

# 隔离的经济成本需要灵活审慎的政策来对冲

——2020年1-2月经济数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

**供给与内需的缺位是隔离的经济成本。**2020年1-2月工业增加值、固定资产投资、消费增速都是断崖式下跌，即便是金融危机时期，也没有出现如此大的一次性跌幅，其原因在于疫情导致经济供给需求双收缩，金融危机时期还能够通过基建投资托底，但这次疫情采用的是全面隔离措施，虽然有大量基建项目与专项债提前大规模发放，供给端的缺位也会使基建投资负增长，虽然居民收入暂时不会因为疫情而减少，但出行受限会抑制大量的非必须消费需求。

**海外疫情爆发可能对国内经济造成二次冲击。**国内疫情数据好转与复工复产加速推进，此前受抑制的供给与内需都会逐渐恢复，但由于海外疫情愈演愈烈，各国医疗条件、应对疫情的态度与方式各异，海外疫情发展趋势与经济增长前景的不确定性大幅增加，未来海外经济数据可能也会像2月中国经济数据一样深幅下跌，甚至这个下跌时间可能会更久。因此，虽然供给与内需正在补位，但外需的回落仍可能会对国内经济造成二次冲击。

**美联储紧急降息100BP，中国央行未跟随。**主要有以下原因：（1）目前CPI同比处于高位，近期仔猪和母猪价格飙升，未来猪肉价格仍有上涨空间，物价对货币政策形成一定掣肘。（2）中国货币政策以内为主，盲目跟随海外降息可能导致降息预期的自我实现，进而压缩未来货币政策空间。（3）中美短端利差仍处于历史较低水平，暂时还不存在人民币显著升值压力。（4）当前降息达不到降低小微企业融资成本的效果，先通过定向降准向小微企业注入流动性使其尽快恢复正常经营更为关键。

**未来货币政策会保持宽松，但政策发力的力度可能相对温和，可能将采用灵活审慎（边走边看）的策略。**由于一季度经济数据大概率下滑得比较多，意味着未来三个季度可能需要把经济增速拉升到潜在经济增速之上，才能达到稳就业需要的经济增速，因此我们预计未来货币政策会继续保持宽松，财政方面仍将采用提高赤字率、加大债券发行等方式确保一些传统基建项目的延伸和一些“新基建”的快速推进。但由于负债规模和前期刺激后遗症的影响，政策发力的力度相对温和，可能将采用灵活审慎（边走边看）的策略，总体上可能要接受更低一些的经济增速和更高一些的物价水平。

● **风险提示：海外疫情扩散超预期；国内疫情出现反复**

## 相关报告

宏观报告：供需两弱，经济未企稳——2019年1-2月经济数据点评

2019-3-14

宏观报告：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

## 目 录

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 1、 隔离的经济成本需要灵活审慎的政策来对冲 ..... | 3 |
|------------------------------|---|

## 图表目录

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 图 1: 工业增加值同比增速断崖式下跌 .....              | 4 |
| 图 2: 固定资产投资同比增速断崖式下跌 (%) .....         | 4 |
| 图 3: 社会消费品零售总额同比增速断崖式下跌 .....          | 5 |
| 图 4: 2018 年下半年以来, 中国没有跟随美联储加息或降息 ..... | 5 |

**事件:**统计局数据显示,2020年1-2月中国规模以上工业增加值同比下降13.5%,前值6.9%;1-2月全国固定资产投资(不含农户)33323亿元,同比下降24.5%,前值5.4%;1-2月社会消费品零售总额52130亿元,名义同比下降20.5%(扣除价格因素实际下降23.7%),前值8%;除汽车以外的消费品零售额48476亿元,下降18.9%,前值8.9%。

## 1、隔离的经济成本需要灵活审慎的政策来对冲

**供给与内需的缺位是隔离的经济成本。**2020年1-2月工业增加值、固定资产投资、消费增速都是断崖式下跌,属于一次巨大的外生冲击,即便是金融危机时期,也没有一次性出现如此大的跌幅,其原因在于疫情导致经济供给需求双收缩,金融危机时期还能够通过基建投资托底,但这次疫情采用的是全面隔离措施,虽然有大量基建项目与专项债提前大规模发放,供给端的缺位也会使基建投资负增长,虽然居民收入暂时不会因为疫情而减少,但出行受限会抑制大量的非必须消费需求。事实证明,国内采取的隔离措施很好地应对了疫情扩散,但代价就是短期供给与内需的缺位。

