

有序推动复工复产 政策对冲次生危害

——2020年3月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2020年02月27日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 国际方面，尽管 Markit 制造业景气指数出现明显回落，但是良好的就业数据以及消费信心令美联储对经济前瞻更为乐观，不仅依旧认为目前的货币政策是合适的，而且表示将逐步退出回购操作，然而相较于美联储对新冠肺炎疫情的处乱不惊，市场则认为美联储6月份再度降息的概率极大。欧元区方面，在德国收缩力度缓和的利好推动下，区内制造业 PMI 指数进一步回升，但新冠疫情在意大利的爆发以及由此引发的市场担忧将为本就坎坷的欧洲经济复苏之路增添更多不确定性，于是货币宽松的基调不会改变，而财政刺激的推动则值得期待。
- 国内方面，二月份本就是宏观数据的匮乏期，叠加疫情冲击令数据的参考性大幅下降，针对复工复产的数据跟踪显然是目前市场关注的重点。疫情对经济的冲击主要体现在供需两个方面，就生产端而言，发电量不足直接表明了开工率的不足，截至2月25日，6大发电集团日均耗煤量合计41.6万吨，仅为农历同期的60.9%；其次，高德地图数据显示，前十大城市的道路拥堵延时均值处于3.9%的水位，这同样表明企业复工复产原未达到正常水平；最后，春运数据同样表明疫情防控影响了劳工返程进度。在需求端方面，周度数据显示，春节后疫情导致房地产成交近乎跌入冰点，尽管一月份乘用车销量下跌源自春节因素，但二月份其销量仍将继续保持低位。
- 面对疫情冲击，经过第一阶段以“隔离”为核心的疫情防控，随着疫情蔓延得到有效控制后，推动有序复工复产以呵护经济增长，维稳就业的重要性逐步提升。无论是回顾疫情爆发以来政治局会议精神，还是国常会的具体部署，工作重点从疫情防控到强调对冲疫情对经济的危害这一脉络十分清晰。展望下一阶段的政策措施，相较于进一步助推无风险利率下行，通过重点呵护以切实解决小微企业“融资难、融资贵”，进而压缩信用利差仍是货币调控的主基调，此次《货币政策执行报告》中对于金融反哺实体的倡导或将成为下一阶段政策引导的重点方向；就财政政策而言，一方面将通过主动加杠杆等方式对冲需求的短期下行，为经济注入活力；另一方面则是通过减税降费重新调整政企的利益分配，提升企业扩大再生产动力。更为重要的是，必须持续推进改革开放，打破行业垄断，释放制度红利，优化供给、创造需求，刺激企业投资意愿的同时，将人民对美好生活的需要转换成对新产品、新服务的有效需求。

风险提示：国外经济下行超预期，疫情发展超预期

目 录

1. 美国经济前瞻向好 欧洲复苏一波三折	4
1.1 美联储展望乐观 回购支持将退出	4
1.2 德国初现筑底迹象 比差模式尚未终结	5
2. 一月数据价值不高 跟踪复工实为重点	7
2.1 二月数据发布少 参考价值更堪忧	7
2.2 跟踪高频数据 验证经济活力	8
3. 推进复工已成重点 逆周期调节仍在加力	10
3.1 货币宽松再进一步 政策主导金融反哺实体	10
3.2 政府补位稳需求 减税降费促活力	11

