

宏观研究/数据预测月报

2020年02月01日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

刘天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

疫情可能对一季度经济形成负面影响

1月经济数据预测

疫情演进及各地推迟复工的防控措施, 可能对一季度经济形成负面影响

我们判断稳增长仍是今年经济工作重中之重, 今年1月初, 各地已在以较快速度发行财政部提前批复的2020年新增1万亿专项债额度, 为基建投资的反弹储备了较为充足的资金来源。但新型冠状病毒疫情对春节后开工节奏可能产生较大影响, 对我国经济增长可能产生阶段性的负面冲击, 属于黑天鹅事件。我们认为最主要体现在对居民消费以及中小企业营商环境的负面影响, 同时外贸、地产等方面也将受到负向冲击, 一季度经济增长可能受到短暂压制, 同时对未来的政策对冲也提出了更高要求。对地产企业而言, 将一定程度上影响到地产企业的现金流和拿地意愿。

相关研究

- 1《宏观: 政策刺激预期在一定程度上提前反映》2019.12
- 2《宏观: 政策刺激因素可能在明年Q1体现》2019.12
- 3《宏观: CPI同比可能继续上行》2019.11

预计1月CPI同比+4.9%, PPI同比+0.2%

我们认为, 全国范围内的新型冠状病毒疫情, 可能对短期内的服务类CPI价格形成一定负面冲击, 但是对食品CPI的持续影响有限。我们仍然认为今年CPI高点可能在年初; 疫情对全年CPI中枢的影响可能在-0.3个百分点左右。我们预计2020年1月CPI环比+0.9%, 同比+4.9%。疫情可能影响节后复工生产节奏, 进而反映在工业品价格端。疫情对PPI的影响可能从2020年2月份数据开始体现, 2月份PPI环比可能转负。但我们仍然认为一季度PPI同比可能转正。疫情对全年PPI中枢的负面影响可能控制在0.5个百分点左右。我们预计2020年1月PPI环比+0.2%、同比+0.2%。

人民币计价, 预计1月出口同比增速-7%, 进口同比增速-6%

我们预计1月的进出口增速在春节扰动的影响下出现小幅负增长。春节效应会导致节前抢进出口, 因此春节前一个月的进出口增速通常较高, 而春节所在月份的进出口增速较低。2019年春节在2月5日, 这就导致了去年春节前的一个月, 也就是2019年1月的基数相对较高。而2020年春节在1月25日, 春节错月或是导致1月出口增速下滑的主要原因。进口方面, 市场预期政策工具前置以及中美第一阶段贸易协议签署对于进口有一定程度的提振, 但是考虑到政策的滞后作用以及真正发力可能在一二季度, 1月进口的主要影响因素可能仍是春节错月。

预计1月信贷新增2.6万亿, 增速11.6%, 社融新增4.5万亿, 增速10.5%

2020年开年银行信贷积极性高, 去年底至今储备项目充足, “好”项目成为吸引信贷的重要流向, 随着利润逐步修复, 企业信贷意愿也逐步增强, 尤其是从2019年下半年开始, 企业中长期信贷维持稳健。另外, 地方政府专项债发行加速并可作为重点项目资本金, 我们预计基建类项目的配套贷款供需两旺, 对信贷有较强的支撑。去年底重要会议对于地产调控思路重提“三稳”, 预计地产调控最严的时刻已过, 我们仍然坚定看好今年一季度稳健略宽松的货币政策以扩信用为主要方式, 可能通过降准或PSL放量的方式促进信用释放。

风险提示: 制造业投资、消费增速超预期下行, 经济下行速度超预期; 猪价、油价过快上涨导致通胀压力加大, 货币政策面临两难。

疫情演进及各地推迟复工的防控措施，可能对一季度经济形成负面影响

2019年11-12月部分工业产品价格环比反弹，11月/12月工业生产数据显示钢材、汽车产量同比增速连续回升，11/12月PMI均回升到荣枯线以上，我们认为这些现象可能是政策刺激预期的提前反映。

2019年12月12日中央经济工作会议强调2020年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，要保持经济运行在合理区间。我们判断稳增长仍是今年经济工作重中之重，今年1月初，各地已在以较快速度发行财政部提前批复的2020年新增1万亿专项债额度，为基建投资的反弹储备了较为充足的资金来源。但新型冠状病毒疫情对春节后开工节奏可能产生较大影响，本轮新型冠状病毒疫情从1月中下旬开始迅速升温，时值农历春节，务工/就学/探亲返乡人群流动性大，增大了控制疫情的难度。据国家及各省市地区卫健委，截至2月1日下午16:00，新型冠状病毒确诊病例数增至11862例，疑似病例数增至17988例。

本轮疫情的演进，以及各地为防控疫情而推迟复工、加大交通管制力度的措施，对我国经济增长可能产生阶段性的负面冲击，属于黑天鹅事件。我们认为最主要体现在对居民消费以及中小企业营商环境的负面影响，同时外贸、地产等方面也将受到负向冲击，一季度经济增长可能受到短暂压制，同时对未来的政策对冲也提出了更高要求。

