

关注全球需求放缓的影响

——宏观专题研究报告

日期：2020年03月13日

投资要点：

- **国内短期供给不足矛盾或缓解，外围风险上升，需求放缓预期升温：**今年以来，突如其来的新冠疫情中断了中国以及全球自2019年四季度以来的短期周期经济企稳的态势。国内短期疫情防控的物理隔离，使得供给不足问题凸显，随着疫情逐步得到控制，且复工复产的有序推动，预计供给不足问题将得到缓解。而外围风险的不断上升，使得市场对需求放缓的预期逐步升温，原本脆弱的全球“弱复苏”转变为通缩预期。
- **国内疫情在近期得到有效控制，预计国内经济增速将逐季回升，通胀受猪周期以及基数效应影响呈现逐季回落：**二三季度，受前期积压需求的爆发、第二产业赶工以及托底经济的政策效应逐步显现，短期经济或出现快速反弹。由于消费包括第三产业的恢复进度相对投资和第二产业较慢，对经济增长的支撑作用预计要到三四季度才可以逐步体现。不过，值得一提的是，目前由于外围风险的逐步上升，导致国外需求走弱的预期升温，将给国内经济二季度的反弹幅度造成一定的压力。我们预计2020年全年GDP增加将在5.8%-5.9%，仍能实现全面建成小康社会的目标。此前，我们预期在疫情结束后，PPI数据伴随着政策的推动，或出现快速回升。不过，外围风险上升或带来短期的需求放缓，叠加油价的波动，预计PPI中枢有所下降。
- **国外政策空间不足，而国内政策灵活适度：**目前欧洲和日本已经处于零利率和负利率状态，美国政策利率在前期一次性调降50BP后，已经降到1%-1.25%，降息空间也相对狭小。从各国央行的资产相对规模看，日本央行处于绝对高位，欧元区也超过了前两次危机的高点，美联储也与欧债危机时的水平基本一致。而国内政策看，财政政策加大逆周期调节，其中地方专项债与政策性金融是主要力量；货币政策方面，更加灵活适度，积极助力融资成本下调的同时，实现货币政策的精准滴灌效应，解决企业短期现金流问题；房地产政策方面，则集中在稳投资，稳预期方面。
- **风险因素：**疫情持续时间存在不确定性，或加大经济的短期波动，随着外围风险的上升，全球经济或将再次走弱。中美贸易摩擦风险；国内外经济、政策超预期变化。

分析师： 郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01056508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

相关报告

1. 万联证券研究所 20191216_经济数据点评_AAA_生产端或受库存因素影响明显改善
2. 万联证券研究所 20191212_经济数据点评_AAA_11月通胀数据_基数助推CPI继续上行
3. 万联证券研究所 20191211_经济数据点评_AAA_11月贸易数据_进口改善

目录

1、需求端放缓成为市场短周期主线	3
1.1 短期供给压力将逐步缓解	3
1.2 供给不足或转向需求放缓	4
2、经济增速逐季回升 通胀逐季回落	6
2.1 GDP 增速逐季回升	6
2.2 CPI 逐季下降，PPI 中枢或下移	7
3、外围政策空间有限 国内政策将更加灵活	8
3.1 外围面临政策空间有限	8
3.2 国内的对冲政策	9
3.2.1 财政政策：地方专项债与政策性金融是主要力量	9
3.2.2 货币政策：更加灵活适度	10
3.2.3 房地产政策：稳投资，稳预期	12
4、风险因素	14
图表 1：2 月 PMI	3
图表 2：PMI 生产指数	4
图表 3：地方债发行情况	4
图表 4：外需压力明显上升	5
图表 5：美国以及欧元区 PMI 数据	5
图表 6：2003 年 GDP 当季增速	6
图表 7：SARS 期间社消增速	7
图表 8：能繁母猪存栏同比增速回升	7
图表 9：PPI 同比及环比	8
图表 10：各国央行资产相对规模	9
图表 11：税收及非税收入增速	10
图表 12：地方政府债发行	10
图表 13：央行政策汇总	11
图表 14：MLF 利率	11
图表 15：存款准备金率变动	12
图表 16：地产行业资金来源	13
图表 17：开发投资构成	13
图表 18：政府性基金收入贡献占比	13
图表 19：各地方政策汇总	14