图 目 录

图 1: 美国 Markit 制造业 PMI 指数明显回落.....	4
图 2: 美国消费者信心指数.....	4
图 3: 美国私人非农企业员工工资同比增速.....	5
图 4: 美国失业率继续维持低位.....	5
图 5: 美国通胀态势.....	5
图 6: 美联储降息预期概览.....	5
图 7: 美国制十年期国债收益率.....	5
图 8: 美国所有联储银行所持正回购协议规模.....	5
图 9: 欧元区制造业 PMI 指数.....	6
图 10: 欧元区投资者信心指数.....	6
图 11: 法德十年期国债收益率.....	6
图 12: 德国与意大利十年期国债收益率对比.....	6
图 13: 欧元区核心通胀水平.....	6
图 14: 欧元对美元汇率.....	6
图 15: CPI 同比数据.....	7
图 16: CPI 环比历史对比.....	7
图 17: PPI 同环比数据.....	7
图 18: PPI 环比历史对比.....	7
图 19: 主要农副产品价格.....	8
图 20: 主要农副产品价格 (续).....	8
图 21: 当前 6 大发电集团日均耗煤量为去年同期的 60.9%.....	9
图 22: 疫情制约劳工返城.....	9
图 23: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米).....	9
图 24: 乘联会乘用车厂家零售销量 (辆).....	9
图 25: 逆回购利率变动趋势.....	11
图 26: LPR 变动趋势.....	11
图 27: 货币市场利率变动趋势.....	11
图 28: 十年期国债收益率变动趋势.....	11
图 29: 信用利差变动趋势.....	11

表 目 录

表 1: 各城市集群道路拥堵延时情况.....	9
表 2: 疫情爆发后重大会议梳理.....	10
表 3: 新冠肺炎疫情爆发后国常会会议精神.....	12

发端于 2020 年一月中旬的新冠肺炎疫情直接打乱了中国经济的运行态势，特别是对以春节为传统旺季的消费领域形成了严重的打击，应对于此管理层多措并举，从开始的严防死守阻滞疫情蔓延，到目前对有序复工恢复经济的强调。在国际方面，美联储对经济前景的乐观预期并未妨碍市场对降息的憧憬；与此同时，欧元区经济复苏的一波三折同样意味着货币呵护尚不会退出，叠加对财政刺激呼声的强化，或许疫情在全球蔓延的潜在风险对世界经济将形成压制，但是目前对经济前景过于悲观尚不可取。

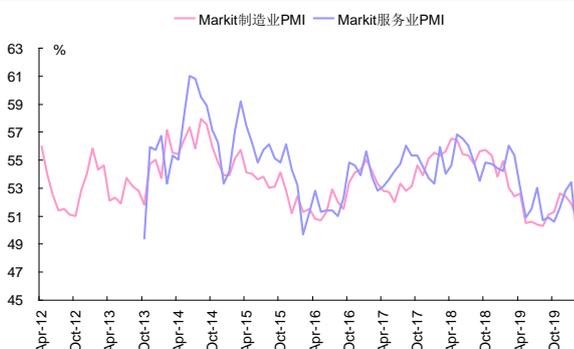
1. 美国经济前瞻向好 欧洲复苏一波三折

1.1 美联储展望乐观 回购支持将退出

1 月美国新增非农就业人数显超预期，且薪金仍在缓慢增长，特别是私人部门就业人数的增加表明美国现阶段生产的稳健态势，尽管最新发布的 2 月 Markit 制造业 PMI 指数明显回落表明新冠肺炎疫情冲击已有所显现，但是对于经济前景美联储则表示出乐观倾向，在 1 月份议息会议纪要中，美联储认为鉴于良好的经济前瞻，当前的货币政策是合适的，同时表示有望在 4 月前结束此前实施的回购操作，对于新冠肺炎疫情冲击的影响，美联储虽表示会密切关注，但暂不会因此而改变政策基调。

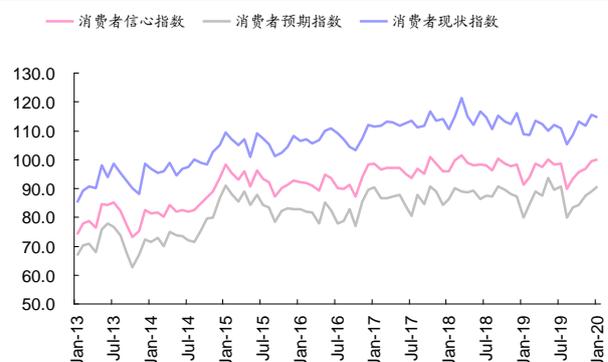
与美联储对于货币政策前瞻的坚守不同，随着疫情蔓延态势的扩大，市场对美联储进一步放松货币调控的预期则明显提升，芝商所数据显示，截止 2 月 25 日，市场预期美联储于 6 月份再度降息的概率已超过六成，7 月降息的概率则超过八成。

