



春寒料峭

——2020年2月宏观经济月报

■ 2020年1月全球经济活动实现连续三个月的反弹，达到去年3月以来的最佳水平。分经济体看，美国、中国、欧元区、印度、巴西和俄罗斯均实现了经济活动的小幅复苏，而日本和澳大利亚勉强走出经济收缩区间。但1月全球调查数据尚未反映新冠疫情大规模爆发的影响。新冠疫情的迅速扩散令全球经济增添下行风险，国际货币基金组织（IMF）已下调对中国经济和全球经济的2020年增速预测值。

■ 2020年1月受新冠疫情影响，多项宏观数据延期发布。PMI数据显示，1月上中旬在疫情爆发之前，经济的初始状态仍保持弱复苏。但新冠肺炎疫情在春节期间爆发，在假期延长、返工时间推迟等强力防控措施下，全国生产生活“暂停”，2月PMI创下历史新低，服务业和制造业受到明显冲击。1-2月主要经济指标同比增速将出现较大幅度下降。未来随着疫情逐步明朗可控，3月经济将有所改善，改善程度将取决于复工复产进程。

■ 2020年1月CPI同比5.4%，较前值提升0.9个百分点，PPI同比0.1%，较前值提升0.6个百分点。前瞻地看，2月CPI将有所下行，PPI或再度陷入通缩。CPI方面，新冠疫情显著影响出行和复工，食品和医疗用品以外的支出大幅缩减，非食品价格将有所回落，CPI大概率将有所回落；PPI方面，受新冠疫情导致的停工影响，生产与投资均受拖累，叠加石油价格回落，将使得PPI增长承压。

■ 2020年1月我国新增人民币贷款3.34万亿，新增社融5.07万亿，均超出市场预期；M2同比增长8.4%，低于市场预期。但1月金融数据并未体现疫情的影响，主要是年初集中投放了去年底储备的项目，且专项债发行节奏明显前置。随着逆周期调节持续加码，一季度社融增速仍有望保持稳定。同时，新冠疫情冲击使得货币政策边际宽松，节奏前置、力度加码，“稳增长”仍将是政策立场考量中的决定性因素，且主要通过结构性政策发力。预计一季度政策将处在适度宽松区间，定向降准的概率上升，调整存款基准利率以引导存款利率下行也是可能的政策选项。

■ 2月21日，中共中央政治局召开会议，部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作。会议认为疫情已经得到“初步遏制”，但全国性拐点尚未到来。经济运行短期受到“明显冲击”，“稳增长”诉求上升，防疫进入2.0阶段。预计未来财政政策将更加积极，货币政策将结构性宽松，政策加快向复工复产倾斜，消费支持政策或将逐步推出，投资继续加快基建补短板，同时也将努力营造更加良好的贸易环境。

■ 2月10日，美国贸易代表办公室（USTR）更新了反补贴税法（CVD）项下的发展中国家和最不发达国家名单，其中不包含中国。虽然此次美国调整清单仅影响反补贴法项下的优惠待遇，对我国的反补贴调查并无影响，但此举标志着美国20年来对发展中国家贸易政策的首次变化，或将产生深远影响。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