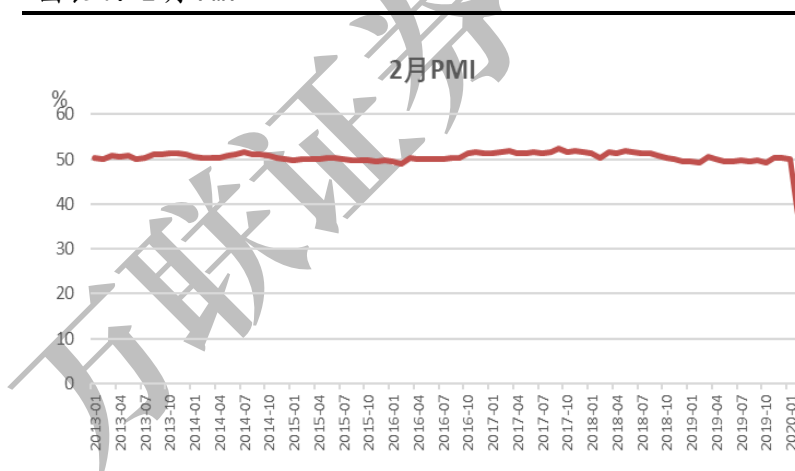
1、需求端放缓成为市场短周期主线

1.1 短期供给压力将逐步缓解

今年以来,突如其来的新冠疫情中断了中国以及全球自2019年四季度以来的短期周期经济企稳的态势。

从目前公布的2月PMI数据看, PMI各分项指数均有较大幅度回落。疫情导致的延迟复工造成供求两端均显著收缩。从业人员指数回落,受疫情影响下,大部分行业面临用工短缺。从目前的复工进度看,制造业压力或在短期内较快缓解,而大部分的小微企业,特别是线下服务业等的压力仍较大。

图表 1: 2月 PMI



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

各项订单指数降幅均小于生产指数, 说明需求主要是受到供给端的短期停滞拖累, 预计未来有望带动生产修复。从目前观察的情况看, 3月国内实现全面复工还存在一定的困难, 外围风险的上升将给外需方面带来一定的扰动, 预计整体修复仍需要一段时间。库存方面, 产成品略有增加和原材料库存下降, 除了短期生产因素外, 预计与物流受阻导致滞销问题有关。综合来看, 短期防控疫情采用的交通封锁对生产造成了一定的影响。预计物流运输业的恢复, 将带动生产的回升。2月原材料购进价格指数51.4%, 回落2.4个百分点; 出厂价格指数44.3%, 回落4.7个百分点。短期供给端的停滞带来价格韧性。

