

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

相关研究报告：

1. 《首创证券宏观“茶”：卫生健康位居财政支出增速首位，国有土地使用权出让收入累计同比大概率触底回升》2020-03-25
2. 《首创证券宏观“茶”：稳就业压力加大，更大力度的对冲政策不会缺席》2020-03-17
3. 《首创证券宏观“茶”：疫情冲击金融数据，央行将以“适度”的货币增长支持高质量发展》2020-03-16
4. 《首创证券宏观“茶”：新冠肺炎疫情拖累全球经济增速，稳增长需要“积极扩大内需”》2020-03-13
5. 《首创证券宏观“茶”：“猪油共振向上”几无可能，2季度货币政策宽松力度料将持续加大》2020-03-12
6. 《首创证券宏观“茶”：三因素共振下外汇储备无忧，国际金价大概率还将延续上行趋势》2020-03-09
7. 《首创证券宏观“茶”：2月PMI砸出“黄金坑”，“逆投资”布局正当时》2020-03-02
8. 《首创证券宏观“茶”：货币政策宽松力度进一步加大，房地产调控大概率边际放松》2020-02-28
9. 《首创证券宏观“茶”：企业新增人民币贷款结构优化，政府债券支撑社会融资规模增速》2020-02-26
10. 《首创证券宏观“茶”：CPI当月同比大概率逐季下行，多因素共振下货币政策大概率延续宽松态势》2020-02-11
11. 《首创证券宏观“茶”：内外部环境发生一定变化，但是2020年外汇储备依旧无忧》2020-02-11
12. 《首创证券宏观“茶”：2019年工业企业利润总额累计同比个数位增长，符合预期！》2020-02-05

主要观点：

- ▶ 作为宏观经济的领先指标，2月制造业与非制造业PMI双双“断崖式”下跌，主因需求与生产均在新冠肺炎疫情的冲击下走弱。在此背景下，我们判断：2月工业企业利润总额累计同比不大乐观；不排除城镇调查失业率冲击5.5%左右预期目标的可能；扩内需力度大于稳外需力度。参考次贷危机期间的经验，预计在逆周期政策的拉动下，制造业PMI有望稳步走高。
- ▶ 2月主要经济指标均跟随制造业PMI“断崖式”下跌。工业增加值方面，制造业与私营企业工业增加值累计同比跌幅最深。固定资产投资方面，房地产、基建、制造业投资均滑至负增长。消费方面，可选消费大幅下行拖累社会消费品零售总额累计同比。预计1季度GDP增速大概率录得史上首个负增长。如不放松约束条件，2020年经济目标大概率难以实现。在稳就业压力加大的背景下，更大力度的对冲政策不会缺席。
- ▶ 2月出口增速超预期下行，主因新冠肺炎疫情拖累生产，而自美进口增速与自东盟进口增速则对2月进口金额累计同比起到支撑作用。预计2-4季度主要资源品的进口有望维持一定增速。3月贸易差额可能转正，但预计幅度不会太大。在全球经济增速承压的背景下，稳增长需要“积极扩大内需”。
- ▶ 2月核心CPI当月同比超预期下行，后期大概率止跌回升。CPI方面，2020年CPI当月同比大概率逐季下行，PPI方面，5月大概率是PPI当月同比年内低点，年内高点可能在3季度。在国际油价下行的背景下，年初市场预期的“猪油共振向上”几无可能，预计2季度货币政策宽松力度将持续加大。
- ▶ 新冠肺炎疫情显著冲击2月新增人民币贷款，居民户新增人民币贷款创新低，短期贷款支撑企业端贷款。2月非标融资以及政府债券对社会融资规模形成拖累。2月M1同比与M2同比均录得阶段性高点，央行从基础货币与货币乘数两角度推升M2同比。
- ▶ 2月财政收入与支出增速双双跌至负值区间，走势弱于季节性。除个人所得税之外，主要税种累计同比均滑入负值区间，预计后期低位小幅向好。疫情背景下卫生健康位居财政支出增速首位，而基建类财政支出则表现不佳。2月国有土地使用权出让收入累计同比时隔6个月再次进入负值区间，预计大概率触底回升。
- ▶ 2月外汇储备保持稳定，估值效应利多外汇储备，但汇兑效应利空外汇储备，交易因素大概率对2月外汇储备起到负向作用。在美元指数、10年期美债收益率以及人民币汇率三因素共振的背景下，预计短期之内外汇储备无忧。基于海外新冠肺炎疫情短期之内恶化的概率高于好转的概率，我们继续看多国际金价。