步泽晨

宏观研究员

☎: 0755-83077970

✉: buzechen@cmbchina.com

韩剑

宏观研究员

☎: 0755-83283648

✉: hanjian_work@cmbchina.com

杨薛融

宏观研究员

☎: 0755-83073988

✉: yangxuerong@cmbchina.com



目录

一、海外宏观：疫情打压复苏势头	1
(一) 全球经济：开年现复苏势头，疫情添下行风险	1
(二) 美国经济：内部需求回落，疫情短期冲击有限	2
(三) 欧洲经济：疫情令经济雪上加霜	3
(四) 宏观政策：疫情迅速推升美联储降息预期	4
二、实体经济：疫情冲击初显	5
(一) PMI：创下历史最低	5
1. 制造业：供需弱复苏态势被打断	5
2. 非制造业：服务业、建筑业均受到明显冲击	7
3. 展望：经济恢复取决于复工进程	8
(二) 物价：CPI 高点出现，PPI 或陷通缩	8
1. CPI：猪肉鲜菜驱动增速上行	8
2. PPI：石油化工带动增速上行	8
三、货币金融：节奏前置，力度加码	9
(一) 2月3日 OMO 降息：疫情冲击，央行降息	9
1. 政策利率曲线全面下移	9
2. OMO 降息实质：疫情冲击下“稳增长”迫在眉睫	10
3. OMO 降息影响：有效推动“降成本”，金融更好支持实体	10
4. 前瞻：货币政策边际宽松	10
(二) 2月17日 MLF 降息：如期而至	10
1. 货币政策量价齐松	11
2. 疫情防控 2.0 阶段：“稳增长”重要性继续上升	11
3. 关注后续两个“超预期”：LPR 报价和存款基准利率	11
(三) 《2019 年四季度货币政策执行报告》：结构性宽松可期	11
1. 宏观经济：疫情冲击下亟待“稳增长”	12
2. 政策基调：边际宽松节奏前置、力度加码	12
3. 政策重点：“降成本”效果显现	13
4. 政策难点：流动性分层与信用分层仍待疏解	13
5. 结论：货币政策的结构性宽松可期	14
(四) 1月金融数据：一季度社融仍有望保持稳定	14
1. 信贷：总量季节性回升，结构持续改善	14
2. 社融：专项债放量发行，非标继续回暖	15
3. 货币：M2-M1 剪刀差走阔	15
4. 前瞻：逆周期调节持续加码，社融增速有望保持稳定	16
(五) 国常会金融政策：结构性政策“精准”发力	16
1. 政策内容：四大举措支持中小企业“宽信用”	16
2. 政策影响：小微融资“量增价减”，商业银行息差承压	17
3. 结论：结构性政策“精准”发力	17



四、政策跟踪：防疫进入 2.0 阶段	18
（一）疫情判断：拐点未至，初步遏制	18
（二）工作重心：统筹做好防疫与“稳增长”	18
（三）宏观政策：“更加”积极	19
（四）重点工作：六大方面	19
（五）小结：防疫进入 2.0 阶段	20
五、热点追踪：风起青萍之末	20
（一）事件背景：美国对发展中国家地位不满已久	20
（二）调整依据：美国单方面认定的三大标准	20
（三）直接影响：在反补贴法项下对中国并无影响	21
（四）潜在影响：警惕国际谈判和贸易格局新变化	21



图目录

图 1: 全球经济于疫情爆发前呈现弱复苏势头.....	1
图 2: 海外疫情爆发日益严重.....	1
图 3: 全球主要经济体综合 PMI 指数: 1 月除中国外均实现反弹	2
图 4: 净出口、政府支出和私人消费推动美国去年第四季度 GDP 增长 2.1%	3
图 5: 1 月美国非农新增就业 22.5 万个, 仍维持快速增长	3
图 6: 1 月美国零售销量保持较快增长	3
图 7: 美国消费者信心仍处于高位.....	3
图 8: 欧元区 2019 年第四季度 GDP 环比仅增长 0.1%	4
图 9: 欧元区 2 月服务业和制造业 PMI 提升, 但预计疫情将造成负面影响.....	4
图 10: 联邦基金期货利率显示市场预期年内至少降息三次.....	5
图 11: 10 年期美国国债收益率已跌至历史低位	5
图 12: 1-2 月采购经理人 (PMI) 指数	5
图 13: 2 月制造业与非制造业 PMI 达历史最低	6
图 14: 大中小型企业生产均大幅下滑.....	6
图 15: 需求大幅回落.....	7
图 16: 原材料去库存加快.....	7
图 17: 工业生产价格下降.....	7
图 18: 服务业、建筑业均受到明显冲击.....	7
图 19: CPI 同比增速有所上行	9
图 20: PPI 同比增速走出通缩	9
图 21: 四季度货币市场利率大幅下行.....	13
图 22: 超储率的季节性.....	13
图 23: 四季度以来实体经济融资成本有所下降.....	13
图 24: 2 月 LPR 报价有所下降	13
图 25: 1 月信贷超季节性回升	14
图 26: 新增人民币贷款及构成.....	14
图 27: 新增居民贷款构成占比.....	15
图 28: 新增非金融企业贷款构成占比.....	15
图 29: 1 月新增社融超季节性回升	15
图 30: 新增社融及构成.....	15
图 31: 1 月 M2-M1 剪刀差走阔	16
图 32: 社融存量与 M2 存量同比增速.....	16
图 33: 各期限政策利率全面下移.....	18

