

# 民银智库研究

2020年第13期

总第132期

中国民生银行研究院

2020年3月17日

## 我国经济呈现全面收缩 供需两侧必须同时发力

——2020年3月宏观经济形势分析报告

### 宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

赵金鑫

zhaojinxin@cmbc.com.cn

孔雯

kongwen1@cmbc.com.cn

程斌琪

chengbinqi@cmbc.com.cn

- **新冠肺炎疫情迅速蔓延加大全球经济不确定性。**疫情蔓延引发市场恐慌，美国股市多次熔断，VIX 指标已超过 2008 年金融危机高点。从 PMI 和先行指标来看，2 月全球数据明显回落。分国别看，美国经济显露走弱迹象，美联储两次紧急降息并重启 QE；欧洲疫情快速蔓延，生产端和需求端均显疲软，英央行突袭式降息 50 个基点，欧央行加码 QE；日本经济前景暗淡，或将陷入技术性衰退，货币财政刺激加码；新兴经济体经济表现弱于预期，政策或进一步宽松。
- **我国经济 1-2 月呈现全面收缩。**1 月下旬以来，全国严防严控疫情扩散，各地采取“封城”、延长假期、推迟复工复产、减少出行等措施，经济活动停滞，疫情冲击在 1-2 月经济数据中得到充分显现。从生产端看，工业增速大幅回落，远低于预期，停工停产和需求疲软构成双重制约；从需求端看，消费增速大幅下滑，投资增速首度负增，贸易自 2018 年 3 月以来首现逆差。此外，城镇调查失业率上升至统计以来新高。
- **我国经济 3 月有望反弹。**我国工业、消费、投资规模体量依然可观，基础工业和防疫物资保障有力，线上经济活跃发展，经济发展韧性和潜力仍大。中央及地方近期持续出台政策措施支持疫情防控和推动复工复产，政策效果将不断显现。当前国内疫情防控形势平稳向好，但境外疫情仍在加速扩散，疫情防控仍然面临挑战，但最坏的时刻已经过去。预计疫情对经济影响将逐渐减弱，3 月工业增加值、社会消费品零售总额和固定资产投资增速均有望明显反弹。
- **政策展望与建议。**预计积极的财政政策将更加积极有为，赤字率上调仍有空间；货币政策将更加灵活适度，重心逐渐转向支持企业复工复产和实体经济恢复发展。下一阶段需要将稳增长特别是稳就业放在更加突出位置。建议重点关注以下三个方面：一是从供给侧入手，新基建加快推进，传统基建补短板；二是从需求侧入手，减税补贴并举，激发居民消费潜力；三是吸收抗疫中的科技创新经验，加快推进经济数字化转型。

## 目 录

<b>一、全球宏观经济形势分析 .....</b>	<b>1</b>
美国：疫情冲击金融市场，美联储降息至零并重启 QE .....	1
欧洲：疫情蔓延引发恐慌，欧英央行采取紧急行动 .....	2
日本：经济衰退风险升高，货币财政刺激加码 .....	4
新兴经济体：经济表现弱于预期，政策或进一步宽松 .....	5
<b>二、我国宏观经济形势分析 .....</b>	<b>6</b>
工业：疫情防控制约生产，工业增速大幅下滑 .....	7
消费：线下消费明显下滑，线上消费仍具韧性 .....	8
投资：投资增速首度转负，三大支柱全面下滑 .....	9
房地产：各项指标全面回落，市场回暖尚待时日 .....	11
外贸：疫情不对称影响进出口，贸易近两年首现逆差 .....	12
通胀：疫情延缓 CPI 回落，压制 PPI 回升 .....	15
金融：疫情冲击社融走弱，货币增速显著提振 .....	16
市场：人民币汇率波动下行，债券收益率大幅回落 .....	18
<b>三、政策回顾与展望 .....</b>	<b>20</b>
宏观政策回顾 .....	20
宏观政策展望 .....	21
宏观政策建议 .....	22
<b>主要宏观经济及金融数据一览表 .....</b>	<b>25</b>

## 一、全球宏观经济形势分析

新冠肺炎疫情迅速蔓延导致恐慌情绪升温。2 月以来，我国新冠疫情防控效果逐渐显现，但海外新冠疫情则扩散蔓延，韩国、意大利、伊朗、美国等国感染人数大幅增加，世界卫生组织将全球风险上调至最高级。新冠疫情全球大流行及其经济影响的不确定性，以及 OPEC 与俄罗斯的减产磋商以破裂告终，致使全球金融市场出现剧烈震荡，美股短期内三次熔断。3 月 16 日，恐慌指数 VIX 已攀升至 82.69，超过 2008 年全球金融危机期间的最高点 80.86，新一轮金融危机逐渐浮现。

全球经济受到冲击。2020 年 2 月，摩根大通全球制造业 PMI 为 47.2%，较上月回落 3.2 个百分点，结束了连续三个月的扩张；服务业 PMI 回落 5.6 个百分点至 47.1%；综合 PMI 回落 6.1 个百分点至 46.1%。国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃 3 月 4 日表示，预计 2020 年全球经济增长率将低于 2019 年的 2.9%，将较 1 月预期的 3.3% 继续下调，主要原因是新冠肺炎疫情的迅速蔓延。

分国别来看，美国经济显露走弱迹象，美联储降息至零并重启 QE；欧洲疫情快速蔓延，生产端和需求端均疲软，英央行突袭式降息 50 个基点，欧央行加码 QE；日本经济前景暗淡，或将陷入技术性衰退，货币财政刺激加码；新兴经济体经济表现弱于预期，政策或进一步宽松。

### 美国：疫情冲击金融市场，美联储降息至零并重启 QE

2 月美国经济有走弱迹象。制造业景气度走弱，2020 年 2 月美国 ISM 制造业 PMI 为 50.1%，较上月回落 0.8 个百分点，临近荣枯线。2 月 Markit 制造业 PMI 为 50.7%，低于前值和预期值，创去年 8 月以来新低。消费者信心回落。3 月密歇根消费者信心指数为 95.9，大幅低于上月水平，降至近半年低点。进出口增速差距缩小，2020 年 1 月美国出口季调同比增长 1.1%，较上月回落 0.8 个百分点；进口季调同比下降 2.4%，降幅较上月收窄 0.7 个百分点；贸易逆差 453 亿美元，较上月减少 36 亿美元，对中国贸易逆差为 260 亿美元，较上月增加 10 亿美元。

劳动力市场强劲，2 月季调后非农就业人口变动 27.3 万人，明显高于前值和预期值，失业率回落 0.1 个百分点至 3.5%；平均时薪同比增长 3%，持平预期。非农强劲主要由服务业和建筑业贡献，得益于政府招聘增加、建筑业周期变化等，疫情冲击尚未及时体现。物价保持平稳。2020

年 2 月 CPI 同比上升 2.3%，较上月回落 0.1 个百分点，核心 CPI 同比上升 2.4%，较上月扩大 0.1 个百分点，达到去年 10 月以来最低水平。

**美联储两次紧急降息并重启 QE。**疫情对美国实体经济冲击尚未显现，但已经引起了金融市场的巨幅下挫。3 月以来，美股已先后熔断三次，历史仅见，国债收益率一度触及历史最低水平。为平复市场情绪，美联储 3 月 3 日紧急降息 50 个基点，3 月 15 日又紧急降息 100 个基点，将联邦基金利率下调至 0-0.25% 的历史最低水平，并额外启动 7000 亿美元量化宽松计划。两次降息都在非议息会议时段操作，为 2008 年 12 月以来首次，反应速度和下调幅度历史罕见。美联储 15 日会议声明有两个**要点**：**一是**冠状病毒爆发损害多国经济活动，冲击全球金融市场，美国经济在强劲基础上进入“挑战期”。但企业固定投资和出口仍疲软，通胀率和核心通胀率均低于 2%。**二是**联储将运用所有工具，以支持信贷流向家庭和企业。包括回购至少 5000 亿美元国债，以及 2000 亿美元机构抵押贷款支持证券。同时，联储还与加拿大、英国和日本等五国央行签订美元互换协议，通过扩大互换额度和降低互换利率以缓解全球流动性压力。

**特朗普宣布美国进入紧急状态。**当地时间 3 月 3 日，美国财政部长努钦和联储主席鲍威尔主持 G7 财长和央行行长电话会议，各国就财政政策 and 货币政策达成共识。联合声明显示，一方面各国将适时采取财政合作，以应对疫情和防范经济下行。另一方面各央行将继续保持金融体系弹性，以稳定物价和支持经济增长。3 月 13 日，美国财政部长努钦称，财政部和美联储将争取提供“不设限的流动性”。特朗普 3 月 13 日宣布美国进入“国家紧急状态”，以释放更多资金与资源应对新冠肺炎疫情，包括以公私合作方式扩大在便利场所检测新冠病毒、减轻学生贷款负担和赋予医疗专业人士在治疗患者时额外“灵活性”。