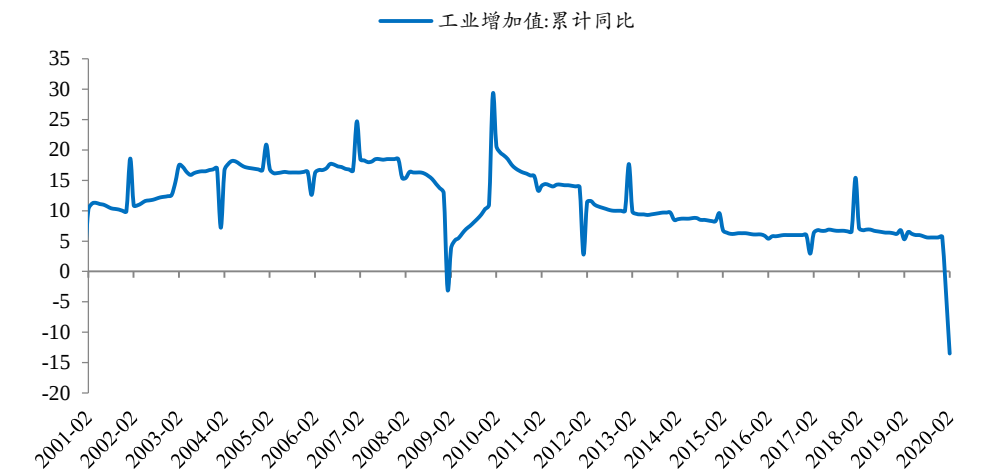
**海外疫情爆发可能对国内经济造成二次冲击。**国内疫情数据好转,复工复产加速推进,截至2月29日,规模以上工业企业开工率比一周前大幅上升了19.8个百分点。湖北以外地区工业企业的复工率达到了95%以上。此前受抑制的供给与内需都会逐渐恢复,但由于海外疫情愈演愈烈,各国医疗条件、应对疫情的态度与方式各异,海外疫情发展趋势与经济增长前景的不确定性大幅增加,OECD将2020年全球经济增长预期从2.9%下调至2.4%。未来海外经济数据可能也会像2月中国经济数据一样深幅下跌,甚至这个下跌时间可能会更久,目前海外主要经济体公布的3月Sentix投资信心指数已经出现了断崖式下跌。因此,虽然供给与内需正在补位,但外需的回落仍可能会对国内经济造成二次冲击。

**美联储紧急降息100BP,中国央行未跟随。**在中国1-2月经济数据公布之前,美联储宣布紧急降息100BP并重启QE,但超出市场预期的是,中国央行没有跟随降息,而是投放1000亿元MLF并维持利率不变,我们认为主要有以下原因:(1)目前CPI同比处于高位,近期仔猪和母猪价格飙升,未来猪肉价格仍有上涨空间,物价对货币政策形成一定掣肘。(2)中国货币政策以内为主,央行行长易纲多次强调“珍惜正常的货币政策空间”,2018年下半年以来,中国没有跟随美联储加息或降息,盲目跟随海外降息可能导致降息预期的自我实现,进而压缩未来货币政策空间。(3)市场预期降息的一个理由是近期中美长端利差飙升至历史高位,若不降息则会导致人民币出现较大升值压力,不利于出口,但跨境资本流动、人民币汇率与中美短端利差关联更大,中美短端利差仍处于历史较低水平。同时,近期全球股市暴跌,美元流动性短缺,美元指数快速上涨,人民币汇率破7,人民币贬值预期上升。(4)当前小微企业面临的困难是现金流吃紧、重新经营难度大,这种情况下,降息达不到降低小微企业融资成本的效果,先通过定向降准向小微企业注入流动性使其尽快恢复正常经营更为关键。

**未来货币政策会保持宽松,但政策发力的力度可能相对温和,可能将采用灵活审慎(边走边看)的策略。**虽然本次没有跟随美联储降息,但经济增速的底线是稳就业,由于1-2月经济数据大幅负增长,即便3月开足马力,一季度GDP增速大概率也会出现较大幅度下滑,这意味着未来三个季度可能需要把经济增速拉升到潜在经济增速之上,才能达到稳就业需要的经济增速,而稳就业需要各个部门通力合作,因此我们预计未来货币政策会继续保持宽松,财政方面仍将采用提高赤字率、加大债券发行等方式确保一些传统基建项目的延伸和一些“新基建”的快速推进。

