

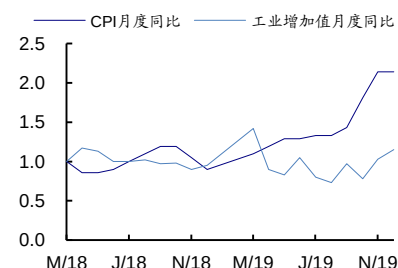
证券研究报告—动态报告

宏观经济

宏观经济月报

2020年03月18日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	-24.50
社零总额当月同比	8.00
出口当月同比	-20.70
M2	8.80

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 疫情笼罩下的众生相》——2020-03-02
 《宏观固收-宏观经济半月刊: 单月数据好转能否持续仍需观察》——2015-07-17
 《宏观经济月报: 经济复苏进一步确认, 出口与高新技术制造业投资表现亮眼》——2020-01-22
 《大类资产配置月报: 疫情冲击势必, 但“填坑”走势可期》——2020-02-02
 《宏观固收-2015年7月宏观经济指标预期一览》——2015-08-03

证券分析师: 李智能

电话: 0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516060001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观月报

短期外需弱化影响有限, 当前经济跌得越深, 反弹越速

● 中国外贸依存度已接近美国, 短期外需弱化影响有限

美国 2009 年以来外贸依存度平均值约为 28.1%, 其中出口依存度均值为 12.6%, 进口依存度均值为 15.5%。中国 2019 年外贸依存度已降至 31.8%, 其中进口依存度 14.4% 已经低于美国近几年均值, 出口依存度 17.4% 高于美国近几年均值, 但高出的幅度并不大。

2015 年美国出口金额同比曾出现较大幅度的下降, 但 2015 年美国 GDP 同比增速却较 2014 年继续抬升。2015 年美国出口金额同比约为 -4.6%, 较 2014 年回落约 8.2 个百分点; 同期美国实际 GDP 同比增 2.9%, 较 2014 年上行 0.4 个百分点。2015 年美国内需完全覆盖了外需的萎缩。

因此, 若此次新型冠状病毒肺炎疫情影响对海外需求的影响持续时间仅限于一两个季度内, 后续在中国政府逆周期调节下, 国内需求将有明显抬升, 2020 年 3 月之后几个月海外需求的弱化对 2020 年 3 月后中国整体经济增长或难以造成很大的影响, 不宜再用历史上外需变化对中国经济增长具有巨大影响线性外推当前的情况。

● 1-2 月经济增长: 当前跌得越深, 后续反弹越速

1-2 月疫情冲击下, 国内经济增长砸下深坑。但当前跌得越深, 后续在政策扶持下反弹越速。

从高频数据来看, 2 月底国内疫情已明显缓和, 3 月国内复工复产逐渐推进, 但工业生产恢复速度仍偏慢, 这或与目前政府对就业和疫情防控的重视程度大于 GDP、更在意的是复工广度 (保证就业) 而非复工深度 (GDP 增长) 有关。就业与 GDP 增长目标短时间内可以不一致, 时间一长则一般是重合的, 因此预计二季度政府的目标重点将从防疫转向 GDP, 届时国内经济增长扶持力度将达到最大, 经济将明显反弹。

● 通货膨胀: 二季度或延续 CPI 同比上行、PPI 同比下行的局面

2 月下旬以来防疫政策逐渐松动, 交易成本开始回落, 同时在外用餐等食品需求恢复较慢, 预计 3 月食品价格下跌幅度较大, 这与 2003 年 6 月的情况很相似。

但后续随着复工从广度向深度推进, 经济活动更加活跃, 在外用餐等食品需求将明显反弹从而带动食品价格上涨。我们看到 2003 年 7 月至 12 月, 非典疫情结束后食品价格环比持续超越历史平均水平。此外, 2020 年上半年国内仍然受到猪周期供给偏紧的影响, 因此 2020 年 4-6 月食品价格涨幅很可能较为显著。虽然受外需偏弱影响, 后续国内非食品价格环比涨幅或持续低于季节性水平, 但从 2 月疫情最严重时期情况来看, 影响相对有限, 食品价格仍然是国内 CPI 变动的主要因素, 若 4-6 月食品价格显著上涨, 或带动整体 CPI 同比水平上行, 上半年 CPI 同比平均值或在 5% 以上。

