

M  
A  
R  
K  
E  
T  
  
R  
E  
S  
E  
A  
R  
C  
H  
  
R  
E  
P  
O  
R  
T

# 市场研报



瑞达期货  
RUIDA FUTURES



金尝发

## 宏观：全球经济复苏受阻 国内经济短期承压

2020-2-28

本期导读：

1 月底突发的公共卫生事件蔓延风险加剧，各国经济均受到不同程度的冲击。目前各国为控制疫情采取了相应措施，短期来看，疫情对全球经济的影响主要在供给侧。疫情发生国采取的抗疫措施导致生产放缓将影响全球产业链。资产价格表现上，受公共卫生事件在全球进一步蔓延的影响，全球股市在 2 月最后一周均出现不同程度的下跌，美国三大股指均大幅下挫。市场资金纷纷拥入避险资产，黄金价格在 2 月大幅上涨。而因担心疫情导致的全球需求放缓，国际原油价格则大幅下跌。美元指数在 2 月触顶后下跌，因市场预期政策空间较大的美联储将对疫情的影响做出反应。而市场对于全球央行的降息预期也在升温。

国内经济短期承压，一季度 GDP 将有所放缓。1 月份公布的部分经济数据虽然都较为稳定，但部分数据并未反映出疫情的影响。1 月份通胀创 8 年来新高，除了翘尾因素、猪肉价格上涨以外，疫情期间导致的成本上涨也是原因之一，结构性上涨特性明显，虽然短期内仍有上涨压力，但在疫情结束，物流逐渐恢复等因素下有望企稳下降。投资、消费增速料承压下行。进出口增速受疫情在全球蔓延的影响，未来一段时间料维持低位运行。另外，服务业、中小微企业受疫情影响较大。总体来看，由于疫情的影响，我国一季度经济下行的压力增大，预计一季度 GDP 增速将放缓。不过从长远角度来看，目前疫情已逐渐控制，且国内逆周期调节力度加大，因此疫情结束之后经济将快速恢复平稳发展的态势。

### 一、海外经济与重大事件

#### （一）美国：PMI 意外萎缩，降息预期升温

##### 1. 商业活动出现萎缩，经济放缓担忧加剧

美国商业活动意外陷入萎缩，经济放缓担忧再次重燃。2 月初公布的美国 1 月 ISM 制造业 PMI 录得 50.9，较去年 12 月大幅反弹，创 2019 年 7 月以来新高。虽然制造业 PMI 明显回暖，但通用汽车罢工，波音等事件仍然给美国制造业带来冲击。通用汽车罢工案只是美国传统制造业困境的一个缩影，波音 737MAX 危机则显示美国在高端制造业方面也面临一定考验。1 月 ISM 制造业 PMI 大幅反弹给美国市场

带来了信心，但好景不长，2月21日公布的美国2月Markit综合PMI初值却录得49.6，弱于1月的53.3，意外跌入萎缩区间。数据显示这是美国商业活动经历金融危机以来首次收缩，主要由于服务业显著恶化所致，服务业PMI自2016年2月以来首次低于50的荣枯分界线，制造业生产也因新订单增长近乎停滞而遭受打击。PMI数据恶化与近期全球事件有部分关系，主要因各行各业需求减少，旅游、出口及供应链等遭到打击。此外，企业还报告，其对于今年选举前出现更广泛经济放缓和不确定性的担忧加剧。1月底突发的公共卫生事件使市场对美国经济前景产生了担忧，美联储也将新冠肺炎疫情列为威胁经济的风险之一。截至2月26日，美国本地已确诊14例新冠肺炎病例，其中12例有过旅行史，2例为人传人，美国疾病控制与预防中心警告美国民众为突发公共卫生事件在美国蔓延做好准备。

## 2. 失业率小幅上升，就业人口大超预期

美国1月失业率小幅上升，但新增就业人数却大超预期，显示就业市场依旧强劲。虽然美国1月失业率由3.5%小幅上升至3.6%，但已经连续22个月保持在低于4%的水平，且薪资年增速回升至3.1%。另外，美国1月ADP就业人数新增29.1万人，远超市场预期的15.6万人和前值的19.9万人，创下2019年1月以来新高。国劳工部公布数据显示，过去三个月，平均新增非农就业人数为21.1万，1月建筑业、医疗保健、运输业与仓储业就业人数录得增加。温和的冬季天气极大地促进了美国1月份的就业增长；休闲业、招待业和建筑业的就业机会增加幅度特别大。中等规模的公司创造了大量就业机会，但小公司在过去18个月的表现最好。整体来看，美国就业市场依旧强劲，不过值得注意的是，2月份美国政府公布的一项报告显示，去年12月以来就业机会连续第二个月下降，触及两年低点，这可能使劳动力市场的势头放缓。

## 3. 通胀数据温和上涨，消费水平依旧强劲

美国1月通胀数据整体相对稳定。美国1月末季调CPI同比增长2.5%，高于预期值和前值；季调后CPI月率为0.1%，不及预期值和前值。剔除价格易波动的食品和能源部分，1月核心CPI同比增长2.3%，持平前值，略超预期；核心CPI月率录得0.2%，持平前值，略超0.1%的预期值。其中，1月CPI环比涨幅创四个月新低，受汽油价格下跌影响，但核心CPI环比升0.2。美国基本消费价格上涨，因家庭在租金和服装上指出增加，这一现象支持美联储通胀率将逐步上升至2%的目标的观点。机票、医疗、娱乐和教育价格的上涨也提振了1月份的潜在通胀。汽油价格在12月份上涨3.1%后下跌1.6%。看向未来，全球公共卫生事件的发展使得国际油价承压下行，必然会影响美国2月通胀表现，然而其他分项的超季节性稳定则会部分抵消油价的负面影响，而美联储官员们对通胀依然保持乐观。另外，纽约联储最新的消费者预期调

查显示，公众对于未来一年及三年的通胀预期都为 2.5%，而 12 月整体 PCE 通胀则较上年同期增长了 1.6%。消费方面，美国 1 月零售销售月率录得 0.3%，符合市场预期，较上月上升 0.1 个百分点。美国 1 月消费者支出似乎进一步放缓，其中服装店销售额跌幅创 2009 年以来最大。不过 1 月整体零售额增长了 0.3%，汽车销量继去年 12 月下滑 1.7% 后反弹 0.2%。建筑材料商店销售额增长 2.1%，为去年 8 月以来最大增幅，销售或受到反常的温和天气推动。2 月消费者信心指数初值也升至 100.9，接近 2018 年 3 月创下的 101.4 的扩张峰值，体现消费意愿仍旧强劲。