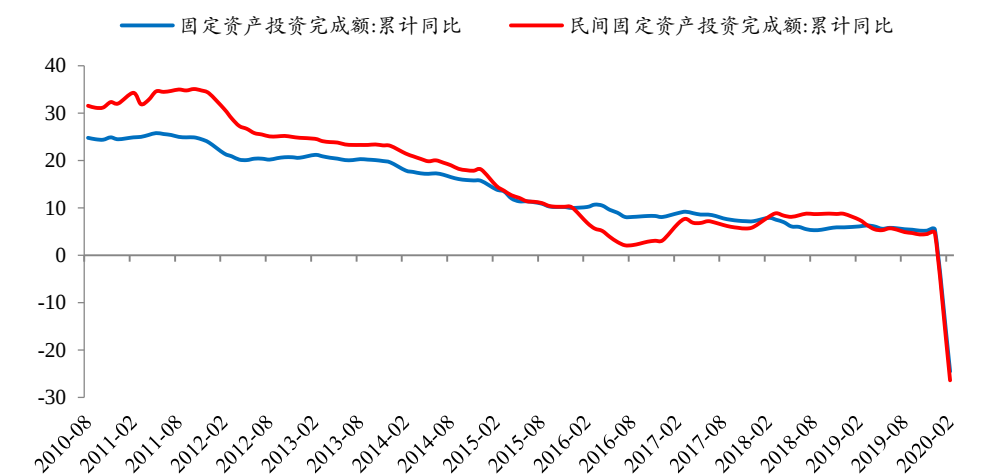
但由于负债规模和前期刺激后遗症的影响，政策发力的力度相对温和，可能将采用灵活审慎（边走边看）的策略，总体上可能要接受更低一些的经济增速和更高一些的物价水平。

**图1：工业增加值同比增速断崖式下跌**

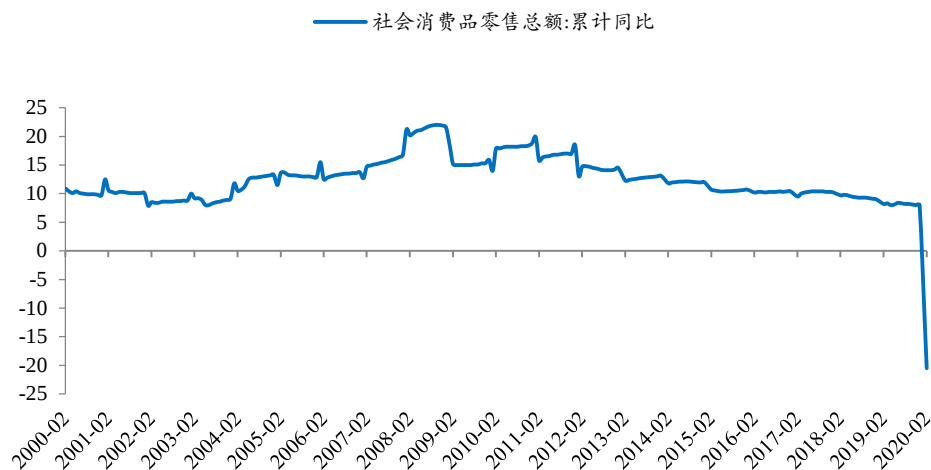


资料来源：Wind，新时代证券研究所

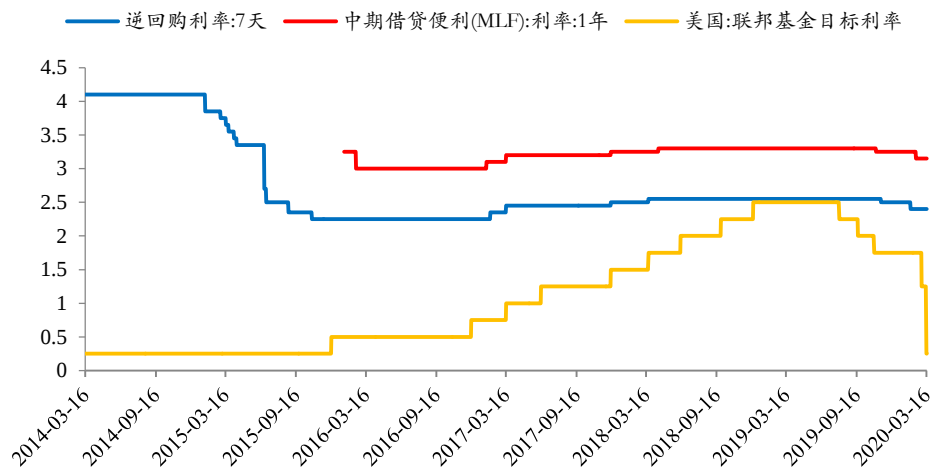
**图2：固定资产投资同比增速断崖式下跌（%）**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图3： 社会消费品零售总额同比增速断崖式下跌**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图4： 2018 年下半年以来，中国没有跟随美联储加息或降息**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

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\\_6489](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6489)