根据我们的高频跟踪模型预测, 3 月 PPI 环比约为 -0.1%, PPI 同比将继续回落至 -0.6%。考虑到去年 4、5 月 PPI 环比分别为 0.3%、0.2%, 基数较高, 而外需萎靡大背景下 PPI 环比或难以明显回升, 4、5 月 PPI 同比或继续下行至 -1.0% 左右。

内容目录

中国外贸依存度已接近美国，短期外需弱化影响有限.....	4
1-2 月经济增长数据解读：跌得越深，反弹越速	6
生产端：1-2 月工业生产同比大幅负增长	7
需求端：投资——大幅负增长，房地产投资仍显韧性	8
需求端：消费——耐用品消费大幅回落，后续补偿增长可期	9
需求端：进出口——大幅回落，海外疫情缓和前或延续进口强于出口	10
2 月通胀解读：交易成本与需求变化交织影响，二季度再次出现通胀并非不可能.....	11
2020 年 2 月 CPI 数据分析	11
2020 年 2 月 PPI 数据分析	14
交易成本与需求变化交织影响，二季度再次出现通胀并非不可能	15
海外疫情影响下外需弱化，未来几个月 PPI 同比或持续下行	16
国信证券投资评级.....	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 中国外贸依存度变化一览.....	4
图 2: 美国外贸依存度变化一览.....	5
图 3: 2015 年美国出口同比增速大幅回落.....	6
图 4: 2015 年美国 GDP 同比增速继续上行.....	6
图 5: 2020 年 1-2 月工业生产同比增速砸下深坑.....	7
图 6: 疫情对制造业生产的负面影响最大.....	7
图 7: 不同产品产量同比增速变化一览.....	7
图 8: 房地产、制造业、基建投资当月同比增速一览.....	8
图 9: 制造业新旧动能投资当月同比增速一览.....	8
图 10: 房地产销售当月同比增速一览.....	9
图 11: 1-2 月消费同比增速大幅回落.....	10
图 12: 1-2 月汽车消费增速回落幅度较大.....	10
图 13: 中国进出口当月同比增速变化一览.....	11
图 14: 1-2 月国内出现贸易逆差.....	11
图 15: 2020 年 2 月 CPI 环比明显高于季节性, 主要是食品项贡献.....	12
图 16: 2020 年 2 月 CPI 食品项环比明显高于季节性主要是畜肉和蔬菜两项贡献.....	12
图 17: 2020 年 2 月 CPI 非食品中各服务分项价格环比大多低于历史均值.....	13
图 18: 2020 年 2 月 CPI 非食品中工业品各分项价格环比与历史均值比较.....	14
图 19: 2020 年 2 月 PPI 生产资料价格明显下跌是拖累 PPI 整体环比的主要原因.....	14
图 20: 2020 年 2 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较.....	15
图 21: 2003 年 CPI 食品环比与历史均值差额走势一览.....	16
图 22: 2 月以来流通领域生产资料价格定基指数走势.....	17
图 23: 2003 年疫情结束后 PPI 环比增速大致维持在历史均值附近.....	17

