

宏观周报

对比国内经济基本面与2008年的异同

■ 核心观点

第一，2008 年的国际金融危机改变了我国数十年高速增长的态势。危机期间，外贸断崖式下滑，消费也出现一定下行。

第二，本次疫情对国内经济增长负面冲击可能会小于 2008 年的危机：其一，当前的全球金融市场动荡是否会引发大规模的企业违约以及新兴市场主权债务危机还存在较大的不确定性。随着各国逐渐加强对疫情的防控以及央行采取大幅的宽松措施，全球金融市场的恐慌有望逐渐缓解，这会降低金融风险向实体经济的蔓延；其二，疫情防控期间停滞的消费和生产并非完全消失，全球经济增长的下行压力低于国际金融危机期间；其三，当前外贸对我国经济增长的拉动程度低于 2008 年危机之前，内需对经济增长的拉动更为显著。

第三，物价方面，受总需求低迷的影响，CPI 和 PPI 同比增速都在 2009 年转为负增长，实体经济陷入通缩状态。本次疫情会延长 CPI 位于高位的时间，但不会改变 CPI 高位回落的态势；PPI 的通缩压力会随着全球衰退的预期和石油价格保持低位而加大。

第四，政策应对方面，2008 年国际金融危机之后，为了应对总需求的大幅下滑，无论货币还是财政整体采取了强刺激方案。在一揽子刺激经济政策下，中国经济增速出现显著的反弹，随后出现一定程度的过热。

第五，当前的宏观环境决定了，难以再实施当初的强刺激方案，逆周期调控对经济是托而不举，这主要是由于：其一，无论居民、企业还是地方政府的杠杆率都远远高于 2008 年，私人部门继续加杠杆的空间有限，整体宏观杠杆率过高；其二，过去十年房价持续攀升，房地产潜在金融风险较高，大幅放松地产可能短期会拉动经济，但会导致金融风险进一步上升；其三，在经济结构转型和追求高质量发展的大背景下，经济刺激要着眼于中长期发展，宏观调控要追求科学稳健，避免再次带来产能过剩、投资效率低下等问题。

本周市场重点

受新冠疫情和原油价格爆跌的影响，本周海外金融市场发生剧烈震荡。美国股票市场发生两次熔断，3 月 12 日，全球超过十个国家的股票市场发生熔断。在以股票市场为代表的风险资产发生熔断的同时，避险资产黄金和美国长期国债也发生较大幅度的下跌，这意味着全球金融市场出现恐慌式抛售，甚至流动性危机。导致全球市场发生大幅震荡的根本原因在于金融市场投资者对全球经济陷入衰退的担忧以及面对外生的负面冲击全球央行的政策空间越来越小。全球金融市场由避险模式逐渐转为危机模式，上一次发生如此大的震荡还要追溯到 2008 年的国际金融危机。全球金融市场的动荡能在多大程度上影响实体经济，目前还无法评估。因此，本篇报告主要通过对比当前国内经济形势与 2008 年国际金融危机前后的异同，来进一步评估海外疫情蔓延可能对国内实体经济带来的冲击。

回顾 2008 年的国际金融危机可以发现，**危机对我国的外贸冲击最为显著，其次是消费**。国际金融危机使得全球 GDP 增长出现断崖式下滑，2001-2007 年全球经济增长震荡上行，全球 GDP 实际同比增速由 2.5% 上升到 2007 年的 5.7%，受国际金融危机的影响，2008 年和 2009 年全球 GDP 实际同比增速分别下行到 3% 和 0%。受外需萎靡的影响，我国出口增速由危机前高于 20% 的增速骤降到负，2009 年 5 月我国出口增速降到最低为 -26.5%。**同时，我国内需也出现迅速收缩，表现为进口增速和消费增速均出现不同幅度的下降**。进口方面，危机之前，我国进口增速常年保持 20% 以上的增速，国际金融危机使得我国进口增速自 2008 年 11 月连续 12 个月转为负增长，2009 年 1 月进口增速达到最低为 -43.1%；消费方面，危机之前，我国社零增速保持 20% 以上的增速，2009 年我国社零增速受危机影响下滑到 15% 左右。

本次新冠疫情会通过需求和供给两个层面对全球经济带来负面冲击。目前，新型疫情在全球超过 100 个国家蔓延，为了防止疫情升级，大多数国家不得不通过停工停产居家隔离等方式应对，短期内这会导致生产活动停滞，首先带来供给端的冲击。中国 2020 年 2 月份的外贸数据，出口下滑程度远大于进口下滑，这意味着疫情短期内对供给的负面冲击要高于需求端。随着居民消费活动的减少以及对未来收入预期的下降，疫情对需求的影响也会逐渐体现。

