

2月：经济回暖预期被疫情暂时中断

证券研究报告
2020年02月07日

作者

1月经济数据受新冠疫情影响不大，最主要的干扰因素仍是春节错位，疫情对经济活动的影响将从2月开始集中显现。往后看，经济基本面的弱复苏势头被新冠疫情暂时中断，但疫情过后经济活动必然出现补偿性恢复。不确定性在于恢复的速度和程度，这与疫情的控制情况、疫情期间的政策效果和疫情过后的政策力度有关。

如果疫情在2月中旬之后得到有效控制、事中政策对冲得当、事后政策适度扩张需求，则可以预期生产生活等经济活动的恢复速度更快。结合各方面的信息来看，疫情在1季度内得到有效控制的概率最大，因此经济基本面有望在2季度逐渐恢复，完全回归正轨可能要到年中前后。

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示：新冠疫情持续时间超预期；政策力度不及预期



经济基本面的弱复苏势头被新冠疫情暂时中断。一点共识是疫情对经济活动的冲击是短期的，疫情过后经济活动必然出现补偿性恢复，但不确定性在于恢复的速度和程度，这与疫情的控制情况、疫情期间的政策效果和疫情过后的政策力度有关。如果疫情在2月中旬之后得到有效控制（新增确诊病例数见顶回落）、事中政策对冲得当（多数中小企业顺利过关、居民失业率上升幅度不大）、事后政策适度扩张需求，则可以预期生产生活等经济活动的恢复速度更快。参考2003年非典时期，疫情结束后第二产业的恢复时间不到1个季度，第三产业的恢复需要1-2个季度。目前结合各方面的信息来看，疫情在1季度内得到有效控制的概率最大，因此经济基本面有望在2季度逐渐恢复，完全回归正轨可能要到年中前后。

目前各项相关政策已经陆续出台。货币政策方面，本周一周二央行公开市场操作投放流动性1.7万亿并降息10bp，叠加1月初降准，货币超宽松窗口期延长。降息后预计本月20日LPR将下调5-10bp，降低企业债务负担。财政政策方面，财政部对疫情防控重点保障企业贷款给予贴息，市场高度关注下一步对于中小企业减税免税降费、财政空间扩容（预算赤字率、专项债、特别国债）以及基建投资相关的财政政策。

对于市场，节后首日的一次性快跌完成了风险偏好的第一次调整，分母端调整之后，关注点从疫情本身转向分子端的行业景气度和产业长期趋势。此次疫情使分子端的两个趋势暂时走向分化，一是经济阶段性企稳和制造业差异化补库存的短期趋势被暂时破坏和延迟，二是信息技术产业景气度回升的中长期趋势并未停止。因此，与前者相关的金融地产周期，需要观察一系列的外部因素来决定内部修复情况，如疫情拐点、复工时间、政策应对（尤其是财政和投资）、冲击确认（1-2月数据）等；与后者相关的科技股回到了主线行情，而且因为货币超宽松窗口期延长，暂时不用担忧流动性问题。

1月经济数据受新冠疫情影响不大，最主要的干扰因素仍是春节错位，疫情对经济活动的影响将从2月开始集中显现。

表1：春节对经济活动的影响日期分布图示（颜色越深影响越大）

		2020									
		1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	1.10
1月		1.11	1.12	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18	1.19	1.20
		1.21	1.22	1.23	1.24	1.25	1.26	1.27	1.28	1.29	1.30
		1.31	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9
2月		2.10	2.11	2.12	2.13	2.14	2.15	2.16	2.17	2.18	2.19
		2.20	2.21	2.22	2.23	2.24	2.25	2.26	2.27	2.28	2.29
3月		3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	3.10

		2019									
		1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	1.10
1月		1.11	1.12	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18	1.19	1.20
		1.21	1.22	1.23	1.24	1.25	1.26	1.27	1.28	1.29	1.30
		1.31	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9
2月		2.10	2.11	2.12	2.13	2.14	2.15	2.16	2.17	2.18	2.19
		2.20	2.21	2.22	2.23	2.24	2.25	2.26	2.27	2.28	3.1
3月		3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	3.10	3.11