中国外贸依存度已接近美国，短期外需弱化影响有限

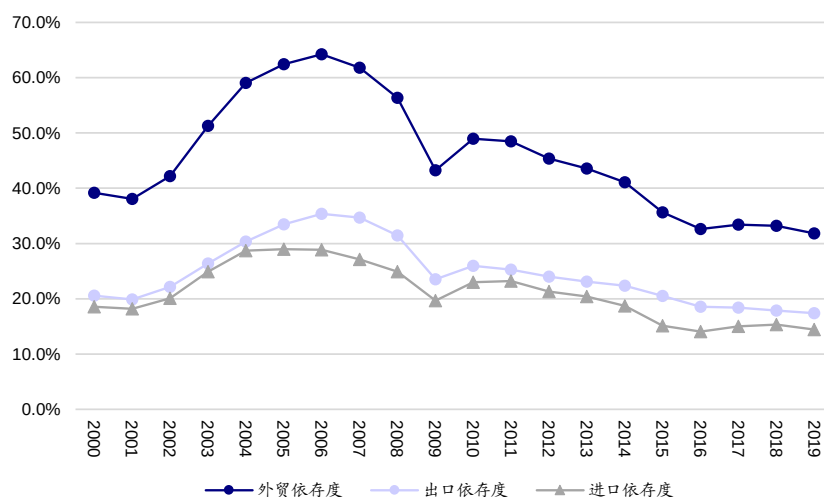
受疫情冲击，1-2月国内经济大幅负增长。3月以来，国内疫情明显缓和，但海外疫情却愈演愈烈，海外疫情造成的外需弱化是否会对国内经济造成二次打击呢？

我们判断若此次新型冠状病毒肺炎疫情对海外需求的影响持续时间仅限于一两个季度内，则对国内后续经济增长的影响较小。

一般来说，一国外贸依存度越高，外需变化给该国带来的影响越大。我们将进出口总额与现价GDP的比值衡量外贸依存度，出口总额与现价GDP的比值衡量出口依存度，进口总额与现价GDP的比值衡量进口依存度。

从2000年以来中国数据来看，2006年中国外贸依存度达到峰值64.2%，其中出口依存度为35.4%，进口依存度为28.9%。随后中国外贸依存度逐渐下降，截至2019年，中国外贸依存度为31.8%，其中出口依存度17.4%，进口依存度为14.4%，分别较2006年峰值降低32.4、18.0、14.4个百分点，出口依存度降低的幅度大于进口依存度。

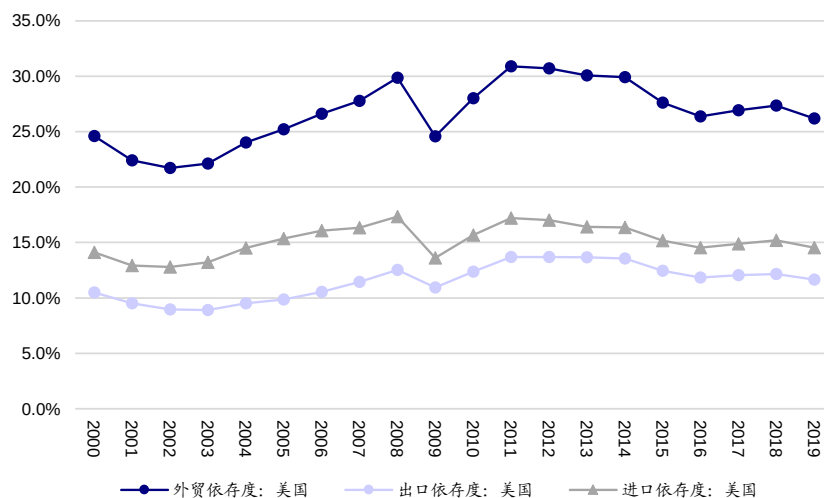
图1：中国外贸依存度变化一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从2000年以来美国数据来看，美国外贸依存度在25%上下波动，其中出口依存度在10%上下波动，进口依存度在15%上下波动。美国外贸依存度在2011年达到一个小高峰30.9%，其中出口依存度13.7%，进口依存度17.2%。