#### 4. 公共卫生事件全球蔓延，美联储降息预期升温

随着公共卫生事件在全球蔓延，市场开始加码押注美联储将不得不降息，以缓冲病毒扩散可能给经济增长造成的打击。2 月 26 日，CME Group 的 FedWatch 工具显示，美联储将在 6 月会议上降息至少 25 个基点的预期升至 78.3%，而上个月仅为 25.1%。2 月份，美联储评估疫情影响后，仍表示经济状况良好，没有动力改变利率。然而 2 月的 IHS Markit 的 PMI 报告显示本月美国商业活动陷入萎缩。此外，高盛在 2 月 23 日将美国一季度国内生产总值（GDP）增长率从 1.4% 下调至 1.2%。随着公共卫生事件影响逐渐扩大，美联储的货币政策也面临两难境地。一方面，市场已对降息预期做出反应，如果美联储对此不予理会，则可能进一步加剧市场动荡。另一方面，如果美联储未来因为担心疫情对全球经济的拖累或者出于打压美元而降息的话，很可能反而进一步提升美国经济表现，导致全球资本加大回流美国的力度和美元指数的走强，进而对美国国内通胀和出口造成负面影响。

截至当地时间 2 月 26 日，美国本土总确诊病例为 60 例，其中 42 例为日本“钻石公主”号游轮上的美撤侨人员。美国总统特朗普表示，新冠肺炎对美国人造成的风险仍然很低，如果新冠病毒扩散，准备好采取任何需要的措施，将支持国会提供更多抗疫资金。

图 1 ISM 制造业 PMI 大幅反弹

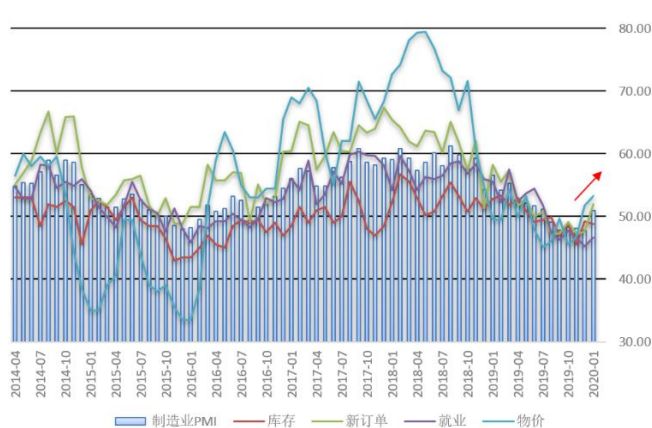
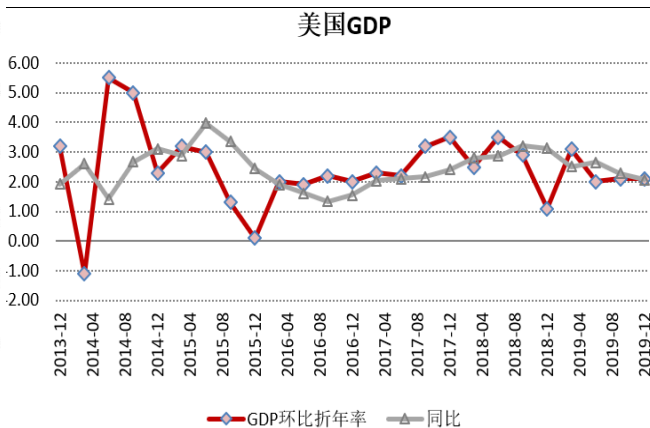


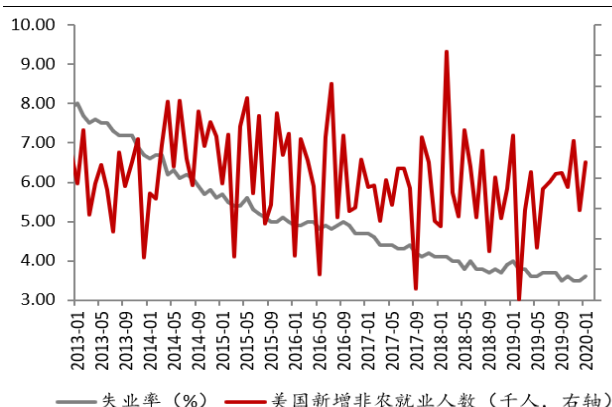
图 2 经济增速放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

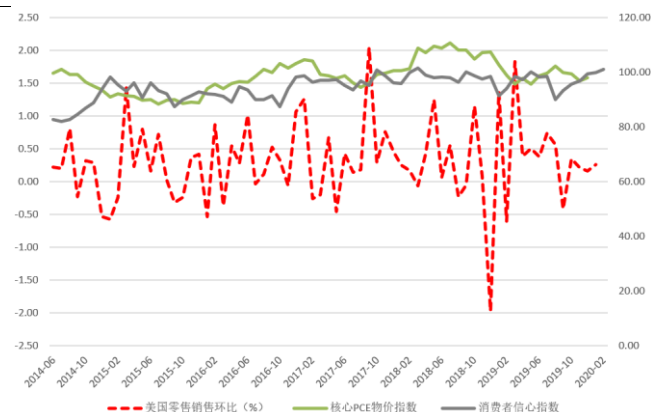
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图3 美国失业率、新增非农就业人数



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图4 消费领域数据



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图5 美国通胀回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## (二) 欧洲：经济增长有所回暖，不确定性风险仍存

### 1. 制造业显著回升，前景仍不容乐观

欧元区 2 月 PMI 延续改善，显示经济有所回暖，不过受疫情影响，经济前景仍不容乐观。数据显示 2 月欧元区综合 PMI 指数为 51.6，高于 1 月的 51.3；2 月制造业 PMI 则从 1 月的 47.9 跃升至 49.1，创下 12 个月以来的新高，超出了预期的 47.5。服务业 PMI 也从 1 月的 52.5 升至 52.8。欧元区 2 月制造业及服务业 PMI 初值超出预期的改善显示经济有所回暖，尽管许多企业因疫情影响而导致供应问题，并且数据显示旅游业出现遭受打击的迹象。欧元区经济扩张主要受服务业带动，但制造业也出现向好迹象，显示制造业正在摆脱低迷状态。不过前景依然非常不确定，尤其是新冠肺炎对于供应链、旅游业及需求端问题的进一步潜在影响。分国家来看，德国 2 月制造业 PMI 初值录得 47.8，好于预期与前

