

宏观月报

国元期货研究咨询部

宏观金融

短期压力增加 长期不悲观

主要结论:

目前中国经济尚处于长期下行趋势之中,短期内达到底部均衡的可能性不高。2020 年我国宏观经济大概率延续下行趋势,上半年尤其是一季度经济增长的压力很大,同时下半年有机会出现阶段性的企稳回升。

2020 年 CPI 将会全年保持较高增长,中枢大概率会显著高于 2019 年。PPI 继续处于低位,后期走势受需求影响较大。

2 月份,随着新冠疫情在韩国、日本、意大利等国的扩散,全球市场收到冲击,全球经济下行风险突出。市场对于美联储降息的预期较强烈,并预期其他全球主要央行大概率跟随美联储的政策方向实施货币宽松。

电话: 010-84555131

相关报告

目 录

一、经济下行压力增大.....	1
二、CPI 再创新高.....	3
三、外汇储备稳定增长.....	6
四、金融数据好于预期.....	7
五、全球经济面临下行风险.....	11
六、后期宏观趋势研判.....	14

附 图

图 1：制造业 PMI	1
图 2：非制造业 PMI	1
图 3：PMI 生产和新订单指数	2
图 4：各类型企业 PMI	2
图 5：CPI	4
图 6：CPI 新涨价因素与翘尾因素	4
图 7：PPI	5
图 8：PPI 新涨价因素与翘尾因素	5
图 9：外汇储备	6
图 10：外汇占款	6
图 11：货币供应	8
图 12：社会融资规模	8
图 13：M2、社会融资剪刀差	10
图 14：贷款余额同比增速	10
图 15：美国 CPI	11
图 16：美国 PMI	11

图 17: 欧洲 CPI	13
图 18: 欧洲 PMI	13

国内经济长期下行趋势比较确定，短期内出现反转的可能性不大。一季度经济下行压力切实增加，二季度的情况还要看疫情是否能得到及时有效控制，下半年经济或可经历企稳回升，需求回暖。但目前经济形势十分严峻。

全球经济整体放缓，经济体之间矛盾加深，美强欧弱格局长期持续加深经济体之间的不平衡，国际资本市场波动显著增大。随着疫情在全球范围内扩善，全球经济风险增加，市场对主要央行货币宽松的预期较强烈。

一、经济下行压力增大

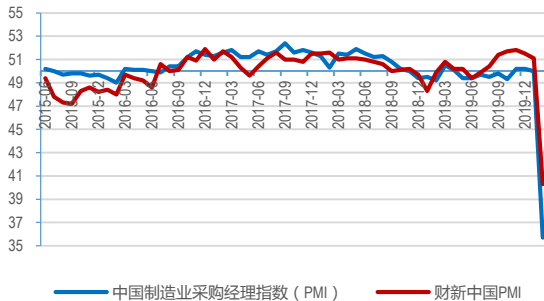
2020 年中国经济下行压力增大，但下行空间或许有限。受新冠疫情的影响一季度经济增速或有较大幅度的下滑，之后逐步回升。下半年经济形势应好于上半年。

领先指标来看，2 月份中国受到新冠疫情冲击 PMI 数据大幅回落。主要是因为 2 月份防疫需要，春节假期延长，停工停产时间较长，复产时间较晚的影响所致。二月中旬以来国内疫情影响较小的地区逐步开始复工，且复工进度逐步加快，3 月份 PMI 数据应有较大幅度的回升。制造业 PMI 在 3 月份大概率依然处于收缩区间，之后应逐步回到临界点附近。二季度的情况还要再看疫情控制的情况，我们认为应理性看待不能过于乐观。

图 1：制造业 PMI

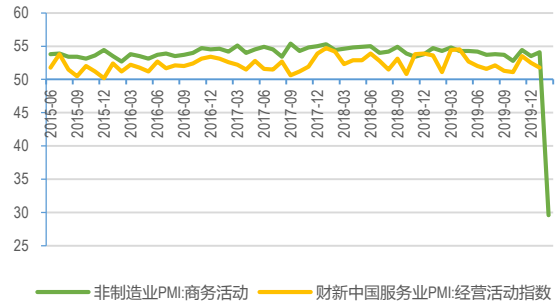
图 2：非制造业 PMI

中国制造业采购经理指数 (PMI)