与国际金融危机相比，本次疫情对国内经济增长的负面冲击可能会相对较小，这主要是由于：第一，当前的全球金融市场动荡是否会引发大规模的企业违约以及新兴市场主权债务危机还存在较大的不确定性。随着各国逐渐加强对疫情的防控以及央行采取大幅的宽松措施，全球金融市场的恐慌有望逐渐缓解，这会降低金融风险向实体经济的蔓延；第二，疫情防控期间停滞的消费和生产并非完全消失，全球经济增长的下行压力低于国际金融危机期间；第三，当前外贸对我国经济增长的拉动程度低于 2008 年危机之前，内需对经济增长的拉动更为显著。

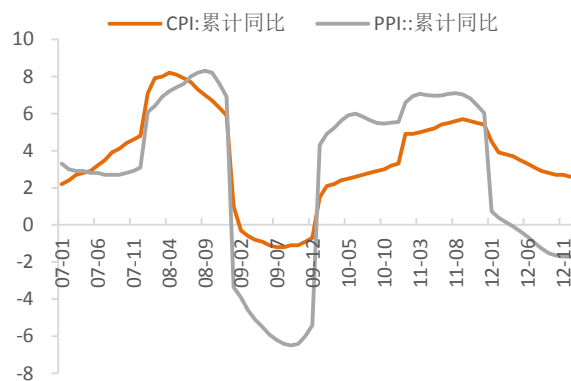
物价方面，受总需求低迷的影响，CPI 和 PPI 同比增速都在 2009 年转为负增长，实体经济陷入通缩状态。当前我国物价组合特点是 CPI 位于高位叠加 PPI 处于通缩，导致 CPI 高位的主要原因在于食品价格涨幅较大，导致食品价格上涨较多既有物流不畅、企业复工缓慢等供给端的因素，也有居民囤货导致需求短期上升等需求端的因素。展望未来，随着复工复产的推进，物流行业恢复正常，食品供给约束下降，畜肉类价格随着产能的恢复逐渐高位回落，CPI 同比增速短期内虽然继续保持高位，但逐渐回落，预计上半年仍将保持 4% 以上。PPI 受全球经济衰退的预期和原油价格保持低位，PPI 的通缩压力加大。

图表1 国际金融危机使全球 GDP 增速大幅下行 (%)



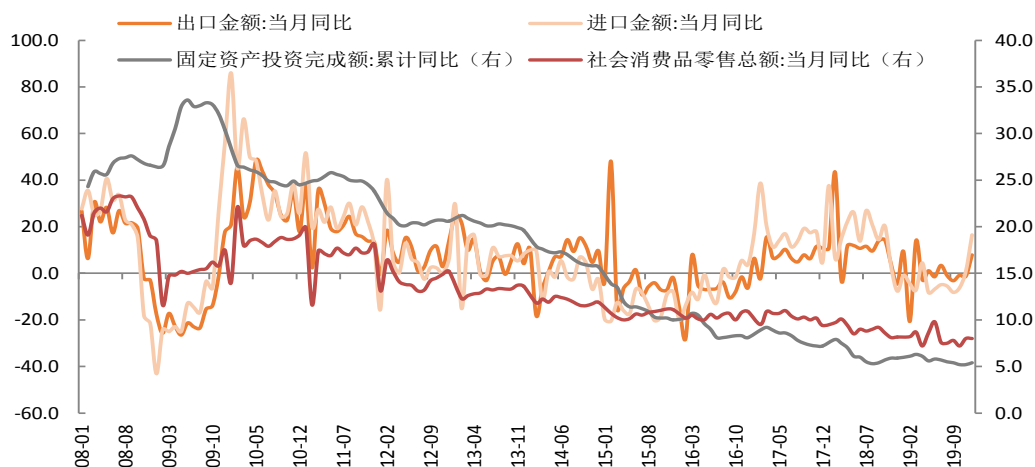
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 危机期间 CPI 和 PPI 迅速下降 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2008 年国际金融危机期间出口、进口、消费均出现大幅下滑（%）



