

疫情与逆周期政策是未来两大关键变量

——2020 年 2 月 PMI 点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：数据回归常态，货币政策微调但未转向——4 月 PMI 数据点评

2019-4-30

宏观报告：PMI 小幅回升源于节前备货与低基数——2019 年 1 月 PMI 数据点评

2019-2-1

供需双收缩，PMI 创历史新低。2020 年 2 月 PMI 下降 14.3 个百分点至 35.7%，无论是绝对水平还是单月降幅都是创历史新低。从分项来看，生产指数较 1 月收缩 54.2%，发电耗煤量较 1 月收缩 55.8%，随着 2 月下半月以来复工的加速，未来生产可能走出低谷。新订单指数下降 22.1 个百分点至 29.3%，从高频数据来看，2 月 30 大中城市商品房销量同比下降 75.2%，2 月前 23 日乘用车零售同比下降 89%。

海外疫情可能对国内经济造成二次冲击。在海外疫情爆发之前，市场主流预期是中国经济在一季度“挖坑”后走出 V 型反弹，然而，随着海外疫情爆发，这种预期可能会得到修正。从近期内外盘有色金属价格差异来看，国外对经济增长预期比国内更为悲观。由于各国医疗条件、应对疫情的态度与方式各异，海外疫情的不确定性大幅增加，不少经济体纷纷下调 2020 年经济增长预期。如果海外经济体采用与中国类似的隔离手段，未来海外经济数据可能也会像 2 月中国 PMI 一样深跌，甚至这个下跌时间可能会更久。若如此，疫情带来的外需不确定性很可能对国内经济造成二次冲击。

扩内需对冲外需不确定性，逆周期政策力度或进一步加大。和海外经济体相比，中国目前有两个优势：（1）武汉市以外疫情数据趋势向好，钟南山在 2 月 27 日表示“有信心在 4 月底基本控制疫情”，国内疫情得到控制是推动复工的保证；（2）中国政策空间比海外主要经济体充足，尤其是货币政策。

虽然海外疫情加剧了外需不确定性，但上述这两个优势使得国内仍能通过扩大内需的逆周期政策来实现经济发展目标：（1）稳健的货币政策要更加注重灵活适度。（2）积极的财政政策要更加积极有为。（3）通过基建、地产发挥好有效投资关键作用。（4）产业政策加速经济转型。

