



2020年3月宏观月报

中国的“体制溢价”吸引海外资金

疫情海外扩散引发对全球经济增长的担忧，美联储意外降息开启全球央行新一轮宽松，中国的“体制溢价”继续吸引海外资金流入中国。

- 2月数据陆续公布，疫情对国内经济增长的冲击逐步显现。预计1-2月工业增加值同比增长4.5%，社会消费品零售总额同比增长4.2%，固定资产投资同比增长3.9%。
- 疫情海外扩散引发对全球经济增长的担忧，美联储意外降息开启全球央行新一轮宽松，但货币政策需要财政政策配合，否则更可能造成新一轮资产泡沫。
- 近期中国资本市场表现良好，可归结为中国因疫情防控见效、财政政策经验丰富、货币政策正常化以及保持开放态度而导致的“体制溢价”。海外资金继续流入中国是大概率事件，人民币延续升值，人民币资产避险性质凸显。

相关研究报告

《策略周报》 20200308

《大类资产配置周报(2020.3.8)》 20200308

《策略点评》 20200308

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001



目录

2 月经济数据逐步显现疫情影响	4
评估疫情影响的几种错误角度	4
1-2 月宏观数据预测	5
海外疫情扩散，全球央行新一轮宽松	7
海外疫情成为市场焦点	7
美联储紧急降息，全球新一轮宽松来临	7
推动增长还是资产泡沫	8
中国的“体制溢价”继续吸引资金	9



图表目录

图表 1. 2月制造业、非制造业 PMI 均创历史新低.....	4
图表 2. 2月六大电厂日均耗煤量下降明显.....	5
图表 3. 2月中旬粗钢日均产量负增长.....	5
图表 4. 2月农产品批发价格 200 指数上涨.....	6
图表 5. 2月 CRB 工业原料下跌.....	6
图表 6. 2020 年 1-2 月宏观经济指标预测.....	6
图表 7. 近期美国国债收益率创历史新低.....	7
图表 8. 中美利差扩大.....	9

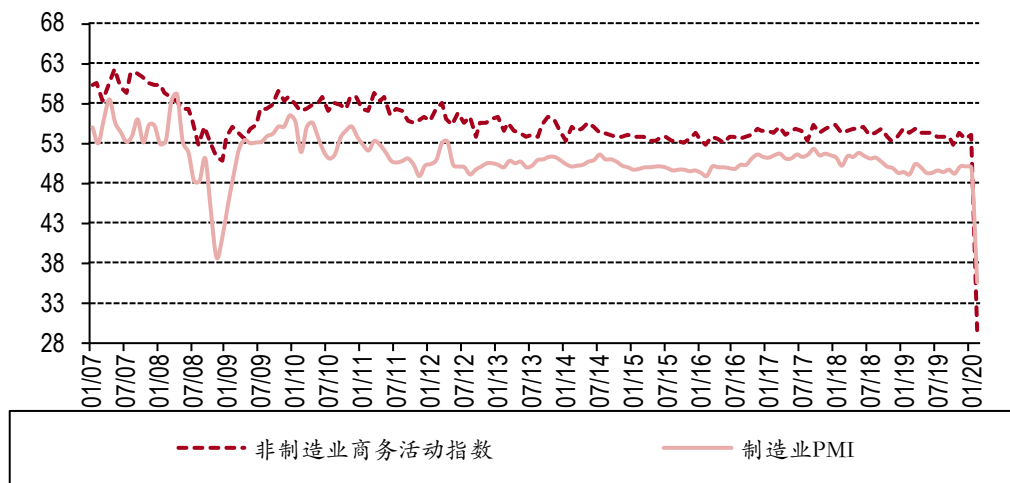
2 月经济数据逐步显现疫情影响

评估疫情影响的几种错误角度

2 月制造业 PMI 大幅走低是否意味着疫情影响对标次贷危机

2 月制造业 PMI 仅 35.7，其中生产指数仅 27.8；非制造业商务活动指数仅 29.6，均低于此前 2008 年 11 月的历史低点，创下新低。

图表 1.2 月制造业、非制造业 PMI 均创历史新低



资料来源：万得，中银证券

尽管 2 月 PMI 创新低，那么，是否如某些市场观点所称，本次疫情对宏观经济的冲击应对标次贷危机呢？我们认为，不能简单如此类比。

次贷危机是宏观经济体系的内生冲击，其影响较为持续。事实上，全球经济花了数年时间才逐渐从危机的冲击中走出，并且再也没有回复到 2006-2007 年的高增长状态。中国经济更是至今仍然在消化次贷危机时期刺激政策的后果。

而本次疫情至少从目前看，仍是宏观经济面临的一次性外生冲击。2 月 PMI 的新低主要是由于应对疫情的停工。随着复工的有序开展，经济活动的复苏可以期待，预计 3 月 PMI 数据就会有明显回升。因此，尽管单月冲击较为明显，但从对宏观经济冲击的持续性看，其影响程度远不能与次贷危机相比。