图 2: 美国外贸依存度变化一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

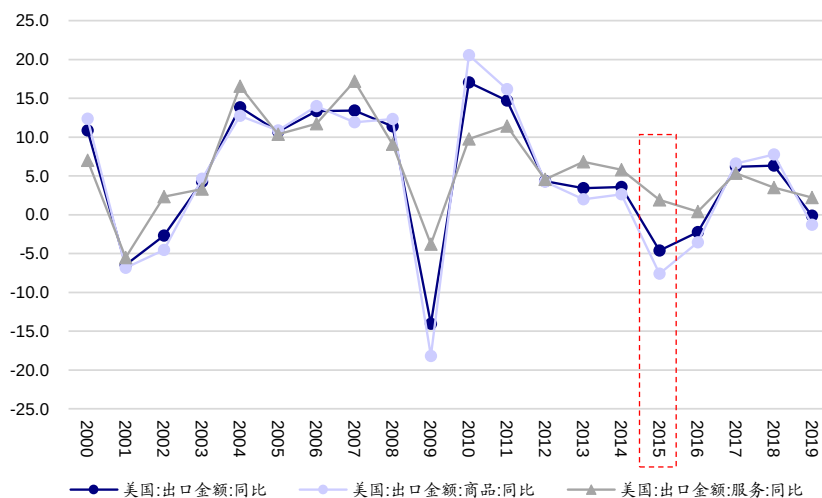
美国 2009 年以来外贸依存度平均值约为 28.1%, 其中出口依存度均值为 12.6%, 进口依存度均值为 15.5%。而中国 2019 年外贸依存度已降至 31.8%, 其中进口依存度 14.4% 已经低于美国近几年均值, 出口依存度 17.4% 高于美国近几年均值, 但高出的幅度并不大。

从美国近几年出口金额同比情况来看, 2015 年美国出口金额同比曾出现较大幅度的下降。2015 年出口金额同比约为 -4.6%, 较 2014 年回落约 8.2 个百分点。但 2015 年美国 GDP 同比增速却较 2014 年继续抬升。2015 年美国实际 GDP 同比增 2.9%, 较 2014 年继续上行 0.4 个百分点。2015 年美国内需的增长完全覆盖了外需的萎缩。

因此, 若此次新型冠状病毒肺炎疫情对海外需求的影响持续时间仅限于一两个季度内, 后续在中国政府逆周期调节下, 国内需求将有明显抬升, 2020 年 3 月之后几个月海外需求的弱化对 2020 年 3 月后中国整体经济增长将难以造成很大的影响, 不宜再用历史上外需变化对中国经济增长具有巨大影响线性外推当前的情况。

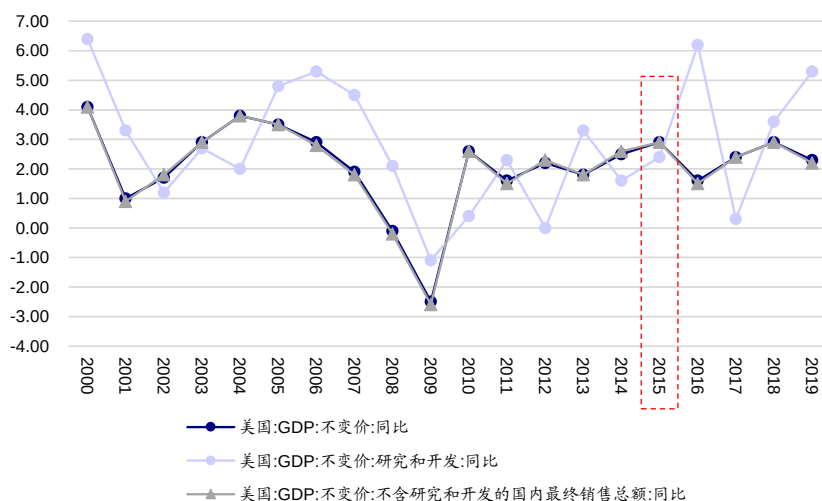
当然, 即使像美国那样外贸依存度较低, 但外需对美国经济增长的影响仍然是存在的。我们看到 2016 年美国出口仍然很弱, 连续两年出口弱化导致美国国内居民收入下降, 国内需求也跟着回落, 2016 年美国 GDP 同比增速较 2015 年明显回落 1.3 个百分点, 其中美国国内最终销售总额同比增速较 2015 年回落 1.4 个百分点。