目录

1 主要经济指标“断崖式”下跌，对冲政策不会缺席.....	4
1.1 2月PMI 砸出“黄金坑”，“逆投资”布局正当时.....	4
1.2 稳就业压力加大，更大力度的对冲政策不会缺席.....	11
1.3 新冠肺炎疫情拖累全球经济增速，稳增长需要“积极扩大内需”.....	21
1.4 “猪油共振向上”几无可能，2季度货币政策宽松力度料将持续加大.....	27
1.5 疫情冲击金融数据，央行将以“适度”的货币增长支持高质量发展.....	35
1.6 卫生健康位居财政支出增速首位，国有土地使用权出让收入累计同比大概率触底回升.....	41
1.7 三因素共振下外汇储备无忧，国际金价大概率还将延续上行趋势.....	47
2 协调推进疫情防控和经济建设，加大逆周期调节力度.....	55
2.1 统筹做好疫情防控和经济社会发展工作.....	55
2.2 加大宏观政策调节力度，全面强化稳就业举措.....	55
2.3 着力中小微企业纾困、稳就业，以及稳外贸稳外资.....	56
2.4 货币政策宽松力度大概率进一步加大.....	57

图表目录

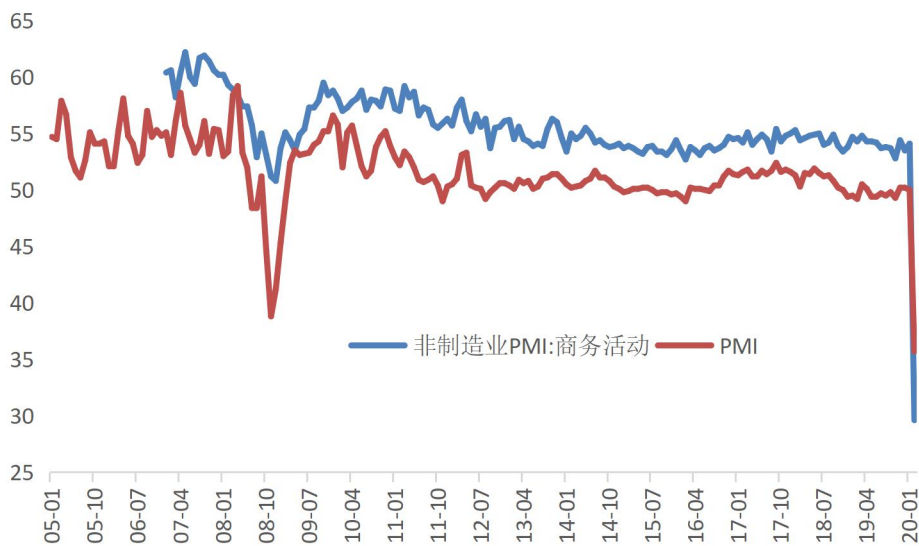
图 1：制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双“断崖式”下跌（%）	5
图 2：新订单与生产是制造业 PMI “断崖式”下跌的主因（%）	6
图 3：主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值走阔（%）	7
图 4：不排除城镇调查失业率冲击 5.5%左右预期目标的可能（%）	8
图 5：小型企业从业人员指数离 30 的关键点位仅一步之遥（%）	9
图 6：工业增加值当月同比、累计同比均创有数据记录以来新低（%）	12
图 7：私营企业工业增加值累计同比的跌幅最深（%）	12
图 8：制造业工业增加值累计同比的跌幅最深（%）	13
图 9：房地产、基建、制造业投资均滑至负增长（%）	15
图 10：可选消费大幅下行拖累社会消费品零售总额累计同比（%）	16
图 11：吃类网上商品零售额累计同比保持较高增速（%）	16
图 12：2 月城镇调查失业率创 2018 年有数据记录以来新高（%）	20
图 13：出口增速超预期下行，进口增速下行幅度低于预期（%）	22
图 14：自美进口增速与自东盟进口增速支撑 2 月进口金额累计同比（%）	23
图 15：主要资源品的进口数量增速大部分较前值上行（%）	24
图 16：汽车和汽车底盘进口数量以及进口金额累计同比处于低位徘徊状态（%）	25
图 17：核心 CPI 当月同比创 2013 年 1 月有数据记录以来新低（%）	28
图 18：交通和通信 CPI 同比时隔 1 个月重返负增长（%）	28
图 19：生活资料 PPI 当月同比的四个细项总体边际上行（%）	30
图 20：采掘工业 PPI 当月同比目前尚高于原材料工业、加工工业 PPI 当月同比（%）	31
图 21：其他工业原材料及半成品类 PPIRM 当月同比脱离负值区间（%）	32
图 22：“猪油共振向上”几无可能（%）	34
图 23：短期贷款及票据融资同比多增是 2 月信贷数据的亮点（亿元）	35
图 24：2 月居民户新增人民币贷款“断崖式”下跌（亿元）	36
图 25：短期贷款支撑非金融性公司及其他部门贷款（亿元）	37
图 26：2 月社会融资规模存量同比持平于前值（亿元；%）	38
图 27：2 月 M0 同比、M1 同比与 M2 同比均录得阶段性高点（%）	39
图 28：法定存款准备金率下行推升货币乘数（%）	40
图 29：财政收入与支出累计同比双双跌至负值区间（%）	42
图 30：主要税种累计同比大概率低位小幅向好（%）	44
图 31：疫情背景下卫生健康位居财政支出增速首位（%）	45
图 32：基建三大项财政支出增速下行（%）	46
图 33：国有土地使用权出让收入累计同比大概率触底回升（%）	47
图 34：外汇储备连续 3 个月位于 3.1 万亿美元之上（亿美元；亿 SDR）	48
图 35：主要发达经济体 10 年期国债收益率出现较大幅度下跌（%）	49
图 36：交易因素大概率对 2 月外汇储备起到负向作用（亿美元）	50
图 37：ISM 制造业 PMI 依旧处于下行通道之中（%）	51
图 38：美国全部工业部门产能利用率与制造业产能利用率处于下行通道之中（%）	51
图 39：欧元区目前的疫情要比美国严重（例）	52

