

经济缓慢复苏，未来压力仍然较大

宏观经济 2020 年 4 月动态报告

核心内容：

1、2 季度经济仍然处于复苏阶段

为应对新冠疫情，1 季度我国经济按下了暂停键。4 月份我国经济面临：(1) 服务业仍然未恢复，人员流动仍然受到限制；(2) 海外需求的大幅萎缩会严重打击我国出口，进而打击我国制造业，影响就业。这意味着 2 季度经济虽然已经处于复苏阶段，但仍然面临困难，经济不会 V 型反转。

2、全球经济处于衰退阶段

美国 1 季度 GDP 增速负增长，4 月份美国、欧盟、日本、韩国的制造业和非制造业 PMI 指数仍然向下。美国截至 4 月 28 日失业人口累计超过 3000 万人次，美国未来的消费会处于衰退状态。发达国家主要是消费带动生产，在消费下滑的状态下，生产很难有起色，全球订单会随之减少，全球已经处于衰退。

3、我国 2 季度需要政府消费对冲经济下行

从需求端来看，居民消费受到失业和工资水平下行的影响，消费的恢复需要使劲。政府消费截至 3 月份低于预期，基建增速仍然较慢。外部消费 4 月份会大幅下滑，4 月 PMI 外贸订单指数大幅度走低，4 月份韩国出口下滑 24 个百分点，我国外部需求也同样受到冲击，这种冲击在 5、6 月份会有所延续。

在居民需求和外部需求均受挫的情况下，需要政府增加消费，或者需要政府出台政策增加居民消费，以对冲外部需求下滑带来的冲击。

4、我国经济措施仍有不足

4 月 17 日的政治局会议强调了经济的稳定，而我国经济已经跌落低谷，4 月份我国会面临更严峻的经济形势，而财政政策和货币政策并没有大幅提升，尤其是市场较为期盼的降息政策，仍然维持在公开市场利率和中期借贷便利操作利率的下行，以此来引导 LPR 利率的下行。

我们预计赤字率上行、地方政府专项债上行、发行特别国债、降税可能为我国 2020 年新增资金大约 9 万亿左右，专门为新冠疫情而增加的债务大约为 3.2 万亿-3.5 万亿，占我国 GDP 的 3.2%-3.5% 左右，而 1 季度新冠疫情下，我国 GDP 增速为 -6.7%，我国财政救助力度显然不足。

5、对通胀的担忧压制货币政策

现阶段我国通胀仍然是结构性的，如果货币大幅放行会引起未来的通胀上行。我们认为如果救助措施不及时，我国未来更可能面临通缩。

主要风险：全球疫情是否会二次爆发的风险、未来通缩的风险、经济政策过于

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515030003

周一

☎：(8610) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S013051107000403

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

谨慎的风险、中美关系紧张的风险

目录

一、2 季度经济仍然处于复苏.....	3
(一) 疫情下我国对应政策仍然不足.....	5
(二) 原油价格是否会引起金融动荡.....	7
(三) 放松政策会否引起通胀.....	8
二、 国际经济观察.....	9
(一) 美国：生产消费下滑创纪录.....	9
(二) 欧元区：经济受到严重打击 需要时间恢复.....	11
(三) 日本：央行大比例援助经济.....	13
(四) 韩国：疫情影响产业链 韩国需要时间恢复.....	14
三、国内经济：经济有所回暖.....	15
(一) PMI：先行指标回落 结构仍然不佳.....	15
(二) GDP：GDP 不超预期，需要更多政策支持.....	16
(三) 工业：复工复产促进生产回升，2 季度仍面临考验.....	17
(四) 需求端：有回升迹象.....	19
1、消费：消费大幅受阻，回升需要时间.....	20
2、投资：投资受疫情影响，2 季度基建有望发力.....	21

3、外贸：疫情对出口影响开始显现，2 季度出口更为不利	25
(五) 通胀：CPI 已无悬念，未来市场可能担忧通缩	27
1、CPI：疫情对 CPI 的短期冲击已经结束	27
2、PPI：原油带动 CPI 下行，警惕全球通缩	28
四、金融：信贷有所回暖，宽货币政策继续	29
五、国内外主要风险	31