### 欧洲：疫情蔓延引发恐慌，欧英央行采取紧急行动

**生产端动能疲软。**欧元区 1 月工业产出同比增长-1.9%，好于 2019 年 12 月的-3.6%，连续 13 个月保持同比负增长，显示出欧元区生产动能依然疲软。**需求端依然较弱。**1 月欧元区零售销售指数同比增速持稳于 1.7%，显著好于预期，但仍为 2019 年 5 月以来低点。**进出口增速大幅回升。**2019 年 12 月欧元区进口同比增速由负转正至 1.1%，出口同比增速由负转正至 4.8%，进出口增速双双大幅提升，贸易顺差扩大至 231.3 亿

欧元。服务业景气度受冲击较大。欧元区 2 月制造业 PMI 终值高于预期和初值 0.1 个百分点，录得 49.2%，显示出制造业收缩速度有所缓和；服务业 PMI 终值低于预期和初值 0.2 个百分点，录得 52.6%，显示出疫情对服务业冲击较大。

**劳动力市场持稳。**欧元区 1 月份失业率持稳于 7.4%，符合预期。**通胀小幅回落。**欧元区 2 月 CPI 同比增速较上月回落 0.2 个百分点至 1.2%，符合预期，但未能延续此前连续三个月的升势。

**英央行突袭式降息 50 个基点至 0.25%。**继美联储 3 月 3 日宣布紧急降息 50 个基点后，3 月 11 日英央行也突袭式宣布降息 50 个基点至 0.25%，为 2008 年金融危机以来英央行首次在正常会议计划之外紧急降息。英央行货币政策委员会一致投票通过此次降息决定，并宣布维持 4350 亿英镑的国债购买目标不变，新一期资助计划将为中小企业提供额外的资助。英央行认为，新冠肺炎疫情将影响英国供需，因此有充分理由进行大幅度降息。

**欧央行意外不降息，加码 QE。**近期新冠肺炎疫情在欧洲不断蔓延，多国确诊病例持续增长，疫情防控形势更趋严峻。在 3 月 12 日召开的议息会议上，欧央行将 2020 和 2021 年欧元区经济增长预期由此前的 1.1% 和 1.4% 分别下调 0.3 个和 0.1 个百分点至 0.8% 和 1.3%，但并未宣布降息决定，而是采取加码 QE 等一揽子措施应对疫情影响。一是将第三轮定向长期再融资项目（TLTRO-III）基准情形利率区间从 -0.5 至 0% 下调至 -0.75 至 -0.25%，同时将银行申请额度上限由此前的等于 2019 年银行贷款存量的 30% 上调至 50%；二是在 2020 年 6 月份进行新一轮定向长期再融资操作之前，欧央行还将暂时实施额外的长期再融资操作（LTROs），为欧元区金融体系提供即时的流动性支持；三是增加购债规模。2020 年底额外增加 1200 亿欧元的资产购买规模，相当于每月向市场额外注入 133 亿欧元的流动性，主要针对私人部门购债。总体来看，相较于美联储和英国央行的紧急降息，欧央行的货币政策步伐稍显迟缓，主要源于其负利率推进空间已较为有限。考虑疫情冲击下欧洲经济出现衰退的可能性加大，而资产购买空间也随着 QE 不断加码而日益受限，未来实施扩张性财政政策的必要性愈加迫切。

## 日本：经济衰退风险升高，货币财政刺激加码

**经济明显萎缩。**2019 年四季度，日本季调后实际 GDP 环比下降 1.8%，创 2014 年二季度以来最大降幅。内需是主要拖累因素，对经济增长的贡献为 -2.3 个百分点。其中，占日本经济比重一半以上的个人消费环比下降 2.8%，为五个季度以来首次下降；企业设备投资环比下降 4.6%；住宅投资环比下降 2.5%。外需方面，受全球需求疲软及贸易摩擦影响，出口环比下降 0.1%，但进口降幅更大，环比下降 2.6%，净出口对经济增长的贡献为 0.5 个百分点。

**经济将陷入技术性衰退。生产疲弱。**1 月工业生产指数同比下降 2.5%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点，但已连续 4 个月负增长；2 月制造业 PMI 为 47.8%，较上月下降 1 个百分点，为 2016 年 5 月以来最低，且已连续 10 个月位于荣枯线以下。**消费低迷。**1 月两人及以上家庭月消费性支出实际同比下降 3.9%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点，连续第 4 个月负增长；2 月季调后消费者信心指数为 38.4%，较上月下降 0.7 个百分点，居民消费意愿减弱。**进出口持续下滑。**1 月出口同比下降 2.6%，降幅较上月收窄 3.7 个百分点，连续 14 个月下滑；进口同比下降 3.6%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点，连续 9 个月下滑；贸易收支逆差额为 13126 亿日元，已连续 3 个月出现逆差。

**失业率上升，就业岗位减少。**1 月季调后失业率为 2.4%，较上月上升 0.2 个百分点。日本总务省表示，“失业率依旧维持在较低水平，就业形势向好的形势没有改变”。1 月求才求职比为 1.49，较上月下降 0.08，表明在经济下行压力加大的情况下，日本企业对招聘新员工持审慎态度。**物价继续呈上涨趋势。**1 月份，日本核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅较上月扩大 0.1 个百分点，连续第 4 个月提速。其中，能源和餐饮价格上涨是拉升整体物价的主要因素。若在核心 CPI 的基础上进一步扣除能源价格影响，则 CPI 同比上涨 0.8%，较上月回落 0.1 个百分点。

**央行采取额外宽松措施。**日本央行在 3 月 16 日紧急召开货币政策会议，宣布维持基准利率在 -0.1% 不变，维持国债收益率目标在 0% 附近不变，但将采取额外宽松措施，包括提高 ETF 年度购买目标至 12 万亿日元，提高房地产投资信托基金（J-REITs）购买目标至 1800 亿日元，购买更多企业债、商业票据直至 9 月末，引入新的贷款方案等。

## 新兴经济体：经济表现弱于预期，政策或进一步宽松

主要新兴经济体经济表现弱于预期，货币政策或进一步宽松。增长方面，印度呈现反弹迹象，巴西经济复苏缓慢，俄罗斯增长乏力，南非经济持续低迷；通胀方面，印度通胀回落、但仍高于区间上限，巴西通胀已回落至目标中值附近，俄罗斯通胀持续下行、远低于通胀目标，南非通胀有所回升、略低于目标中值；货币政策方面，在美联储紧急降息之后，已有马来西亚、韩国等国家跟进，巴西、俄罗斯、南非等国央行即将宣布利率决议，印度央行下一次利率决议公布时间为 4 月初，不排除提前召开货币政策会议的可能性。

**印度经济呈现反弹迹象。制造业景气度回落。**2 月制造业 PMI 由 55.3% 回落至 54.5%，反映出新冠疫情对出口和供应链的负面影响。**失业率有所上升。**2 月失业率为 7.8%，较 1 月的 7.2% 提高 0.6 个百分点。**通胀高位回落。**2 月 CPI 同比上升 6.6%，较上月回落 2.2 个百分点，仍然高于 4% 的目标中值和 6% 的上限。**贸易逆差扩大。**2020 年 1 月出口同比下降 1.7%，降幅扩大；进口同比下降 0.8%，降幅收窄。

**印度央行准备采取行动保护经济不受疫情影响。**印度央行表示，新冠疫情对经济的影响将通过与中国的贸易和全球经济增长放缓两个渠道发生作用，已准备采取包括降息和通过流动性措施等方式支撑市场。年初以来，印度通胀逐渐趋缓，这使得央行可以重新审视近期的价格压力并放松货币政策。印度央行曾在 2019 年五次降息，但自去年 12 月通胀飙升以来一直按兵不动。

**巴西经济复苏缓慢。制造业景气回升。**2 月，制造业 PMI 为 52.3%，较上月提高 1.3 个百分点。**服务业景气下降。**服务业 PMI 为 50.4%，较上月回落 2.3 个百分点。**消费者信心下降。**2 月消费者信心指数由 93.8 回落至 90.5。**失业率回升。**1 月巴西失业率为 11.2%，较去年 12 月上升 0.2 个百分点。**通胀水平回落。**2 月广义消费者物价指数同比增长 4%，比上月下降 0.2 个百分点，接近通胀目标中值 4%。

**巴西央行下调存款准备金比率。**2 月 20 日，巴西央行将存款准备金比率由 31% 下调至 25%，不再强制使用银行筹款购买国债等流动资产，由此可释放 1350 亿雷亚尔，用来刺激经济增长。目前，巴西新冠疫情呈现蔓延之势，截至 3 月 14 日共有新冠肺炎确诊病例 121 例、疑似病例 1496 例，巴西已采取多项严厉措施加强防控。巴西央行将于 3 月 18 日

召开货币政策会议，市场预计巴西央行将在本次会议降息 25-50 基点，目前基准利率为 4.25%。

**俄罗斯经济增长疲软。经济景气持续低迷。**2 月制造业 PMI 为 48.2%，较上月微升 0.3 个百分点，连续十个月位于荣枯线以下；服务业 PMI 为 52%，较上月回落 2.1 个百分点。**消费有所增长。**1 月零售营业额指数同比增长 2.7%，比上月提高 0.8 个百分点。**失业率回升。**1 月失业率升高至 4.7%，为 2019 年 4 月以来最高值，此前曾连续第三个月保持在 4.6% 水平。**通胀继续回落。**2 月 CPI 同比上升 2.3%，比上月回落 0.1 个百分点，为 2018 年 6 月以来最低点。