值，创 13 个月新高。综合 PMI 录得 51.1，较前值降低 0.1 个百分点，主要受服务业拖累。数据显示尽管出口遭遇挫折，但德国商业活动仍录得小幅增长。法国 2 月制造业 PMI 初值录得 49.7，跌破荣枯线，较前值意外下滑 1.4 个百分点。虽然近几个月数据暗示法国制造业有所恢复，但受到汽车行业疲软、波音 737 MAX 长期停产以及供应链相关问题的影响，2 月制造业再次萎缩。不过快速扩张的服务业仍带动法国经济增长。欧央行首席经济学家连恩表示，来自国内的需求显著，欧元区经济正在增长。整体来看，欧元区 2 月经济有所回暖，符合此前的预计，不过鉴于当下公共卫生事件在冲击全球经济，且目前意大利疫情使欧元区成为西方疫情最严重的地区，其对欧洲经济增长的潜在影响仍有待观察。

## 2. 核心通胀下滑，政策空间有限

欧元区 1 月 CPI 略微回升，但核心通胀却出现下滑，显示通胀水平依旧疲弱。欧元区 1 月调和 CPI 同比增长 1.4%，符合预期并高于去年 12 月前值的增幅 1.3%，这是自去年 4 月以来的最高水平。但欧洲央行在货币决策时更为看重的核心通胀率在今年 1 月仅增长 1.1%，弱于预期 1.2% 和前值 1.3%。这表明，名义 CPI 上涨主要受能源和食品价格推动，而且均低于欧央行“接近但略低于 2%”的通胀目标。与此同时，最新公布的数据还显示，2019 年四季度的 GDP 环比增长率只有 0.1%，低于第三季度的 0.3%。疲弱的通胀和经济增长使欧元失去了投资者的青睐，今年欧元兑美元汇率下跌近 4%，跌至近三年来的最低水平。

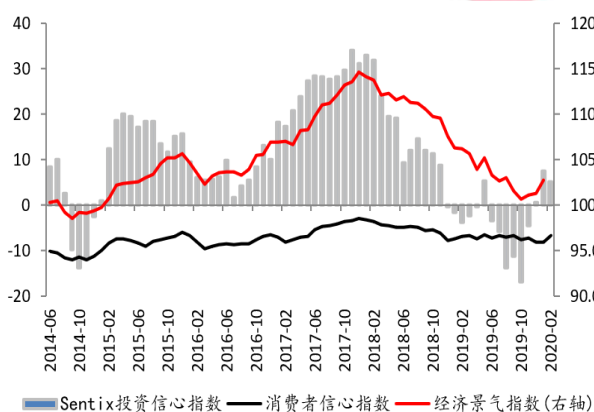
欧洲央行长达 8 年的量化宽松政策在一定程度上刺激了欧洲的经济复苏，但欧元区通胀却一直表现不佳，去年至今都未达到过 2% 的目标水平。而对于欧洲央行出台的超级货币宽松措施也使得欧元区决策者内部分歧日益加大，德国、荷兰和法国内部长久以来都存在着不同声音。与此同时，在欧元区经济增速放缓之下，超级货币宽松政策的边际效益正在递减，欧洲央行货币宽松的“弹药”已经接近极限，后续政策空间十分有限。去年 11 月 1 日新任欧洲央行行长拉加德上任之后也因此多次在公共场合呼吁欧元区各国采取财政刺激政策，但是收效甚微。此次面对疫情的影响，市场也预期欧洲央行将做出反应，而欧洲央行能做的选择只有更多的 QE 或者降息。但鉴于欧央行不太可能在不更改现有参数的情况下执行更多 QE，降息显然是一条捷径。但在当前负利率基础上再进一步降息的空间已经非常有限。因此，再此次疫情的影响下，欧元区是否会采取财政刺激政策值得关注。

另外，据《欧洲时报》23 日报道，欧盟特别峰会 20 日至 21 日在布鲁塞尔举行，这是英国脱欧后首次举行欧盟峰会，主要讨论 2021 年至 2027 年长期预算，但各方未能达成共识。报道称，英国脱欧给欧盟留下 600 亿至 750 亿欧元资金缺口。在此背景下，净出资国希望缩减开支，而后进国家希望净

出外国承担更多义务，弥补英国留下的缺口。同时，欧盟针对移民危机、气候变化和数字转型等挑战制定了宏伟计划，需要投入大量资金，各国对如何确保资金来源分歧严重。米歇尔此前建议，新一期预算应占欧盟生产总值的 1.074%，即 10.948 亿欧元，欧盟委员会的专家随后将其微降至 1.07%。据悉，市场对欧盟此次预算案寄予厚望，因为这是欧元区财长们首次一致暗示将会实施财政刺激，这有助于缓解欧洲央行的政策压力，并在一定程度上缓解负利率所带来的负面影响，但是随着与会各方继续分歧不断，这加剧了欧洲经济复苏的不确定性。

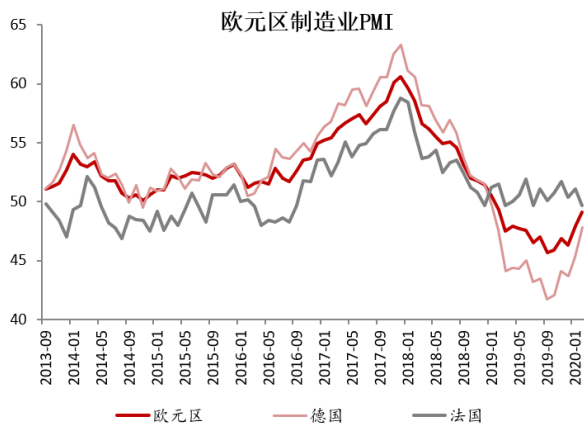
整体来看，欧元区经济虽在年初有所回暖，但受到公共卫生事件的影响，欧元区经济增速恐再一次出现下滑。目前，因公共卫生事件影响，意大利政府已经对十几个城镇进行了隔离，并关闭了学校。此外，威尼斯狂欢节以及所有体育赛事都将被禁止，直到 3 月 1 日。奥地利暂停与意大利的火车交通。法国财政表示，该国入境游客数量已经暴跌了 30%-40%。同时因公共卫生事件影响，欧洲的对外出口也受到抑制，这也将限制欧洲经济复苏的前景。