图 1: 美国 Markit 制造业 PMI 指数明显回落



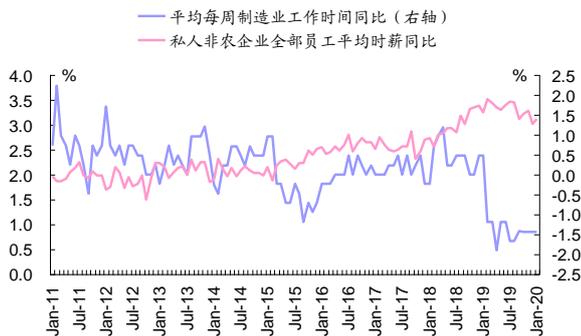
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 美国消费者信心指数



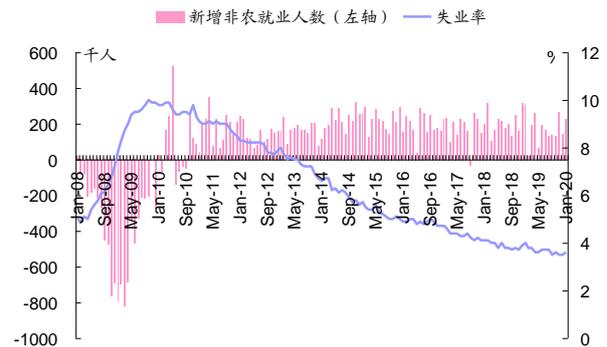
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 美国私人非农企业员工工资同比增速



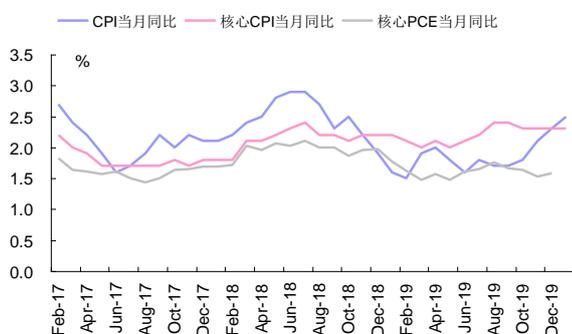
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美国失业率继续维持低位



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 美国通胀态势



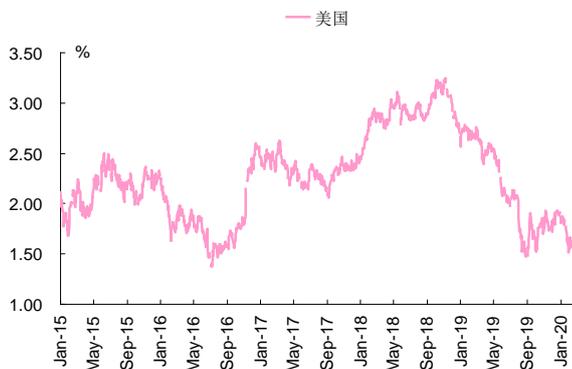
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 美联储降息预期概览

MEETING DATE	0-25	25-50	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175
2020/3/18					0.0%	14.4%	85.6%
2020/4/29			0.0%	0.0%	5.2%	40.3%	54.4%
2020/6/10	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	20.3%	46.4%	31.1%
2020/7/29	0.0%	0.0%	0.8%	8.8%	29.8%	40.8%	19.7%
2020/9/16	0.0%	0.2%	3.2%	15.1%	33.1%	34.5%	13.8%
2020/11/5	0.0%	0.7%	4.9%	17.6%	33.3%	31.6%	11.9%
2020/12/16	0.3%	2.4%	10.1%	24.1%	32.6%	23.5%	7.0%

