

日期：2020 年 3 月 4 日



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

经济受疫情扰动 市场波动性增加

——2020 年 2 月份宏观经济数据预测

■ 主要观点：

2 月份宏观数据预测：CPI=5.1，PPI=0.1，出口=-3.9，进口=-9.3，顺差=100（USD）亿，M2=8.4，M1=4.0，新增信贷 8000 亿，信贷余额 12.1，工业 4.0，消费 6.0，投资 5.5。

市场看法：受疫情影响，短期回落较大

市场对经济中短期前景比前期略偏悲观，分歧加大，这显然是受“新冠”疫情影响的结果；但从市场预测数据看，影响有限。市场普遍认可，疫情对经济的影响主要集中在 1 季度，和之前的预期相比，对当期经济影响大约为 0.3-0.5，而对全年则基本没有影响；但是通胀压力却明显上升，市场认为今年控制在 3.0 下的目标很难实现。

我们看法：短期扰动不改中长期向好趋势

综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020 年 1 季度的经济增长回升势头将暂时停止，但当疫情消除、对冲性宏观政策出台后，经济将恢复正常回升态势；疫情造成的短期压力，甚至还促进了中国经济的转型和调整。短期的经济增长可能受到影响，但长期的趋势不会改变，反而有更大的成长空间，趋势上中国经济渐离“底部徘徊”阶段、缓慢步入回升的时点状态，不会因此改变。

房地产市场：楼市运行价格平稳、成交探底

房地产市场平稳态势不变。除受春节假期因素和疫情影响，成交下降较多，局部出现零成交情况，但价格并没有松动。楼市成交已在前期下降台阶的基础上，呈现走稳迹象。2020 年 1-2 月份，受节日和疫情影响，全国 30 大中城市的周成交规模稳定运行在新区间，2 月份周成交规模仅为 29.4 万方，虽然后续会有回升，但从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交的新平衡区仍将再下台阶。

资本市场波动中回暖趋势不变

当疫情消除、对冲性宏观政策出台后，经济将恢复正常回升态势；疫情造成的短期压力，甚至还促进了中国经济的转型和调整。在宏观节奏上，降准、降息或提前。“新冠”疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会。经济短期冲击和一般通胀水平的短期高企下，利率曲线波动将加大，相关国债期货的波动率将上升。受供给影响而出现的高通胀不会延续很久，信用风险影响也不大，因而债市在短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法：受疫情影响，短期回落较大

根据《证券市场周刊》最新的节后对中国经济季度和年度数据的最新 POLL，市场对经济中短期前景比前期略偏悲观，分歧加大，这显然是受“新冠”疫情影响的结果；但从市场预测数据看，影响有限。1 季度 GDP 市场预期的中值和均值分别为 5.0 和 5.1，分布区间为 (3.5, 6.0)；1 季度 CPI 市场预期的中值和均值都为 4.0，分布区间为 (3.8, 5.0)。年度 GDP 市场预期的中值和均值分别为 5.8 和 5.7，分布区间为 (4.5, 6.2)；年度 CPI 市场预期的中值和均值分别为 3.2 和 3.3，分布区间为 (2.5, 4.5)。综合来看，市场普遍认可，疫情对经济的影响主要集中在 1 季度，和之前的预期相比，对当期经济影响大约为 0.3-0.5，而对全年则基本没有影响；但是通胀压力却明显上升，市场认为今年控制在 3.0 下的目标很难实现。

我们看法：短期扰动不改中长期向好趋势

综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020 年 1 季度的经济增长回升势头将暂时停止，原先已表现出的经济内在动力回升趋势将受阻，经济增速仍将原地踏步，或略有下降，预计 1 季度 GDP 增速将在 5.5~6.0 之间。但当疫情消除、对冲性宏观调控政策出台后，经济将恢复正常回升态势；疫情造成的短期压力，甚至还促进了中国经济的转型和调整。从经济增长的角度，疫情使得对防护、医疗救治物品大增的消耗，是对社会财富的真实损耗，但是相关物品的生产，却让当期的经济增加值上升。正如战争对经济的影响一样，可控的疫情——不影响最终生产、即供应不受影响，消耗的是真实财富，创造的是经济增长！市场经济的一个悖论表现是，注重当期经济增加而非财富增长。短期的经济增长可能受到影响，但长期的趋势不会改变，反而有更大的成长空间，趋势上中国经济渐离“底部徘徊”阶段、缓慢步入回升的时点状态，不会因此改变。