**俄罗斯央行出手稳定卢布汇率。**OPEC+减产磋商失败后，沙特与俄罗斯展开石油价格战，国际油价暴跌，加之新冠疫情影响，卢布跌至 2016 年以来最低位，成为全球表现最差货币。卢布重挫后，俄罗斯央行宣布暂停购买外汇 30 天，以减轻卢布的下档压力，同时将开始在市场展开防范性的卖汇行动，以在全球石油市场发生重大变化之际，提高货币当局行动的可预见性，并降低金融市场的波动性。

**南非经济持续低迷。经济景气低迷。**2 月 PMI 为 45.2%，较上月回升 1.5 个百分点，但连续第三个月处于荣枯线以下。**消费有所回落。**2019 年 12 月零售销售（不变价）同比下降 0.4%，较上月下降 2.2 个百分点；2 月份商业信心指数由 92.2 回升至 92.7。**失业率保持稳定。**2019 年四季度失业率为 29.1%，较 2019 年三季度无变化。**通胀有所回升。**1 月 CPI 同比增速 4.4%，较上月提高 0.4 个百分点，略低于目标中值 4.5%。

**南非央行表示没有必要召开紧急会议。**3 月 3 日公布数据显示，南非 2019 年 4 季度 GDP 较前季萎缩 1.4%，经济陷入技术性衰退。市场预计年内将有两次降息。面对经济衰退和疫情蔓延，南非央行表示正在评估新冠疫情对经济的影响，目前没有召开紧急会议的必要。南非当前回购利率为 6.25%，南非央行将于 3 月 19 日公布最新利率决议。

## 二、我国宏观经济形势分析

**新冠肺炎疫情对经济冲击充分显现，经济数据全面收缩。**1 月下旬以来，全国实施疫情严防严控，各地采取“封城”、延长假期、推迟复工复产、减少出行等措施，经济活动停滞，疫情冲击在 1-2 月经济数据中得到充分显现。从生产端看，工业增速大幅回落，远低于预期，停工停

产和终端需求疲软构成双重制约；从需求端看，消费增速大幅回落，投资增速首度负增，贸易自 2018 年 3 月以来首现逆差。此外，全国城镇调查失业率为 6.2%，较去年 12 月上升一个百分点，为有统计以来最高水平。

**最坏时刻已经过去，3 月数据有望反弹。**我国工业、消费、投资规模体量依然可观，基础工业和防疫物资保障有力，线上经济活跃发展，经济发展韧性和潜力仍大。中央及地方近期持续出台政策措施支持疫情防控 and 推动复工复产，政策效果不断显现。当前国内疫情防控形势已持续向好，但境外疫情仍在加速扩散，疫情防控仍然面临挑战，但最坏的时刻已经过去。预计疫情对经济影响将逐渐减弱，3 月工业增加值、社会消费品零售总额和固定资产投资增速均有望明显反弹。

### 工业：疫情防控制约生产，工业增速大幅下滑

受疫情显著冲击，1-2 月工业增加值同比增速录得-13.5%，大幅不及增 1.5% 的预期值，较 2019 年 12 月和去年同期分别显著回落 20.4 和 18.8 个百分点，为历史最低水平。三大门类齐齐回落至历史低点，采矿业增加值同比增速较 2019 年 12 月大幅放缓 12.1 个百分点至-6.5%，制造业回落 22.7 个点至-15.7%，降幅最大，公共事业回落 13.9 个点至-7.1%。从环比看，2 月份规模以上工业增加值比上月下降 26.63%，创历史新低。

**停工停产制约工业活动。**从行业增加值来看，下游消费品类行业显著承压，食品、纺织和汽车制造业增速均大幅回落，其中汽车产业自 2019 年下半年以来的回暖势头被打断，增速由 2019 年 12 月的 10.4% 大幅降至-31.8% 的历史低点，产量同比增速由 2019 年 12 月的 8.5% 大幅回落至-45.8% 的历史低点，医药制造业受医疗防护物资需求支撑降幅较小；受出口影响较大的中游加工组装类行业整体回落，其中通用设备、铁路运输和电气机械降幅较大；上游原材料类行业同样显著回落。

**终端需求疲软拖累工业生产。**内需方面，1-2 月消费和固定资产双双超预期大幅下滑，对工业生产形成拖累。外需方面，新冠肺炎疫情逐步在全球扩散，全球制造业 PMI 在连续三个月扩张后在 2 月大幅跌落 3.2 个百分点至 47.2%，再度陷入收缩，海外悲观情绪上升，外需将明显回落。1-2 月出口交货值同比增速由正转负，由 2019 年 12 月的 0.4% 大幅下降 19.5 个百分点至-19.1%，显著拖累制造业生产。

**疫情对企业库存周期筑底形成扰动。**2 月官方制造业 PMI 分项指数

中原材料库存指数由上月的 47.1% 大幅降至 33.9%，产成品库存指数由上月的 46% 微升至 46.1%。此前企业已出现的由去库存向补库存的过渡迹象，正在被疫情导致的工厂停工停产以及需求趋弱打断，企业预期也再度转向悲观，2 月生产经营活动预期由上月的 57.9% 大幅降至 41.8%。

**3 月工业增加值有望明显反弹。**2 月下旬以来，六大集团发电耗煤同比增速降幅连续三周收窄，周高炉开工率持续回升至 64.5%，显示生产逐步改善。随着近期疫情得到进一步控制，政策重心逐渐转向对冲疫情负面冲击和维持经济社会平稳运行，人员流动和返程限制也将开始出现拐点，在企业复工率不断提升、需求端居民消费和基建投资等因素逐步修复之后，3 月工业增加值同比增速有望明显反弹，经济增长有望在二季度逐步恢复。

图 1：工业增加值同比与环比增速

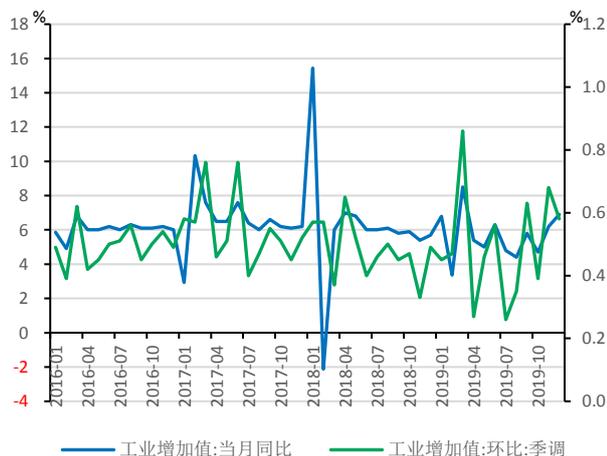
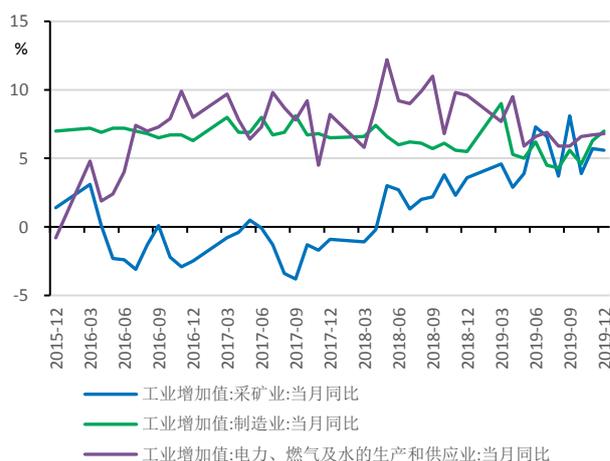


图 2：工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

### 消费：线下消费明显下滑，线上消费仍具韧性

受新冠肺炎疫情影响，1-2 月社会消费品零售总额增速大幅回落。1-2 月份，社会消费品零售总额同比名义下降 20.5%，增速较去年同期回落 28.7 个百分点；扣除价格因素实际下降 23.7%，较去年同期回落 30.8 个百分点。

**线下消费受到明显冲击。**1-2 月份，餐饮收入同比下降 43.1%，较去年同期回落 52.8 个百分点；限额以上汽车零售额同比下降 37.0%，较去年同期回落 34.2 个百分点；限额以上建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类商品零售额分别同比下降 30.5%、33.5%、30.0%，分

别较去年同期回落 37.1、34.2、33.3 个百分点；限额以上石油及制品类商品零售额同比下降 26.2%，较去年同期回落 28.7 个百分点；限额以上服装鞋帽针纺织品类、金银珠宝类、化妆品类、烟酒类等部分升级类商品零售额分别同比下降 30.9%、41.1%、14.1%、15.7%，分别较去年同期回落 32.7、45.5、23.0 和 20.3 个百分点。

**生活必需品和实物商品网上零售继续增长。**1-2 月份，限额以上粮油食品类、饮料类、中西药品类商品零售额分别同比增长 9.7%、3.1%、0.2%；实物商品网上零售额同比增长 3.0%，占社会消费品零售总额的比重为 21.5%，较上年同期提高 5 个百分点。在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长 26.4%和 7.5%，穿类商品下降 18.1%。