图 3: 2015 年美国出口同比增速大幅回落



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: 2015 年美国 GDP 同比增速继续上行



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

1-2 月经济增长数据解读: 跌得越深, 反弹越速

从生产端来看, 疫情冲击下, 1-2 月工业生产同比大幅负增长。从需求端来看, 固定资产投资同比增速大幅负增长, 其中房地产投资韧性最强; 消费同比增速亦明显负增长, 其中可选消费、餐饮回落幅度最大; 进出口增速亦大幅回落至负值, 其中出口受创较为严重。

整体来看, 1-2 月疫情冲击下, 国内经济增长砸下深坑。但当前跌得越深, 后续在政策扶持下反弹越速。

从高频数据来看, 2 月底国内疫情已明显缓和, 3 月国内复工复产逐渐推进, 但工业生产恢复速度仍偏慢, 这或与目前政府对就业和疫情防控的重视程度大于 GDP、更在意的是复工广度 (保证就业) 而非复工深度 (GDP 增长) 有关。

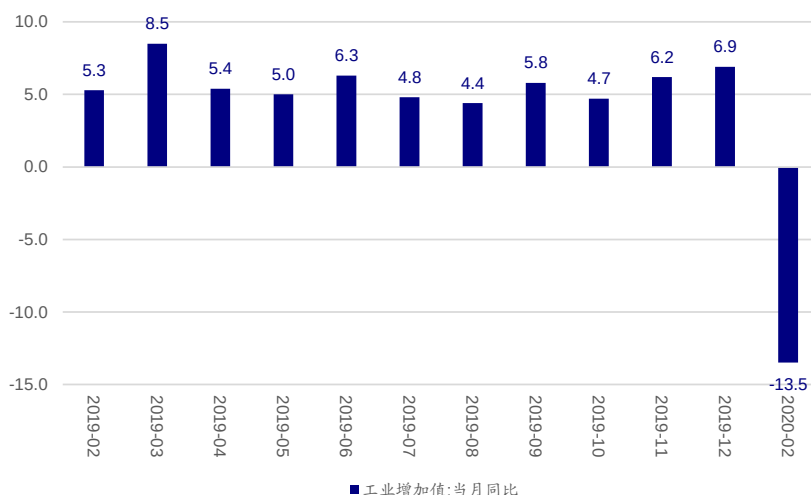
就业与 GDP 增长目标短时间内可以不一致, 时间一长则一般是重合的, 因此预

计二季度政府的重点目标将从防疫转向 GDP，届时国内经济增长扶持力度将达到最大，经济将明显反弹。

生产端：1-2 月工业生产同比大幅负增长

1-2 月工业增加值同比为-13.5%，较去年 12 月大幅回落 13.5 个百分点，新型冠状病毒肺炎疫情导致的防疫政策对经济增长造成极大的负面影响。

图 5：2020 年 1-2 月工业生产同比增速砸下深坑



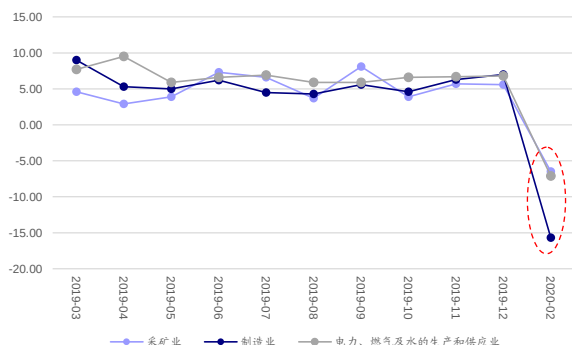
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分行业看，1-2 月采矿业同比-6.5%，制造业-15.7%，公用事业-7.1%，分别较去年 12 月同比回落 12.1、22.7、13.9 个百分点，疫情对国内制造业生产造成的负面影响最大。