收入不能与 GDP 划等号

有观点在估算疫情的宏观影响时，简单将春节期间服务业收入的减少计算为 GDP 的减少，并以此来判断疫情对经济增长的冲击。

然而，收入与 GDP 并不能简单划等号。收入法 GDP 包含四个部分：劳动者报酬、营业盈余、固定资产折旧和生产税净额，由此可见，企业部门收入中纳入 GDP 核算的只有营业盈余和固定资产折旧，与收入总额的口径相去甚远。2019 年，社会消费品零售总额口径下的“餐饮收入”接近 4.7 万亿元，而 GDP 核算口径下的“住宿与餐饮业”增加值仅为 1.8 万亿元，考虑到后者中还包含了住宿业，餐饮业收入和所创造的 GDP 的差距可能有 3 倍甚至更高。

复工率不等于生产恢复比例

在估算生产所受影响时，复工进度无疑是重要的参考指标。但需要注意的是，不同企业的复工对于生产的恢复作用是不同的。从工业的角度看，目前尽管已不公布规模以上工业增加值的具体数字，但从历史数据推算，规模以上工业增加值占全部工业增加值的比例在 90% 以上。而据第四次经济普查数据，2018 年底，中国工业企业法人单位数为 341.5 万个，而其中规模以上工业企业单位数仅为 37.8 万个，占比 11.1%。即工业中，占比 11.1% 的企业创造了超过 90% 的增加值。

官方数据显示，截至 2 月底，国资委管辖央企旗下 4.8 万家企业复工比例已达 91.7%，中小企业复工比例约 30%。大中型企业复工明显快于中小企业。因此，产出恢复的进度也比复工率所显示的数据要更为乐观一些。

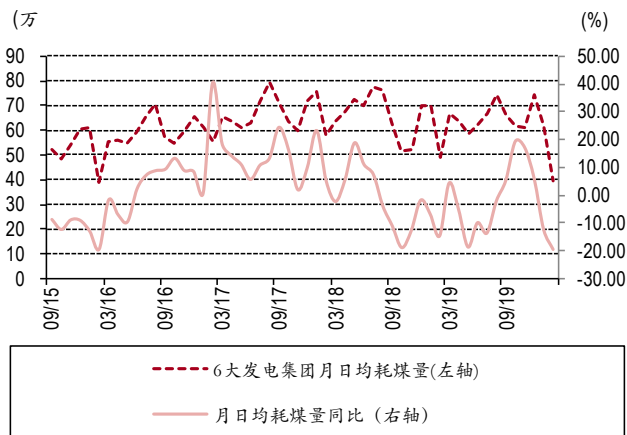
1-2 月宏观数据预测

高频数据的表现

当然，从高频数据看，2 月的生产还是明显受到了疫情的冲击。

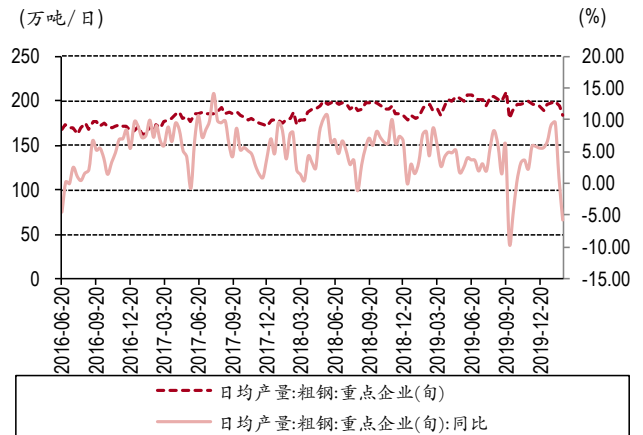
从六大电厂日均耗煤量看，2 月同比下降 19.8%；2 月上旬，重点企业粗钢日均产量同比仅增长 0.9%，中旬则同比下降 5.8%。考虑到春节错位因素，生产所受影响比 2 月耗煤量下降所显示的应该更为严重。