● **风险提示：海外疫情超预期；国内疫情出现反复；政策落实不及预期**

目 录

1、 疫情与逆周期政策是未来两大关键变量	3
----------------------------	---

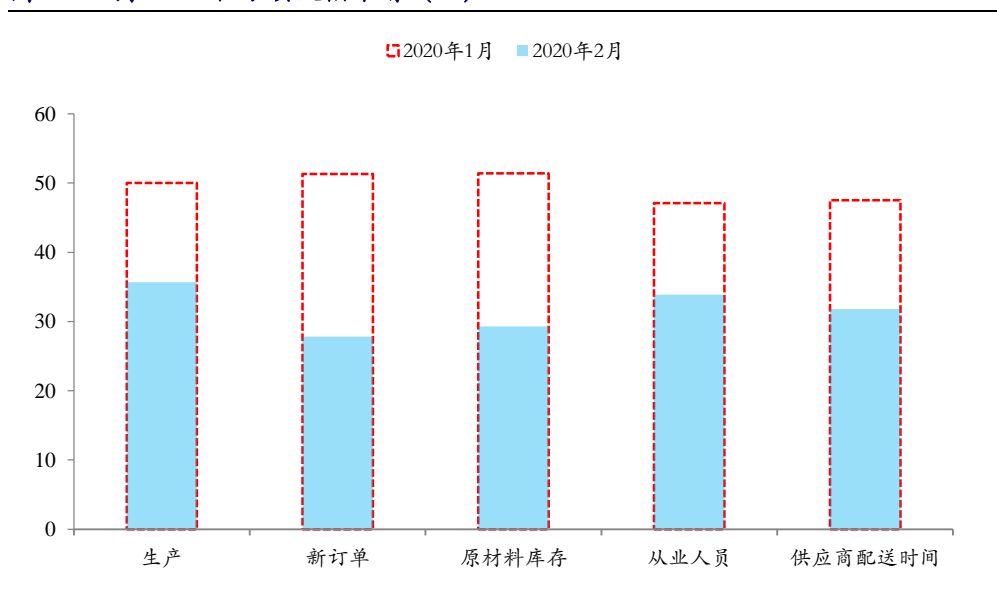
图表目录

图 1: 2 月 PMI 各分项大幅下滑 (%)	3
图 2: 发电耗煤量远不及近年同期	3
图 3: 地产销量远不及近年同期	4
图 4: 乘用车零售大幅下降	4
图 5: 近期沪铜表现好于伦铜	5
图 6: 外需下行压力增大	5
图 7: 规模以上企业复工率较高	6
图 8: 高基数制造业投资保持较快增速	6

1、疫情与逆周期政策是未来两大关键变量

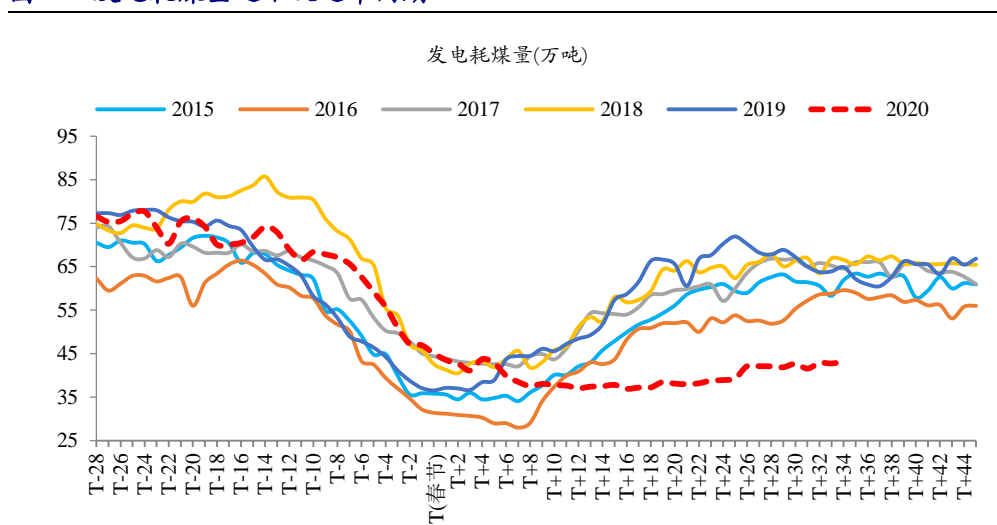
供需双收缩, PMI 创历史新低。2020 年 2 月 PMI 下降 14.3 个百分点至 35.7%，无论是绝对水平还是单月降幅都是创历史新低。从分项来看，生产指数较 1 月收缩 54.2%，发电耗煤量较 1 月收缩 55.8%，两者降幅大体一致，可见在疫情外生性冲击下，通过高频数据观测生产指标仍然有效，随着 2 月下半月以来复工的加速，发电耗煤量逐渐回升，未来生产可能走出低谷。新订单指数下降 22.1 个百分点至 29.3%，从高频数据来看，2 月 30 大中城市商品房销量同比下降 75.2%，2 月前 23 日乘用车零售同比下降 89%。

图1： 2 月 PMI 各分项大幅下滑 (%)