2 月高频数据分析

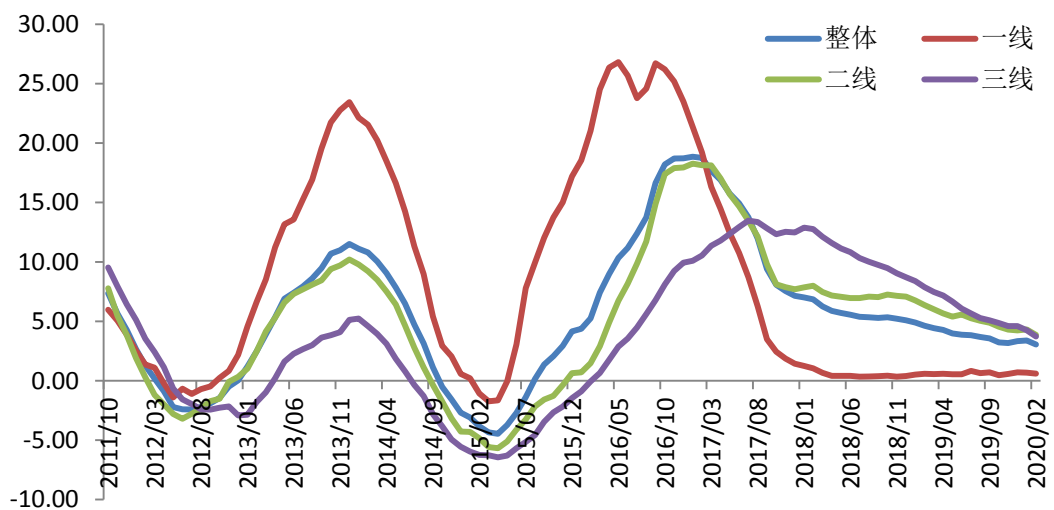
房地产市场：楼市运行价格平稳、成交探底

房地产市场平稳态势不变。除受春节假期因素和疫情影响，成交下降较多，局部出现零成交情况，但价格并没有松动。1 月份，各地坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段，全面落实城市主体责任，房地产市场保持总体平稳态势。初步测算，1 月份，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。其中，北京持平，上海、广州和深圳分别上涨 0.5%、0.3% 和 0.5%。二手住宅销售价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.1 个

百分点。其中，北京上涨 0.4%，上海上涨 0.2%，广州上涨 0.3%，深圳上涨 0.7%。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比持平，上月为上涨 0.1%。35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅与上月相同。

一线城市商品住宅销售价格同比小幅上涨，二三线城市涨幅连续回落。初步测算，1 月份，一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 3.8%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格同比上涨 2.2%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 6.9% 和 3.4%，涨幅比上月分别回落 0.4 和 0.3 个百分点，均连续 9 个月回落。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 6.4% 和 3.7%，涨幅比上月分别回落 0.3 和 0.2 个百分点，均连续 10 个月相同或回落。