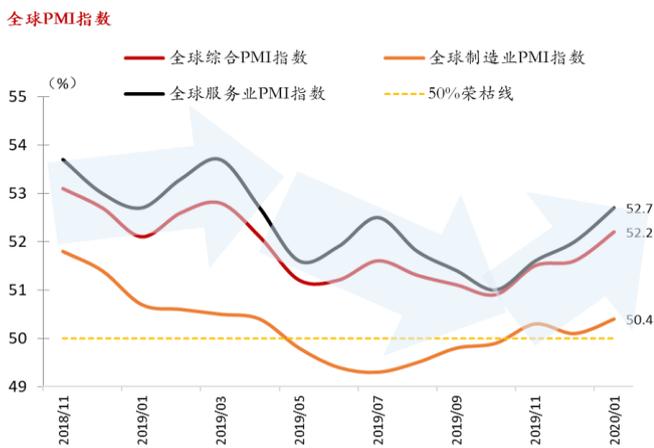


一、海外宏观：疫情打压复苏势头

（一）全球经济：开年现复苏势头，疫情添下行风险

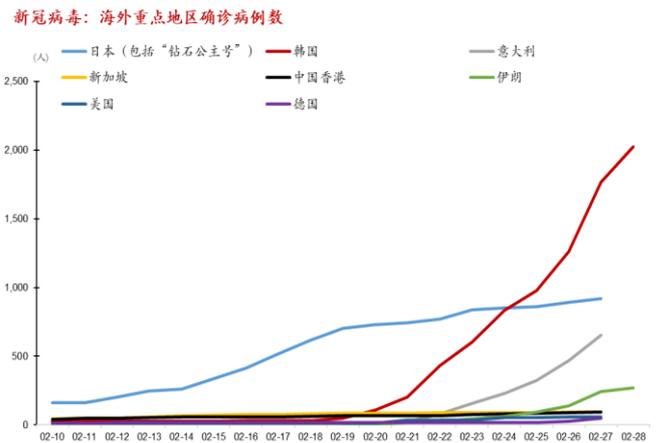
2020年1月全球经济活动实现连续三个月的反弹，达到去年3月以来的最佳水平。自2019年末出现企稳迹象之后，全球经济的弱复苏势头在开年之后持续。全球综合PMI指数在1月继续回升，由前值51.6进一步上升至52.2，巩固了连续三个月的回升势头，商业信心得到提振、新订单数增加、就业前景向好，出口贸易增速逐渐趋稳。1月制造业和服务业均实现稳健增长，其中制造业PMI升至50.4，是连续第二个月处于扩张区域。服务业PMI由去年12月52升至52.7，为去年4月以来的最高值。分经济体看，美国、中国、欧元区、印度、巴西和俄罗斯均实现了经济活动的小幅复苏，而日本和澳大利亚勉强走出经济收缩区间。细分行业而言，汽车及汽车配件、工业产品仍处于快速下滑通道，而生物制药、银行和非银金融、旅游、科技设备、通信服务等行业维持强劲增长。

图1：全球经济于疫情爆发前呈现弱复苏势头



资料来源：CEIC、招银国际证券、招商银行研究院

图2：海外疫情爆发日益严重



资料来源：万得、招银国际证券、招商银行研究院

然而，1月的全球调查数据未反映新冠病毒疫情大规模爆发的影响。1月20日之后，中国将防疫工作上升到国家层面，至2月下旬疫情在非湖北地区逐渐明朗，但与此同时新冠疫情在海外多个国家和地区，特别是韩国、意大利、伊朗和日本等地，有快速爆发和蔓延的趋势。至2月26日境外新增确诊人数首次超过境内。

新冠肺炎迅速扩散，令环球经济增添下行风险，主要体现在三个方面：一是中国经济短期受阻对其他国家的溢出效应，受影响较大的地区集中在贸易、旅游等领域与中国关连度较高的经济体，包括中国香港、泰国、新加坡、韩国、中国台湾、澳洲等，亚太地区将受到不对称冲击；第二，已爆发疫情或传播风险较高的国家和地区会相应地推行限制出入境、减少人群聚集等防疫措施，不可避免地对当地经济造成拖累；第三方面来自疫情对全球供应链的扰动，原料、中间产品和制成品的生产和运输正常节奏被打乱，生产活动受到不同程度的影