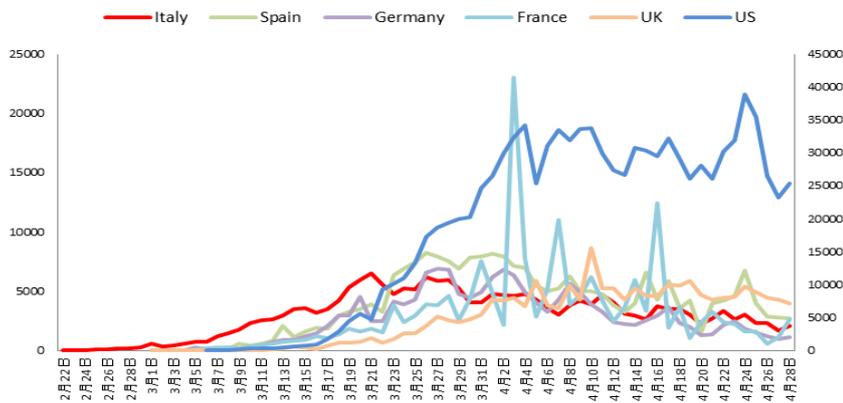
一、2 季度经济仍然处于复苏

进入 4 月份后，我国疫情已经得到基本的控制，生产已经有了很大的恢复，规模以上工业企业平均开工率和复岗率分别回升至 99.1% 和 95.1% (4 月 23 日国新发布会)。4 月 17 日，政治局再次召开会议，继续强调疫情防控常态化，要做好“持久战”，由此，我国人员流动仍然处于不顺畅的状态，服务业缓慢复苏。餐饮、旅游、交通、住宿等行业仍然受疫情冲击，整体状况比 3 月份有所改观，但仍然没有完全恢复，小企业现金流仍然较为紧张。

好的方面，4月下旬，疫情在我国流行的警戒已经有所降低，各地学校纷纷有了复课计划，人员流动回升，旅游热情上行，经济在缓慢恢复。4月中下旬，广州、北京、深圳、重庆等地非高考毕业生也陆续复课，高校已经安排毕业年级以及有科研任务的研究生复课。旅游热情回升，携程发布了“五一”旅游消费数据预测，预计今年五一小长假出行量环比4月增加353%，出行总人次增加282%，旅客出游人数大幅上行。4月29日，2020年两会确定在5月22日召开，标志着我国疫情已经得到根本控制。

4月份，新冠疫情在全球继续流行，但是欧洲的新增人数已经下降，美国情况得到控制，新冠疫情在全球最糟糕的情况已经过去。德国计划在5月4日开始部分复工，欧洲各国和美国也计划在5月份初步重启经济。

图1：欧美每日新增病例（%）



资料来源：Worldometers 中国银河证券研究院

经历过1季度经济的暂停后，2季度经济可以说是有了复苏的迹象，但市场仍然担心两个问题：(1) 4月份或者之后，海外疫情蔓延带来了消费的锐减，对我国出口会有多大的影响；(2) 我国自身的复苏仍然是有限的，经济政策如何支持受到疫情严重打击的经济。

现在仍然可以说，新冠疫情的发展决定了未来经济的走势。海外如果能重启经济，那么货币政策和财政政策同时支撑下的美国、欧洲和日本复苏可以期待，利好我国下半年的出口。我国自身如果能走出疫情危机，那么经济恢复速度仍然可以期待。

4 月份经济仍然没有恢复，海外疫情严重，多国封闭航线，我国出口会受到较大的影响。

5 月份我国经济和出口缓慢恢复，但是很难恢复至疫情前水平，6 月份经济可能会恢复至疫情前水平。整个 2 季度我们认为经济仍然有所增长，但增长幅度有限。生产方面，由于需求减弱，生产的恢复受挫，4 月份生产仍然有较大的困难。需求方面，海外需要 4 月份预计下降幅度较大，居民需求恢复仍然有难度，需要政府开支予以补充。

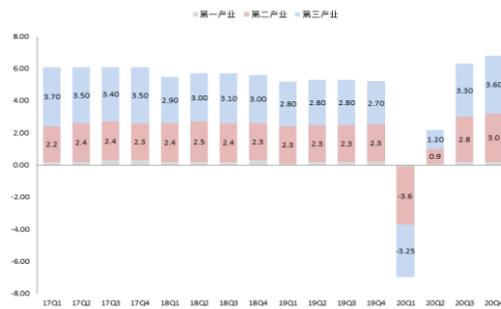
我国货币政策正在逐步好转，利率下行在稳步进行，4 月份央行再次下调公开市场操作利率和 MLF 操作利率，4 月 20 日 LPR 利率下行 20BP。3 月份新增社融和新增贷款增速上行，M2 增速回升，这是我国金融条件宽松的表现。

我们预计 2 季度经济可能小幅正增长，虽然海外需求和一部分居民需求下滑，但政府支出在上行，建筑行业 and 房地产行业可以正常开工。4 月份的情况仍然不乐观，但 5 月份会逐步好转。

图 2：2020 年 GDP 预测 (%)



图 3：三大产业各季度对 GDP 的拉动 (%)



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

(一) 疫情下我国对应政策仍然不足

新冠疫情下我国应对的政策是从严管理，牺牲掉所有的经济增长，历时 22 天疫情出现拐点，历时 2 个月疫情得到控制。4 月份我国复工速度加快，服务业也缓慢开放，4 月份仍然国内经济仍然没有完全

恢复，海外经济受到疫情困扰属于最艰难的阶段。在此情境下，我国在3月份和4月份连续两次政治局会议均对经济做出部署。

可以说4月份我国对疫情下的经济增长比3月份重视程度加深，但是货币政策和财政政策仍然保持语言模糊，更明确的政策可能需要等到5月份的两会召开。

4月17日的政治局会议强调了经济的稳定，而我国经济已经跌落低谷，4月份我国会面临更严峻的经济形势，而财政政策和货币政策并没有大幅提升，尤其是市场较为期盼的降息政策，仍然维持在公开市场利率和中期借贷便利操作利率的下行，以此来引导LPR利率的下行。央行表态仍然显示其担忧过度的货币政策会带来未来的通胀和全社会杠杆率的提升。