图 1：中国百城房价指数延续底部平稳态势（当月同比，%）



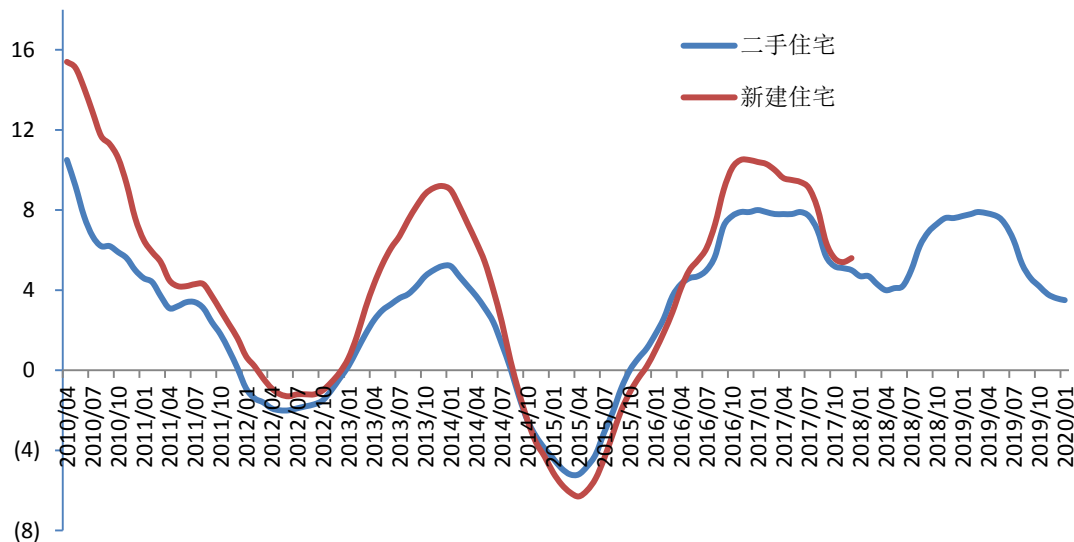
数据来源：wind，上海证券研究所

一线城市新建商品住宅销售价格涨幅回落；二手住宅涨幅略有扩大。2019 年 12 月份，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点，其中北京和深圳分别上涨 0.4% 和 0.7%，上海持平，广州下降 0.3%；同比上涨 3.8%，涨幅比上月回落 1.1 个百分点。二手住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，其中北京和深圳分别上涨 0.6% 和 1.0%，广州持平，上海下降 0.2%；同比上涨 1.7%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点。

二、二三线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅微扩，同比涨幅回落；二手住宅涨幅均相同或回落。31 个二线城市和 35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比分别上涨 0.3% 和 0.6%，涨幅比上月均扩大 0.1 个百分点；同比分别上涨 7.3% 和 6.7%，涨幅比上月分别回落 0.6 和

0.3 个百分点。二线城市二手住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅连续 3 个月相同；三线城市环比上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。二三线城市二手住宅同比分别上涨 3.7% 和 3.9%，涨幅比上月均回落 0.2 个百分点。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅均连续 8 个月回落，三线城市同比涨幅均连续 9 个月相同或回落。

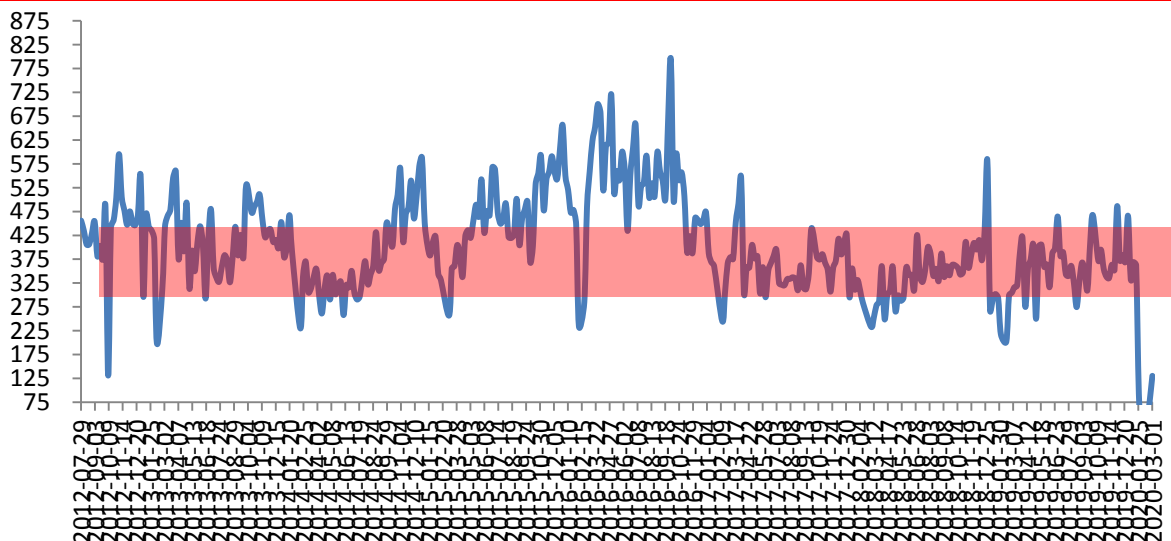
图 2：70 城市住宅价格走势平稳（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