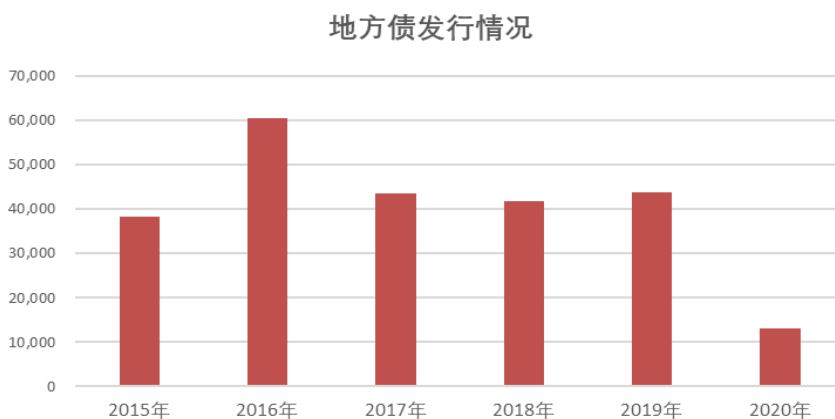
图表 2: PMI 生产指数



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

随着国内疫情得到基本防控, 国内各行业的复工复产均显著加快, 国内需求端稳定将带来3月PMI指数明显反弹。但是, 海外疫情发展变化仍存在较大的不确定性, 对3月份PMI会有一定的负面作用。政治局会议, 要求加大新投资项目开工力度, 加快在建项目建设进度。截至2月27日, 部分省市发布2020年重大项目投资计划。按照政治局会议的要求, 积极的财政政策要更加积极有为, 以及发挥好政策性金融作用。预计今年赤字率或将突破3%, 专项债额度将大幅度扩容, 预计在3.5万亿以上, 政策性金融也将发挥较大的作用。

图表 3: 地方债发行情况



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

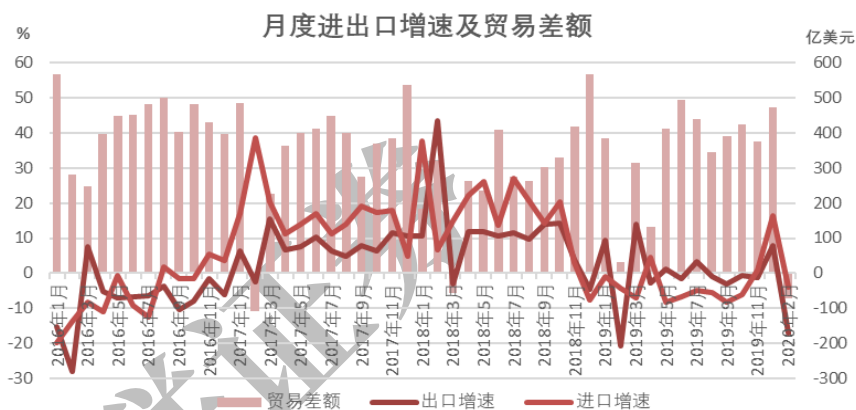
1.2 供给不足或转向需求放缓

2019年末, 全球央行货币宽松后, 全球经济进入了阶段性企稳的过程中, 主要国家PMI数据均出现回升。

目前, 国内疫情得到了有效控制, 而外围风险不断上升。韩国、日本、意大利等国家确诊病例迅速上升。

从1-2月份的进出口数据看，1-2月出口增速（按美元计价）同比-17.2%，市场预估为-7.3%，前值为7.6%，大幅低于市场预期；进口增速同比-4%，市场预估-7.8%，前值16.3%，略高于市场预期；贸易逆差70.9亿美元，去年同期为顺差414.5亿美元，市场预估顺差339亿美元，前值467.9亿美元，明显低于市场预期。外需压力明显上升。

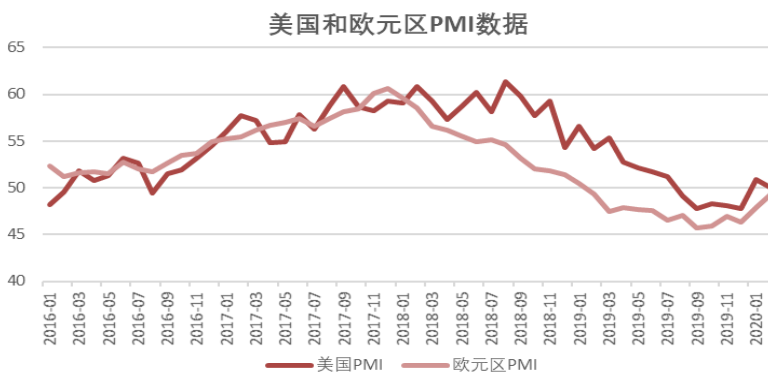
图表 4：外需压力明显上升



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

从外需角度看，美国1-2月PMI分别为50.9、50.7，自2019年8月以来首次反弹至荣枯线上，日本和欧元区的PMI数据亦表现强劲，维持回升势头。从数据上看，全球经济短期企稳迹象。不过，受疫情影响，2月国内PMI的新出口订单指数大幅回落20个百分点至28.7%。此外，外围新冠肺炎疫情仍存在较大的不确定性，预计外需短期保持低迷。