**3 月社会消费品零售增速有望明显反弹。**一方面，随着疫情得到控制，经济社会发展正常秩序逐步恢复，消费需求会得到回补和释放。另一方面，国家加大对稳消费支持力度。3 月 13 日发改委等 23 部委联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，就进一步改善消费环境、发挥消费基础性作用、助力形成强大国内市场提出了 19 项政策举措，各地方政府也出台了一系列消费刺激措施。在出口受到外部冲击、投资受制于资金压力的情况下，消费的压舱石作用将会进一步发挥。

图 3：名义消费与实际消费同比增速

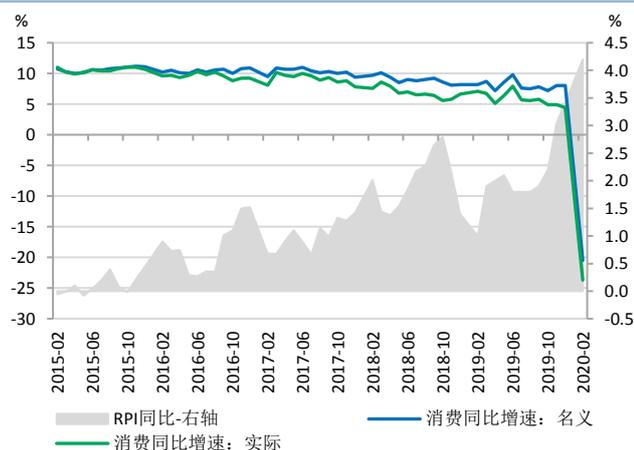
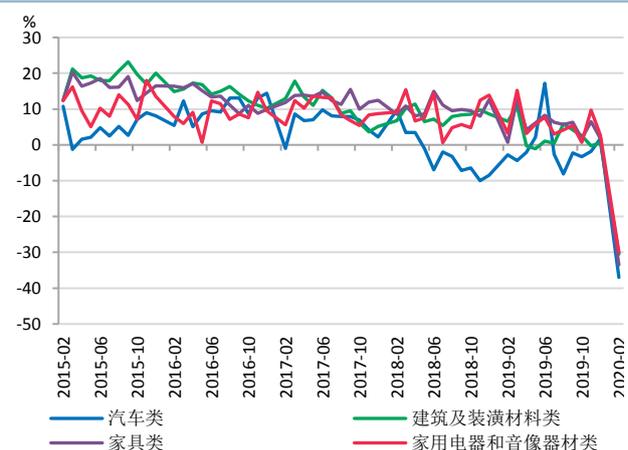


图 4：汽车与居住类商品消费同比增速



数据来源：WIND

### 投资：投资增速首度转负，三大支柱全面下滑

**投资双位数负增。**疫情对投资数据带来全方位冲击，2020 年 1-2 月投资累计同比下降 24.5%，为有统计数据以来首次负增长；经季节调整

后，2 月环比下降 27.38%，相当于折年后负增长 97.85%。其中制造业投资、基建投资和房地产开发投资三大分项全面大幅下滑，均为有统计数据以来首次同比下降，且降幅均达两位数。

**基建投资大幅下滑。**1-2 月第三产业中的基础设施投资增速同比下降 30.3%，较 2019 年全年的 3.8% 回落 34.1 个百分点，较 2019 年全年低 34.6 个百分点。尽管 2020 年地方政府专项债额度提前下达，但受疫情影响，基建项目推迟开工复工，投资增速下滑至有统计以来的最低水平。

**制造业投资断崖式下跌。**1-2 月制造业投资同比下降 31.5%，较 2019 年全年低 34.6 个百分点，较 2019 年同期低 37.4 个百分点。海内外疫情发酵对制造业企业生产经营造成了巨大冲击，内外部需求显著收缩，企业延迟开工，现金流紧张，生产活动减弱，制造业投资受到显著负面影响，增速下滑至历史最低水平。不过，制造业投资结构仍有亮点，高技术制造业投资降幅低于制造业总投资 15 个百分点，其中计算机、通信和其他电子设备制造业仅同比下降 8.3%，低于制造业投资 23.2 个百分点。

**房地产开发投资降幅低于投资总体降幅。**1-2 月房地产开发投资同比下降 16.3%，降幅为三大支柱最小，低于投资总体降幅，主要原因是施工面积仍为正增，尚有一定支撑。房地产销售、资金来源、土地成交及建设指标等关键指标全线回落。

**民间投资活力不足。**民间投资 1-2 月同比下降 26.4%，增速比 2019 年全年回落 31.1 个百分点，比 2019 年同期回落 33.9 个百分点，较全部投资增速低 1.9 个百分点，同样为有统计数据以来首次大幅负增。1-2 月民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 56.8%，比 2019 年全年提升 0.4 个百分点。民间投资受制造业投资等拖累，活力有待激活。

**3 月固定资产投资将触底反弹。**由于疫情冲击，1-2 月投资数据现异常波动，表现大幅弱于预期。考虑到 3 月以来国内疫情防控态势不断向好，企业复工复产节奏加快，且中央及地方不断在财政、货币、产业等方面推出大量支持疫情防控以及复工复产、经济恢复的扶持政策，世界主要经济体实施的刺激政策也为我国提供了进一步放松的政策空间，后续投资数据有望出现反弹。不过仍需要密切关注海外疫情防控形势严峻、国际金融市场波动剧烈带来的外部输入性风险。

图 5：投资累计同比与民间投资累计同比

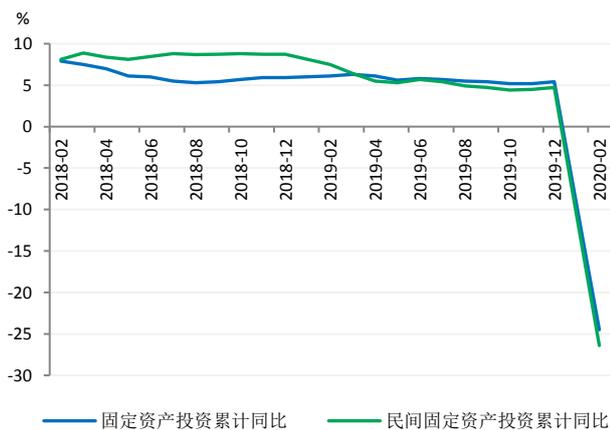
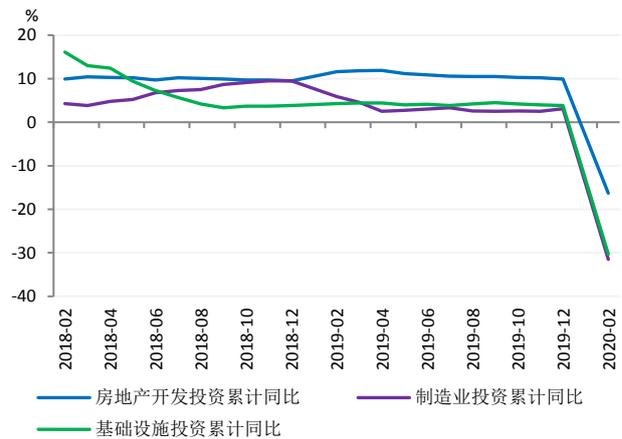


图 6：固定资产投资分项数据



数据来源：WIND

## 房地产：各项指标全面回落，市场回暖尚待时日

**2020 年 1-2 月房地产开发投资增速明显回落。**1-2 月房地产开发投资同比下降 16.3%，创历史最低水平。除房屋施工面积实现同比 2.9% 的小幅正增长之外，其余各项指标均出现同比大幅负增长。受疫情、春节因素影响，全国大部分省份于 1 月中下旬至 2 月下旬全面停工停产。房屋新开工面积同比下降 44.9%，房屋竣工面积同比下降 22.9%。房屋新开工数据跌幅最大，受疫情影响最为直接。同时，因商品房停售无法回款、贷款续贷困难等流动性因素钳制，房地产开发企业土地购置乏力，土地购置面积同比下降 29.3%，土地成交价款同比下降 36.2%。

**销售整体下滑，库存增加。**1-2 月份，商品房销售面积同比下降 39.9%，销售额同比下降 35.9%。2 月份部分城市出现零成交或低成交现象，拖累效应明显。为了解决线下停售问题，多家房企采取“云看房+打折优惠”等促销手段，但线上整体转化率较低制约销售业绩难有突破，个别房企也出现全月仅售 1-2 套的窘境。分城市来看，春节过后一线城市商品房销售恢复较快，而二三线城市因疫情制约市场销售出现分化。2 月末，商品房待售面积同比增长 1.4%，自 2016 年 11 月以来首次转正。

**大中城市 2 月房价涨幅稳中有落。**疫情导致购房者禁足，售楼处关闭，多地出现整月闭市的情况，市场观望情绪浓厚，需求明显受到抑制，对房价上涨拖累明显。一线城市新建商品住宅销售价格环比基本持平、同比回落，二手住宅价格同环比涨幅略有回落；二三线城市新建、二手商品住宅销售价格同环比涨幅持平或回落。其中，仅成都市新建住房环比增速为 1.2%，其余城市环比增速均低于 1%，较上月全面回落。