图 6 欧元区投资消费信心指数



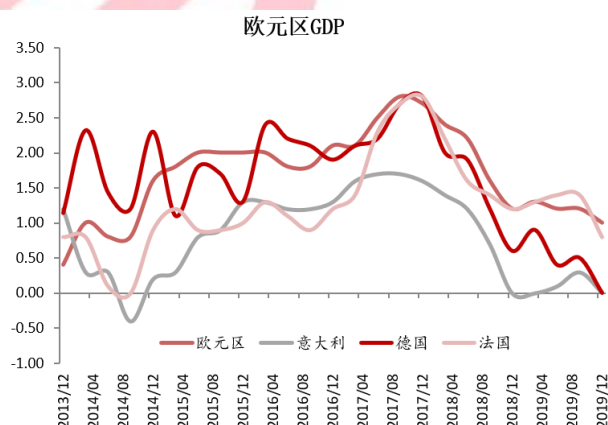
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 欧元区、德国、法国制造业 PMI



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 7 欧元区 GDP



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 9 欧元区通胀指数



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### （三）英国：经济恢复增长，前景难以预料

#### 1. 商业活动延续改善，英国经济恢复增长

英国2月份PMI初值超预期，体现经济正在逐步恢复增长。英国2月Markit制造业PMI初值延续了1月的反弹趋势，录得51.9，较上月大幅上升2.2个百分点并重回扩张区间。从分项数据来看，制造业产出在2月份也加速至近10个月以来的最高水平。服务业PMI则录得53.3，虽较上月小幅下滑0.1个百分点，但仍维持较为快速的扩张。数据显示，受国内支出改善和自2020年初以来新商业咨询数量回升的推动，英国服务业经济出现了坚实的好转。服务业与制造业PMI的增长显示近期英国经济恢复增长，预计英国2020年第一季度GDP将较去年年底的疲软状况有所改善，目前市场预测英国第一季度GDP增速预测为0.2%。

#### 2. 消费通胀有所改善，经济前景难以预料

英国年初消费需求有所改善，通胀水平大幅回升。英国1月季调后零售销售月率增长0.9%，录得2019年3月以来最大增幅。除燃料外的月度数据录得2018年5月以来最大涨幅，但即便如此，英国1月季调后零售销售年率仍然录得2013年5月以来最低水平。从细项来看，加油站销售额创2012年4月以来最大月度降幅，但与此同时能源价格走高。零售额的增长主要受益于服装和鞋类的销售额。另外，受能源、汽车燃料和机票价格的影响，英国1月CPI年率上涨1.8%，增幅高于预期，为7月份以来的最大涨幅；英国1月末季调输入PPI年率同比上升2.1%，为2019年4月以来最大升幅，与英国央行设定的2%的目标相差不远。但英国央行今年1月表示，预计到2020年通胀率将低于目标水平，今年第三季度降至约1.2%的水平。

整体来看，目前公布的经济数据显示英国经济有所回暖。另一方面，英国新任财政大臣苏纳克确认预算案将如期在3月11日提交。机构认为此举增强了市场对英国实施大规模财政刺激的预期。英镑由此获得提振。不过，即便英国政府宣布增加政府支出以提振经济，但是英国央行今年依旧存在降息两次的可能性。全球经济增速疲软、公共卫生事件以及英国与欧盟在年底达成贸易协定的前景不容乐观，这几个因素或抵消财政政策为英国经济带来的提振效果。

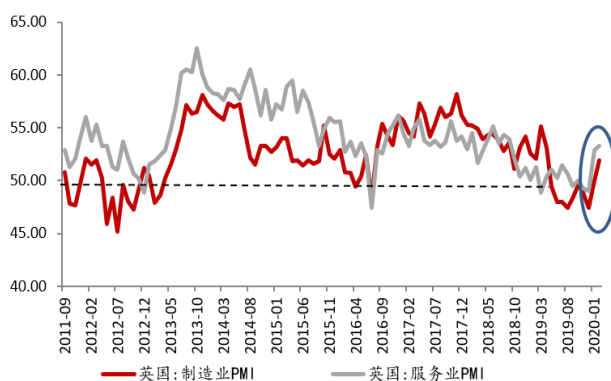


图 10 英国经济增速下滑



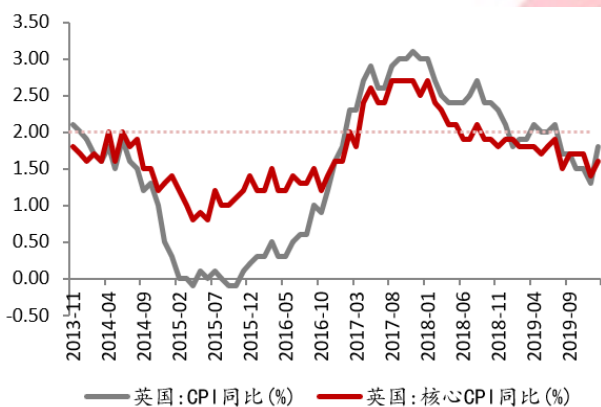
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 11 英国 PMI 指数反弹



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 12 通胀水平回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 13 英镑维持震荡



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

#### (四) 日本经济大幅萎缩，疫情影响雪上加霜

##### 1. 制造业深陷萎缩，经济衰退风险加剧

受到消费税上调和台风灾情的冲击，日本 2019 年第四季度经济创下近六年来最大萎缩幅度。2 月 17 日，日本内阁府统计结果显示，2019 年第四季度 GDP 扣除物价因素后环比下降 1.6%，按年率计算降幅为 6.3%，创 2014 年第二季度下滑 7.4% 以来的最大降幅，是日本经济时隔五个季度以来首次转为负增长。内需大幅下滑是日本 2019 年四季度经济出现明显负增长的主要原因，对经济增长的贡献为负 2.1 个百分点。其中，因日本家庭在 2019 年 10 月上调消费税后削减支出，占日本经济比重二分之一以上的个人消费环比下降 2.9%；企业设备投资下降 3.7%，降幅远超过市场预期的 1.6%。另外，受全球需求疲软及贸易摩擦拖累，四季度日本出口环比下降 0.1%，进口环比下降 2.6%。消费税上调和超级台风令经济活动显著承压，导致消费支出、企业投资和生产供应链降温。2019 年 10 月份消费税加税诱发第