对三驾马车来看，4月17日会议对消费并无太多表述，仍然维持着3月27日的口风，而我国消费在3月份上行较为缓慢，未来受到收入减少影响消费恢复可能更为困难。对于投资强调了老基建和新基建的并行，而新基建的拉动力度可能较少，仍然需要老基建的发力。3月份我们并没有看到基建项目的上行，预计仍然需要时间。同时会议再一次强调了对房地产的控制，在2020年棚户区改造结束后，房地产可能会受到打击。棚户区改造加速也是在货币化安置出台后，才对房地产及相关投资拉动不减，而老旧小区改造仍然面临较多的问题。

4月份我国出口预计下跌20%以上，对我国经济的冲击可能较大，需要政策给予充足的重视。现阶段我国政策保持产业链供应链的稳定，那么对困难的出口企业需要提供较大的支持。

4月17日会议更强调了社保和就业，社保强调对生活困难人群的救助，就业强调对重点行业 and 人群以及大学生就业的担忧。经济下行已经切实影响就业，只有保持一定的经济增速才能保持就业的稳定。

我们预计赤字率上行、地方政府专项债上行、发行特别国债、降税可能为我国2020年新增资金大约9万亿左右，专门为新冠疫情而增加的债务大约为3.2万亿-3.5万亿，占我国GDP的3.2%-3.5%左右，而1季度新冠疫情下，我国GDP增速为-6.7%，我国财政救助力度显然不足。

表 1：两次政治局会议表述的不同

	3月27日政治局会议	4月17日政治局会议
总体思路	加大宏观政策调节和实施力度	稳是大局，必须确保疫情不反弹，稳住经济基本盘更大的宏观政策力度对冲疫情影响
财政	适当提高财政赤字率 增加地方政府专项债券规模 发行特别国债 加快地方政府专项债发行和使用	提高赤字率； 增加地方政府专项债券 发行抗疫特别国债；
货币	发挥再贷款再贴现、贷款延期还本付息等金融政策引导贷款市场利率下行	运用降准、降息、再贷款等手段 引导贷款市场利率下行 资金用到支持实体经济特别是中小微企业
房地产		要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位
消费	要扩大居民消费，合理增加公共消费 启动实体商店消费	扩大居民消费，适当增加公共消费
投资	加紧做好重点项目前期准备和建设 落实好各项减税降费政策	加强传统基础设施和新型基础设施投资 推进减税降费 实施老旧小区改造 降低融资成本和房屋租金 要调动民间投资积极性
外贸	加快国际物流供应链体系建设，保障国际货运畅通	保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力
社保		要完善社会保障，做好低保工作 发放价格临时补贴，确保群众基本生活
就业	帮助贫困劳动力尽快返岗就业	要抓好重点行业、重点人群就业工作 把高校毕业生就业作为重中之重

资料来源：中国银河证券研究部

(二) 原油价格是否会引起金融动荡

原油价格在4月份继续大幅波动，4月20日WTI原油期货5月份合约收盘价-37.63美元/桶，4月30日6月合约价格回升至18.84美元/桶。布伦特原油价格相对波动更小，但是在4月20日当周下跌了20.2%。原油价格在3月9日快速下跌后引起了金融市场的动荡，4月份原油价格再次大幅下行后，金融市场虽然也有一定程度的恐慌，但是动荡很快过去。4月21日美元指数再次上行至100以上，4月28日随着疫情缓解，美元指数走低。

以4月份的价格来看，原油价格已经在谷底运行，价格的回落已经不会引起全球金融市场的大幅反应，经过3月份后，美联储向全球金融市场注入美元，大幅的金融动荡已经可以不再担忧。

图 4：原油价格剧烈波动 (%)
图 5：美元指数上下波动 (%)



资料来源: Wind 中国银河证券研究院



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

(三) 放松政策会否引起通胀

央行仍然担心过度的放松会引起未来的通胀,甚至担心通胀可能在下半年到来。

首先,我国通胀是结构性通胀,主要由猪肉供给短缺带来。随着猪肉供给的上行,预计在7月份国内猪肉供给会有所抬升,那么价格会缓慢回落。4月份由于海外疫情的影响,美国 and 欧洲等地对中国的猪肉出口可能受阻,暂时性的带来猪肉价格的居高不下,这种情况会减弱通胀下行的速度,但是不影响通胀下行趋势。

其次,全球供应链受到影响会引起我国通胀属于臆想中事情,虽然全球通航受到影响,但并未停止,各国都在积极的保证货物运输。全球大宗商品,玉米、大豆、原油等反而受到需求减弱的影响价格下跌,只有铁矿石等受到中国订单的影响价格较为坚挺。

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_5474