土地市场整体热度下降，各城市出现分化。1-2 月，房地产开发企业土地购置面积也同比下降 29.3%，土地成交价款同比下降 36.2%，较去年同期降幅明显。但春节过后，各线城市土地交易市场出现明显分化。一线城市土地市场火热，资金充足的龙头房企率先抢地，疫情影响不明显。春节后四周，一线城市成交土地占地面积较 2019 年春节后四周同比增加 20.6%。但二三线城市土地市场尚未明显重启，土地成交面积均同比大幅缩水。

企业资金面明显趋紧，融资规模下降。1-2 月份，房地产开发企业到位资金创历史最大降幅，同比下降 17.5%。其中，市场停售造成房企定金及预收款降幅最大，同比下降 23.9%，形成明显拖累。贷款、个人按揭、自筹、利用外资等其余各项同比增速也不同程度下降。微观层面来看，疫情带来的停工、停产、停售阻断房企资金流入，高杠杆房企仍需面临到期债务支出压力。大型房企整体压力相对较低，但非上市中小房企资金链承压，出现个别破产现象，亟需金融支持缓解流动性危机。

3 月房地产相关数据有望反弹。进入 3 月以来，各地疫情形势逐渐好转，居民焦虑逐渐淡化，各地在因城施策的导向下也出台了不少支持政策，各地房企陆续复工复产，房地产新开工、竣工、销售也逐渐回暖。预计 3 月房地产投资、销售、价格各项指标环比增速将有所反弹，但同比增速仍难言乐观，“小阳春”现象也难以再现。

图 7：商品房销售额与销售面积累计同比

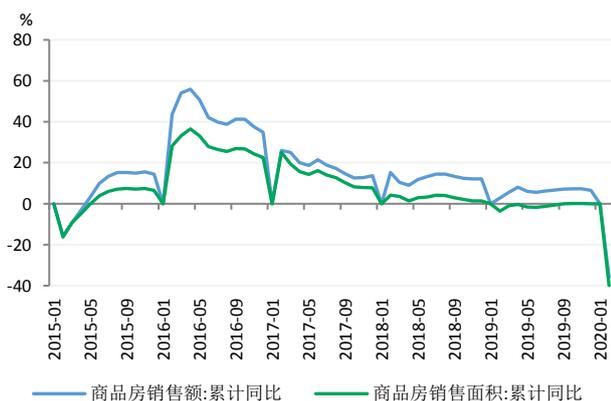
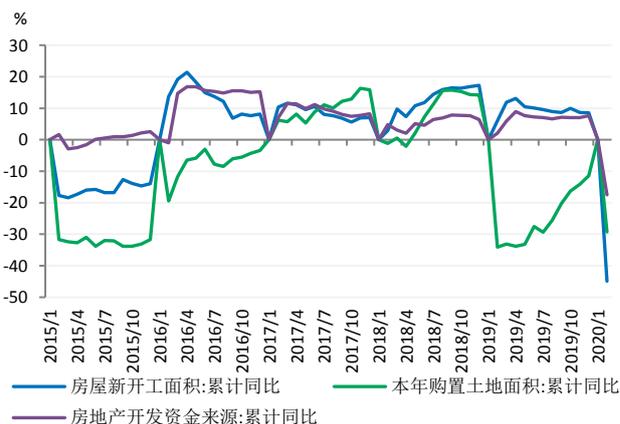


图 8：新开工、土地购置面积与资金来源累计同比



数据来源：WIND

### 外贸：疫情不对称影响进出口，贸易近两年首现逆差

1-2 月，我国进出口总值 5919.9 亿美元，同比下降 11%。其中，出口 2924.5 亿美元，下降 17.2%；进口 2995.4 亿美元，下降 4%；贸易逆

差 70.9 亿美元,自 2018 年 3 月以来首次出现逆差,去年同期为顺差 414.5 亿美元。

出口同比下降 17.2%,较去年 12 月的 7.9%明显回落,但略好于预期。从先行指标看,2020 年 1 月和 2 月,我国制造业 PMI 中的新出口订单指数从 2019 年 12 月的 50.3%分别降至 48.7%和 28.7%,波罗的海干散货指数由 2019 年底的 1090 持续下跌至 2020 年 2 月底的 535,出口集装箱运价指数(CCFI)从春节前的 965.31 下降至 2 月底的 905.40,已显示出口不容乐观。

出口下降主要原因:一是全球经济企稳仍不稳固。1-2 月摩根大通全球制造业 PMI 下行并在 2 月跌至荣枯线以下,美国 ISM 制造业 PMI 略高于 50%,欧元区和日本制造业 PMI 分别连续 12 个月和 9 个月位于荣枯线以下,IMF 在 1 月展望中下调了全年增速预期。二是疫情导致复工缓慢。新冠疫情的突然加剧对企业影响巨大,受疫情影响,原本顺畅的供应链体系受到阻滞,企业复产复工进展缓慢,出口订单完成不如预期。三是 WHO 将新冠肺炎疫情列为国际公共卫生紧急事件(PHEIC)影响出口。我国出口货物面临更加严格的检验检疫,部分国家客户拒收出口货物,中国与世界经济交流的物理联系受到一定阻隔。

从贸易方式看,贸易结构有所变化。一般贸易出口 1702 亿美元,同比下降 18%,占出口额比重 58.2%,去年同期为 58.7%;加工贸易出口 825.7 亿美元,同比下降 22%,占出口额比重 28.2%,去年同期为 30%。从贸易伙伴看,出口均有不同程度下滑。对东盟出口 443.3 亿美元,同比下降 5.1%;对欧盟出口 452.8 亿美元,同比下降 18.4%;对美国出口 429.1 亿美元,同比下降 27.7%;对日本出口 170.4 亿美元,同比下降 24.5%。从重点商品看,主要商品均有不同程度下滑。七大类劳动密集型产品出口额同比下降 20%,是主要拖累因素;自动数据处理、液晶显示板、手机以及汽车和汽车零配件出口额降幅分别为 27.2%、19.6%、15.6%和 11%,集成电路出口额同比上升 8.9%。

进口同比下降 4%,较去年 12 月的 16.5%明显回落,但好于预期。进口下降主要因为内需低迷。由于经济下行压力仍然较大,加之受到新冠疫情冲击,人员流动减少、春节假期延长,生产、投资、消费均受到显著影响,进而拖累进口。而之所以好于预期,应与大宗商品装船期和企业进口节奏有关。1、2 月我国制造业 PMI 分别为 50%和 35.7%,PMI

进口指数为 49% 和 31.9%，均出现明显下降，但春节前后进口集装箱运价指数（CICFI）仅由 811.19 降至 790.21，降幅并不显著。

从贸易方式上看，加工贸易进口占比有所下行。一般贸易进口 1885.6 亿美元，下降 2.8%，占进口额比重 62.9%，高于去年同期的 61.9%；加工贸易进口 546 亿美元，下降 9.8%，占进口额比重 18.2%，低于去年同期的 19.4%。从贸易伙伴看，自主要贸易对象进口有增有减。自东盟进口 410 亿美元，同比上升 7.2%；自美国进口 176 亿美元，同比上升 2.5%；自欧盟进口 346.9 亿美元，同比下降 11.4%；自日本进口 225.1 亿美元，同比下降 9.3%。从重点商品看，农产品和原材料进口有增有减。进口大豆数量同比上升 14.2%，进口金额同比上升 4.2%；汽车及零配件金额同比下降 8.9%，汽车进口数量同比下降 11.3%；原油进口数量同比上升 5.2%，进口金额同比上升 14.7%；进口铁矿石数量同比上升 1.5%，进口金额同比上升 17.1%。

总体上看，春节因素叠加新冠疫情，1-2 月进出口受到较为明显的影响，对主要贸易伙伴和重点商品出口均有较大下滑，农产品和原材料进口增加导致进口放缓幅度小于预期，进口下滑幅度小于出口，贸易差额由此前的衰退式顺差转变为贸易逆差。当前已初步呈现疫情防控形势持续向好、生产生活秩序加快恢复的态势，企业复产复工正在有序展开，而境外疫情正在逐渐扩散，其负面冲击正在逐渐显现。短期内，预计出口将继续低迷，而进口将保持稳健。