响，随着库存的耗尽，该影响也将进一步发酵，由此引发的供应链冲击和重塑带来的影响更加深远。除此之外，短期内避险情绪对金融市场和商业投资的负面影响也将拖累全球经济。

因疫情影响下调全球经济增速预测。 介于疫情的冲击，国际货币基金组织（IMF）在中国经济于今年二季度恢复的基准假设下，于 2 月 22 日下调对中国经济 2020 年增速的预测值 0.4pct 至 5.6%，下调全球经济增速预测值 0.1pct 至 3.2%。世界银行亦表示即将下调经济增速预测。目前，新冠病毒在全球的扩散速度和各国政府的防疫成效还存在高度的不确定性。我们的基准情景假设全球整体疫情在 3 至 4 月间得到控制，疫情主要集中在全球个别地区，此情景下将 2020 年全球 GDP 增速预测下调 0.3pct 至 2.7%。若防疫进展更为乐观，则预计全球增速为 2.8%。而在悲观情境下，即国内的防疫措施贯穿上半年，疫情于全球多个地区蔓延，则全球 GDP 增速可能降至 2.3% 以下。

图 3：全球主要经济体综合 PMI 指数：1 月除中国外均实现反弹

	2020年1月	2019年12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月
美国	53.3	52.7	52	50.9	51	50.7	52.6	51.5	50.9	53	54.6	55.5
中国	51.9	52.6	53.2	52	51.9	51.6	50.9	50.6	51.5	52.7	52.9	50.7
欧元区	51.3	50.9	50.6	50.6	50.1	51.9	51.5	52.2	51.8	51.5	51.6	51.9
英国	53.3	49.3	49.3	50	49.3	50.2	50.7	49.7	50.9	50.9	50	51.5
日本	50.1	48.6	49.8	49.1	51.5	51.9	50.6	50.8	50.7	50.8	50.4	50.7

资料来源：彭博、招银国际证券、招商银行研究院

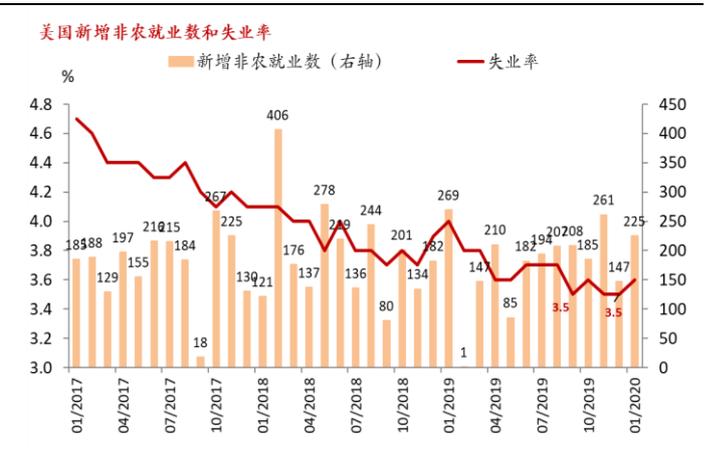
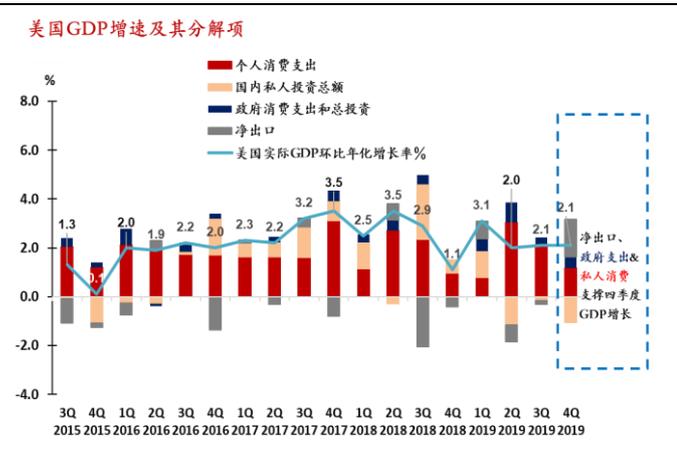
（二）美国经济：内部需求回落，疫情短期冲击有限