图表 5：美国以及欧元区 PMI 数据



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

外需走软预计会对1季度中国经济增长形成拖累。国内外贸企业逐步复工复产，

从供给端对出口有一定的支撑作用。但是，外围疫情的不确定风险持续上升，将继续拖累出口。

虽然国内的疫情通过物理隔离获得了有效控制，并处于加速复工复产阶段，预计随着国内需求的逐步回升，以及政策的落实，经济短周期或将反弹。与此同时，外围风险不断上升，包括韩国、日本、意大利和伊朗在内的各国疫情传播范围迅速扩大，传播速度超出市场预期。市场对外围经济将再次探底的担忧再次升温，叠加国外风险资产普遍处于高位，市场避险情绪再次升温，各类资产均处于调整趋势。疫情冲击下，原本脆弱的全球“弱复苏”转变为通缩预期。

2、经济增速逐季回升 通胀逐季回落

2.1 GDP增速逐季回升

市场普遍预期此次新冠疫情的冲击可能集中在一季度。短期消费的冲击较大，叠加房地产销售冻结等因素，带动GDP增速明显下行，参考2003年非典疫情时的影响判断，当时季度GDP增速下滑2个百分点。

图表 6：2003 年 GDP 当季增速



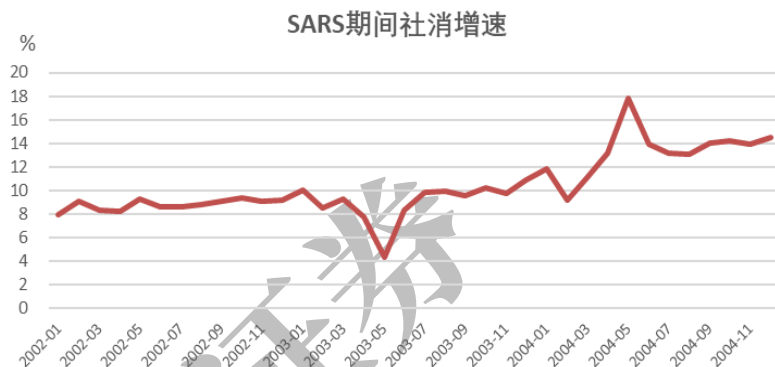
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

二三季度，受前期积压需的爆发、第二产业赶工以及托底经济的政策效应逐步显现，短期经济或出现快速反弹。由于消费包括第三产业的恢复进度相对投资和第二产业较慢，对经济增长的支撑作用预计要到三四季度才可以逐步体现。不过，值得一提的是，目前由于外围风险的逐步上升，导致国外需求走弱的预期升温，将给国内经济二季度的反弹幅度造成一定的压力。我们预计2020年全年GDP增加将在5.8%-5.9%，仍能实现全面建成小康社会的目标。

从目前看，短期的物理隔离对餐饮、旅游、酒店、交通运输等行业的冲击确实很大，以居民和企业为主要统计对象的社会消费品零售总额的数据预计会出现明显回落。但是，由于近年来消费结构的变化，服务消费的增速较高，占比也在提升。因此，消费端的情况或好于市场预期。

另外，如果从最终消费的角度看，或将因为短期政府部门的消费支出扩大，使得整体最终消费对经济的扰动作用，好于市场预期。而且本身最终消费支出在GDP的份额一季度就是全年高点，所以预计数据上表现得或更加明显。