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 美国制十年期国债收益率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 美国所有联储银行所持正回购协议规模



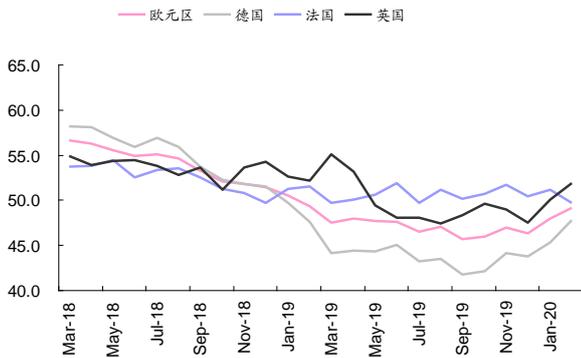
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.2 德国初现筑底迹象 比差模式尚未终结

相较于美国 Markit 制造业 PMI 指数的回落, 欧元区制造业 PMI 指数则在德国拖累减轻的推动下有所改善, 从 1 月份的 47.9% 回升 1.2 个百分点至 49.1%, 临近荣枯分界线, 德国 2 月制造业 PMI 指数回升幅度达 2.5 个百分点, 同期英国制造业 PMI 指数的扩张力度也进一步提升, 其环比 1 月份增加 1.9 个百分点。然而,

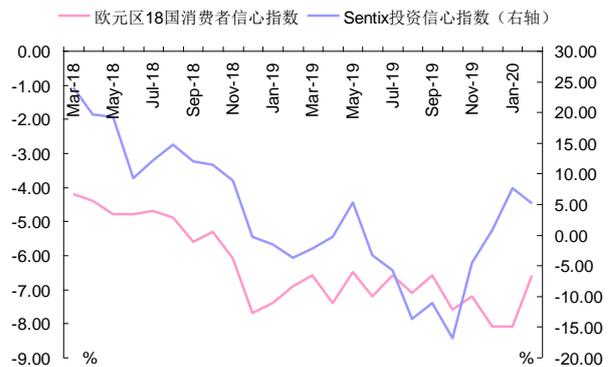
欧元区乃至欧洲经济的复苏都不会一蹴而就，期间多有波折实属正常，近期意大利新冠肺炎疫情确诊人数增长也为区内经济带来负向冲击。面对美国有韧性的经济增速下行，欧元区坎坷难料的复苏似乎更令人担忧，叠加德法两国十年期国债收益率再度进入负值区间，欧元相较于美元再度持续走弱。

图 9: 欧元区制造业 PMI 指数



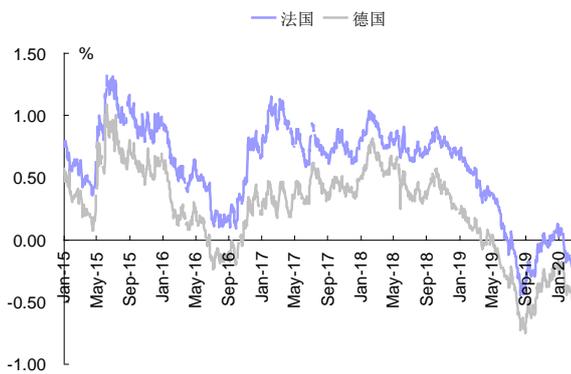
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 欧元区投资者信心指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 法德十年期国债收益率



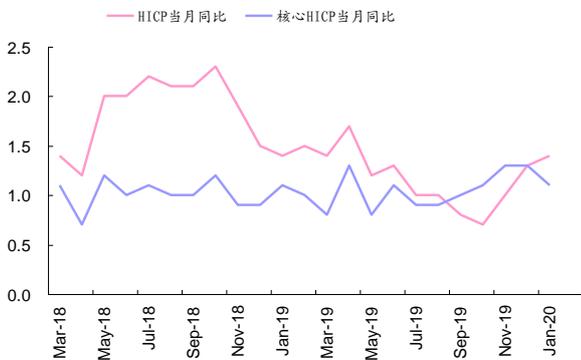
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 德国与意大利十年期国债收益率对比