资料来源：WIND, 平安证券研究所。

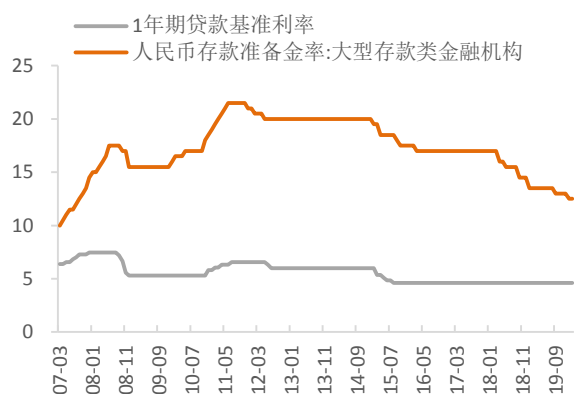
政策方面，2008 年国际金融危机之后，为了应对总需求的大幅下滑，无论货币还是财政整体采取了强刺激的方案。在一揽子刺激经济政策下，中国经济增速出现显著的反弹，随后出现一定程度的过热。“四万亿”的投资计划短期显著刺激了经济增长，但没有改变中国经济长期持续下行的态势，并带来了投资效率低下、传统行业产能过剩以及整个宏观经济杠杆率的大幅攀升。当前的宏观环境决定了，难以再实施当初的强刺激方案，这主要是由于：其一，无论居民、企业还是地方政府的杠杆率都远远高于 2008 年，整体宏观杠杆率过高，私人部门继续加杠杆的空间有限；其二，过去十年房价持续攀升，房地产潜在金融风险较高，大幅放松地产可能短期会拉动经济，但会导致金融风险进一步上升；其三，在经济结构转型和追求高质量发展的大背景下，经济刺激要着眼于中长期发展，宏观调控要追求科学稳健。

货币政策。金融危机之后，我国采取了大规模的货币宽松政策，贷款基准利率从 2008 年 9 月初的 7.56% 连续 5 次下调，到 2008 年 12 月下调到 5.40%，短短四个月下调超过 2 个百分点；同时大型金融机构的存款准备金率连续三次下调，从 17.5% 下调到 15.5%。在连续的货币宽松下，M2 同比增速自 2009 年 2 月起，连续 15 个月保持 20% 以上的增速，最高时逼近 30% 的增速；人民币贷款余额增速自 2009 年 1 月起，连续 17 个月保持在 20% 以上的增速，最高时逼近 35% 的增速。货币政策呈现“大水漫灌”状态，受此影响，房价也出现大幅飙升。

目前，货币政策要求广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内名义生产总值增速相匹配，多次强调坚决不搞“大水漫灌”，货币政策总体表现为温和宽松。**美联储的意外降息进一步打开了中国央行货币政策宽松的空间，但并不存在是否跟进的问题，因为无论美联储是否会降息，中国央行都会降息，关键在于降息的时点和幅度。**中国央行高层官员曾多次表态，中国的货币政策追求内外平衡，但是以内为主，未来中国将是为数不多保持货币政策正常的国家。

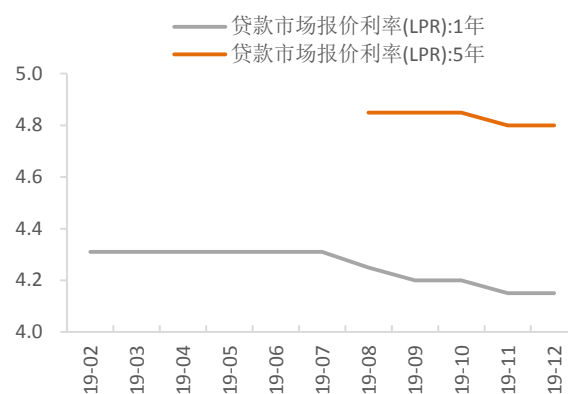
3 月 13 日，人民银行决定 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。展望后市，我国货币政策仍将延续宽松，全年仍将有 1-2 次降准。短期操作上，3 月份 MLF 利率仍将可能下调 5-10 个 BP，推动 3 月 20 日 LPR 报价利率的下行。4 月份无论全球还是国内疫情形势都将更为明确，也可以综合评估疫情对宏观经济负面影响的程度，是观察存款基准利率是否会下调的重要时间窗口。

图表4 2008 危机后货币政策大幅宽松 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 1 年期和 5 年期 LPR 温和下调 (%)