2019 年第四季度美国经济温和增长，私人消费和企业投资增速放缓。 根据 2 月 27 日美国经济分析局发布的修正值，美国 2019 年第四季度 GDP 增长 2.1%，与前值持平，显示美国经济呈现温和增长态势。经济占比近七成的私人消费，年化增速由前值 3.2% 降至 1.7%，对 GDP 增速的贡献由 2.1pct 降至 1.2pct，显示美国国内需求转弱。国内私人投资总额下降 6%，连续三个季度负增长，拖累 GDP 1.06pct，其中反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资下滑 2.3%，显示投资端疲弱。出口额增长 2%，对外贸易逆差大幅降低，使得净出口拉动 GDP 1.53pct。政府支出和总投资增长 2.6%，拉动 GDP 0.46pct。

预计疫情对美国一季度实体经济的冲击有限。 2019 年全年美国 GDP 增长 2.3%，与我们此前预测一致，较 2018 年 2.9% 的增速有显著回落。尽管美国整体经济和内需增速边际放缓，但就业增长稳定，1 月非农就业超预期增加 22.5 万个，且消费者信心温和上升，2 月密歇根大学消费者信心指数升至 100.9，连续第七个月上升，美国谘商会消费者信心指数于 2 月提升 0.3pct 至 130.7，显示新冠疫情尚未对美国消费者信心产生负面影响，私人消费足以在一季度继续支持经济增长。我们预计第一季度美国 GDP 增长 1.5%，较此前预测下调 0.1pct。若美国境内的疫情加重，则带来的经济下行风险将显著加大。全年来看，美国难以对疫情的经济冲击免疫，供给侧将受到不对称冲击。基准情景假设下，我们下调美国 2020 年全年 GDP 增速 0.2pct 至 1.6%。

图 4：净出口、政府支出和私人消费推动美国去年第四季度 GDP 增长 2.1%

图 5：1 月美国非农新增就业 22.5 万个，仍维持快速增长

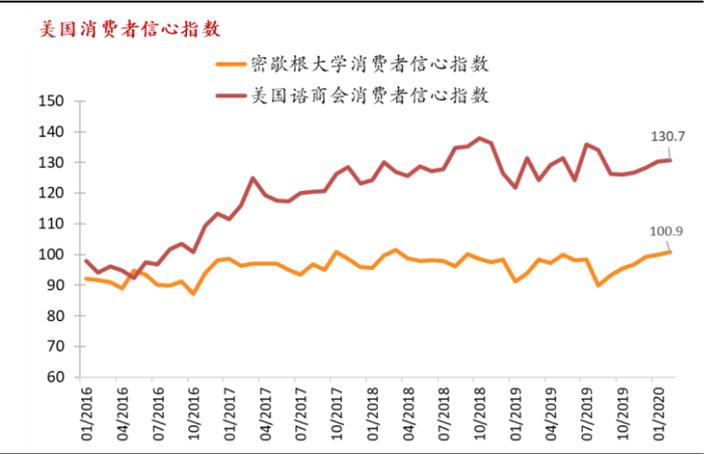
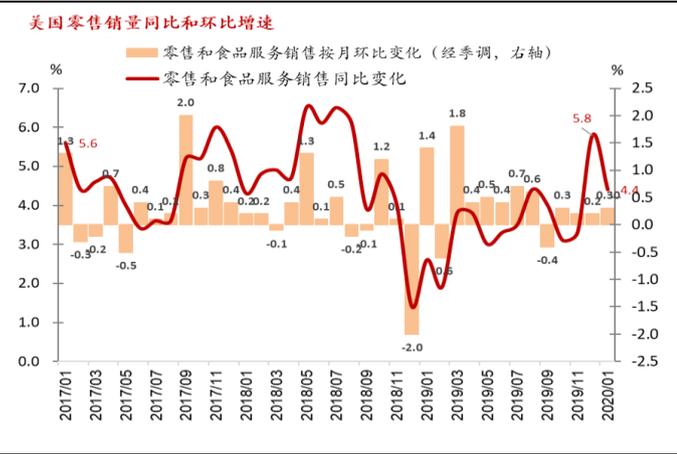


资料来源：美国经济分析局、招银国际证券、招商银行研究院

资料来源：CEIC、招银国际证券、招商银行研究院

图 6：1 月美国零售销量保持较快增长

图 7：美国消费者信心仍处于高位



资料来源：CEIC、招银国际证券、招商银行研究院

资料来源：CEIC、招银国际证券、招商银行研究院

（三）欧洲经济：疫情令经济雪上加霜

2019 年欧元区经济弱收官。欧元区经济在上年四季度仅环比增长 0.1%，较第三季度的 0.3% 更弱，是自 2013 年以来的最差表现，其中法国萎缩 0.1%，意大利萎缩 0.3%，德国增速为零。年初以来欧元区经济前景略有好转，欧元区的综合 PMI 由 1 月的 51.3 升至 2 月的 51.6，其中制造业 PMI 由 47.9 升至 49.1，服务业 PMI 由 1 月的 52.5 升至 52.8。但在疫情冲击下，料复苏势头将被遏制。