图 9：中国月度出口总额和同比增速

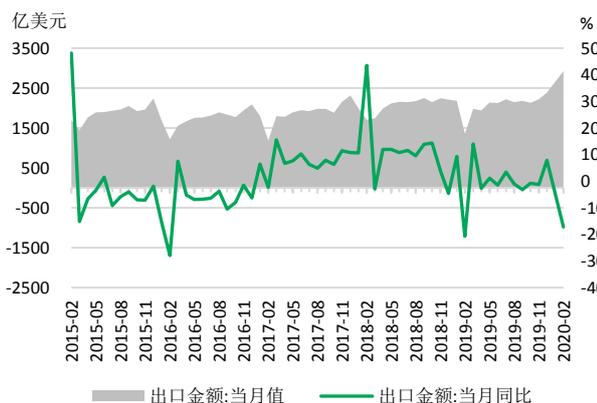
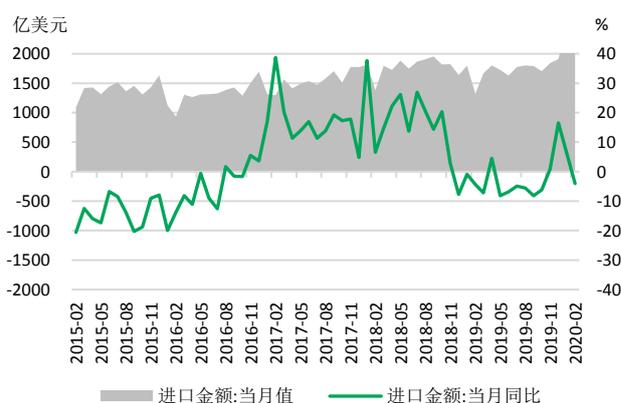


图 10：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

## 通胀：疫情延缓 CPI 回落，压制 PPI 回升

2 月份 CPI 同比上涨 5.2%，尽管较 1 月的十年高点回落 0.2 个百分点，但仍高于市场预期。其中，城市上涨 4.8%，农村上涨 6.3%；食品价格上涨 21.9%，非食品价格上涨 0.9%；消费品价格上涨 7.9%，服务价格上涨 0.6%。1 月份 CPI 环比上涨 0.8%，受疫情影响，创历年春节结束月的最大环比涨幅。

2 月 CPI 回落幅度低于预期。主要由于突如其来的疫情对 2 月份物价的影响，特别是原本有望在节后回落的食品价格反而出现明显上涨。由于各地复工延迟及封城封路影响运输，食品供应受到明显冲击，2 月食品价格仍保持高位。具体看，除鸡肉外的所有肉类、鲜菜、鲜果、水产品、粮食、食用油、酒类等均有所上涨。猪肉价格一度创下新高，同比上涨 135.2%，去年非洲猪瘟带来的超级猪周期受疫情影响，供给恢复延后，预计猪肉价格的回落也将比原先推迟 2-3 个月。除食品外，另一个受疫情影响推升的大类是医疗保健类，当月环比上涨 0.1%，低于预期，说明本次疫情的保障工作仍然比较稳定。

另一方面，本次疫情也导致其他领域的价格因需求回落而下降，但从 2 月 CPI 非食品表现看回落幅度低于预期。其中，受影响最大的是交通与通信，随着国际油价大幅下跌，燃料费用出现下降，通信工具、邮递服务、车辆维修、机票等出行价格均因疫情受到一定影响。其次是衣着类价格环比下跌 0.3%，不过从历史看春节过后衣着类价格本身会出现下降，疫情的冲击并不明显。值得注意的是，居住类价格环比下跌 0.1%，为 2014 年以来首次出现环比下跌，主要源于房租与水电燃料同时下跌，疫情对租金的负面冲击正在加速房地产业的调整。教育文化和娱乐价格环比持平，主要由于线上教育与线下服务业在一定程度上形成了对冲。

整体看，2 月 CPI 环比上涨 0.8%，创下历史上春节结束后的最大月涨幅，不过由于春节错位影响，去年 2 月 CPI 环比大涨 1%，抬高了基数，才使得今年 2 月同比回落 0.2 个百分点至 5.2%。随着疫情逐步得到控制，3 月物价将有较大概率环比回落。

2 月 PPI 由上月小幅上涨 0.1% 转为同比下降 0.4%。分类看，生产资料价格同比下降 1.0%，其中，采掘工业价格上涨 1.1%，原材料工业价格下降 2.2%，加工工业价格下降 0.7%。生活资料价格同比上涨 1.4%，

其中，食品价格上涨 5.1%，衣着价格下降 0.3%，一般日用品价格上涨 0.1%，耐用消费品价格下降 2.0%。PPI 环比由上月的持平，转为同比下降 0.5%。受疫情影响，国际油价明显回落，造成石油相关工业品价格下降，金属类价格稳中有降，医疗制造业价格有所上涨，食品工业环比持平。预计随着疫情逐步恢复，工业品价格供给将得到恢复，但社会总需求恢复将慢于供给，会对未来 PPI 造成一定压力。

2 月核心 CPI 同比上升 1.0%，为 2013 年有统计以来的最低水平，环比下降 0.1%，为春节之后的正常回落。核心 CPI 显示去除食品之后当前总需求明显不足。在各国普遍放松货币政策的大环境下，央行已通过降准、引导 LPR 等融资成本下行、鼓励扩大信贷等举措支持经济复苏。下一阶段应继续保持流动性适度宽松，助力社会生产从疫情中尽快恢复。

图 11：居民消费价格指数同比与环比

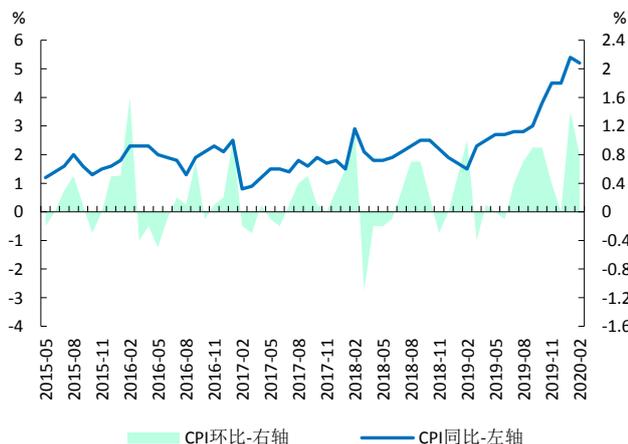
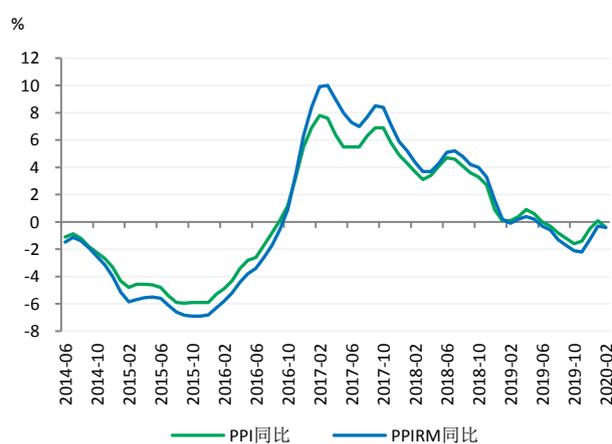


图 12：生产者购进和出厂价格指数



数据来源：CEIC

### 金融：疫情冲击社融走弱，货币增速显著提振

疫情影响下 2 月新增信贷仅略高于上年同期。受疫情冲击影响，2 月人民币贷款新增 9057 亿元，与有春节影响的上年同期相比，仅同比多增 199 亿元，贷款余额同比增速持平于 1 月末的 12.1%。主要拖累分项为居民贷款，企业贷款则受政策支撑保持平稳。

企业部门贷款主要受短期贷款支撑。2 月企业部门新增贷款 1.13 万亿元，同比多增 2959 亿元。其中短期贷款增加 6549 亿，同比多增 5069 亿元，是 2 月新增信贷的主要支撑，表明近期央行所推出的疫情防控专项再贷款、支小再贷款再贴现等主要支撑了企业短期信贷；中长期贷款新增 4157 亿元，同比少增 970 亿元，由于复工受阻导致中长期信贷需求

下降；票据融资新增 634 亿元，同比少增 1061 亿元，票据融资少增也反映出当前企业经营活力偏弱。

**居民部门贷款显著走弱。**2 月居民部门贷款下降 4133 亿元，同比多降 3427 亿元，短贷和中长贷双双同比下降。其中短期贷款下降 4504 亿元，同比多降 1572 亿元，疫情期间居民减少外出消费，且收入减少，短期贷款重挫；中长期贷款新增 371 亿元，同比少增 1855 亿元，疫情对房地产销售的冲击导致居民中长贷转弱。

**新增社融受政府债券净融资和表外融资拖累，增长低于预期。**2 月新增社融 8554 亿元，同比少增 1111 亿元，社融存量同比增速持平于 10.7%，主要的拖累因素来自政府债券净融资和表外融资，直接融资则成为仅有的正向支撑。

2 月政府债券净融资新增 1824 亿元，同比少增 2523 亿元，成为 2 月社融最大拖累，2 月政府债券发行量虽仍超过 6000 亿元，但由于社融统计中的政府债券指标数值为托管机构的托管面值，部分下旬发行的地方债尚未入库，因而与实际发行量存在误差。表外融资亦受到疫情冲击，重回收缩态势，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三项融资合计下降 4857 亿元，同比多减 1208 亿元。尤其是未贴现银行承兑汇票，由于企业交易结算活动基本暂停，开票需求不足，负增长 3961 亿，同比多减 858 亿，对社融构成较大拖累。直接融资方面，企业债券净融资 3860 亿元，同比多增 2985 亿元。在低成本环境下，2 月企业债特别是疫情防控债发行节奏明显加快，金融机构在资产荒背景下也加大了债券配置力度。股票融资新增 449 亿元，同比多增 330 亿元。

