
社会融资总额	亿人民币	19311	46791	9665	12872	21956	25142	8680	19937	21030	<b>45000</b>	<b>13000</b>	-5030	3000.0	48000	
M2增速	同比%	8.1	8.4	8.0	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	<b>8.6</b>	<b>8.8</b>	-0.3	0.1	8.5	8.7
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	0.0	0.0		
出口名义增速(美元计价)	同比%	-4.4	9.1	-20.7	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.1	7.6	<b>-1.0</b>	<b>6.0</b>	-2.6	-1.0	-5.0	11.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	-7.6	-1.5	-5.2	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3	<b>10.0</b>	<b>6.0</b>	-8.3	5.0	-8.0	20.0
贸易顺差	亿美元	570.6	391.6	41.2	450.5	348.3	396.5	428.1	387.3	467.9	<b>182.7</b>	<b>32.2</b>	79.3	-117.5	419.0	-85.0
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.87	6.70	6.69	6.89	7.09	7.14	7.04	7.03	6.99	<b>6.94</b>	<b>7.00</b>	0.00	-0.01		
存款准备金率(月末值)	%	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	<b>12.5</b>	<b>12.0</b>	0.0	0.0		

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

1/ 1、2月份数字为1-2月累计增速

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

**表 2：西南证券季度宏观数据预测**

														预测误差及调整			
		17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1F	20Q2F	19Q4F	20Q1F
GDP 同比增速	同比%	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.0	6.0	<b>5.3</b>	<b>5.9</b>	0.1	-0.8
CPI (季度平均)	同比%	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	1.8	2.3	2.2	1.8	2.6	2.9	4.3	<b>4.1</b>	<b>3.8</b>	-0.1	-0.3
PPI (季度平均)	同比%	7.5	5.8	6.2	5.9	3.7	4.1	4.1	2.3	0.2	0.5	-0.8	-1.2	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	0.1	-0.5
工业增加值实际增速	同比%	6.8	6.7	6.3	6.2	6.7	6.6	6.0	5.7	6.5	5.6	5.0	5.9	<b>5.0</b>	<b>5.8</b>	-0.4	-0.9
固定资产投资累积名义增速	同比%	9.2	8.6	7.5	7.2	7.5	6.0	5.4	5.9	6.3	5.8	5.4	5.4	<b>5.4</b>	<b>6.0</b>	-0.1	-0.4
消费品零售名义增速	同比%	10.0	11.0	10.2	9.9	9.8	9.0	9.0	8.3	8.3	8.5	7.6	7.7	<b>5.5</b>	<b>8.0</b>	0.0	-2.5
新增人民币贷款	万亿人民币	4.2	3.8	3.2	2.4	4.9	4.2	4.1	3.0	5.8	3.9	4.0	3.2	<b>6.0</b>	<b>3.9</b>	0.0	0.0
M2增速(季末值)	同比%	10.6	9.4	9.2	8.2	8.2	8.0	8.3	8.1	8.6	8.5	8.4	8.7	<b>8.7</b>	<b>8.8</b>	-0.3	-0.1
一年期定存(季末值)	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	0.00	0.0
出口名义增速(美元计价)	同比%	7.7	9.3	7.0	10.0	17.6	12.2	12.2	5.5	1.4	-1.0	-0.3	1.9	<b>2.5</b>	<b>7.0</b>	-0.9	-3.5
进口名义增速(美元计价)	同比%	25.0	14.6	14.4	13.1	19.2	20.5	20.5	5.6	-4.8	-3.9	-6.5	3.4	<b>6.0</b>	<b>7.0</b>	-2.8	0.0
贸易顺差	十亿美元	66.0	121.6	117.1	133.1	49.1	94.8	87.6	135.8	76.3	105.1	119.5	128.3	<b>58.0</b>	<b>112.6</b>	7.9	-20.3
人民币兑美元汇率(季末值)	人民币/美元	6.90	6.77	6.64	6.53	6.29	6.62	6.88	6.87	6.72	6.87	7.04	6.99	<b>6.90</b>	<b>6.90</b>	0.00	0.0
存款准备金率(季末值)	%	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	15.5	15.5	14.5	13.5	13.5	13.0	13.0	<b>12.0</b>	<b>12.0</b>	0.0	0.0

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

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\\_7472](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7472)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>