三季度出现一定程度的提前消费，是四季度内需明显下滑的主要原因。

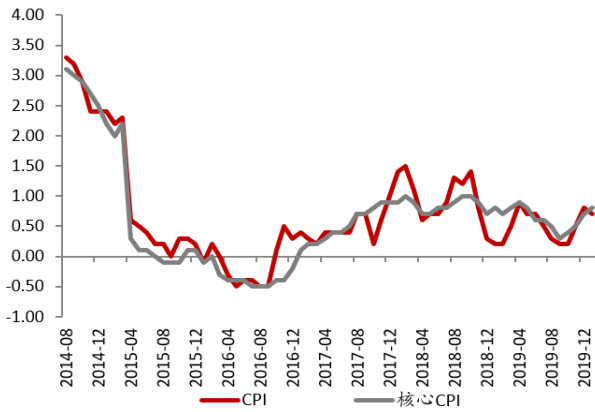
另外，日本制造业领域的不断萎缩，以及全球公共卫生事件造成的冲击，使得本就脆弱的日本经济在一季度陷入技术性衰退的可能性加大。日本今年1月制造业PMI终值意外下修至48.8，已连续九个月处于收缩区间。其中，关键的产出和新订单指数连续13个月处于萎缩状态，尽管萎缩幅度较此前一个月有所放缓。投入价格通指数升至半年新高。而2月制造业PMI初值进一步下降至47.6，陷入7年来最严重的萎缩，且已连续十个月处于荣枯线之下。制造业产出及新订单初值连续14个月收缩，且收缩率再度恶化，新出口订单也继续收缩。另外，服务业商业活动指数由上月曾创下四个月高位的51%跌至荣枯线之下的46.7%，创2014年7月以来的最低。期中，服务业的新业务及出口销售均重陷收缩，全球公共卫生事件对日本旅游业的打击尤其严重，而旅游业是服务需求的一个关键来源。由于制造业持续疲弱，加之全球公共卫生问题的短期冲击，预计2月日本出口降幅或进一步扩大，一季度GDP或继续萎缩。

## 2. 通胀水平疲弱，消费需求萎缩

受消费税上调影响，日本消费和通胀水平持续疲弱。日本12月家庭支出同比下降4.8%，降幅远大于预期，是去年10月上调销售税后连续第三个月下滑。去年10月，日本家庭支出下降5.1%，创2016年3月以来最低降幅，去年11月下降了2%。另外，日本12月CPI同比增长0.8%，环比增长0.1%，12月核心CPI同比增长0.7%，近几个月物价持续小幅度上涨，表明消费需求回升。日本进入老年社会，消费需求萎缩，造成物价低迷。整体来看，数据显示日本一季度没有任何复苏的希望，作为世界第三大经济体，日本经济出现技术性衰退的可能性大大增加。

值得注意的是，疫情的冲击使得日本本就疲弱的经济更加雪上加霜。此前，日本央行行长黑田东彦称，新冠肺炎疫情是经济的最大不确定性因素，如果疫情对日本经济产生重大影响，将会毫不犹豫地考虑额外的宽松措施。另外，日本首相安倍晋三强调，将新冠肺炎控制住是至关重要的，日本正采取最大措施遏制新冠肺炎传播。安倍晋三在新冠肺炎对策本部会议上要求日本国内今后两周取消、延期或缩小规模举办大型文化体育活动。国际奥委会高级成员称，若疫情5月下旬得不到控制，东京奥运会可能会取消。

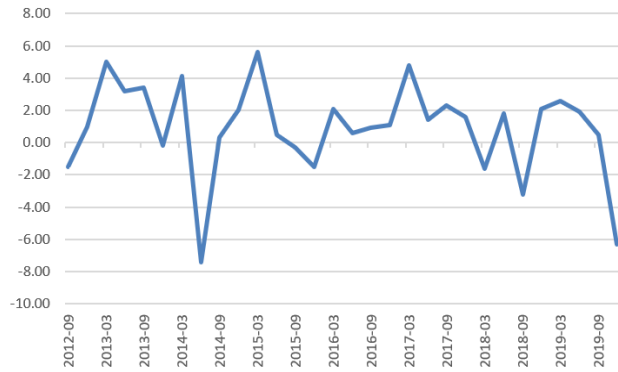
图 14 日本通胀数据



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

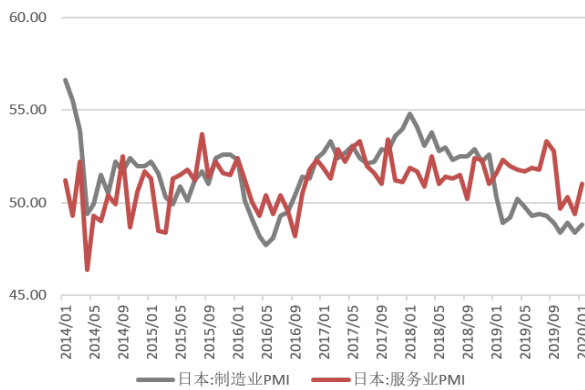
图 15 日本 GDP

日本实际GDP环比折年率



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

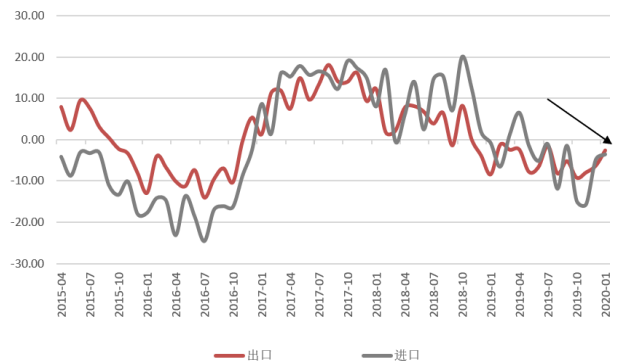
图 16 日本 PMI 指数



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 17 日本进出口同比

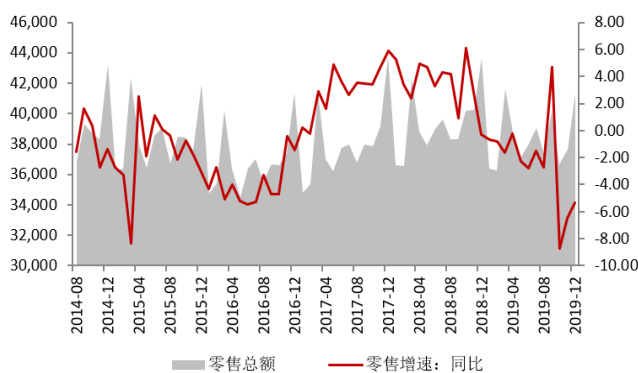
日本进出口同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