1 主要经济指标“断崖式”下跌，对冲政策不会缺席

1.1 2月PMI砸出“黄金坑”，“逆投资”布局正当时

制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双“断崖式”下跌，后期有望“V”型反转。2月制造业 PMI 录得 35.70，低于预期 10.30 个百分点，较前值“断崖式”下跌 14.30 个百分点，较次贷危机期间的低点（2008 年 11 月的 38.8）下行 3.1 个百分点，创 2005 年 1 月万得资讯有记录以来新低。2 月非制造业 PMI 为 29.60，低于预期 20.90 个百分点，较前值同样“断崖式”下跌 24.50 个百分点，较次贷危机期间的低点（2008 年 12 月的 50.8）下行 21.20 个百分点，创 2007 年 1 月万得资讯有记录以来新低。从该组数据可以看出，新冠肺炎疫情对非制造业的冲击远大于对制造业的冲击，体现为两点：一是非制造业 PMI 较前值下行的幅度（14.30 个百分点）远大于制造业 PMI 下行的幅度（24.50 个百分点）；二是非制造业 PMI 在历史上从未低于 50 的荣枯线，即使是在次贷危机期间，而 2020 年 2 月非制造业 PMI 则跌至荣枯线之下。这一现象与新冠肺炎疫情发生于春节期间，对餐饮、旅游、娱乐、酒店造成“休克式”冲击，进而对第三产业的冲击远大于对第二产业的冲击有关。从非制造业内部看，2 月建筑业 PMI 为 26.60，较前值下行 33.10 个百分点，而 2 月服务业 PMI 为 30.10，较前值下行 23.00 个百分点。建筑业 PMI 下行幅度（33.10 个百分点）远大于服务业 PMI 下行幅度（23.00 个百分点），主要原因包括春节因素，以及春节后为防止疫情扩散采取道路封锁与延期复工等措施。预计随着全国新冠肺炎疫情得到有效控制，后期复工率不断提升，制造业 PMI 与非制造业 PMI 有望大幅反弹，尤其是建筑业 PMI。