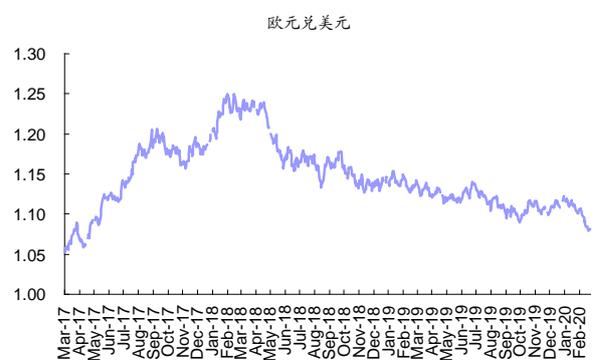
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 欧元区核心通胀水平



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 欧元对美元汇率



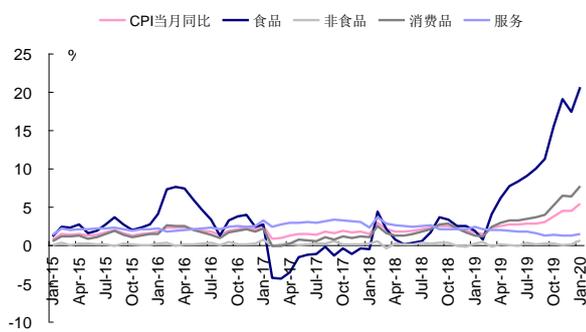
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2. 一月数据价值不高 跟踪复工实为重点

二月份历来是经济数据的匮乏期，加之 2020 年进出口数据也退席了，然而爆发于春节前的新冠肺炎疫情令 1 月份数据对后期经济运行态势的推演价值大幅降低，有关复工数据的跟踪则成为目前市场关注的核心。

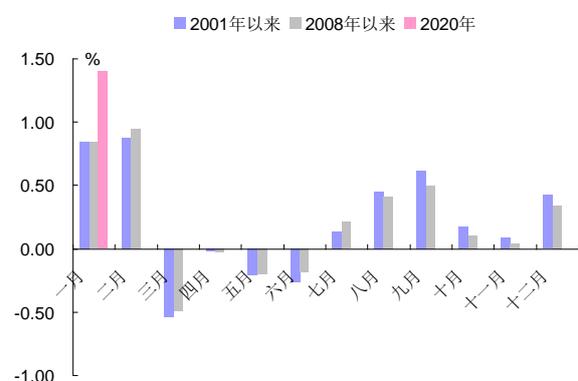
2.1 二月数据发布少 参考价值更堪忧

图 15: CPI 同比数据



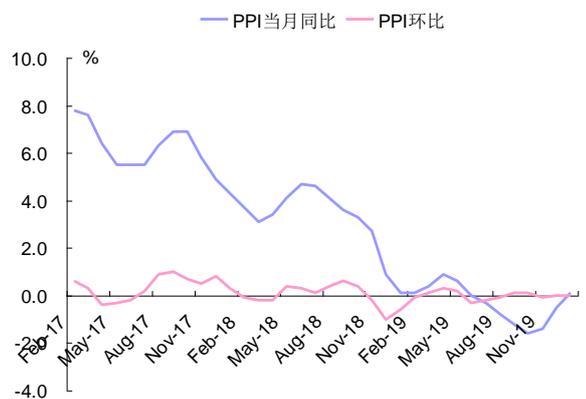
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: CPI 环比历史对比