楼市成交已在前期下降台阶的基础上，呈现走稳迹象——2017 年以来持续在新的区间平稳运行。2020 年 1-2 月份，受节日和疫情影响，全国 30 大中城市的周成交规模稳定运行在新区间，2 月份周成交规模仅为 29.4 万方，虽然后续会有回升，但从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交的新平衡区仍将再下台阶。

图 3：30 个大中城市房屋成交临时探底（日均/周，万平米）



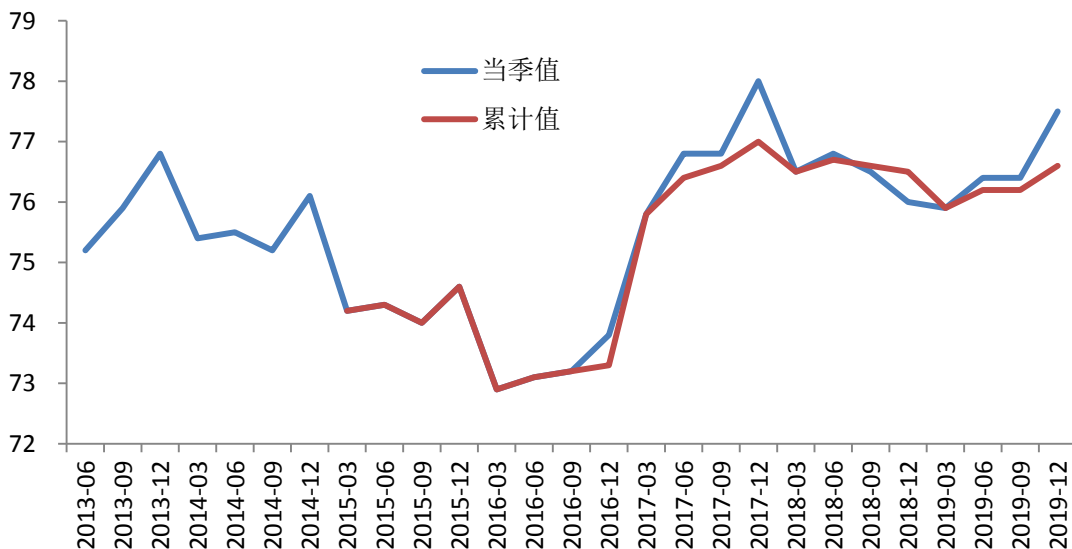
数据来源：wind，上海证券研究所

经济内生增长动力正在恢复

伴随经济迂回程度的回升，经济内生性增长动力正在积蓄。除了从投资机构上体现经济迂回程度回升外，中国工业产能的利用率波动回升态势，也体现了经济增长动力的复苏态势。

2019 年四季度，全国工业产能利用率为 77.5%，比上年同期上升 1.5 个百分点，比三季度上升 1.1 个百分点。2019 年全国工业产能利用率为 76.6%，比上年上升 0.1 个百分点。分三大门类看，四季度，采矿业产能利用率为 75.1%，比上年同期上升 4.9 个百分点；制造业产能利用率为 78.0%，比上年同期上升 1.5 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业产能利用率为 73.6%，与上年同期持平。分主要行业看，四季度，煤炭开采和洗选业产能利用率为 71.5%，食品制造业为 72.7%，纺织业为 79.6%，化学原料和化学制品制造业为 76.0%，非金属矿物制品业为 71.2%，黑色金属冶炼和压延加工业为 80.2%，有色金属冶炼和压延加工业为 79.5%，通用设备制造业为 79.5%，专用设备制造业为 80.1%，汽车制造业为 78.5%，电气机械和器材制造业为 79.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业为 82.6%。