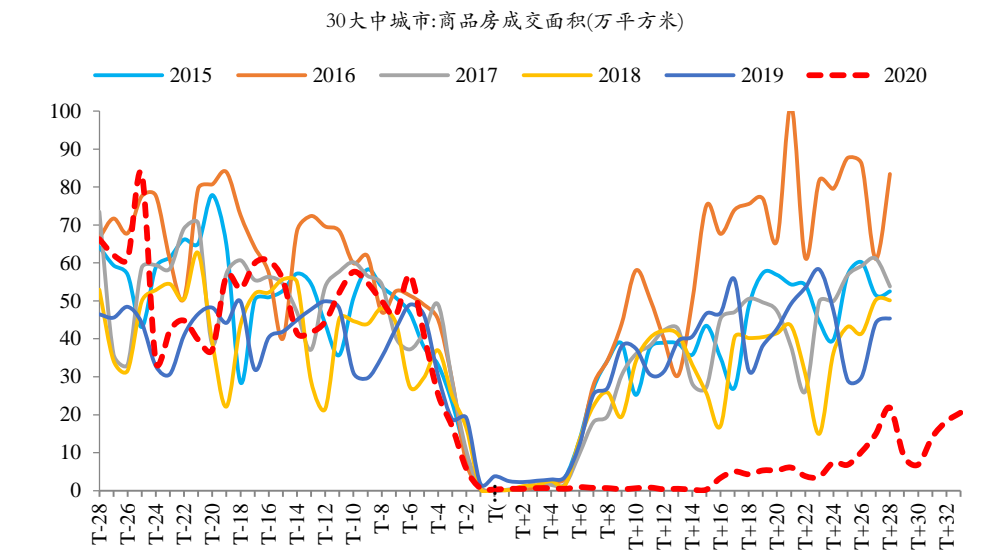


资料来源：Wind，新时代证券研究所

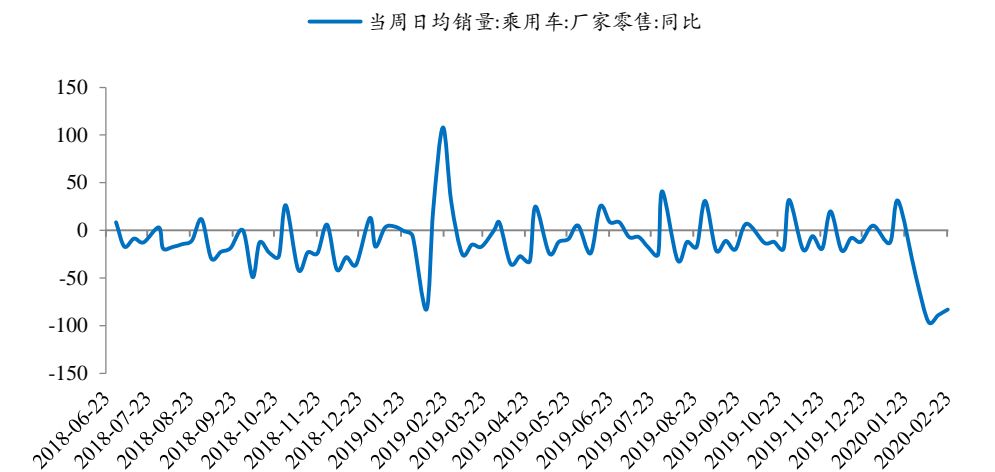
图2： 发电耗煤量远不及近年同期



资料来源：Wind，新时代证券研究所

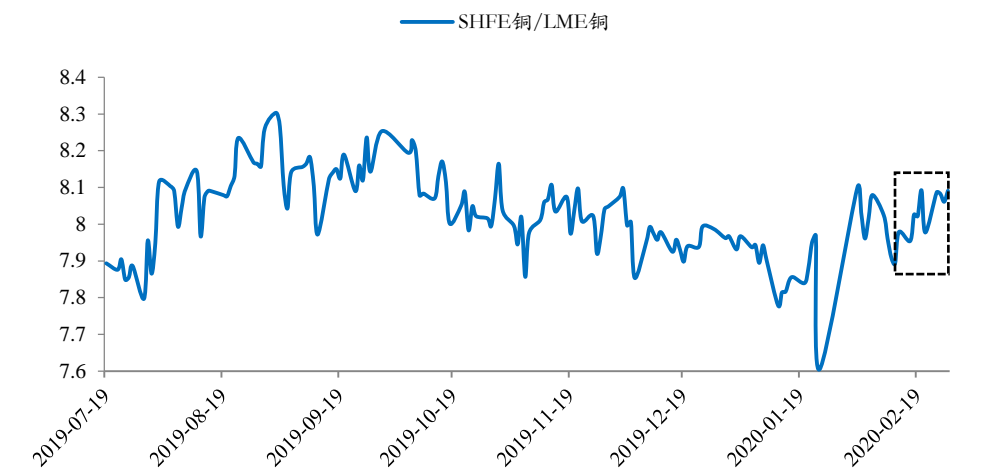
图3： 地产销量远不及近年同期

资料来源：Wind，新时代证券研究所

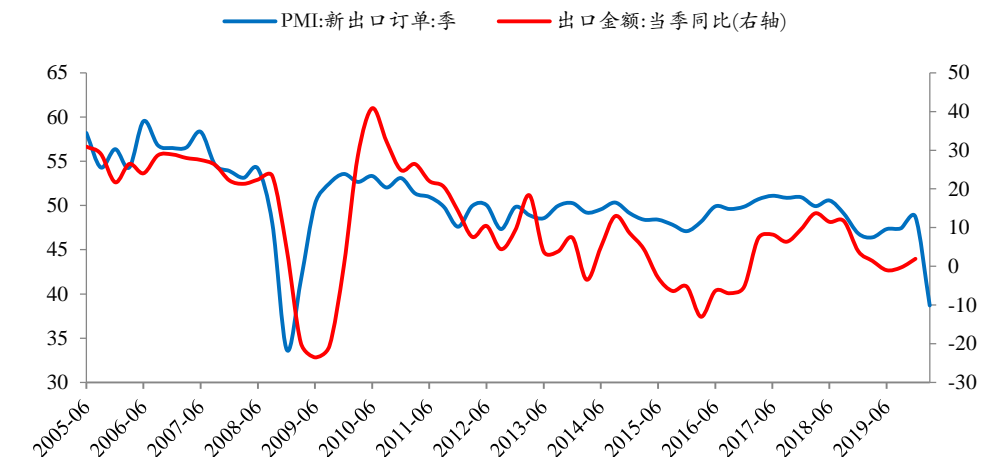
图4： 乘用车零售大幅下降

资料来源：Wind，新时代证券研究所

海外疫情可能对国内经济造成二次冲击。在海外疫情爆发之前，市场主流预期是中国经济在一季度“挖坑”后走出V型反弹，然而，随着海外疫情爆发，这种预期可能会得到修正。从近期内外盘有色金属价格差异来看，国外对经济增长预期比国内更为悲观，可能是U型，甚至U型的右侧可能很平缓。2月28日WHO将新冠肺炎疫情全球风险级别上调为“非常高”，由于各国医疗条件、应对疫情的态度与方式各异，海外疫情的不确定性大幅增加，不少经济体纷纷下调2020年经济增长预期。如果海外经济体采用与中国类似的隔离手段，未来海外经济数据可能也会像2月中国PMI一样大幅下跌，甚至这个下跌时间可能会更久。若如此，疫情带来的外需不确定性可能对国内经济造成二次冲击。

图5： 近期沪铜表现好于伦铜

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 外需下行压力增大

资料来源：Wind，新时代证券研究所

扩内需对冲外需不确定性，逆周期政策力度或进一步加大。和海外经济体相比，中国目前有两个优势：（1）武汉市以外的疫情数据趋势向好，钟南山在2月27日表示“有信心在4月底基本控制疫情”，国内疫情得到控制是推动复工的保证，截至2月26日，27个省市规模以上企业复工率中位数为70%（见图7），截至2月28日12时，中国制造业500强企业开复工率已达97.99%；（2）中国政策空间比海外主要经济体充足，尤其是货币政策。