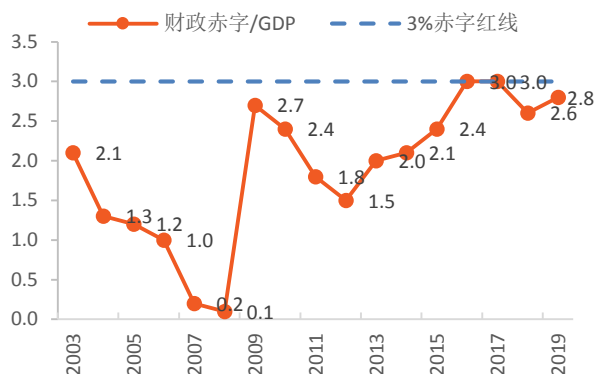
资料来源: Wind, 平安证券研究所

财政政策。根据发改委的官方解释, 2009 年的 4 万亿元投资中, 新增中央投资占总投资规模接近 30%, 主要来自中央预算内。公共财政赤字率由 2008 年的 0.1% 提高到 2009 年的 2.7%, 提升 2.6 个百分点; 其他投资占总投资规模的 70%, 主要来自地方财政和信贷。地方政府加大融资催生了地方政府融资平台和影子银行的快速发展, 地方政府的杠杆率 (考虑隐性债务) 迅速攀升。在刺激政策下, 基建投资作为稳增长的重要支撑, 自 2008 年 10 月开始, 连续 21 个月保持 20% 以上的增速, 最高增速超过 50%。

面对新型疫情的负面冲击, 财政政策具有精准发力、时滞较短的特点, 一方面可以针对受疫情冲击较大的企业和行业采取针对性的减税降费等举措, 另一方面也可以在总量上发力稳增长。不过, 当前的基建融资环境与 2008 年危机之后出现显著的收缩, 其一, 在减税降费的背景下, 地方政府的财政税收收入增速出现大幅下滑; 其二, 房地产融资环境的收紧和房地产销售处于下行周期, 这会抑制开发商拿地的热情, 从而降低地方政府的土地出让收入, 新冠疫情的出现会进一步加大开放商的资金压力; 其三, 对地方政府隐性债务的管控不会放松, 基建融资延续“开正门、堵偏门”。

展望 2020 年基建融资发力可能来源于如下几个方面: 其一, 公共财政赤字率的提升, 有望突破 3%; 其二, 专项债的扩容突破 3 万亿, 资金使用效率更高。目前已经提前下发的专项债额度为 1.29 万亿, 基本全部投向基建领域, 全年专项债有望 70% 投向基建领域, 这大大高于 2019 年不到 20% 的比例; 其三, 政策性金融发力。政策性金融具有准财政属性, 疫情发生以来, 中央多次提到要发挥政策性金融逆周期调控功能; 其四, 吸引社会资本参与, 尤其是新基建领域。新基建对技术要求较高, 需要发挥社会资本的作用, 而且未来应用前景较好, 对社会资本具有吸引力, 具体包括 PPP 模式、保险资金、产业基金等; 其五, 不排除国家发行特别国债的可能, 这将取决于经济的下行程度和基建的反弹程度。预计 2020 年基建投资增速有望反弹至 8%-10% 左右。

图表6 2008 危机后财政赤字大幅提升 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 2008 年危机之后基建投资迅速反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

上周市场动态

■ 国家统计局发布 2 月物价数据

事件: 3 月 10 日, 国家统计局公布了 2020 年 2 月物价数据: 2 月份 CPI 同比 5.2% (上期 5.4%), 环比 0.8%; PPI 同比 -0.4% (上期 0.1%), 环比 -0.5%。

点评: 2 月物价 CPI 有所上升, 而 PPI 有所下滑, 主要是受疫情和原油价格下跌的影响: 1) 食品烟酒类价格同比上涨 16.0%, 影响 CPI 上涨约 4.84 个百分点, 是推动 CPI 位于高位的主导因素。食品价格上涨较多既有物流不畅、企业复工缓慢等供给端的因素, 也有居民囤货导致需求短期上升等需求端的因素。2) 非食品中, 因疫情防控, 部分商业和服务网点停止营业, 一些非生活必需品的消费需求受到抑制, 供需均有收缩, 价格保持低位。交通和通信环比受原油价格下行的影响由正转负, 回落 2.9 个百分点, 是导致非食品环比下降的主要原因。3) 导致 PPI 同比和环比下降的主要原因受季节和疫情因素影响, 一些工业企业停工停产, 需求减弱。2 月份, 国际原油市场受到较大冲击, 价格大幅度下降, 影响国内石油及相关行业价格环比由涨转降。4) 展望后市, 随着复工复产的推进, 物流行业恢复正常, 食品供给约束下降; 国内疫情的好转, 居民的囤货需求下降, 食品环比增速有望继续回落。非食品增速受需求的低迷大概率将保持低位, CPI 同比增速将逐渐高位回落。短期预计 3 月 CPI 同比 4.8%, PPI 同比 -1.5%。

■ 央行发布 2 月金融数据和社融数据

事件: 3 月 11 日, 央行公布 2 月金融数据和社融数据: 中国 2 月 M2 同比增 8.8%, 预期 8.5%, 前值 8.4%。2 月社会融资规模增量为 8554 亿元, 市场预期 1875 亿元, 前值为 50674 亿元; 前两个月社会融资规模增量累计为 5.92

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_6529