图 4：中国工业产能利用率回升（%，季）



数据来源：wind，上海证券研究所

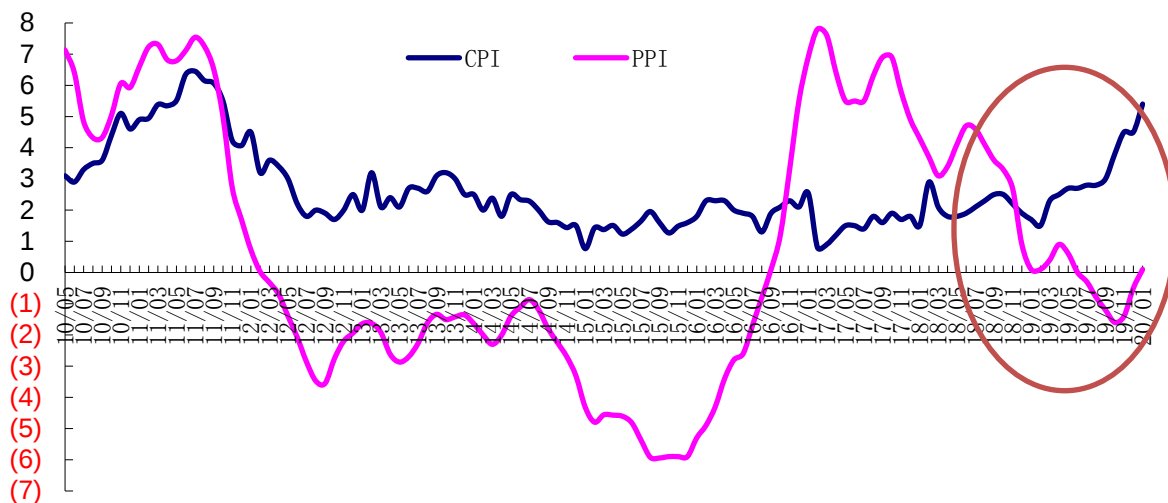
价格仍然延续“剪刀差”，消费物价高位延续

2020 年 2 月，虽然受到疫情影响，各地价格形势的总体稳定，波动主要为季节性波动，物价走势的最主要特征——消费品价格和工业品价格之间的“剪刀差”，仍然延续。2019 年，CPI 上涨 2.9%，涨幅低于 3%左右的预期目标，比上年扩大 0.8 个百分点。消费价格的高企，主要是猪肉、鲜果等价格上涨推高食品价格的结果。2019 年，食品价格上涨 9.2%，涨幅比上年扩大 7.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.81

个百分点，占CPI总涨幅的62.4%，是推高CPI涨幅的主因。食品中，肉类尤其是猪肉价格上涨较多。受非洲猪瘟疫情及周期性因素叠加影响，猪肉价格同比在连降25个月后，从3月份起快速上涨，11月份涨幅高达1.1倍，全年平均上涨42.5%，影响食品价格上涨约5.04个百分点，占食品价格涨幅的一半多。年末，在一系列保供稳价政策措施作用下，生猪生产出现积极变化，猪肉供给紧张状况有所缓解。受天气条件不利、生产成本上升及消费升级等多重因素影响，鲜果价格同比涨幅从3月份开始逐月扩大，6月份达42.7%，9月份仍上涨7.7%，全年平均上涨12.3%，影响食品价格上涨约1.11个百分点。四季度以来，应季水果大量上市，鲜果价格同比转降且降幅逐月扩大，12月份下降8.0%。鸡蛋、鲜菜和水产品价格小幅上涨，涨幅均比上年有所回落；粮食和食用油等其他食品价格基本平稳。

生产领域价格低位延续，PPI仍在零基线上下运行。2019年，PPI由上年上涨3.5%转为下降0.3%。其中，生产资料价格下降0.8%，影响PPI下降约0.57个百分点，是PPI下降的主要原因；生活资料价格上涨0.9%，影响PPI上涨约0.24个百分点。从分月环比看，除1月份PPI下降0.6%外，其余各月涨跌幅均在正负0.3%以内窄幅波动。从分月同比看，1—5月份，PPI小幅上涨，其中4月份的0.9%为全年最高涨幅；6月份由涨转平，7月份转降且降幅逐月扩大，10月份下降1.6%，为全年最大降幅；年末12月降幅收窄至0.5%。