**货币增速显著提振。**2 月末 M2 同比增长 8.8%，增速比 1 月末高 0.4 个百分点，超出市场预期。2 月以来央行通过再贷款再贴现扩大基础货币投放，保持合理充裕的流动性环境，同时鼓励金融机构加大信贷运用，推动信用扩张。此外，2 月并非缴税大月，且去年同期基数较低，支撑了 M2 同比增速回升。2 月末 M1 同比增长 4.8%，增速较 1 月末回升 4.8 个百分点，与企业短期贷款大幅增长指向相同，在企业急需现金流的情况下派生出大量活期存款。

2 月信贷社融数据整体较为疲弱，主要与疫情影响有关。3 月复工复产的进一步推进将促进实体融资需求逐步修复，但在国内疫情尚未结束、全球疫情逐渐加剧的背景下，信贷社融下行压力犹存，需要逆周期调节政策持续发力。

图 13: 社会融资总量与新增人民币贷款

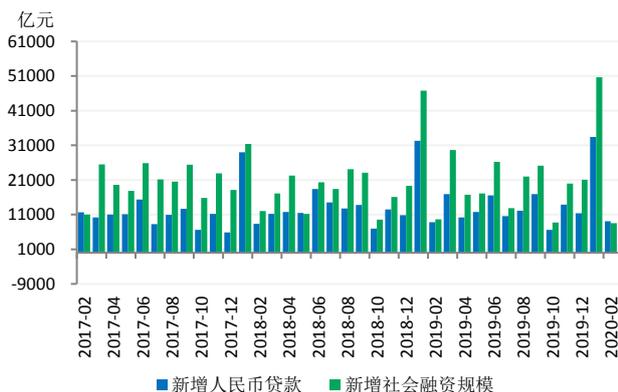
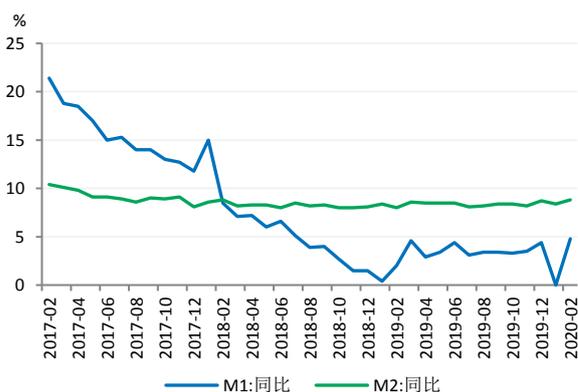


图 14: M1 与 M2 余额同比增速



数据来源: WIND

### 市场: 人民币汇率波动下行, 债券收益率大幅回落

2 月人民币兑美元汇率波动性加大, 先宽幅波动后贬值然后再升值。2 月 28 日人民币兑美元汇率中间价、在岸即期分别收于 7.0066、6.9896, 较 1 月末贬值 1.73%、0.86%。一是新冠疫情导致一季度经济下行压力不减, 市场风险情绪影响下, 人民币汇率波动性加大。在我国全力抗击新冠疫情且已取得明显进展的背景下, 多地企业已陆续复工, 但新冠肺炎疫情对经济造成的影响仍存在不确定性, 受此影响, 人民币汇率波动性加大; 二是美元指数前升后贬, 汇率弹性作用下, 人民币汇率相应变动。月初, 多项统计指标显示美国经济基本面良好, 且市场对目前流行新冠肺炎疫情较为担忧, 避险需求上升, 推动美元指数升值, 一度临近 100 关口, 人民币汇率承压整体下行。2 月下旬后, 不断蔓延的疫情对美国经济造成冲击, 美联储降息预期升温, 令美元指数开始下行, 人民币汇率同步回升。

预计短期内人民币汇率将保持宽幅波动阶段, 波动中枢围绕 6.95 震荡。主要原因: 一是近期中国以外的国家地区肺炎疫情发展不确定性较大。疫情影响下, 避险需求增加, 市场流动性缺乏, 美元指数阶段性走强, 人民币汇率短期内难以大幅升值; 二是中国国内肺炎疫情逐渐平息, 政府逆周期调控加大力度, 稳外贸、稳外资等各项政策措施落地见效, 中国经济有望迅速复苏, 人民币汇率并无单边贬值预期; 三是多国降息背景下, 中国的货币政策仍稳健适度, 不搞“大水漫灌”, 中美十年国债利差持续保持在 160bp 以上, 人民币资产的配置价值凸显, 对境外投资者的吸引力持续增强, 能够为人民币汇率提供进一步的支撑。

债市收益率整体大幅下行。截至 2 月 28 日，1 年期、5 年期、10 年期中债国债收于 1.93%、2.53%、2.74%，分别较 1 月 23 日下行 25.19bp、26.17bp、25.56bp。1 年期、5 年期、10 年期 AA 级中债企业债收于 2.89%、3.96%、4.74%，分别较 1 月 23 日下行 37.17bp、31.22bp、45.66bp。2 月债市收益率下行幅度较上月明显扩大。一是为维护疫情时期银行体系流动性合理充裕和货币市场平稳运行，央行持续加大流动性投放，先后下调逆回购、MLF 利率 10bp，引导 1 年和 5 年期 LPR 分别下降 10bp 和 5bp，市场流动性充裕，带动市场整体利率下行；二是 2 月前期国内新冠肺炎疫情发展较快，债市受避险情绪影响，债市收益率快速下行。2 月后期，海外疫情扩散引发国际金融市场波动。海外避险情绪带动下，债市收益率震荡下行。

信用利差表现分化，1 年期、10 年期企业债信用利差收窄，5 年期企业债信用利差走阔。2 月 28 日，1 年期、5 年期、10 年期 AA 企业债与同期国债利差为 96.24bp、143.65bp 和 199.89bp，较上月收窄 11.98bp、5.05bp 和 20.10bp。2 月，流动性保持阶段性宽松，利率债和信用债收益率均较上月有所下行，其中国债收益率降幅小于信用债，信用利差主动收窄。此外，受益于春节后宽货币以及相关支持政策对冲疫情，债市收益率持续下行，企业发行信用债热情高涨，信用债市场供需两旺，各期限企业债信用利差均压缩，已接近 16 年 10 月的最低点。

近期债市将以小幅调整为主。从基本面看，疫情影响 2 月 PMI 大幅走低，3 月份之后企业复工率提高，PMI 有望回升，但仍可能低于荣枯线，预计一季度经济将出现负增长。考虑到疫情对经济的影响，预计近期财政和货币政策将会持续宽松，短期内资金面充裕格局仍将维持。因此，债市出现大幅回调概率不大，将以小幅波动下行为主。

图 15：人民币对美元汇率走势



图 16：AA 企业债与同期国债利差走势



### 三、政策回顾与展望

#### 宏观政策回顾

过去一个月来，全国疫情防控形势持续向好，生产生活秩序恢复逐渐加快。宏观政策主要研究疫情防控和经济社会运行重点工作展开，主要涉及精准稳妥推进企业复工复产，针对性开展援企稳岗扩就业工作，以及复工复产与扩大内需、扩大对外开放相结合等方面。

**一是有序推进复工复产。**2月21日政治局会议强调，要建立与疫情防控相适应的经济社会运行秩序，有序推动复工复产，使人流、物流、资金流有序转动起来，畅通经济社会循环。政治局常委会会议也多次强调要根据疫情分区分级推进复工复产。国常会先后部署推动交通运输、快递等物流业加快复工复产和有序推动全产业链加快复工复产。3月4日，国务院办公厅发布《关于进一步精简审批优化服务 精准稳妥推进企业复工复产的通知》，要求深化“放管服”改革，取消不合理审批，规范审批事项和行为，提供便利服务，精准稳妥推进企业复工复产。

**二是加大逆周期调节力度。**2月21日政治局会议要求，“积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务”。财政政策方面，出台阶段性、有针对性减税降费政策，阶段性提高地方财政留用比例，加大对复工复产的支持力度；货币政策方面，增加再贷款、再贴现额度 5000 亿元，政策性银行将增加 3500 亿元专项信贷额度，实行普惠金融定向降准，释放长期资金 5500 亿元。

**三是加大稳就业力度。**作为六稳之首，稳就业成为近期政策重点。2月21日政治局会议要求实施好就业优先政策，全面强化稳就业举措。3月4日的政治局常委会会议要求有针对性地开展援企、稳岗、扩就业工作。国常会多次强调要更加注重稳就业特别是高校毕业生、农民工等重点群体就业。

**四是抓好春耕生产。**政治局会议要求做好农产品稳产保供工作，抓好春耕备耕和农业防灾减灾。中央应对新冠肺炎疫情工作领导小组发布《当前春耕生产工作指南》：压实粮食安全省长责任制，把做好春耕生产

工作作为责任制考核的重要内容，各省（自治区、直辖市）粮食播种面积和产量要稳定在上年水平。农业农村部、海关总署、国家林草局发布《沙漠蝗及国内蝗虫监测防控预案》，要求有效保障生态安全。