数据来源: Wind、国元期货

非制造业PMI



数据来源: Wind、国元期货

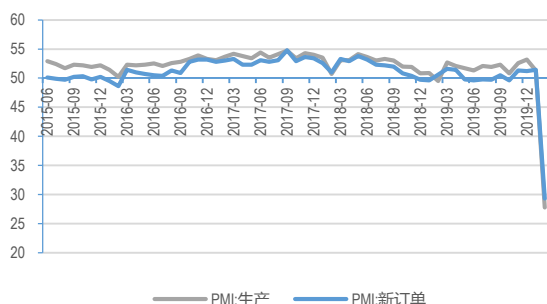
2 月份 PMI 数据全线大跌，创下历史新低。2020 年 2 月官方制造业 PMI 为 35.7%，较上月下降 14.3 个百分点，已经低于 2008 年金融危机时期的水平。财新制 2 月制造业 PMI 为 40.3，滑 10.8 个百分点，创 2004 年 4 月调查开启以来的最低纪录，也低于 2008 年 11 月全球金融危机爆发时的 40.9。2 月官方非制造业 PMI 为 29.6%，较上月下降 24.5 个百分点，非制造业总体大幅回落。在受到疫情冲击的情况下经济受到影响是确定的事情，现在再过度关注经济下滑了多少也没有太大意义，市场的分析重点应转向复产复工后经济的回升状况是否好于预期。客观来说中期经济增长的趋势不乐观，长期不悲观。

大型企业 PMI 为 36.3%下降 14.1 个百分点、中型企业 PMI 为 35.5%下降 14.6 个百分点、小型企业 PMI 为 34.1%下降 14.5 个百分点。景气整体走弱，主管政府机构已经出台了扶植中小、民营企业的政策，涉及社保、财税、信贷、就业等多个重要领域

图 3: PMI 生产和新订单指数

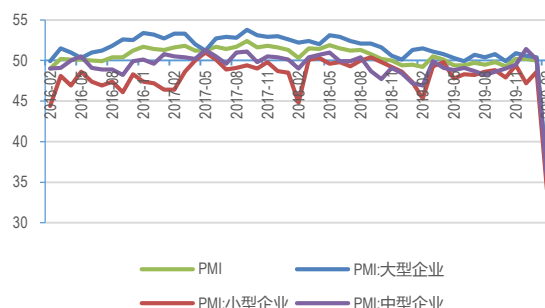
图 4: 各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



数据来源: Wind、国元期货

中国制造业采购经理指数 (PMI)



数据来源: Wind、国元期货

从分类指数来看,在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数均跌至临界点之下。

生产指数为 27.8%降 23.5 个百分点,制造业生产放缓,复工达产尚需时日;新订单指数为 29.3%降 22.1 个百分点;原材料库存指数为 33.9%降 13.2 个百分点;从业人员指数为 31.8%降 15.7 个百分点;供应商配送时间指数为 32.1%降 17.8 个百分点。其他重要指标:出口新订单指数为 28.7%降 20 个百分点,进口指数为 31.9%降 17.1 个百分点,显示出 2 月进出口同样受到巨大冲击。

二、CPI 再创新高

1 月份价格指标略超市场预期,CPI 再创新高,PPI 小幅走强。2020 年 1 月 CPI 同比上涨 5.4%、环比上涨 1.4%;PPI 同比上涨 0.1、环比持平。消费品价格强势、工业品价格弱势,价格指标分化程度加剧,PPI-CPI 剪刀差较上月小幅扩大,分化过程或接近本轮尾声。CPI 同比涨幅创逾 8 年新高,市场预期可能是此轮高点,之后逐步回落,目前受疫情影响可能回落节奏放缓。PPI 环比持平,料无新的涨价因素出现,PPI 仍将处于弱势状态。

CPI 方面，2020 年 1 月 CPI 同比上涨 5.4%，处于 8 年来高位。其中，城市上涨 5.1%，农村上涨 6.3%；食品价格上涨 20.6%，非食品价格上涨 1.6%；消费品价格上涨 7.7%，服务价格上涨 1.5%。个分项指标皆较上月涨幅扩大。此轮物价上涨的过程主要是由食品价格上涨推动。1 月猪肉价格上涨 116.0%，影响 CPI 上涨约 2.76 个百分点。据测算，在 1 月份 5.4% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 4.0 个百分点，新涨价影响约为 1.4 个百分点。新涨价因素比较高，一方面因为春节消费品价格季节性走高，另一方面疫情影响供应。在疫情下，市场关注食品向非食品的传导过程。猪肉价格 2020 年内大概率会回落，不引发全面通胀。而短期来讲，食品价格大幅下降的可能性也比较小，因而 CPI 大概率在高位波动。

虽然猪肉等食品的涨价动能趋弱，但从翘尾因素来看，2020 年一季度 CPI 的翘尾因素全年最强。我们判断目前可能 CPI 已经达到阶段性高点，之后可能小幅回落。2020 年上半年 CPI 整体仍在高位、难下台阶，全年保持较高增长。短期来看新冠病毒疫情对食品、药品价格带来一定的压力。

图 5: CPI

图 6: CPI 新涨价因素与翘尾因素

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_6891