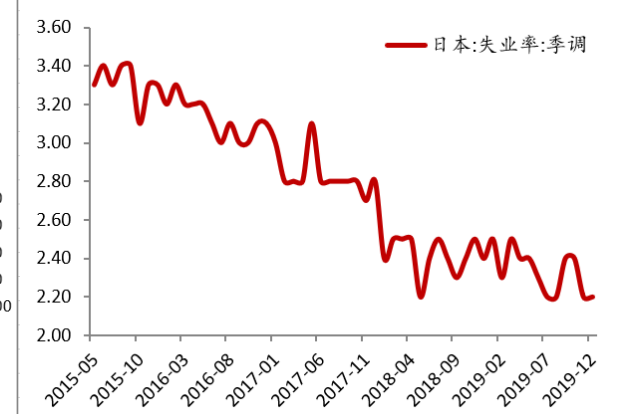
图 18 日本零售销售

日本零售销售总额及同比数据



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 19 日本失业率

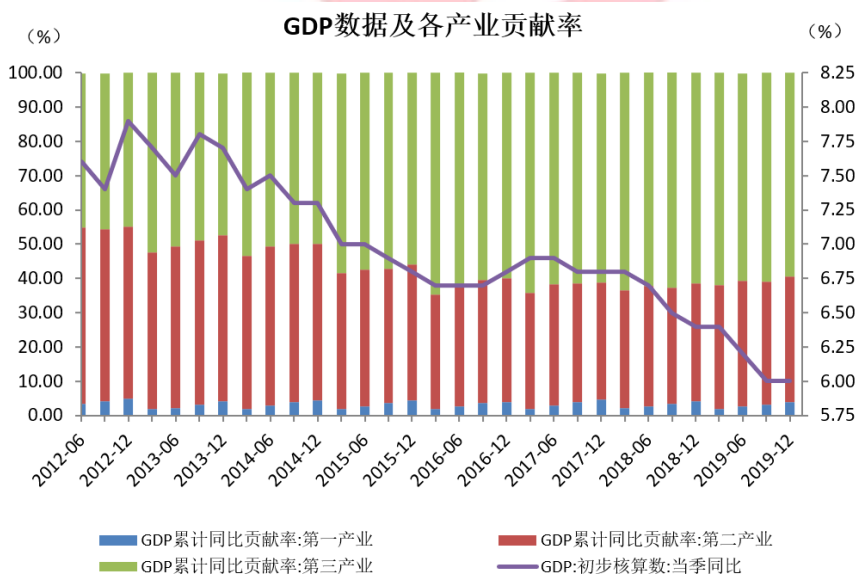


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

## 二、国内短期经济承压，一季度 GDP 将放缓

中国 2019 年全年 GDP 增速为 6.1%，前值 6.6%。全年 GDP 总量达 99.0865 万亿元，稳居世界第二。从季度上看，GDP 呈逐步下滑趋势。四季度的 GDP 增长为 6.0%，与第三季度持平。虽然去年年底的经济数据表明，我国经济在今年一季度企稳回暖，但 2019 年 12 月在武汉爆发的疫情在一定程度上阻碍了年后的经济商业活动，为了防止疫情的扩散，各地企业延迟复工，截至 2 月 27 日工信部统计我国中小企业复工复产率超过 30%。另外，进出口、企业投资、消费也因疫情影响而出现下滑。虽然 2020 年 1 月份各项经济数据没有大幅下滑，但当时疫情的影响还未显现。短期来看，一季度 GDP 将承压下行。不过自疫情爆发以来，国家陆续出台多项扶持政策，巩固减税降费，精准补助受疫情影响较大的行业和企业。另外，防疫措施效果显著，截至目前，我国疫情已基本得到有效控制，新增病例呈逐步下滑趋势，除武汉地区已有多地几天来未有新增病例。因此，长期来看，我国经济稳定向好的趋势不会改变。但值得注意的是，疫情在海外的的发展趋势有所加剧，这势必影响到全球的经济及贸易，进出口料难以在短时间内得到改善。

图 20 GDP 及各产业贡献率



### (一) 制造业 PMI 落至临界点，预计 2 月将明显走低

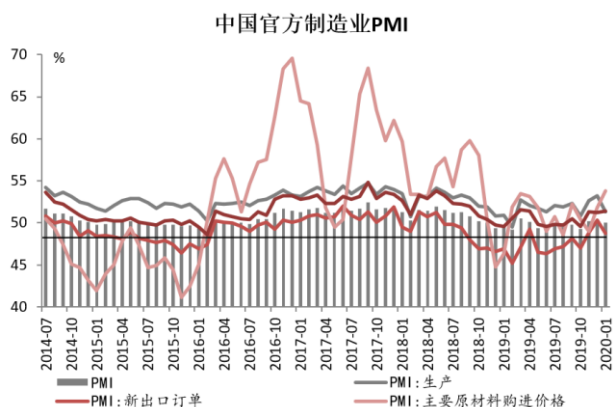
受春节因素带来的季节性影响，中国 1 月官方制造业 PMI 小幅回落至荣枯线临界点。数据显示，中国 1 月官方制造业 PMI 录得 50%，较前值下滑 0.2 个百分点。其中，当月需求端略有上升，1 月新

订单指数上升 0.2 个百分点至 51.5%。去年四季度以来中美第一阶段经贸协定签署，央行降息等逆周期政策不断加力提效，市场信心得到一定的修复，需求疲软态势短期内有所缓解，新订单指数连续三个月维持平稳扩张。供给端扩张步伐则有所放缓，当月制造业生产指数为 51.3%，环比下降 1.9 个百分点。高频数据六大发电厂日均耗煤量边际下降 8.9%，走势与 PMI 一致，显示受春节因素影响，制造业生产有所放缓。另外，1 月新出口订单指数和进口指数分别回落至 48.7% 和 49.0%，圣诞节海过后外需求有所回落，虽然中美贸易达成第一阶段协议，但全球经济增速仍旧疲弱，国际贸易尚未有实质性的改善，因此进出口增速仍将处于低位运行。

服务业保持扩张，1 月服务业 PMI 指数录得 53.1%，较上月微升 0.1 个百分点，显示服务业基本面保持良好状态。在调查的 21 个行业中，有 17 个行业的商务活动指数位于扩张区间，服务业多数行业运行比较稳定，其中邮政快递、电信、银行等行业位于 60.0% 以上高位景气区间。从价格情况看，投入品价格指数与销售价格指数为 52.8% 和 50.2%，分别比上月上升 0.5 和 0.3 个百分点。