分产品看，1-2 月十种有色金属、乙烯产量同比为 2.2%、5.6%，较 12 月回落 2.5、9.0 个百分点；钢材产量同比为-3.4%，较 12 月回落 14.7 个百分点；水泥、汽车同比为-29.5%、-45.8%，较 12 月回落 36.4、53.9 个百分点。

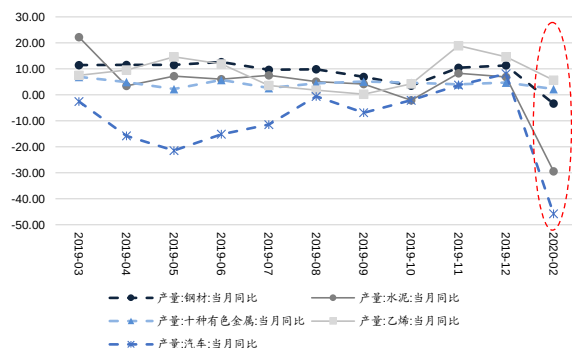
从重点产品产量同比增速变化情况来看，工业原材料相关产品受到的影响相对较小，汽车、建筑活动相关产品受到的影响较大。

图 6：疫情对制造业生产的负面影响最大



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 7：不同产品产量同比增速变化一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

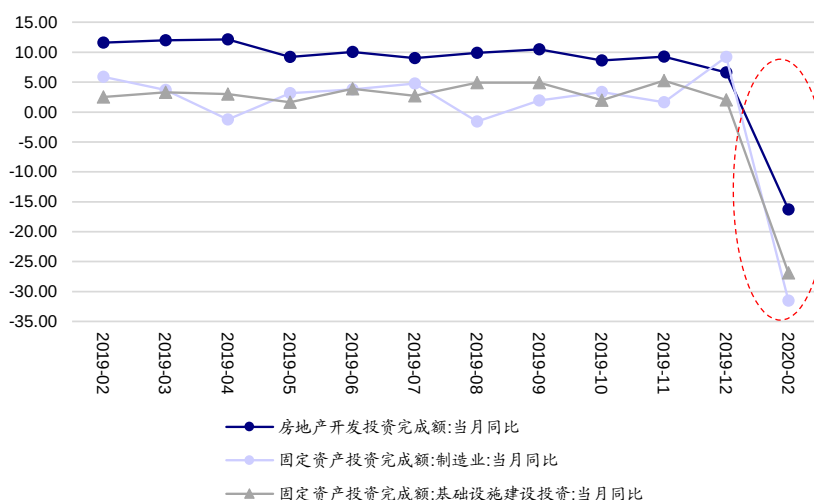
需求端：投资——大幅负增长，房地产投资仍显韧性

固定资产投资 1-2 月同比增速亦大幅负增长，其中房地产投资仍显韧性。1-2 月固定资产投资同比增速-24.5%，较 12 月当月回落 31.9 个百分点。分行业来看，房地产开发投资增-16.3%，较 12 月当月回落 22.9 个百分点；制造业投资同比增-31.5%，回落 40.7 个百分点，其中拟合的高新技术制造业同比增-21.2%，回落 48.5 个百分点；基建投资同比增-26.9%，回落 28.9 个百分点。（高新技术制造业取以下三个行业：医药制造业；专用设备制造业；计算机、通信和其他电子设备制造业）

整体来看，固定资产投资中房地产投资同比增速回落幅度最小，仍显韧性。制造业投资同比增速回落幅度最大，其中高新技术制造业投资回落幅度大于旧产能。

随着疫情好转，预计疫情期间搁置的投资将在二季度集中释放，带动整体投资增速明显反弹。

图 8：房地产、制造业、基建投资当月同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

图 9：制造业新旧动能投资当月同比增速一览



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_6416