对地产企业而言，新型冠状病毒疫情对今年一季度的房地产销售、开工可能产生较大影响，进而一定程度上影响到地产企业的现金流和拿地意愿。截至1月31日，疫情蔓延情况明显超出1月中旬的市场预期，全国春节假期统一延至2月2日，以更好的做好疫情防控工作；山东、江西、安徽、云南、福建、上海、广东、浙江、江苏、重庆等地已通知各类企业不早于2月9日24时前复工；北京建筑工地不早于2月9日24时前复工；湖北不早于2月13日24时前复工；河南和天津建筑工地延迟复工，复工时间另行通知。（涉及保障公共事业运行必需、疫情防控必需、群众生活必需及其他涉及重要国计民生的相关企业除外。）

2020年1月15日，中美双方正式签署第一阶段贸易协议，我们认为考虑中美博弈的长期性、握手言和的阶段性和全面建成小康社会的必要性等因素，中美基本面不应拉开较大差距，我们认为稳增长仍是今年重要的政策目标。

预计1月CPI同比+4.9%，PPI同比+0.2%

2019年12月CPI环比走平；同比增速+4.5%，持平前值。统计局对2019年12月猪肉CPI环比回落解读为“中央和地方储备猪肉陆续投放，进口量有所增加，猪肉供给紧张状况进一步缓解”，我们认为在国家加大调节力度、做好猪肉保供稳价工作的背景下，春节附近猪肉价格超预期快速上行的风险得到了控制。今年1月份，农业部口径猪肉高频价格回升到47元/公斤左右，呈现正常的季节性上涨，与我们的预期一致。

我们认为，2019年8-10月猪肉价格快速上行，主要还是因为此前猪瘟疫情造成存栏过度去化。部分养殖户此前可能存在压栏行为，加剧了短期猪肉价格上涨幅度。目前限制生猪补栏的因素主要是环保影响（且由于疫情防治要求，环保标准放宽可能性较小），以及部分散户养殖永久退出市场。农业部数据显示2019年10月份、11月份能繁母猪存栏近五年来首次出现环比连续小幅回升；2019年11月份生猪存栏环比也小幅回升。我们认为这可能反映了在政府的鼓励政策、以及养猪行业利润加大的带动下，部分养殖企业已在补栏过程中。猪周期未来见顶需等待补栏逐渐完成，到2020年下半年，随着补栏逐渐完成、猪肉供给量可能逐渐增大，猪肉价格有望环比回落，受其影响，届时食品CPI的表现可能弱于历史季节性。

2019全年通胀中枢为+2.9%，三四季度通胀中枢上行速率超预期，主要受猪周期快速上行拉动。我们中性预计2020年CPI中枢上行到+3.5%左右，中性预期通胀节奏是年初见高点，随后平缓下行。

本轮通胀周期与此前几轮有明显不同，一是经济增长仍面临一定下行压力，并非总需求和通胀中枢同步上行，二是目前暂时没有拉动油价大幅上涨的基本面因素。我们认为通胀压力短期内显著向非食品门类扩散可能性不大。据历史经验，当经济呈类滞胀状态时，我国央行货币政策首要目标仍是稳增长，而适度提高通胀容忍度；我们判断今年3月份政府工作报告可能将全年CPI目标值上调至3.5%左右，货币政策将维持稳健略宽松。

我们认为，全国范围内的新型冠状病毒疫情，可能对短期内的服务类CPI价格形成一定负面冲击。由于各地均已启动疫情响应机制，本应较为繁荣的春节附近的服务类消费今年普遍表现萧条，交通出行、教育文娱、生活用品及服务类CPI类项的环比表现可能弱于往年同期。我们目前不太担心食品价格出现持续的超预期上行，因为国家高度强调维持疫情期间的正常物价秩序、打击投机涨价行为，我们认为随着交通物流逐渐恢复正常、日用物资的正常充足供应有望得到保障，居民短期内非理性囤积生活物资的行为将逐渐平息，疫情对食品CPI的持续影响有限。我们仍然认为今年CPI高点可能在年初；疫情对全年CPI中枢的影响可能在-0.3个百分点左右。我们预计2020年1月CPI环比+0.9%，同比+4.9%。

2019年12月PPI环比持平，同比增速-0.5%；2020年1月份煤炭、有色、化工等行业环比仍大都为正。2019年11/12月份部分工业原料生产出现扩张、11/12月PMI高于荣枯线，政策工具刺激预期对价格的影响提前反映。但疫情可能影响基建、地产、制造业等领域的节后复工生产节奏，进而反映在工业品价格端；近期铜价转为下跌，我们认为是对疫情可能影响经济增长的预期反映（铜价对我国内需边际变化的预期较为敏感）。疫情对PPI的影响可能从2020年2月份数据开始体现，2月份PPI环比可能转负。