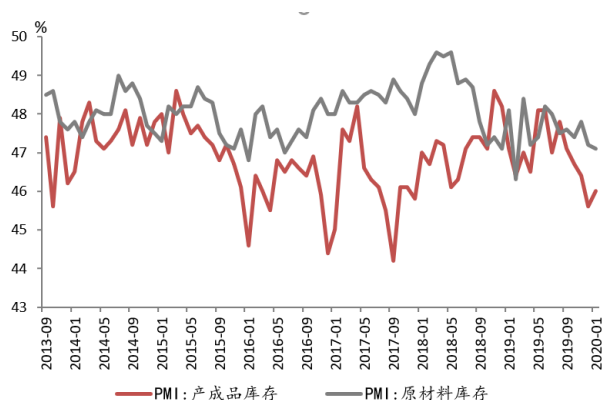
整体来看，1 月的数据显示制造业、服务业仍保持稳定运行，受春节的季节性因素影响，制造业扩张有所放缓。不过值得注意的是，1 月的 PMI 数据调查时点在 1 月 20 日疫情爆发之前，因此调查期间新型冠状病毒感染的肺炎疫情尚未在调查中充分显现。看向未来，受疫情的影响，预计 2 月 PMI 将明显走低。其中，服务业受到的波及较大，此次疫情爆发于春运期间，全国 31 省市均启动重大突发公共卫生事件一级响应，交通阻断，人流、物流阻隔，复工复产及开学延迟，导致春节期间旅游住宿业、餐饮业、房地产业、交通运输业、影视业等受到重大打击。制造业方面，复工复产的推迟势必影响制造业生产，而疫情在全球的蔓延也将导致进出口进一步放缓，内需也将受到一定的冲击。因此预计 2 月份 PMI 指数将明显走低。

图 21 官方制造业 PMI 及分项指标走势



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 产成品及原材料库存



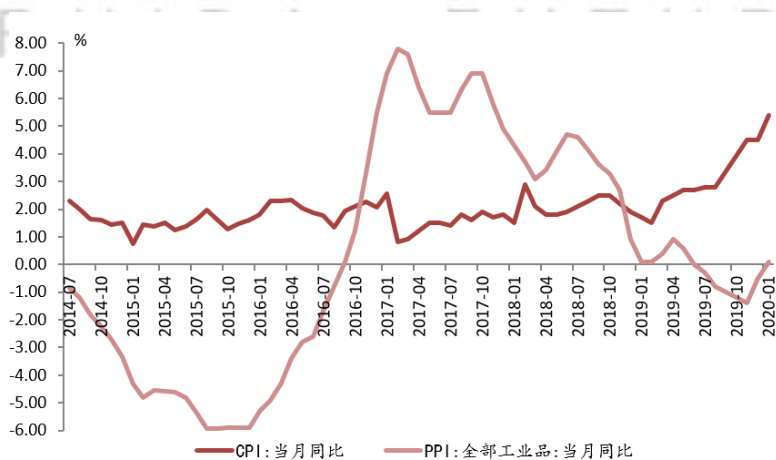
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## (二) 通胀创 8 年新高、PPI 由负转正

1 月通胀率创 8 年来新高，表现出较明显的结构性特征。中国 1 月份 CPI 同比上涨 5.4%，涨幅比上月扩大 0.9 个百分点，超初市场预期。其中，食品价格上涨 20.6%，涨幅较前月扩大 3.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 4.1 个百分点。食品中，菜和肉仍为主要上涨品种，鲜菜价格上涨 17.1%，猪肉价格上涨 116%。非食品价格同比上涨 1.6%，涨幅较前月扩大 0.3 个百分点。非食品中，医疗保健、教育文化和娱乐、交通和通信价格分别上涨 2.3%、2.2%和 0.9%。商务部分析认为，1 月份 CPI 上涨具有结构性、时段性特点。主要原因除了去年同期基数较低、猪肉价格上涨以外，春节期间以及疫情发生以来一些地区人工短缺，交通运输、防疫防护等综合成本上升也是原因之一。比如，货运的运费同比上涨近 1 倍，货运司机的费用上涨 5-7 倍。随着国家出台的减税降费、复工复产扶贫解困、畅通物流促进农业生产等一系列政策措施逐步落地见效，加上天气逐渐转暖，日用物资充足供应有望得到保障，疫情对食品 CPI 的持续影响有限。据商务部监测，目前各地生活必需品市场供应和价格总体稳定。

PPI 由负转正，结束了连续 4 个月的同比负增长。数据显示 1 月份 PPI 同比上涨 0.1%，主要由于生产资料 PPI 降幅收窄，由上月的-1.2%升至-0.4%。生产资料中，采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 涨幅都有所回升，分别较上月回升 2.1 个、1.8 个和 0.3 个百分点至 4.7%、-0.8%和-0.6%。生活资料 PPI 同比上涨 1.3%，涨幅与上月相同，主要由食品 PPI 支撑，同比上涨 5.1%。另外，1 月国际油价、矿产、水泥等大宗商品价格维持高位，也是 PPI 上涨的因素。然而受疫情影响，国际大宗商品价格在 2 月份反应强烈，国际原油、铜、铝等的价格跌幅都在 10%以上。PPI 波动主要由生产资料主导，由于复工缓慢，钢铁等上游产品面临着降价压力，2 月 PPI 同比大概率转负。

图 23 CPI、和 PPI 月度增速同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

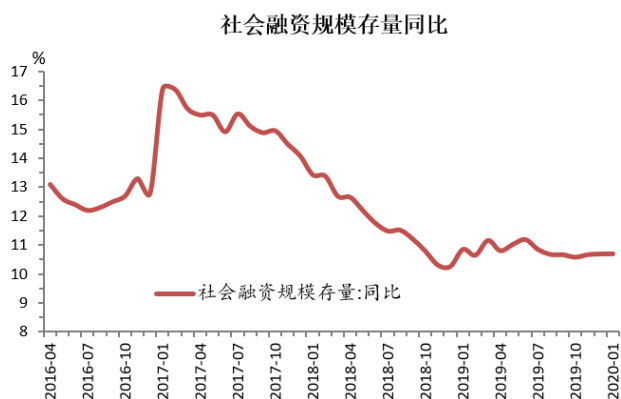
### (三) 社融信贷超预期，短期或受疫情影响

社融信贷双双超预期增长，贷款结构亦有所改善。数据显示，1月新增社融规模为5.07万亿，环比增加约2.97万亿，远超前值及市场预期。社融余额增速维持在10.7%，连续三个月保持不变。新增社融大幅多增主要是因为年初信贷放量，地方政府专项债开闸等因素。一方面，1月份常常是信贷投放的顶峰月，并且银行加大对受疫情影响较大行业的金融撑持，协助企业停工和复产。另一方面，口径调整，将国债和各种专项债等纳入统计范围也是上涨因素。从结构上看，新增人民币贷款和新增政府债券是带动社融上涨的主要因素，其中，新增政府债券环比多增3875亿，主要原因是去年11月底财政部提前下达今年部分新增专项债额度，1月以来各地专项债发行迅速开闸，当月新增专项债发行量和净融资额逾7000亿，大幅高于去年1月的约1400亿。另外，1月三项表外融资合计环比多增3265亿，或与年初银行“资产荒”有关。