图 1：制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双“断崖式”下跌（%）



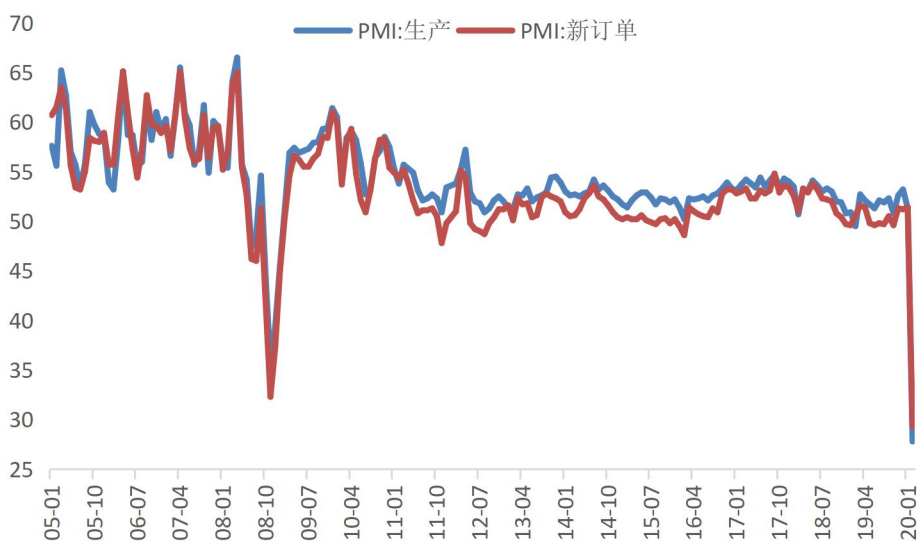
资料来源：wind，首创证券研发部

新订单与生产是制造业 PMI “断崖式”下跌的主因。制造业 PMI 的 5 个主要分项，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得 29.30、27.80、31.80、32.10、33.90，分别较前值下行 22.10、23.50、15.70、17.80、13.20 个百分点。新订单与生产是 2 月制造业 PMI “断崖式”下跌的主因：一是二者均滑至 30 以下；二是二者下行幅度均超过 20 个百分点。

需求方面，新订单、新出口订单与在手订单分别为 29.30、28.70、35.60，分别较前值下行 22.10、20.00、10.70 个百分点，其中，在手订单的降幅低于新订单与新出口订单。首先，我们来看外需。从主要国家的制造业 PMI 来看，美国与日本边际恶化，而欧元区与英国则边际向好：美国方面，2 月 Markit 制造业 PMI 录得 50.80，较前值下行 1.10 个百分点，连续 3 个月累计下行 1.80 个百分点；日本方面，2 月日本制造业 PMI 初值仅录得 47.6，较前值下行 1.20 个百分点，连续 10 个月处于荣枯线之下；欧元区方面，2 月欧元区制造业 PMI 录得 49.10，较前值上行 1.20 个百分点；英国方面，2 月英国制造业 PMI 录得 51.90，较前值上行 1.90 个百分点，表明脱欧对英国而言很可能是一个正确的选择。就中短期而言，我们认为外需存在较大压力，主要原因是新冠肺炎疫情在全球超预期扩散。截至 3 月 1 日，新冠肺炎疫情已经在 58 个国家蔓延，韩国、日本、意大利、伊朗有严重恶化的倾向。其中，韩日在全球制造业产业链中占据重要地位；欧元区人口密集，区域内部人员流动性大，管控难度较大；中东地区战乱频繁，且医疗水平落后，尤其是伊朗高层感染新冠肺炎，不排除局势动荡的可能。因此我们预计新冠肺炎疫情短期之内在全球还将呈现扩散的态势，这将对全球经济产生严重的负面冲击，预计后期新出口订单有所

反弹，但是大概率不高于荣枯线。其次，我们看内需。2月进口指数录得31.90，较前值下行17.10个百分点，略低于次贷危机期间（2008年11月）的32.2。这里面有春节因素形成的扰动，但是更重要的是新冠肺炎疫情的缘故。展望后市，进口指数不应悲观。2月12日政治局常委会定调“积极扩大内需，稳定外需”的稳增长基调，内需方面，通过“聚焦重点领域，优化地方政府专项债券投向”推动基建投资，“用好中央预算内投资，调动民间投资积极性，加快推动建设一批重大项目”推动制造业投资，“推动服务消费提质扩容，扩大实物商品消费，加快释放新兴消费潜力”拉升消费增速，预计后期进口指数有望大幅好转。