虽然海外疫情加剧了外需不确定性，但上述这两个优势使得国内仍能通过扩大内需的逆周期政策来实现经济发展目标：

（1）稳健的货币政策要更加注重灵活适度。目前为止，货币政策以结构性政策居多，为受疫情影响较大的行业、民营和小微企业提供专项信贷额度；调整完善企业还款付息安排，加大贷款展期、续贷力度，适当减免小微企业贷款利息；择机普惠金融定向降准等。未来可能会继续降息、降准，甚至不排除下调存款基准利率。

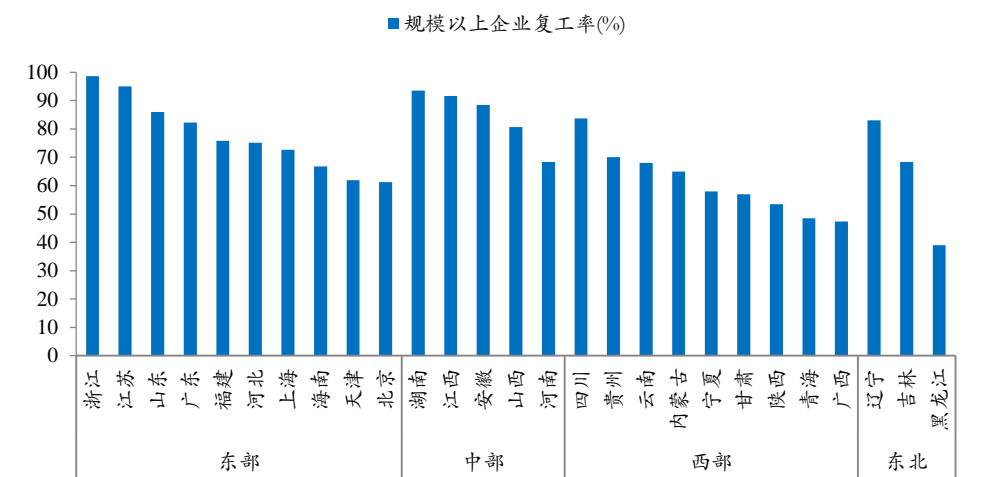
（2）积极的财政政策要更加积极有为。一是PSL投放规模可能扩大；二是地

方专项债发行规模可能扩大；三是阶段性、有针对性的减税降费政策；四是不排除发行特别国债。

(3) 通过基建、地产发挥好有效投资关键作用。

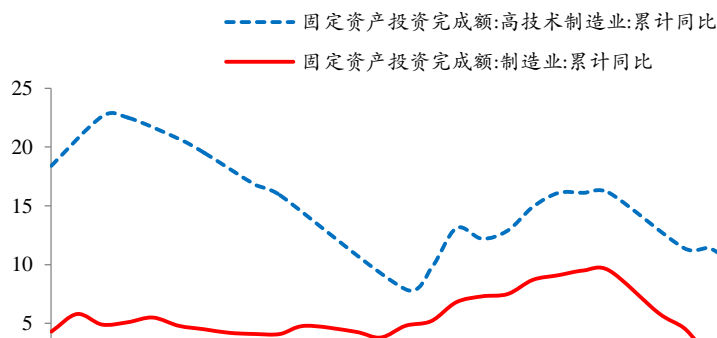
(4) 产业政策加速经济转型。疫情对产业发展既是挑战也是机遇，一些传统行业受冲击较大，而智能制造、无人配送、在线消费、医疗健康等新兴产业展现出强大成长潜力。2月21日召开的政治局会议提到“加大试剂、药品、疫苗研发支持力度，推动生物医药、医疗设备、5G网络、工业互联网等加快发展”。

图7：规模以上企业复工率较高



资料来源：Wind，新时代证券研究所；截至2月26日

图8：高基数制造业投资保持较快增速



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_6949