资料来源：天风证券研究所绘制

具体来看：

1.1 月金融数据：社融信贷增速受春节影响小幅回落

年初是银行集中放贷时间，去年4季度经济复苏以来信贷需求也有改善，但此次数据受春节影响较大。以居民部门为例，1月30大中城市商品房成交面积同比仅-20.4%，预计居民

中长期贷款增量同比明显减少。类似的，1月居民消费、企业生产等同比都将回落，因此参考2019年1月新增社融口径信贷3.6万亿，**预计2020年1月新增信贷3.2万亿。**

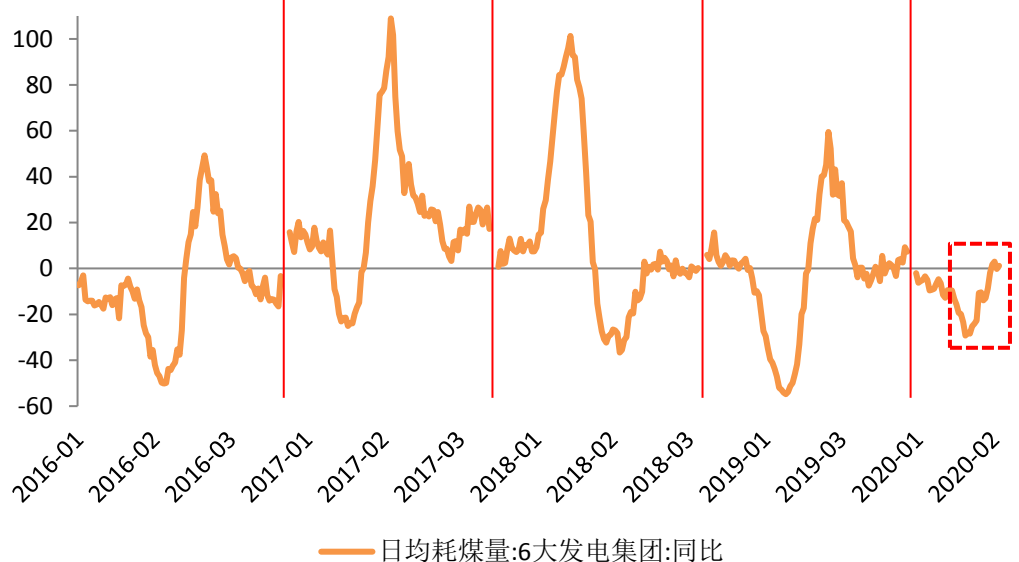
表外方面，信托贷款和委托贷款预计保持负增，年初未贴现票据有望正增长，综合来看预计表外融资合计1000亿左右。非金融企业债券净融资4300亿，政府债券净融资6750亿（国债净融资为负），**预计新口径下1月新增社融4.5万亿，对应存量社融增速10.5%（前值10.7%）。**

2. 1月工业生产：受春节影响将大幅回落，疫情对生产生活活动的冲击初显

1月发电耗煤同比增速从12月的5.8%大幅回落至-12.6%，春节错位下工业生产强度显著回落。参考1月PMI生产指数从12月的53.2回落至51.3，**预计1月工业增加值同比增速在3%左右（前值6.9%）。**

一般来说，春节前后发电耗煤增速的最低点出现在春节当日，随后增速将触底回升。但从今年1月25日至今的情况来看，此次触底后的回升力度相当小，预计疫情对工业生产的影响已经在1月底显现。从2月上旬起至2月底，发电耗煤增速将重新转为大幅回落，2月增速甚至可能低于1月，**预计1-2月工业增加值增速将有较大回落。**

图1：今年春节后的发电耗煤恢复幅度相当小



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 1月进出口：外需改善，春节错位叠加返工延迟压低增速

出口方面，随着中美第一阶段贸易协议签署以及欧元区出现经济指标见底回暖的迹象，春节前的出口集装箱运价指数持续攀升至近年高位，出口货运景气度原本处于回升通道。但考虑到春节错位的影响（1月PMI新出口订单指数从12月的50.3回落至48.7），以及受新冠疫情导致春节假期延长，减少1个工作日对工业生产及至出口交货的影响，**预计1月出口增速（美元计价）显著回落。**