但我们仍然认为一季度PPI同比可能转正。如果类比2003年SARS疫情对宏观经济的影响，工业生产有望在疫情得到控制、企业开始复工后出现补偿性反弹，疫情对全年PPI中枢的负面影响可能控制在0.5个百分点左右。我们预计2020年1月PPI环比+0.2%、同比+0.2%。

人民币计价，出口同比增速-7%，进口同比增速-6%

我们预计1月的进出口增速在春节扰动的扰动下出现小幅负增长，1月出口当月同比增速按照人民币计价为-7%，按照美元计价为-9%。春节效应会导致节前抢进出口，因此春节前一个月的进出口增速通常较高，而春节所在月份的进出口增速较低。2019年春节在2月5日，这就导致了去年春节前的一个月，也就是2019年1月的基数相对较高，而2020年春节在1月25日，春节错月或是导致1月出口增速小幅下滑的主要原因。外围大环境来看，全球经济初步企稳，但是复苏仍较为乏力，中国疫情成为了外需回暖的拦路虎。1月由于疫情爆发和春节放假时间出现重叠，所以疫情对于1月数据的负向影响尚不明显，但是继续向后演进，可能会对一季度的进出口增速造成实质性的拖累。

我们预计1月进口增速按照人民币计价为-6%，按照美元计价增长为-8%，预计1月份贸易顺差为330亿美元。市场预期政策工具前置以及中美第一阶段贸易协议的签署对于进口有一定程度的提振，但是考虑到政策的滞后作用以及真正发力在一二季度，1月数据的主要决定因素可能是春节错月。另外，我国的贸易顺差格局仍在延续。我们认为，我国贸易差额主要取决于出口和进口回落的速度，1月进口增速可能略好于出口，顺差额度可能会有所降低。

预计2020年1月信贷新增2.6万亿，增速11.6%，社融新增4.5万亿

2020年开年银行信贷积极性高，去年底至今储备项目充足，“好”项目成为吸引信贷的重要流向，随着利润逐步修复，企业信贷意愿也逐步增强，尤其是从2019年下半年开始，企业中长期信贷维持稳健。另外，地方政府专项债发行加速并可作为重点项目资本金，我们预计基建类项目的配套贷款供需两旺，对信贷有较强的支撑。去年底重要会议对于地产调控思路重提“三稳”，预计地产调控最严的时刻已过，我们仍然坚定看好今年一季度稳健略宽松的货币政策以扩信用为主要方式，可能通过降准或PSL放量的方式促进信用释放。预计2020年信贷大概率迎来开门红，1月信贷新增2.6万亿，增速11.6%（由于去年基数较高，增速较前值回落0.7个百分点）。

对于社融，预计1月政府债券、企业债券融资及未贴现票据三项均会有较大的正贡献，其中，1月不仅有大规模地方政府专项债发行，据路透报道，财政部已经下达一般债额度，因此1月也反常地出现一般债发行，我们预计，考虑到到期量，“政府债券”项目1月净融资额或超8000亿；票据高频数据较好，随着信用利差走低，企业债券融资量也有回升，综合看，我们预计1月社融新增4.5万亿，同比增速10.5%（较前值回落0.2个百分点）。

货币乘数仍将处于高位，1月央行基础货币投放较为积极以维稳春节前后市场流动性，我们预计1月M2增速持平前值于8.7%。预计1月M1增速在去年基数较低及地产销售边际改善的情况下有望继续回升0.6个百分点至5%。随着肺炎疫情升级，国民经济多部门生产节奏受到冲击，人民银行1月28日公告称“考虑到2月3日开市后到期资金规模较大，人民银行将运用公开市场操作等货币政策工具及时投放充足的流动性，维护银行体系流动性合理充裕”，我们坚持货币政策维持稳健略宽松的判断，预计后续可看到相关宽松政策操作，保证流动性合理及维稳经济增长。

图表1：1月宏观经济数据预测

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019M12 预计	2019M12 实际	2020M1 预计
GDP							
（当季同比，%）	6.4	6.2	6	6	6.1	6	-
规模以上工业增加值							
（当期同比，%）	6.2	5.6	5	5.9	5.5	6.9	-
城镇固定资产投资							
（累计同比，%）	6.3	5.8	5.4	5.4	5.2	5.4	-
社会消费品零售总额							
（当月同比，%）	8.4	8.7	8.6	7.8	8.3	8	-
CPI							
（当期同比，%）	1.8	2.6	2.9	4.3	4.5	4.5	4.9
PPI							
（当期同比，%）	0.2	0.5	-0.8	-1.2	-0.4	-0.5	0.2
出口							
（人民币计价当期同比，%）	6.7	5.6	3.9	4.2	6.9	9	-7
进口							
（人民币计价当期同比，%）	1	2.8	-2.6	5.5	4.8	17.7	-6
贸易差额							
（亿美元）	729	1039	1177	1274	630	467.9	330
M2							
（当期同比，%）	8.3	8.5	8.2	8.4	8.5	8.7	8.7
社会融资总额							
（当期，亿元）	86059	60077	59970	49647	15000	21030	45000

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_7491