经济前景不乐观，视乎疫情蔓延情况。由于欧元区国家和中国在贸易和产业链方面的联系密切，且疫情在意大利等欧元区国家迅速蔓延，欧元区对外的一部分货运已受到影响，2 月供应商的交货时间已出现延迟。考虑到德国与中国的经济联系紧密、且德国是欧元区内最大经济体，德国疫情的发展对经济前景的判断格外重要。预计疫情对欧元区的影响在一季度就会有所体现，且将持续至二季度。我们预计一季度欧元区 GDP 环比仅增长 0.2%，二季度增长

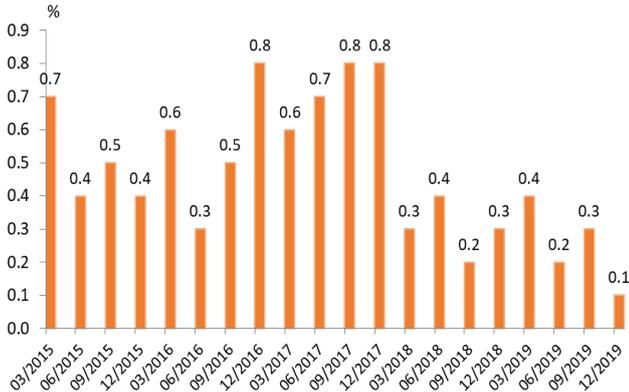


0.3%，基准情境下全年增速下调0.3pct至0.8%，乐观情景增速下降至0.9%，悲观情景下增速降至0.4%。

图 8：欧元区 2019 年第四季度 GDP 环比仅增长 0.1%

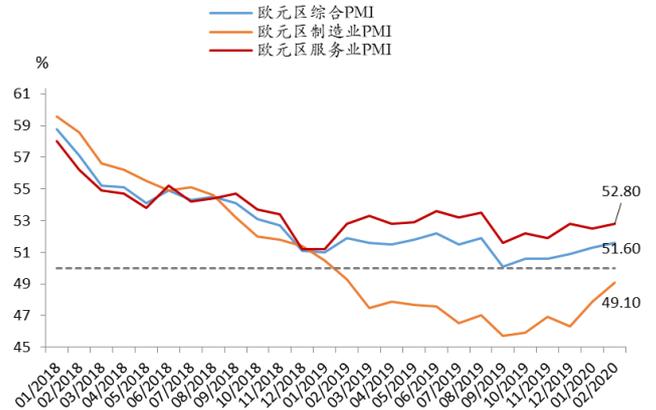
图 9：欧元区 2 月服务业和制造业 PMI 提升，但预计疫情将造成负面影响

欧元区按季环比GDP增速



资料来源：CEIC、招银国际证券、招商银行研究院

欧元区PMI指数



资料来源：CEIC、招银国际证券、招商银行研究院

(四) 宏观政策：疫情迅速推升美联储降息预期

2月中旬以来，随着避险情绪迅速增强，海外资本市场价格剧烈波动，权益市场出现小股灾，市场对美联储降息的预期在短时间内升温，联邦基金期货利率显示年内降息至少三次的预测几率已超过80%。其中，市场预期3月肯定降息。截至目前，美联储官员尚未就货币政策的调整发出任何指引，但一些表态显示美联储高度重视疫情的影响，并准备好灵活机动做出政策调整。

我们认为，疫情造成的资本市场剧烈回调以及对美国经济的潜在下行压力，将中断美联储此前维持的观望和“冻息”立场，美联储在总统大选年受到的政治压力也将空前巨大，且美债长端利率已降至10年来最低，均迫使美联储倾向采取更加迅速的行动应对疫情风险。我们此前预计美联储在年中降息一次（25bp），鉴于突发疫情的扰动，美联储有可能将降息时点提前，最早可能于3月启动降息。随着疫情对全球经济的冲击加深，美联储后续可能进一步下调利率，以支持实体经济复苏。

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_6899