进口方面，1月进口干散货船运价指数基本持平，PMI进口指数环比12月回落0.9，进口也受到春节和疫情的双重影响，**预计1月进口增速（美元计价）显著回落。**

4. 1月PPI：疫情抑制需求，工业品价格承压

新冠疫情对消费投资等需求侧的抑制比较明显，因此将对工业品价格带来较大压力。参考2003年非典期间，PPI同比原本在经济基本面复苏的趋势下触底反弹，但受疫情影响，在2003年3月到达阶段性高点之后回落，至10月才重新返回上升通道。

今年1月工业品价格原本整体处于缓慢回升势头，但1月20日之后开始普遍大幅下跌，将对1月PPI同比产生一定影响。**按照春节前的数据样本，1月PPI同比在0-0.1%之间，全月来看实际值可能在0%附近（前值-0.5%）。**

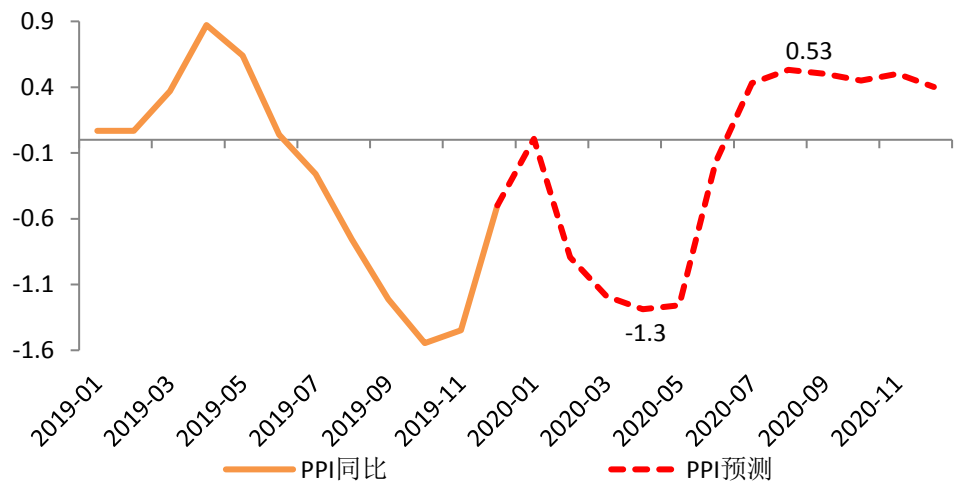
短期之内 PPI 环比将继续受到疫情抑制需求和复工复产延迟的显著影响，重回正轨可能要等到 2 季度生产和需求逐步恢复之后。

5. CPI：食品价格环比小幅上涨，疫情尚未导致明显波动

从春节前的高频数据来看，食品价格环比小幅上涨，食品 CPI 同比可能在 19%，略高于 12 月，与 11 月水平相近。春节期间，高频数据大多缺失，仅有农产品批发价格 200 指数和山东价格指数等更新。参考来看，虽然春节期间蔬菜和肉类等食品价格环比有所上涨，但同比变化不大。春节过后，食品价格已经有所回落，目前尚未发现疫情显著推高食品价格的迹象。

对于非食品 CPI，生活服务类、交通类、教育文化和娱乐类等受疫情影响需求减弱，价格可能低于常规情形；医疗保健类消费受疫情刺激，价格或有一定回升。参考非典时期，医疗服务、西药、中药等各个分项均有不同程度上涨，中药类 CPI 同比在 2 个月内的上涨幅度达到 13.7%。整体来看，非食品 CPI 同比或随 PPI 同比小幅回升。预计 1 月 CPI 同比在 5%左右（前值 4.5%）。

图 2：中性情形 PPI 预测更新



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：中性情形 CPI 预测更新



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_7379