**五是扩大内需。**2月21日政治局会议强调，要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放，发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。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。3月4日政治局常委会会议要求把复工复产与扩大内需结合起来，把被抑制、被冻结的消费释放出来，把在疫情防控中催生的新型消费、升级消费培育壮大起来，使实物消费和服务消费得到回补。3月13日，23个部门出台《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，就进一步改善消费环境、发挥消费基础性作用、助力形成强大国内市场给出了19项促进消费扩容提质的政策举措。

**六是稳外资稳外贸。**2月18日，商务部提出二十条稳外贸稳外资促消费政策措施，争取把疫情对商务发展的影响降到最低。2月21日，商务部要求在确保疫情防控安全的前提下，有序有力组织商贸企业复工复产，进一步做好生活必需品供应保障工作。3月9日国家发展改革委发布《关于应对疫情进一步深化改革做好外资项目有关工作的通知》。3月10日，国务院常务会议确定及时足额退税、加大金融扶持、做好广交会筹备、进一步缩减负面清单、确保内外资企业同等享受助企纾困政策等六个方面新举措，帮助企业应对疫情影响。

### 宏观政策展望

积极的财政政策将更加积极有为，加大逆周期调节力度，助力统筹推进疫情防控和经济社会发展。一是落实好已经出台的缓缴税款、大规模降费、财政贴息等政策，持续充分发挥政策效应。二是缓解地方收支平衡压力。中央财政将加大转移支付力度，向湖北等受疫情影响较大的地方倾斜，按照一般性转移支付增幅明显高于中央本级支出增幅来安排；加快资金拨付进度，强化国库调度管理。按照预算法规定，全国人民代表大会批准2020年中央预算后，财政部将及时下达剩余部分的转移支付预算；推迟可暂缓项目，盘活存量资金，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。三是充分发挥地方政府债券作用。扩大地方政府专项债券发行规模，按照资金跟着项目走的原则，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。四是进一步增加医疗救助资金规模。今年综合考虑疫情防控的需要，中央财政将在去年的基础上增加医疗救助资金的预算规模，支持地方做到“应保尽保”“应救尽救”，同时提高资金分配的精准度，加大对疫情比较严重地区的倾斜力度。

随着疫情防控形势逐步向好，下一步货币政策将逐渐把重心由疫情防控转向支持企业复工复产和实体经济恢复发展，助力稳增长、降成本。一是运用结构性货币政策工具加大对中小微企业复工复产的支持。央行将加大 SLF、MLF、再贷款、再贴现等结构性信贷工具力度，对符合条件的企业实施定向精准滴灌，帮助中小微企业和民营企业复工复产、渡过难关。二是通过全面降准和定向降准为市场释放增量长期低成本流动性，促进信用扩张。截至目前，央行已于 1 月实施全面降准、3 月实施普惠金融定向降准和符合条件的股份制商业银行额外定向降准。当前海外疫情形势严峻，海内外金融市场震荡下行，国内稳增长压力仍大，同时 2 月货币信贷数据显示信用收缩压力增大，因此我国央行仍有进一步加大货币政策逆周期调节的诉求，预计 2020 年还将有再次降准。三是继续推进 LPR 改革，通过 LPR 小步下行引导贷款利率下降。当前美国、加拿大、英国等多个主要经济体大幅降息，多国纷纷出台紧急经济刺激措施，以支持经济活动、稳定金融市场，我国货币政策边际宽松的外部掣肘因素缓解，同时国内降准落地也有利于降低银行负债成本，为 LPR 报价下行打开空间。预计我国将继续稳步引导 LPR 利率下行，促进实际贷款利率下降。四是探索创新银行资本补充工具，鼓励中小银行采取多种方式拓展内外源渠道补充资本，提升银行体系信贷扩张能力，从而促进实体经济发展。央行将通过创新资本工具等多种渠道，促进中小银行资本补充，提高中小银行放贷能力，从资本端稳定和增强银行体系的抗风险能力。

### 宏观政策建议

为阻止疫情蔓延，国民经济已经付出沉重代价。随着疫情逐渐得到控制，下一阶段需要将稳增长特别是稳就业放在更加突出位置。建议重点关注以下三个方面：

#### （一）从供给侧入手，新基建加快推进，传统基建补短板

考虑到财政空间、政策时滞、稳增长目标，在短期内，可以将传统基建以及基建补短板作为政策重心；长期来看，建议逐渐使用新基建取代旧基建，并将其作为促进和助力经济高质量发展的核心驱动力。

具体来说，传统基建仍有发力空间，建议以支撑国家重大战略、改善区域发展不平衡等为重点，加大中西部和东北地区的城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板，产业政策方面着重支持战略性新兴产业、现代服务业、传统制造业优化升级等领域。新型基建方面，建议加大与产业变革以及产业互联网相关的基础设施建设，如 5G 产业和数据中心等，助力全要素生产率的提升；加大与民生相关的基础设施投资，如旧城改造、租赁住房、城市公共设施的投资，满足人民日益增长的对美好生活的需要；加大与中心城市和都市圈相关的基础设施投资，提高中心城市的治理能力，推进基础设施一体化和基础服务均等化，通过集聚效应实现人均收入增长和发展差距缩小。

## （二）从需求侧入手，减税补贴并举，激发居民消费潜力

连月的疫情防控大幅抑制了居民消费需求，复产复工缓慢对居民可支配收入也造成一定影响，居民消费能力和消费信心受到较大冲击，疫情过后消费反弹力度或不及预期，建议稳增长政策着力恢复居民消费信心，增强居民消费能力，激发居民消费潜力。

具体来说，建议通过减税和补贴并举的方式，激发居民消费潜力。一是建议在 2019 年个税改革基础上，进一步优化税率结构。保持个税税率级距不变的情况下，进一步提高个人所得税起征点，降低各税档预扣税率，特别是加大对中等、高收入群体的减税力度，刺激居民消费，减少疫情对经济增长的影响；二是可考虑借鉴香港和澳门特区政府补贴政策，采用消费券形式补贴低收入就业人群。建议对受疫情影响较重的低收入就业人群发放消费券补贴，并向疫情严重地区湖北省倾斜，向湖北省就业人群全员发放消费券。通过提供补贴，弥补因疫情影响导致的收入下滑，保障基本生活，刺激居民消费。

## （三）吸收抗疫中的科技创新经验，加快推进经济数字化转型

本次抗击疫情中，我国基层社会治理方式和治理能力明显不适应数字经济时代发展要求，企业数字化转型挑战与机遇并存，居民消费数字化加速发展，有望成为加速我国经济数字化转型步伐的重要契机。

建议以抗疫中的科技创新经验为基础,进一步推进政府数字化转型、企业数字化转型和消费数字化发展。政府数字化转型方面,建议加快建设部署 5G 通信网络、窄带物联网等信息通信基础设施,推进公共基础设施的数字化改造和公共服务的数字化转型,提高服务效率、提升服务质量;企业数字化转型方面,建议推动各行业数字化改造不断实现企业的信息化、数字化与智慧化,创新发展模式,革新组织机构,改进工艺技术,变革业务流程,不断增强产品竞争力;消费数字化发展方面,可引导和培育信息消费、居家办公、非接触式消费等消费新模式、新亮点,不断满足人民日益增长的教育、医疗、购物等方面的高质量需求,全面提升居民消费质量。

## 主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		19-6	19-7	19-8	19-9	19-10	19-11	19-12	20-1	20-2
<b>国内生产总值当季</b>										
GDP	同比增长, %	6.2			6.0			6.0		
<b>工业生产 当月</b>										
增加值	同比增长, %	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9		-13.5*
<b>消费 当月</b>										
社会消费品	同比增长, %	9.8	7.7	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0		-20.5*
<b>固定资产投资自年初累计</b>										
总额	同比增长, %	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4		-24.5
房地产开发	同比增长, %	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9		-16.3
<b>外贸 按美元, 当月</b>										
进出口	同比增长, %	-3.9	-0.5	-3.1	-5.5	-3.3	-0.3	11.5		-11.0
出口	同比增长, %	-1.5	3.4	-1.0	-3.2	-0.8	-1.3	7.9		-17.2
进口	同比增长, %	-6.8	-4.9	-5.5	-8.2	-6.2	0.8	16.5		-4.0
贸易差额	美元, 亿	495.9	440.8	346.1	390.2	425.5	376.2	472.1		-70.9
<b>通货膨胀 当月</b>										
CPI	同比增长, %	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2
PPI	同比增长, %	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	0.1	-0.4
<b>社融及货币信贷</b>										
社融规模	人民币, 万亿	2.6	1.3	2.2	2.5	0.9	2.0	2.1	5.1	0.86
新增信贷	人民币, 万亿	1.7	1.1	1.2	1.7	0.7	1.4	1.1	3.3	0.91
社融存量	同比增长, %	11.2	10.8	10.7	10.7	10.6	10.7	10.7	10.7	10.7
M1	同比增长, %	4.4	3.1	3.4	3.4	3.3	3.5	4.4	0	4.4
M2	同比增长, %	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8

\*注：工业、消费 1-2 月数据为累计增速

## 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院（民银智库）所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：wangjingwen2@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”（见右图）