图表 7：SARS 期间社消增速

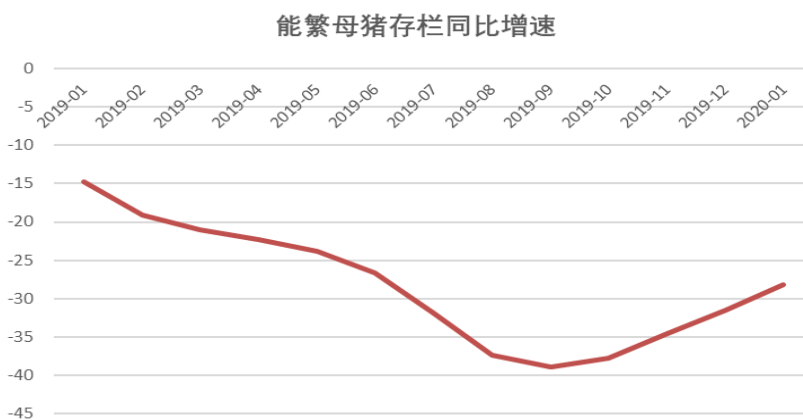


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2.2 CPI 逐季下降，PPI 中枢或下移

通胀方面，短期看，猪肉价格仍是主要CPI数据的核心影响因素。截至2020年1月，能繁母猪存栏已经连续4个月同比降幅收窄，预计猪肉价格已经进入顶部阶段。新冠疫情防控仍会带来一些结构性的影响。部分阶段性供应短缺的商品，存在一定的涨价压力，比如受运输因素影响的鲜菜等，这些已经在2月的数据中所体现。非食品部分，供给端的压力或因复工复产的加速有所缓解。中期看，压力的传导或影响消费需求收缩，导致部分可选消费和服务价格的下行压力仍较大。

图表 8：能繁母猪存栏同比增速回升

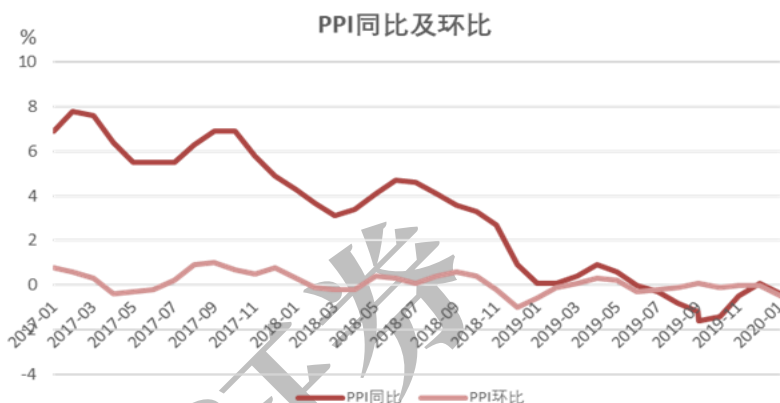


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

PPI 数据短期或受疫情影响较大，受复工推迟以及运输因素等影响，有回到通缩

的可能。此前，我们预期在疫情结束后，伴随着政策的推动，或出现快速回升。不过，外围风险上升或带来短期的需求放缓，叠加油价的波动，预计PPI中枢有所下降。

图表 9：PPI 同比及环比



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

我们预期2020年前两个季度的CPI均值在5.2%和4.7%，而PPI的均值在-0.4%和-1.3%。

3、外围政策空间有限 国内政策将更加灵活

3.1 外围面临政策空间有限

目前欧洲和日本已经处于零利率和负利率状态，美国政策利率在前期一次性调降50BP后，已经降到1%-1.25%。即便对比2008年金融危机以及欧债危机当时的情况看，降息空间也相对狭小。

而从各国央行的资产相对规模看，日本央行处于绝对高位，欧元区也超过了前两次危机的高点，美联储也与欧债危机时的水平基本一致。

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_6526