信贷方面，1月份人民币贷款增加3.34万亿元，同比多增1109亿元，创下单月历史新高。分细项来看，新增信贷以中长期贷款为主，其中，企业部门中长期贷款同比多增2600亿元至1.66万亿，占当月新增人民币贷款规模近一半。企业中长期贷款的持续转好，也反映出实体经济融资需求相对强劲。以住房按揭贷款为主的居民部门中长期贷款同比多增522亿元至7491亿元，同样反映房贷需求的平稳。货币投放方面，1月末M2同比增长8.4%，增速比上月末下降0.3个百分点，与上年同期持平，处于近两年增速中枢水平；M1与上年同期持平，同比增长0%，增速分别比上月末和上年同期低4.4个和0.4个百分点。春节错位导致今年1月末企业存款下降更明显，居民手持现金增加，导致M1、M2同比增速回落，M0增速回升。值得注意的是，1月M1增速为0，是该指标有统计以来的首次，一方面有春节错位因素，但创历史新低，也反映了企业经营活力比较差。

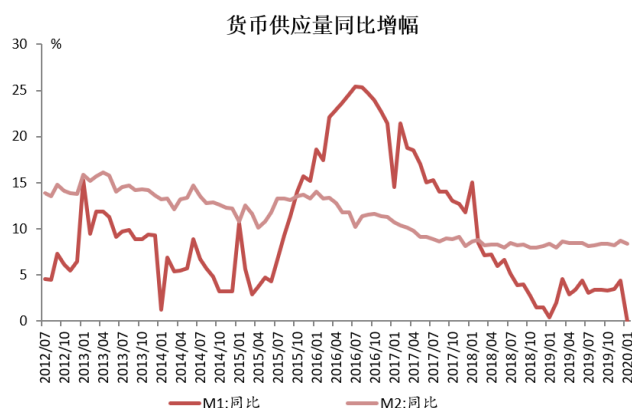
整体来看，信贷结构有所改善，企业短期贷款和中期贷款都比上月和去年同期多增，一方面说明在逆周期调控政策下，金融对实体经济的支持力度增强。另一方面，去年底前后经济出现企稳回升迹象，加之中美达成第一阶段贸易协议稳定市场信心，企业融资需求有所恢复，加之当月专项债大幅放量，带动配套贷款需求，实体经济融资需求有所回升。看向未来，疫情期间货币政策逆周期调节力度正在加大。这在推动市场流动性进入较高水平的同时，也会带动银行及资本市场加大对实体经济的融资支持力度。短期内受疫情影响，企业普遍延期开工，部分复工的企业受返工人员数量少、原材料及物流不畅等影响，其生产经营规模也远没有恢复到正常水平，因此贷款需求或有所回落。不过长期来看，考虑到今年稳增长压力加大，政策层面可能会出台更多扶持措施，未来一段时间信贷规模有望迎来反弹性增长，全年新增信贷规模或将与2019年基本持平。

图 24 社会融资规模存量同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 25 M1、M2 同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 26 新增贷款及贷款余额增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### 三、国内宏观政策展望

#### (一) 货币政策: 更加灵活适度

2月1日,央行等五部门联合发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》;2月3日金融市场开市后,央行接联下调逆回购利率和MLF操作利率;20日LPR报价恢复下行。以上措施意味着疫情期间货币政策逆周期调节力度正在加大。《通知》更多着眼于当下现状采取应对措施,更多在于稳定企业、民生预期,保证受到疫情较为严重影响的相关行业和企业,能够安然度过。从《通知》来看,疫情上升及逐步回落初期,流动性的投放量预计将明显加大(2月3日央行1.2万亿元公开市场操作)。另外,2月23日总书记在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上强调“稳健的货币政策要更加注重灵活适度,把支持实体经济恢复发展放到更加突出的



位置”。货币政策仍将倾向宽松，支持企业应对疫情带来的冲击。总体看来，2020 年货币政策宽松的趋势将会延续的，不仅仅是为了应对疫情，而是因为 2019-2020 年宏观经济下行压力确实存在。

看向未来，当前货币政策仍主要以支持防控疫情为重心，通过加大公开市场操作，利用 MLF、SLF、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，保持市场流动性合理充裕，并适时适度降低 MLF 等利率，降低银行负债成本，引导 LPR 下行，带动实体经济融资成本下降。伴随着疫情风波的回落，央行货币政策预计将重新回到稳健中性的状态，预调微调仍是后续政策主要出发点，而在疫情中暴露出的生产、生活等问题，或将受到管理层的更多关注，也将成为除了中小微、战略新兴产业外，新的信贷投放焦点。

## （二）财政政策：更加积极有为

2 月 23 日总书记在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上强调，“积极的财政政策要更加积极有为”，“要继续研究出台阶段性、有针对性的减税降费政策”，“扩大地方政府专项债券发行规模，优化预算内投资结构”。2 月 24 日，财政部召开的部党组会议强调，各级财政部门要继续加大疫情防控经费保障力度，统筹做好资金调度，优先保障和拨付疫情防控资金，切实保障基层疫情防控支出需求，确保人民群众不因担心费用问题而不敢就诊，确保各地不因资金问题而影响医疗救治和疫情防控；要抓好已出台财政贴息、大规模降费、缓缴税款等政策的执行，确保尽快落地见效，重点支持一些行业复工复产；要深入分析疫情对经济运行和财政收支的影响，加大宏观政策逆周期调节力度等。截至 2020 年 2 月 24 日，各级财政累计下达 1008.7 亿元。下一步，财政部门将集中使用部分中央部门存量资金，统筹用于疫情防控、保障脱贫攻坚和全面建成小康社会等重点支出；加大转移支付力度，进一步向受疫情影响较大的地方倾斜，确保基层保工资、保运转、保基本民生。

减税降费是积极财政政策最重要的体现，也是下一步财政政策更加积极有为的一大发力点。在稳投资方面，将扩大地方政府专项债券发行规模，指导地方做好项目储备和前期准备工作，尽快形成有效投资。另外，清华大学联合有关单位对 995 家企业进行的调研结果显示，疫情期间企业面临的主要支出压力是员工工资和五险一金，占 62.78%。财政政策通过减免、补贴两条途径，有效减轻了企业社保费负担，促进稳定企业就业。整体来看，在目前针对疫情流行地区以及特定行业定向支持的基础上，今年逆周期宏观政策的实施可能会倾向于前置，目的是可以为政策效应发挥和之后政策调整预留时间和空间。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



# 瑞达期货

RUIDA FUTURES