图表 2. 2 月六大电厂日均耗煤量下降明显



资料来源：万得，中银证券

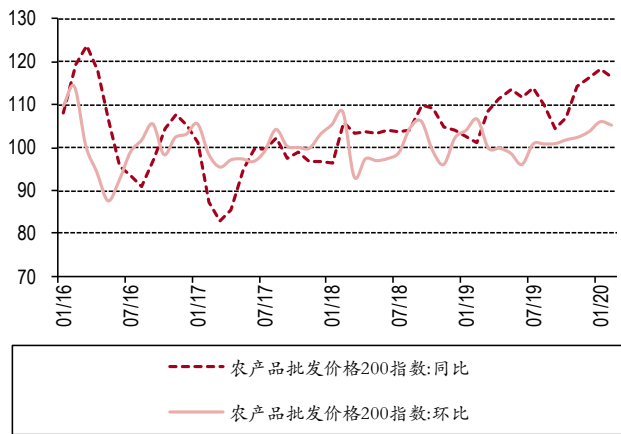
图表 3. 2 月中旬粗钢日均产量负增长



资料来源：万得，中银证券

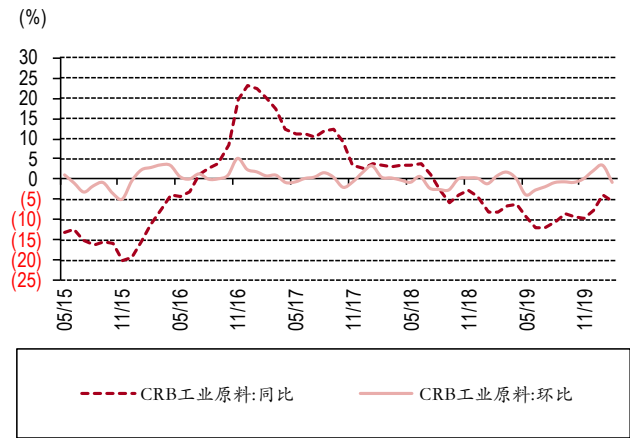
另一方面，农产品价格和工业品价格的分化继续。2 月农产品批发价格 200 指数平均为 135.7，环比上涨 5.2%，同比上涨 16.5%；而 CRB 工业原料日均为 457，环比下降 0.9%，同比下降 5.3%。

图表 4.2 月农产品批发价格 200 指数上涨



资料来源: 万得, 中银证券

图表 5.2 月 CRB 工业原料下跌



资料来源: 万得, 中银证券

宏观数据预测

我们对 1-2 月宏观数据的预测如图表 6:

图表 6. 2020 年 1-2 月宏观经济指标预测

	中银宏观预测	上期值	市场预测均值
工业增加值同比增长 (%)	4.5	6.9	1.9
固定资产投资同比增长 (%)	3.9	5.4	1.9
社会消费品零售总额同比增长 (%)	4.2	8.0	2.2
出口 (美元) 同比增长 (%)	(7.1)	7.9	(7.3)
进口 (美元) 同比增长 (%)	(6.9)	16.5	(7.8)
CPI 同比增长 (%)	5.2	5.4	4.8
PPI 同比增长 (%)	0.1	0.1	(0.3)
新增人民币贷款 (亿元)	14,000	34,000	12,333.3
M2 同比增长 (%)	8.6	8.4	8.5

资料来源: 中银证券, 市场预测均值数据来自万得。

海外疫情扩散，全球央行新一轮宽松

海外疫情成为市场焦点

在国内疫情逐步得到控制的同时，海外疫情却逐步扩散开来。截至 3 月 7 日，海外已累计确诊超过 26,000 人，韩国、伊朗、意大利和日本确诊人数较多。

随着疫情的扩散，疫情对全球经济增长可能造成的冲击成为市场担忧的问题。IMF 将 2020 年全球经济增速自 3.3% 下调至 3.2%；OECD 更将 2020 年全球经济增速自 2.9% 下调至 2.4%，并称如果新冠病毒的流行程度超出预期，全球 GDP 增速可能降至 1.5%。在疫情担忧冲击下，全球风险偏好大幅走低，全球市场动荡不已。G20 财长与央行行长会议呼吁各国实施适度宽松的货币政策和积极的财政政策，以应对全球经济脆弱性。

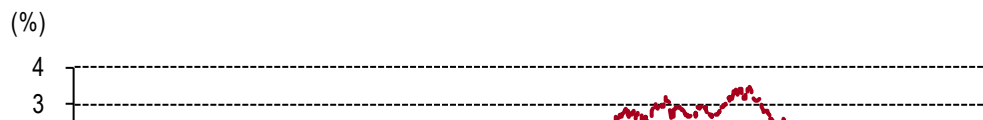
美联储紧急降息，全球新一轮宽松来临

3 月 3 日晚间 11 点，美联储将联邦基金利率下调 50 个基点，其幅度和时点均超于预期。上一次美联储在例会之外的时间紧急降息，还是次贷危机期间。

美联储的声明称，美国经济基本面依然强劲，本次降息的主要原因是应对新冠疫情对经济活动构成的风险。但另一方面，此次降息的背后也不乏白宫的压力。此前一周，美股下挫超过 10%，美国总统特朗普再度批评美联储的政策不够宽松。此次降息一定程度上再度凸显 FED 独立性已经开始减弱，决策中更多地考虑政治和资本市场因素。尽管近期公布的美国 2 月非农大超预期，但市场依然预期美联储 3 月会议上仍会继续降息。

在 3 日美联储降息前，澳洲央行已经降息 25BP；此前美、欧、日等主要央行行长均表达了采取宽松措施提供流动性以稳定市场的态度。在美联储降息后，沙特、阿联酋、马来西亚、加拿大等多家央行均跟随降息。预计欧央行 3 月大概率也会跟进降息，使负利率下探得更加厉害。全球央行新一轮降息潮或会到来，而各国央行上一次利率共振下降可回溯至 2008 年金融危机。由此可见，尽管目前疫情的宏观影响尚不能证实，但市场对未来风险的担忧却相当严重。目前美国国债收益率创历史新低，短期内，市场风险偏好料难以回升。

图表 7. 近期美国国债收益率创历史新低



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_6730