图2：新订单与生产是制造业PMI“断崖式”下跌的主因（%）



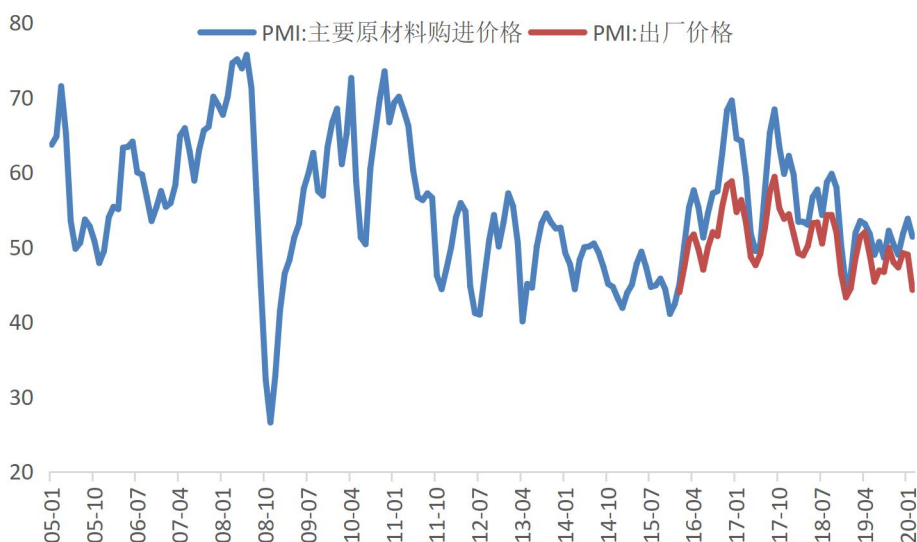
资料来源：wind，首创证券研发部

1-2月工业企业利润总额累计同比不大乐观。主要原材料购进价格指数为51.40，较前值下行2.40个百分点；出厂价格指数44.30，较前值下行4.70个百分点。预计1-2月工业企业利润总额累计同比不大乐观，判断依据有两点：一是主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值为7.1个百分点，较前值走阔2.3个百分点，创2018年2月以来新高；二是主要原材料购进价格指数在荣枯线之上，尚处扩张区间，而出厂价格指数位于荣枯线之下，处于收缩状态。这一点从基本面上也容易验证：新冠疫情大规模爆发正值春节长假，而春节则是餐饮、旅游、娱乐、酒店、交通等第三产业的旺季；为防止发生聚集性新冠肺炎传染现象，国务院宣布停产以及延期复工，直接导致第二产业工作天数出现缩减；受封路、封村等地方政策的影响，第一产业中的养殖业与种植业销路不畅，连带饲料供应跟不上，面临“卖不出去，养不下去”的困境。但是考虑到2019年2月工业企业利润总额累计同

比录得-14.0%的超低值，预计在低基数的对冲下，1-2月工业企业盈利增速不至于大幅低于预期。

值得一提的是，在1月PMI数据点评《主要原材料购进价格有悖常理，上半年宏观经济大概率承压（20200203）》中，我们认为1月主要原材料购进价格指数的取值有悖常理，存在“总量走势与结构走势”相冲突的现象，具体理由如下：从结构上看，1月大中小型企业的主要原材料购进价格分别为48.60、45.40、45.40，均位于荣枯线之下，且分别较前值下行2.70、7.00、6.80个百分点，在这种情况下，1月主要原材料购进价格指数依旧较前值大幅上行2.00个百分点录得53.80，远高于荣枯线，与大中小型企业的主要原材料购进价格严重背离，不符合加总规律与历史经验。在3月初2月PMI数据出炉之后，1月大中小型企业的主要原材料购进价格分别被修正为54.3、53.4、53.1。因此，我们在2月初“主要原材料购进价格有悖常理”的研判观点得到验证。

图 3：主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值走阔（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

不排除城镇调查失业率冲击5.5%左右预期目标的可能。2月制造业PMI从业人员指数录得31.80，较前值下行15.70个百分点。其中，大中小型企业的从业人员指数分别为32.00、32.10、30.80，分别较前值下行14.70、16.10、18.00个百分点。2月非制造业PMI从业人员指数为37.90，较前值下行10.70个百分点。其中，建筑业从业人员为32.30，较前值大幅下行23.00个百分点；服务业从业人员为38.90，较前值下行8.50个百分点。与建筑业PMI下行幅度大于服务业的情况一样，建筑业从业人员下行幅度远大于服务业从业人员。但是我们应该注意到，建筑业PMI