图6：消费品价格和工业品价格的“剪刀差”走势延续



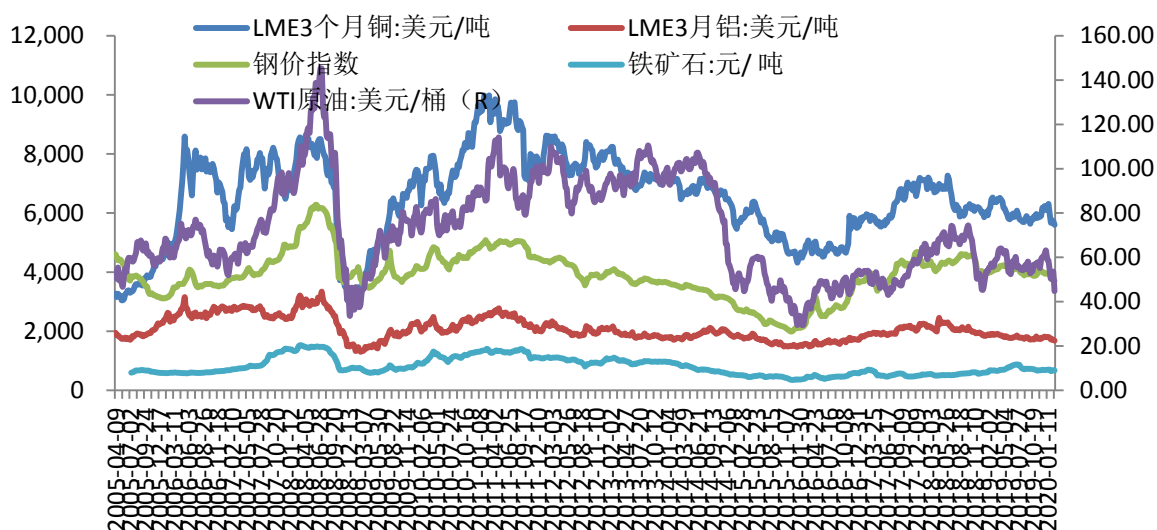
数据来源：wind，上海证券研究所

2020年1月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨0.1%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降0.3%，环比上涨0.2%。工业品价格受大宗商品波动的影响，工业生产资料价格表现出了明显的低迷态势，2月价格仍然平稳中趋弱，每旬价格波动仍是涨价品种少、跌价多。国家统计局对24个省（区、市）流通领域9大类50种重要生产资料

市场价格的监测显示：2020 年 2 月上旬与 1 月下旬相比，7 种产品价格上涨，26 种下降，17 种持平；2020 年 2 月中旬与 2 月上旬相比，21 种产品价格上涨，21 种下降，8 种持平。

在当前的经济运行背景下，价格的结构分化态势愈发明显，消费品价格受食品供应——主要是猪肉——的影响，持续高位，工业品则在周期规律作用下，持续低迷。猪肉在中国百姓日常生活中的重要地位，导致政府对供应的重视程度提升，在各种保猪肉供应的政策努力下，未来猪价持续快速上涨的态势难持续。受猪肉涨价的扩散效应影响，我们预计 2 月份 CPI 环比变动为 0.6，在基数效应影响下，CPI 同比为 5.1。

图 7：大宗商品价格走势仍然低迷



数据来源：wind，上海证券研究所

2 月份宏观数据预测

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 2 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1 2020 年 2 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）

预计公布日期	项目	本月预测	上月实际	上月预测	去年同期
	CPI 涨幅%	5.1	5.4	5.5	1.5
	PPI 涨幅%	0.1	0.1	0.1	0.1
	出口增速%	-3.9			-20.7
	进口增速%	-9.3			-4.4
	贸易顺差（亿美元）	10			412.6
	城镇固定资产投资（当月）%				
	当年累计%	5.5			6.1
	工业增加值%	4.0			3.4
	当年累计%	3.0			5.3
	M2 增速%	8.4	8.4	8.4	8.0
	M1 增速%	4.0	0.0	3.5	2.0
	信贷新增（10 亿元）	800	3340	3500	885.8
	信贷增速	12.1	12.1	12.4	13.4
	消费增速%	6.0			8.2
	当年累计%	6.0			8.2
	1 季度 GDP 增速%	上月预测：5.8		本月调整：4.0	
	当年累计%	上月预测：6.2		本月调整：6.2	

数据来源：上海证券研究所。

投资增长平稳中结构迂回改善

基于实际构成，从投资的大类行业分布上看，中国投资三大构成行业中的制造业迂回程度，要比房地产业和基础设施行业高；因此，经济下行时期，制造业的投资要下降更剧烈，这就是纯粹统计现象上的制造行业的顺周期特征表现。制造业投资开始企稳回升，全社会生产的

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_6814