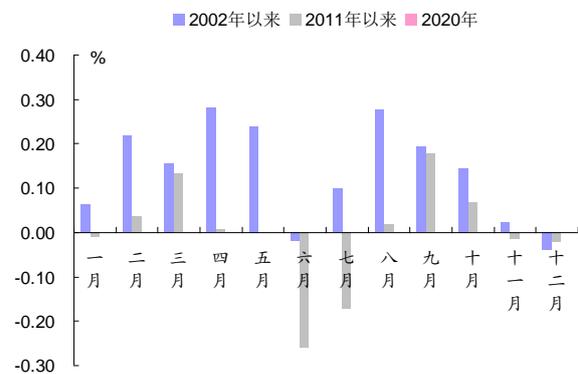
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 17: PPI 同环比数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

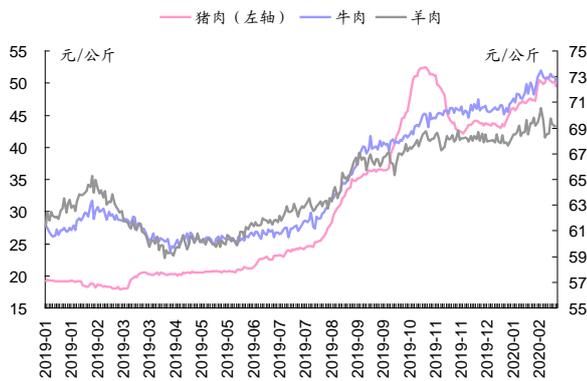
图 18: PPI 环比历史对比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

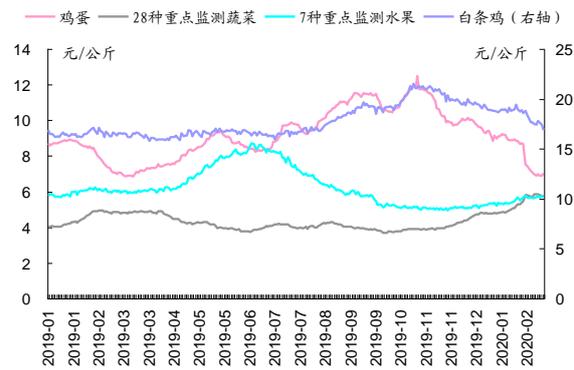
2020 年 1 月 CPI 同环比分别增长 5.4%和 1.4%，分别较上月提升 0.9 和 1.4 个百分点，核心 CPI 同环比分别增长 1.5%和 0.5%，分别较上月提升 0.1 和 0.5 个百分点。除了高企的翘尾因素，鲜菜、鲜果及水产价格因春节因素出现明显上涨，猪肉价格在供给受限的情况下涨幅亦有所抬升，当月新涨因素对 CPI 同比的拉动率达到 1.4%。展望 2 月份，在较高翘尾的主导下，CPI 同比仍将维持在 4.3%的较高位置。

图 19: 主要农副产品价格



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 20: 主要农副产品价格 (续)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

PPI 同比增速在翘尾压制消逝后, 逐步由新涨因素所主导。2020 年 1 月 PPI 同环比分别增长 0.1% 和 0.0%, 较上月提升 0.6 和 0 个百分点; 其中生产资料和生活资料价格分别同比变动 -0.4% 和 1.3%, 较上月提升 0.8 和 0 个百分点, 由此看来, 尽管 PPI 的涨价动力依旧疲弱, 但是基数拖累的减退令其同比增速回归正值; 然而展望 2 月份, 疫情对生产活动的冲击将令 PPI 再度承压, 其同比增速将在新涨因素的拖累下再度出现负增长。

疫情的发生为通胀带来新的冲击变量, 回顾 2003 年情况可见, 疫情爆发期内经济活动的减少对通胀形成了一定压制, 环比增速普遍低于历史同期的中枢水平。就影响而言, 2020 年上半年 CPI 同比因由翘尾因素所主导, 于是 CPI 新涨的些许回落无碍于其上半年高位运行的总体态势; 而 2020 年 PPI 同比则主要由新涨因素所主导, 因此疫情带来的边际冲击更大, 一季度 PPI 同比增速将再度下探, 并对企业盈利形成压制。

2.2 跟踪高频数据 验证经济活力

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_6969



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn