

宏观经济月报

——2020年1-2月数据详析

2019年3月27日

如有引用请注明东方金诚首席宏观分析师王青

2020年1-2月宏观数据		
指标名称	当月值	近期趋势
固定资产投资完成额:累计同比	-24.5	
社会消费品零售总额:当月同比	-20.5	
出口金额:当月同比	-17.2	
进口金额:当月同比	-4.0	
工业增加值:当月同比	-25.9	
CPI:当月同比	5.2	
PPI:全部工业品:当月同比	-0.4	
社会融资规模:当月值	8,554.0	
M1:同比	4.8	
M2:同比	8.8	
公共财政收入:当月同比	-9.9	
公共财政支出:当月同比	-2.9	

注：社融为1-2月新增，单位为亿元；投资为1-2月累计同比，社零、工业增加值、进出口、通胀、财政收支为1-2月当月同比；M1、M2为2月末同比；进出口金额增速为以美元计价。

1-2月数据点评

1、宏观经济：疫情冲击下宏观经济指标大幅下滑，3月有望出现V形反转

工业生产：全国性的防控隔离措施对企业开工影响很大，生产端景气度短期内受挫，需求端下滑进一步强化了疫情对生产端的负面影响，1-2月工业增加值同比大幅负增。

投资：1-2月固定资产投资大幅负增，三大类投资增速全面下滑。

消费：疫情对各类商品销售产生普遍性的负面冲击，拖累1-2月社零增速同比大幅负增。

贸易：进出口增速大幅下滑，短期冲击后贸易数据有望展开反弹。

2、物价：疫情扰动下 CPI 涨幅维持高位，原油价格下跌带动 PPI 同比转负

CPI：疫情对2月CPI产生了非对称、结构性的影响，食品和非食品价格走势进一步分化。

PPI：疫情对企业生产和投资、工地开工以及终端消费活动均产生负面冲击，抑制总需求，加之国际大宗商品价格走低，2月PPI同比再度转负。

3、金融：2月信贷、社融走势平稳，融资结构持续改善

社会融资：社融各分项新增规模环比均有所下降，除人民币贷款外，政府债券和表外票据融资增量下滑幅度较大，这两项也是当月社融同比少增的主要原因。

货币供应：主要受财政存款大幅少增以及上年同期低基数影响，2月M2增速创近两年以来新高。

4、财政：疫情扰动明显，年初财政收支同比大幅负增

财政收入：1-2月财政收入增速创下金融危机以来同期最低值，反映了疫情导致的各项经济活动放缓、政府加大减税力度和PPI通缩等因素的共同影响。

财政支出：疫情影响下，政府财政压力上升，各地项目复工、开工延迟，制约财政支出发力空间，1-2月财政支出同比负增。

展望

1、**宏观经济：**预计3月各项经济指标将出现V型反转，但受国内疫情防控手段仍未完全撤回，以及疫情全球化扩散影响，除基建投资外，各项指标均难以恢复到疫情前增长水平

2、**物价：**3月CPI同比仍将维持在5%左右的高位，但食品和非食品价格的分化或将有所收敛；而在外源性的国际油价暴跌影响下，PPI跌幅将进一步加深

3、**金融：**金融支持疫情防控将带动3月金融数据较快增长

4、**财政：**3月财政收入增速将有所反弹，但难以摆脱负增，支出空间受限，支出结构将向基建类倾斜

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

目 录

宏观经济月报.....	1
1-2月数据点评.....	1
展望.....	2
1. 宏观经济：疫情冲击下宏观经济指标大幅下滑，3月有望出现V形反转.....	6
1.1 工业生产：全国性的防控隔离措施对企业开工影响很大，节后用工困难、复工延迟、物流受阻，生产端景气度短期内受挫，同时，需求端下滑进一步强化了疫情对生产端的负面影响，1-2月工业增加值同比大幅负增.....	6
1.2 投资：1-2月固定资产投资大幅负增，三大类投资增速全面下滑。具体来看，受疫情影响，农民工复工明显延迟，对基建和房地产投资造成明显拖累；同时，疫情造成的企业开工延后、收入和盈利能力下滑、市场需求前景减弱等，对制造业企业的投资意愿和能力也产生明显的负面冲击.....	7
1.3 消费：疫情对各类商品销售产生普遍性的负面冲击，拖累1-2月社零增速同比大幅负增。从结构来看，疫情对食品饮料、药品等必需品和以汽车、家电等为代表的可选消费品影响程度不均，可选消费品受到的冲击更为明显。此外，本次疫情客观上带动线上消费实现了一次阶跃式发展，1-2月网上消费增速下滑幅度缓于社零整体.....	10
1.4 贸易：进出口增速大幅下滑，短期冲击后贸易数据有望展开反弹.....	12
1.5 预计3月各项经济指标将出现V型反转，但受国内疫情防控手段仍未完全撤回，以及疫情全球化扩散影响，除基建投资外，各项指标均难以恢复到疫情前增长水平。进出口方面，疫情全球扩散对出口贸易的影响还将持续一段时间，进口端获得的支撑更强，贸易顺差或将延续同比收敛.....	16
2. 疫情扰动下CPI涨幅维持高位，原油价格下跌带动PPI同比转负.....	17
2.1 CPI：疫情对2月CPI产生了非对称、结构性的影响，食品和非食品价格走势进一步分化.....	17
2.2 PPI：疫情对企业生产和投资、工地开工以及终端消费活动均产生负面冲击，抑制总需求，加之国际大宗商品价格走低，2月PPI同比再度转负.....	20
2.3 3月CPI同比仍将维持在5%左右的高位，但食品和非食品价格的分化或将有所收敛；而在外源性的国际油价暴跌影响下，PPI跌幅将进一步加深.....	21
3. 金融：2月信贷、社融走势平稳，融资结构持续改善.....	22
3.1 2月新增人民币贷款环比季节性少增，同比小幅多增则与低基数、宽信用政策加码以及监管容许受疫情影响较大的中小微企业贷款展期等因素有关。从结构来看，因居民购房和消费活动暂缓，2月居民贷款大幅缩量，企业贷款占比相应上升，但在银行短贷冲量和企业通过短贷补充短期流动性的影响下，当月企业贷款短期化特征明显.....	22
3.2 2月社融各分项新增规模环比均有所下降，除人民币贷款外，政府债券和表外票据融资增量下滑幅度较大，这两项也是当月社融同比少增的主要原因。其中，政府债券融资缩量主要受专项债发行节奏和剩余额度限制；表外融资压降速度加快，除受疫情导致企业融资需求收缩影响外，也反映了信贷和债券融资对非标的挤出作用。2月社融结构的一大亮点是在流动	

性充裕和政策利好带动下，直接融资占比大幅提升.....	24
3.3 主要受财政存款大幅少增以及上年同期低基数影响，2月M2增速创近两年以来新高；2月M1增速环比大幅上行，季节性影响消退及上年同期低基数是直接原因。此外，近期广义货币供应量指标改善或也表明，前期金融严监管的抑制效应正在逐步减弱.....	26
3.4 金融支持疫情防控将带动3月金融数据较快增长.....	27
4. 财政：疫情扰动明显，年初财政收支同比大幅负增.....	28
4.1 1-2月财政收入增速创下金融危机以来同期最低值，反映了疫情导致的各项经济活动放缓、政府加大减税力度和PPI通缩等因素的共同影响.....	28
4.2 疫情影响下，政府财政压力上升，各地项目复工、开工延迟，制约财政支出发力空间，1-2月财政支出同比负增；同时，疫情对支出结构亦产生较大影响，卫生健康支出增速加快，基建类和其他民生类支出增速普遍大幅放缓.....	29
4.3 土地供应减少，房企拿地谨慎，拖累政府性基金收入大幅负增.....	30
4.4 3月财政收入增速将有所反弹，但难以摆脱负增，支出空间受限，支出结构将向基建类倾斜.....	31

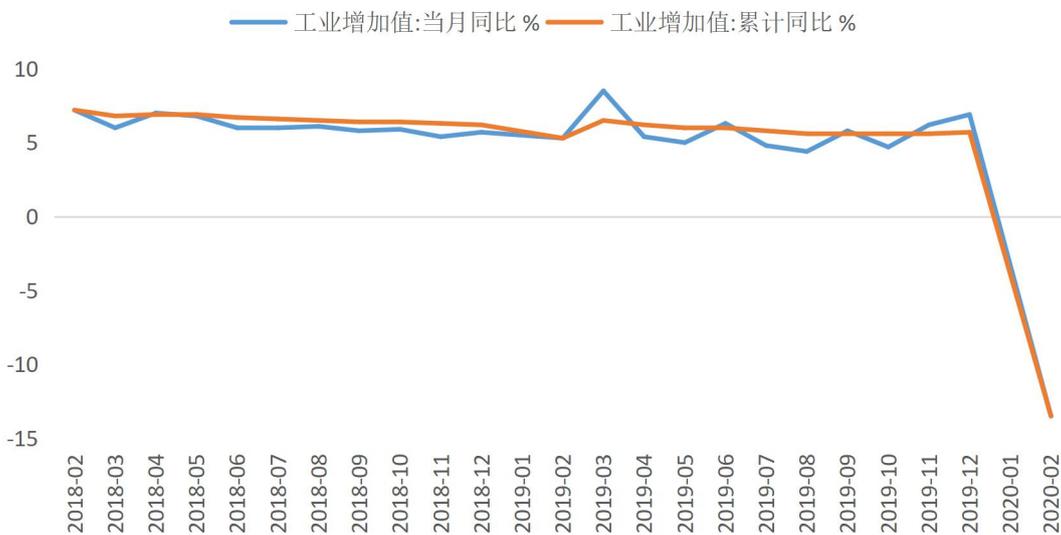
图表目录

图 1	规模以上工业和制造业增速 (%)	6
图 2	规模以上工业和制造业增速 (%)	6
图 3	固定资产投资及三类主要投资 (当月同比: 名义增速 %)	7
图 4	房地产开发投资、房屋施工面积增速	8
图 5	制造业投资与民间投资增速	9
图 6	社会消费品零售总额同比增速	10
图 7	限额以上批发零售业零售额累计同比增速 %	11
图 8	进出口增速及贸易顺差 (美元)	12
图 9	疫情冲击下国内制造业供需双降	13
图 10	我国对发达经济体出口金额 (美元) 增速: 同比 %	13
图 11	我国对主要新兴经济体出口金额 (美元) 增速: 同比 %	13
图 12	制造业 PMI 进口指数 %	14
图 13	主要进口商品数量与金额 (美元) 同比增速	15
图 14	CPI 增速: 当月同比 %	17
图 15	食品类各分项 CPI 同比增速 %	18
图 16	八类商品与服务 CPI 同比增速 %	19
图 17	PPI 增速: 当月同比 %	20
图 18	生产资料各项 PPI 同比增速 %	20
图 19	新增人民币贷款规模及增速	22
图 20	企业新增中长期贷款规模与增速	23
图 21	新增居民贷款规模及占比	24
图 22	社会融资规模增长状况	25
图 23	表外融资增量变化	25
图 24	社会融资规模结构变化	26
图 25	M2 与 M1 增速	27
图 26	税收收入和非税收入增速变化情况 (%)	28
图 27	主要税种收入增速变化 %	28
图 28	财政支出及基建类支出增速 %	29
图 29	主要财政支出项目增速变化 %	30
图 30	政府性基金收支增速 %	30

1. 宏观经济：疫情冲击下宏观经济指标大幅下滑，3月有望出现V形反转

1.1 工业生产：全国性的防控隔离措施对企业开工影响很大，节后用工困难、复工延迟、物流受阻，生产端景气度短期内受挫，同时，需求端下滑进一步强化了疫情对生产端的负面影响，1-2月工业增加值同比大幅负增

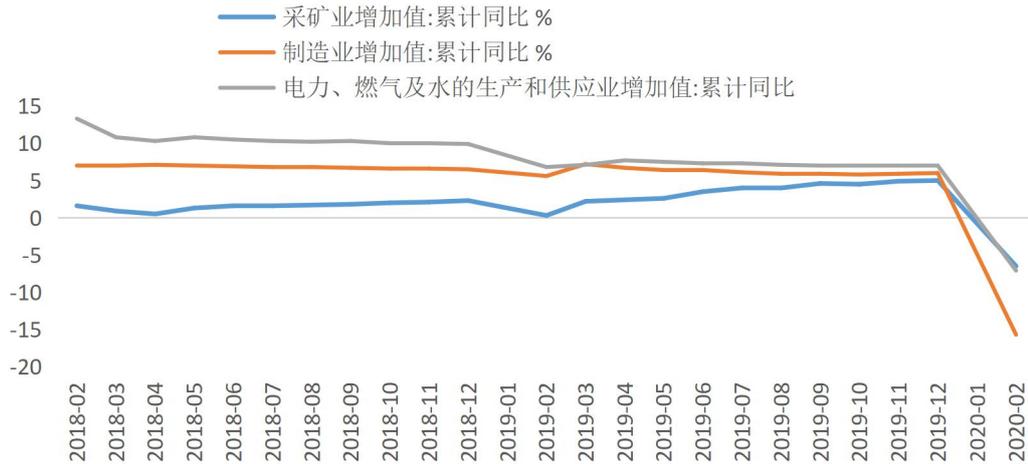
图1 规模以上工业和制造业增速（%）



数据来源：WIND，东方金诚

1-2月工业增加值同比下降13.5%，增速较上年全年和上年同期分别下滑19.2和18.8个百分点，较上年12月下滑20.4个百分点。1月下旬疫情升级以来，全国性的防控隔离措施对企业开工影响很大，节后用工困难、复工延迟、物流受阻，生产端景气度短期内受挫。就高频数据六大发电厂日均耗煤量和高炉开工率来看，相较于历史上农历春节过后往往出现的V字形反弹，今年2月两项数据大体呈现出快速下滑的态势。从复工复产情况来看，3月11日农业农村部相关负责人曾表示，现在还有近一半左右的返乡农民工没有返程复工；另据国网浙江电力公布的浙江省复产指数，2月浙江整体复产率仅为47.3%，上年同期为99.2%，浙江省作为全国制造业大省，其复工情况颇具代表性。

图2 规模以上工业和制造业增速（%）



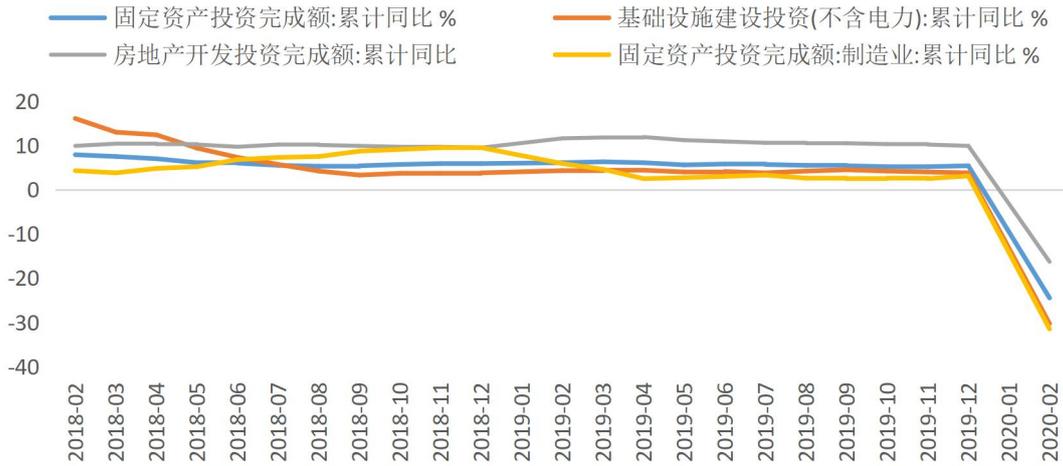
数据来源：WIND，东方金诚

分大类看，疫情影响下，采矿业、制造业，以及电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速同步放缓，其中制造业增加值增速下滑幅度最大。1-2月制造业增加值同比下降15.7%，增速较上年全年和上年同期分别下滑21.7和21.3个百分点，较上年12月下滑22.7个百分点，这与2月官方制造业PMI创有数据记录以来最低相印证。疫情发生后，制造业供需两端均受到直接冲击，而需求端的下滑又进一步强化了疫情对制造业生产的影响。除国内投资和消费增速显著放缓指示内需受到抑制外，世卫组织将新冠疫情列为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC），以及2月下旬以来疫情全球化扩散冲击外部需求，也对外需产生下拉作用——1-2月工业出口交货值同比下降19.1%，增速较上年全年和上年同期分别下滑20.4和23.3个百分点。

1.2 投资：1-2月固定资产投资大幅负增，三大类投资增速全面下滑。具体来看，受疫情影响，农民工复工明显延迟，对基建和房地产投资造成明显拖累；同时，疫情造成的企业开工延后、收入和盈利能力下滑、市场需求前景减弱等，对制造业企业的投资意愿和能力也产生明显的负面冲击

1-2月固定资产投资同比下降24.5%，增速大幅低于上年全年值5.4%和上年同期值6.1%。从季节性来看，1-2月受春节、气候等因素影响，传统上即为固定资产投资的淡季。今年2月份，受疫情影响，农民工复工明显延迟，用工不足直接导致2月份建筑工程行业基本处于停滞状态，对基建和房地产投资造成明显拖累。此外，疫情造成的企业开工延后、收入和盈利能力下滑、市场需求前景减弱等，对制造业企业的投资意愿和能力也产生明显的负面冲击。

图3 固定资产投资及三类主要投资（当月同比：名义增速 %）

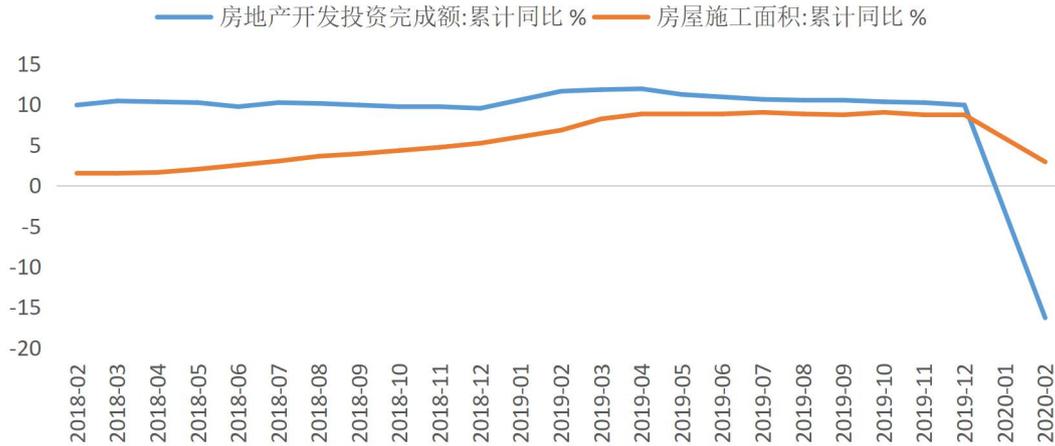


数据来源：WIND、东方金诚

基建投资方面，1-2月基建投资（不含电力）同比下降30.3%，不仅大幅低于上年全年值3.8%和上年同期值4.3%，也明显弱于市场预期。今年以来，逆周期调节进一步发力，专项债与此前相比明显向基建方向倾斜，配套资金融资环境趋于宽松，加之目前中央和各地项目储备也比较丰富，故此市场普遍认为1-2月基建投资表现将相对稳定。此番数据明显不及预期，反映疫情导致的农民工返程复工延迟、项目开工延后对基建投资的负面影响显著；但另一方面，这也预示着随着农民工逐步返工，以及为平滑1-2月增速大幅下滑对全年增速的拖累，后续基建项目开工进度将显著加快。

房地产投资方面，1-2月房地产开发投资同比下降16.3%，低于上年全年值9.9%和上年同期值11.6%。疫情对房地产投资的影响主要体现在两方面：一方面，疫情导致工人返岗困难，房企销售及回款不畅——1-2月商品房销售面积和销售额同比分别下降39.9%和35.9%，房企复工受到影响。我们注意到，1-2月房屋新开工面积同比下降44.9%，增速较上年全年下滑53.4个百分点，而同期房屋施工面积同比增长2.9%，增速仅较前值下滑5.8个百分点，对当期房地产投资产生明显支撑，这也反映出在用工短缺、销售不佳的情况下，房企集中资源保障在建项目施工，新开工意愿和能力则受到很大抑制。另一方面，疫情影响下，政府土地供应相应减少，房企现金流偏紧下补库存意愿下降，拿地也受到抑制。1-2月购置土地面积同比下降29.3%，土地成交价款同比下降36.2%，降幅较上年全年分别扩大17.9和27.5个百分点。

图4 房地产开发投资、房屋施工面积增速

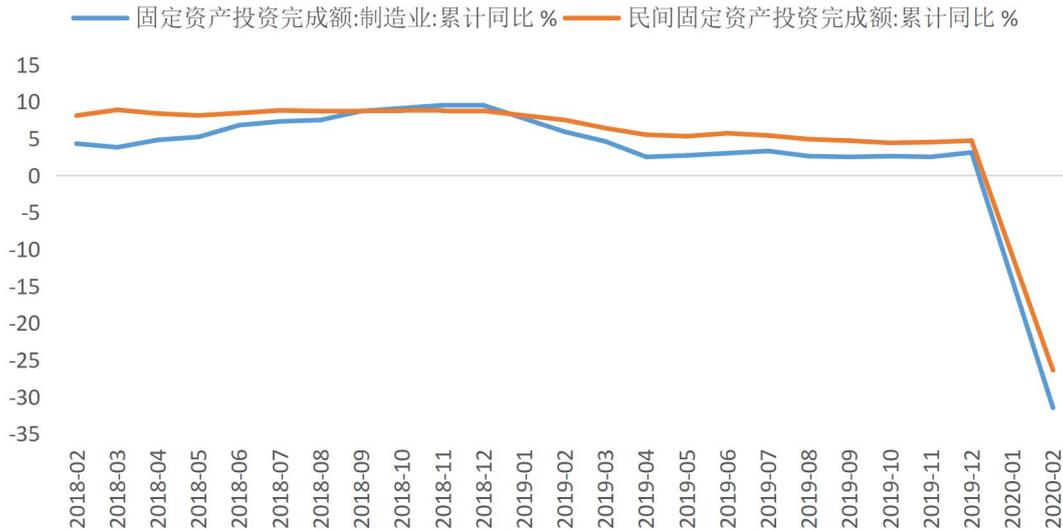


数据来源：WIND、东方金诚

制造业投资方面，1-2月制造业投资同比下降31.5%，增速较上年全年下滑34.6个百分点，较上年同期下滑37.4个百分点；与此相呼应，1-2月民间投资同比下降26.4%，增速较上年全年和上年同期分别下滑31.1和33.9个百分点。其背景在于，疫情导致交通和物流管制，人员返工率和企业复工率较低，限制企业投资活动，而企业收入和盈利能力受损，现金流受到影响，加之市场需求前景减弱，进一步限制了企业投资意愿和投资能力。

从细分行业来看，1-2月制造业各行业投资增速普遍呈现两位数负增，且与上年全年相比，增速下滑幅度多数在20个百分点以上。值得一提的是，1-2月医药制造业投资额同比下降22.1%，增速较上年全年下滑30.5个百分点，表明短期内疫情对相关药品、疫苗研发和生产投入的提振不及其对全行业的负面影响，不过，从中长期来看，疫情有利于支撑和强化医药行业的中长期发展趋势。

图5 制造业投资与民间投资增速



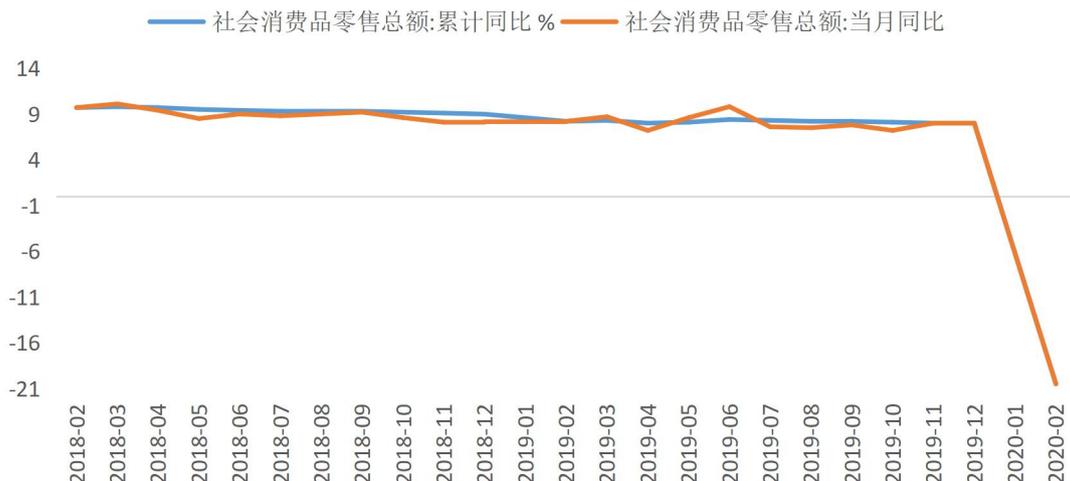
资料来源：WIND、东方金诚

1.3 消费：疫情对各类商品销售产生普遍性的负面冲击，拖累 1-2 月社零增速同比大幅负增。从结构来看，疫情对食品饮料、药品等必需品和以汽车、家电等为代表的可选消费品影响程度不均，可选消费品受到的冲击更为明显。此外，本次疫情客观上带动线上消费实现了一次阶跃式发展，1-2 月网上消费增速下滑幅度缓于社零整体

1-2 月社会消费品零售总额（以下简称“社零”）同比名义下降 20.5%，大幅低于上年全年值 8.0%和上年同期值 8.2%。扣除价格因素后，1-2 月社零实际下降 23.7%，低于上年全年值 6.0%和上年同期值 7.15%。疫情影响下，商场等购物场所延期开业、居民出行不便、交通物流不畅等因素对消费活动产生明显抑制，同时，疫情导致的经济下行风险加大、就业压力加剧、个人收入增长前景减弱等对居民消费信心和消费能力也产生较大负面影响。

值得一提的是，1-2 月网上商品和服务零售额同比下降 3.0%，虽较上年全年值 16.5%和上年同期值 13.6%也有大幅下滑，但下滑幅度明显缓于社零总体，表明线上消费模式的推广在一定程度上缓和了疫情对消费的负面冲击。我们注意到，3 月 13 日，国家发改委等 23 个部门联合发布《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》，针对疫情期间凸显的一些消费特征做了具体回应和部署，其中提出要鼓励线上线下融合等新消费模式发展，大力发展“互联网+社会服务”消费模式，促进各项服务消费线上线下融合发展等。可以看到，本次疫情客观上带动线上消费实现了一次阶跃式发展，而且这一势头不会在疫情消退后出现明显回潮。

图 6 社会消费品零售总额同比增速

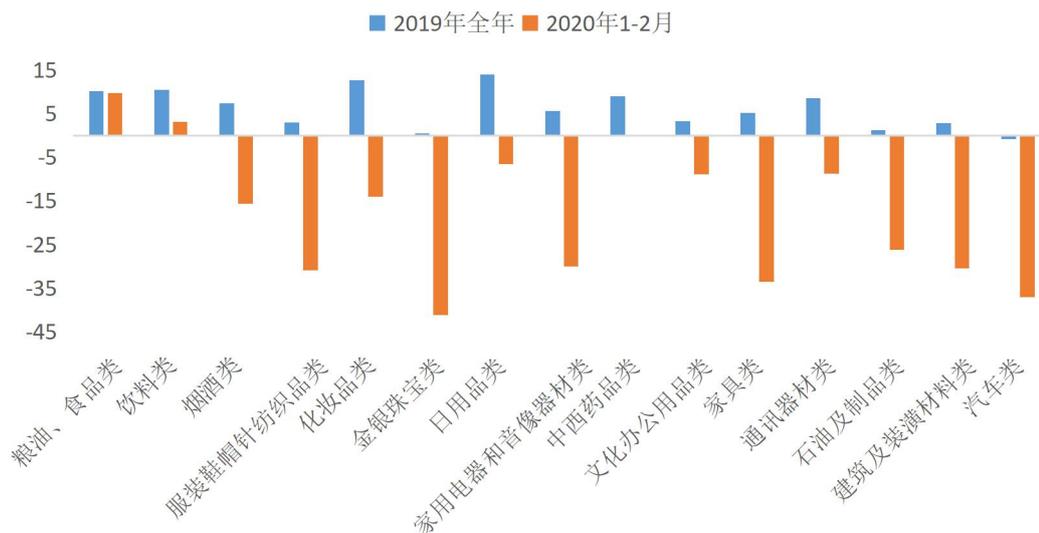


资料来源：WIND；注：2月当月同比为1-2月累计值。

从具体商品类别来看，疫情对各类商品消费产生普遍性的负面冲击，1-2月限额以上各类商品零售额同比增速全面下滑，但下滑幅度存在一定分化。其中，粮油、食品零售额同比增长9.7%，增速较上年全年仅放缓0.5个百分点；饮料零售额同比增长3.1%，增速下滑7.3个百分点；因疫情推升部分药品需求，中西药品零售额增长0.2%，增速较上年全年放缓8.8个百分点；或因居家办公带动个人办公用品购置需求，文化办公用品零售额同比下降8.9%，增速较上年全年下滑12.2个百分点，在各类别商品中下滑幅度也比较小。

与此同时，1-2月可选消费品零售额增速与上年全年相比普遍出现25个百分点以上的大幅度放缓。其中，汽车零售额同比下降37%，降幅较上年全年扩大36.2个百分点，与同期汽车销量数据相印证——据中汽协统计，1-2月国内汽车销量同比下滑42.0%，降幅较上年全年扩大24.0个百分点；1-2月商品房销售面积同比下降39.9%，拖累房地产相关消费大幅下行，同期家电、家具、建筑及装潢材料零售额增速与上年全年相比下滑幅度均超过30个百分点。此外，1-2月金银珠宝零售额同比下降41.1%，化妆品零售额下降14.1%，增速较上年全年分别下滑41.5和26.7个百分点；不过，同期通讯器材类零售额同比下降8.8%，增速下滑17.3个百分点，在各类可选消费品中表现最为稳定，或与各大中小学校组织网上教学激发部分手机、平板电脑等购置需求有关。

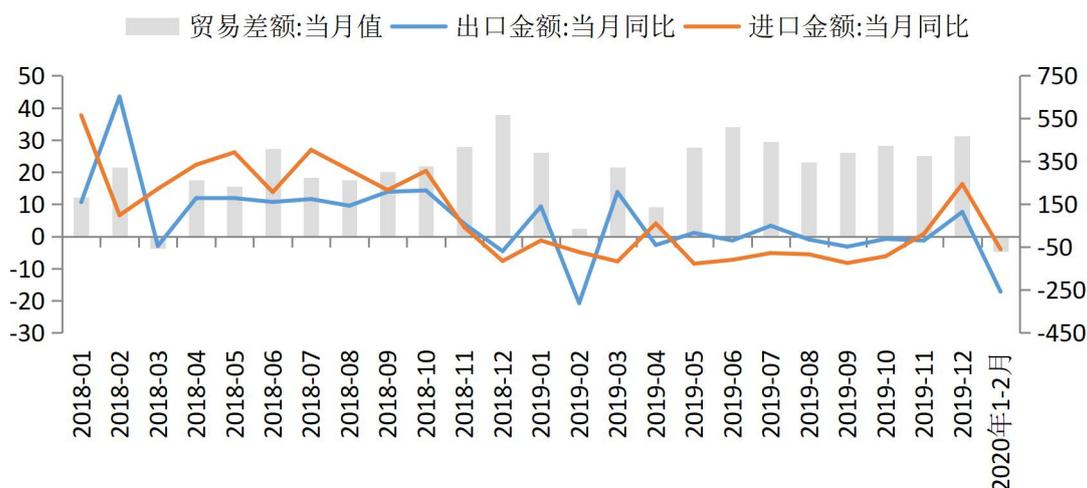
图7 限额以上批发零售业零售额累计同比增速 %



资料来源：WIND

1.4 贸易：进出口增速大幅下滑，短期冲击后贸易数据有望展开反弹

图8 进出口增速及贸易顺差（美元）

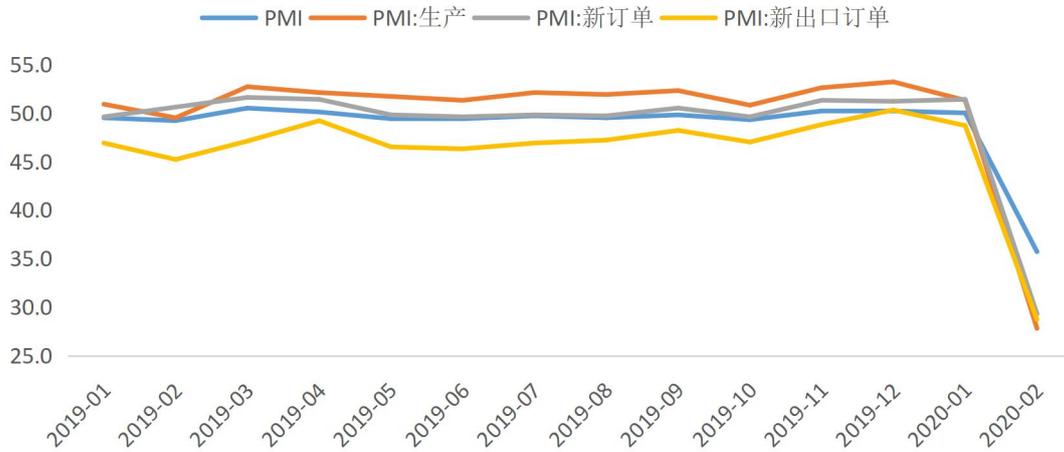


数据来源：WIND

新冠肺炎疫情的爆发对国内制造业供需两端均造成明显冲击，拖累出口增速大幅下滑。1-2月我国出口贸易额同比下降17.2%，大幅低于前值7.9%和上年同期值-4.5%。新冠肺炎疫情的爆发导致春节后企业复工复产延期，对国内供应链造成严重影响，同时，世卫组织将新冠疫情列为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC），以及2月下旬以来疫情全球化扩散冲击外部需求，也从需求端对我国出口贸易造成负面影响。2月官方制造业PMI从上月的50降至35.7。其中，生产、新订单和新出口订单指数环比下降幅度均超过20个百分点，印证此次疫情对供需两端均造成明显冲击。可以看到，疫情的出现扰乱了此前中美贸易摩擦阶

段性缓和以及全球经济增长动能边际增强带来的出口贸易修复势头。

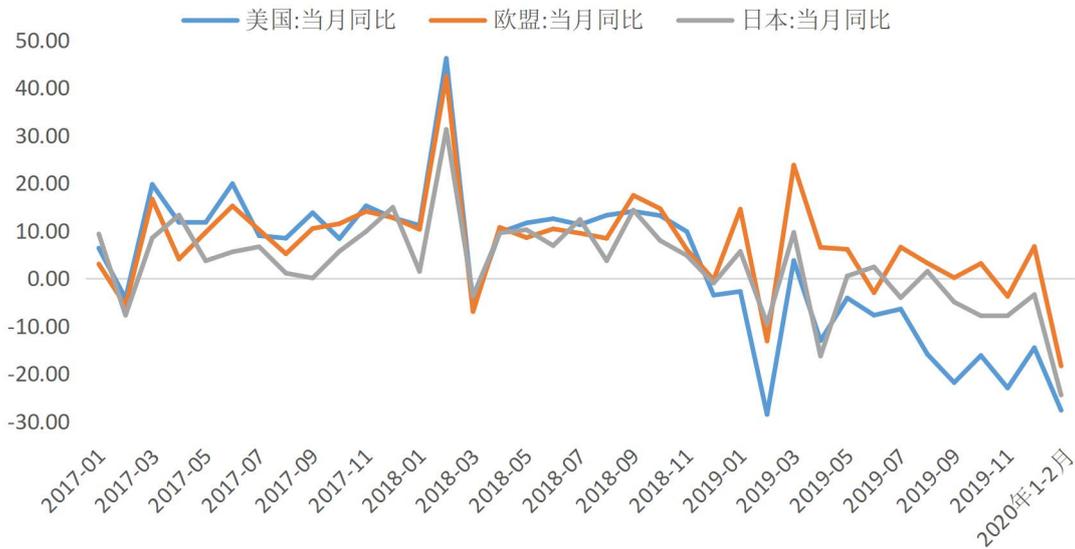
图9 疫情冲击下国内制造业供需双降



数据来源: WIND

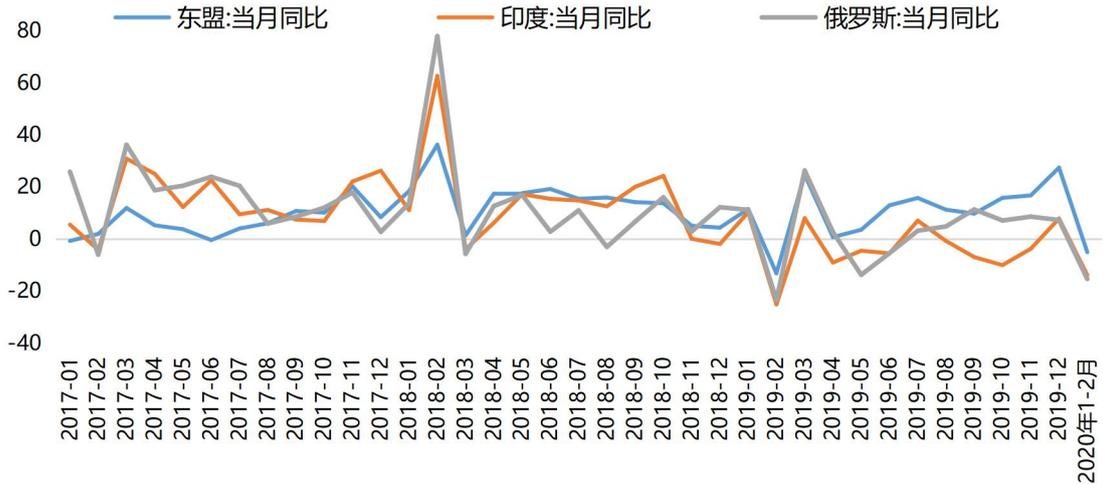
分地区来看, 1-2月我国对主要出口市场出口增速普遍下滑, 其中, 对美国、日本、欧盟出口增速分别为-27.7%、-24.5%和-18.4%, 较前值下滑13.5、21.4和25.5个百分点; 对东盟、印度、俄罗斯、巴西出口同比增速分别为-5.1%、-13.9%、-15.4%和-3.8%, 较前值分别下滑32.5、21.8、23.5和75.3个百分点。值得一提的是, 由于对东盟出口降幅相对较小, 1-2月东盟成为我国第一大出口市场。

图10 我国对发达经济体出口金额(美元)增速: 同比 %



数据来源: WIND

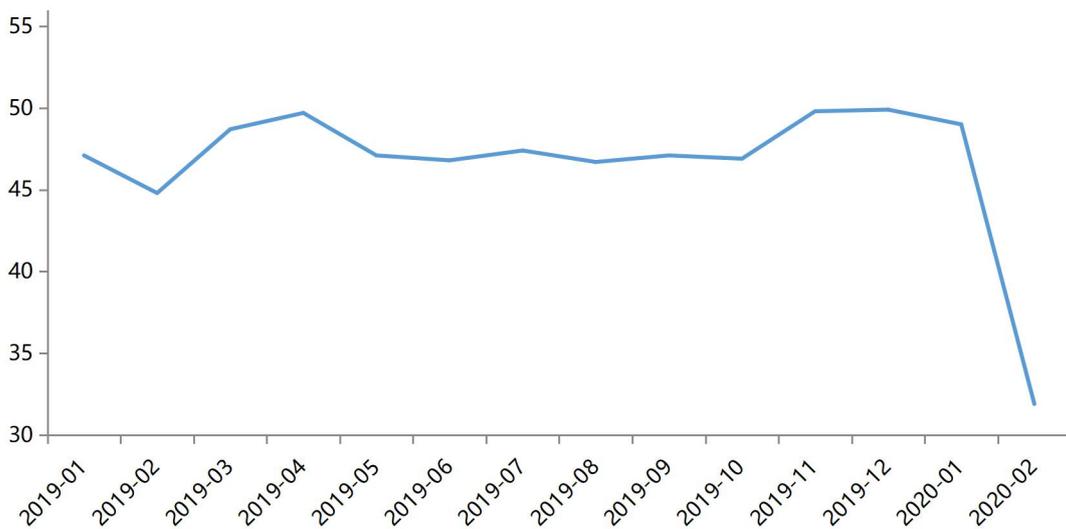
图11 我国对主要新兴经济体出口金额(美元)增速: 同比 %



数据来源: WIND

此外,疫情导致的复工复产延期和部分消费活动放缓也对进口增长产生抑制作用,但相比出口而言,进口所受冲击较小,故当期贸易平衡转为逆差。疫情导致的复工复产延期和部分消费活动放缓也对进口增长产生抑制作用。1-2月进口额同比增速为-4.0%,低于前值16.5%,亦不及上年同期值-2.4%,与2月制造业PMI进口指数环比下降17.1个百分点至31.9相印证。不过,与出口相比,进口受疫情冲击相对较小,1-2月主要大宗商品进口量多数保持正增长,而部分生产环节所需的机械设备、零配件等进口量呈现负增,显示疫情对进口的冲击更多地还是受国内生产暂缓影响。由此,1-2月我国进出口贸易转为逆差,逆差额70.9亿美元,上年同期则为顺差414.5亿美元。

图12 制造业PMI进口指数 %

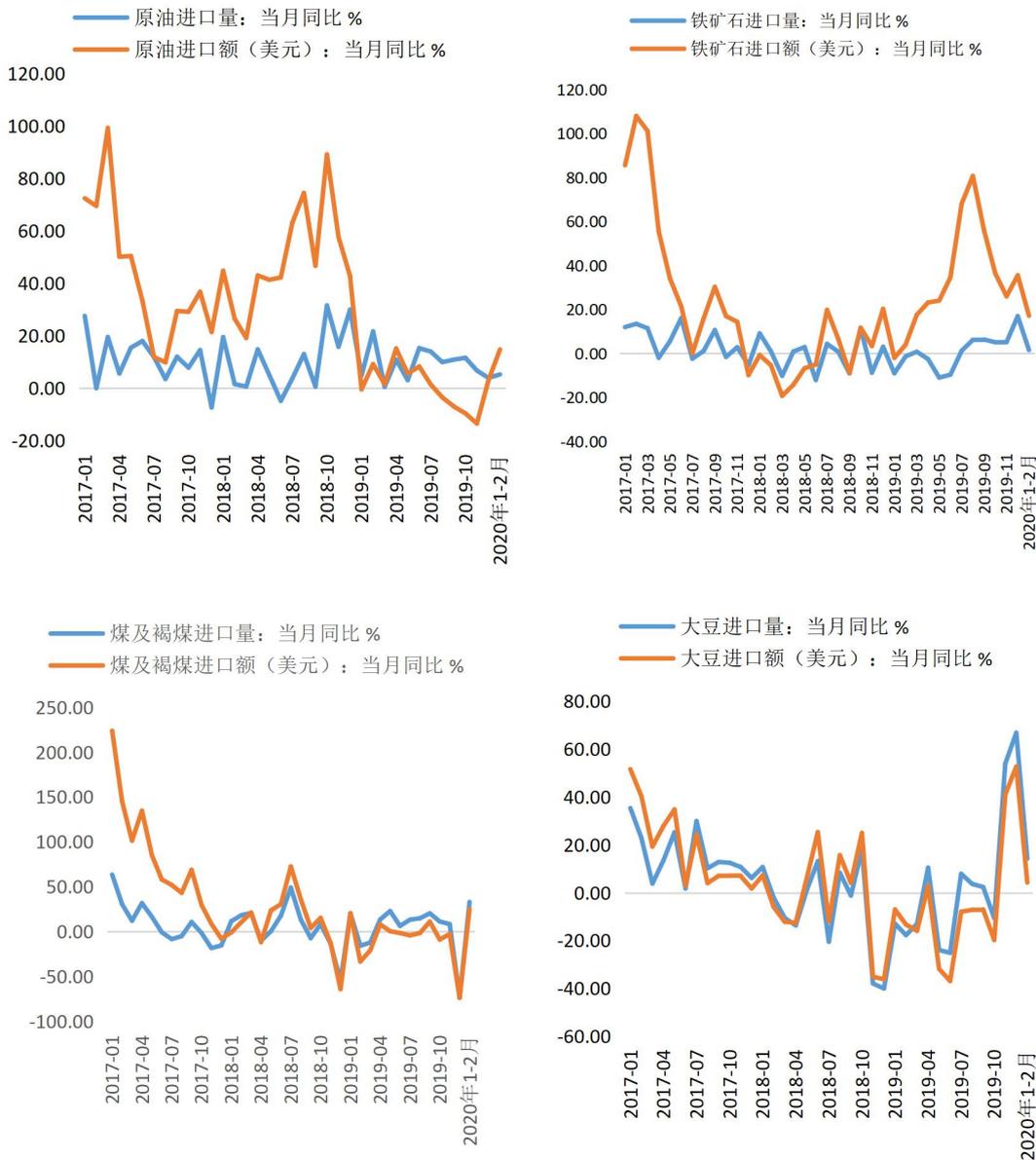


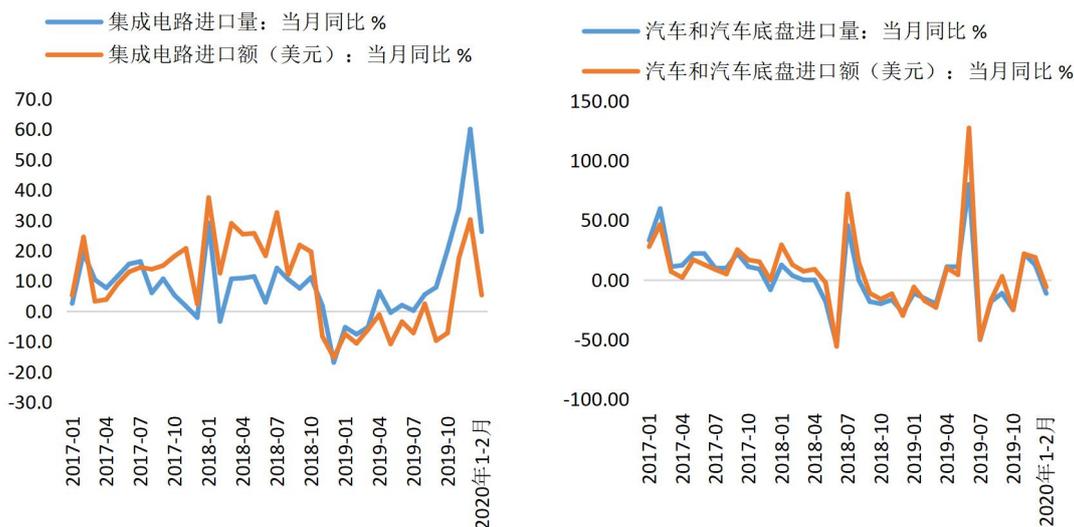
数据来源: WIND

分商品来看,1-2月我国对铁矿石、原油、煤及褐煤、大豆进口量同比分别增长1.5%、

5.2%、33.1%、14.2%，进口额同比分别增长17.1%、14.7%、25.1%、4.2%。其中，原油进口量和进口额增速较前值均有所加快，煤炭进口量和进口额大幅转正，铁矿石和大豆进口保持正增，但增速有所下滑。同时，1-2月我国对集成电路进口增速有明显放缓，进口量增长26.2%，进口额增长5.3%，不及前值60.0%和30.2%，但仍处于较高水平。我们判断，2019年10月中美经贸摩擦缓和后，国内出现的经济企稳势头对以上大宗商品进口起到了一定拉动作用，也表明当前内需增长动力并未实质性削弱。最后，1-2月我国汽车和汽车底盘进口量同比增速为-11.3%，进口额增速为-6.1%，而前值为12.5%和18.9%，与2月国内车市销售冷清相印证。

图 13 主要进口商品数量与金额（美元）同比增速





数据来源: WIND

1.5 预计3月各项经济指标将出现V型反转，但受国内疫情防控手段仍未完全撤回，以及疫情全球化扩散影响，除基建投资外，各项指标均难以恢复到疫情前增长水平。进出口方面，疫情全球扩散对出口贸易的影响还将持续一段时间，进口端获得的支撑更强，贸易顺差或将延续同比收敛

国内疫情防控已经取得突出成效，除武汉外新增病例以输入性病例为主，在此背景下，政策层面上防控疫情的迫切性有所下降，稳增长重要性提升，各地复工复产正在加速，各项经济活动逐步恢复。3月以来，6大发电集团日均耗煤量环比趋于回升，同比跌幅亦有明显收敛；高炉开工率与2月相比亦有所提升，同比小幅转正；同时，3月首周乘联会公布的乘用车零售量同比下降51%，较上月约80%的同比降幅相比也有所改善。不过，3月上旬发电耗煤量和汽车销量同比仍处较大幅度下滑态势，显示国内经济活动的完全恢复仍然需要时间。

此外，当前疫情全球化趋势明显，欧洲成为新的疫情中心。国外疫情扩散对国内的影响至少体现在两个方面：一是输入性病例导致的疫情反复，这一风险可以通过加强边境检测及采取入境人员隔离措施等加以缓解，目前来看比较可控；二是疫情全球化加剧全球经济下行压力，尤其是与我国经贸联系密切的日本、韩国等国疫情形势较为严重，这将冲击全球供应链、影响全球总需求，从供需两端拖累我国经济增长，拉低后疫情阶段国内经济增速回升的速度。从各国目前已经采取的防疫措施来看，防疫力度相较中国均存在一定差距，同时考虑到欠发达国家医疗卫生水平较差，疫情全球蔓延的风险不容低估。后续需密切关注国外疫情进展，及时调整对经济基本面和政策走向的预测。

整体来看，我们预计 3 月各项经济数据均将出现 V 型反转，其中，作为逆周期调节的主要抓手，基建投资增速将会出现明显回升；前期消费延后带来的需求释放，将对社零增速产生提振；疫情控制后，各城市加快复工，也将带动房地产投资、制造业投资及工业生产增速回升。考虑到在整个一季度中，3 月份经济总量的比重大概占到约 40%，因此一季度整体经济运行仍有望避免大幅下滑局面，二季度经济增速将出现显著反弹。未来宏观政策会进一步向稳增长方向倾斜，这包括财政政策更加积极，货币政策更加灵活，以及就业政策的支持力度会更大。考虑到今年的具体情况，稳就业将超过 GDP 增速，成为宏观经济管理最重要的目标。

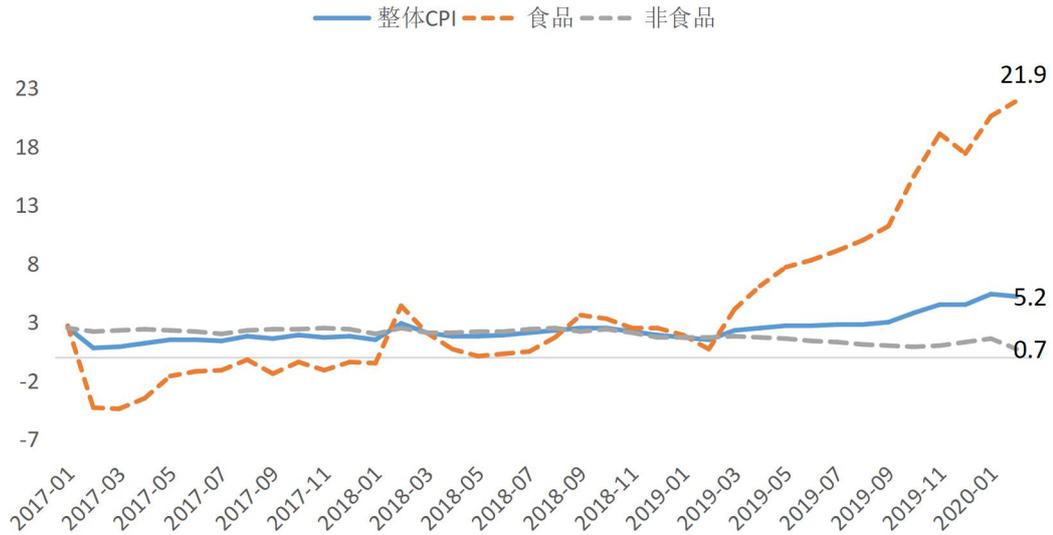
进出口方面，目前国内疫情已得到有效控制，各地企业复工复产进度加快，疫情对供给侧的冲击逐步减弱，这将带动 3 月出口增速有所反弹。但当前疫情呈现全球化扩散趋势，尤其是作为我国主要出口市场的美国、日本、欧盟和韩国等疫情仍处上升期，后续走势存在较大不确定性。但整体而言，全球经济短期增长受到疫情负面冲击，外需前景不佳，这意味着疫情对我国出口贸易的滞后影响可能还将持续一段时间，上半年出口额同比可能会持续处于负增状态。另一方面，国内疫情控制下内需逐步恢复，以及逆周期调节政策下，以基建为代表的投资端发力将对进口需求产生提振，加之中美贸易第一阶段协议确认的贸易采购要求，后续进口获得的支撑要强于出口，去年贸易顺差高增的局面在今年难以持续。这也意味着今年净出口对经济增长的拉动作用将明显减弱，稳定宏观经济运行需要投资、消费等内需部分发力。

2. 疫情扰动下 CPI 涨幅维持高位，原油价格下跌带动 PPI 同比转负

2.1 CPI：疫情对 2 月 CPI 产生了非对称、结构性的影响，食品和非食品价格走势进一步分化

2 月 CPI 同比上涨 5.2%，涨幅较上月小幅回落 0.2 个百分点，但高于预期值 4.9%。从结构上来看，由于不同商品和服务的需求刚性不同，疫情对 2 月 CPI 产生了非对称、结构性的影响，当月 CPI 分化特征进一步凸显，食品和非食品价格涨幅之间的“剪刀差”扩大到 21 个百分点。具体来看，2 月食品价格同比上涨 21.9%，涨幅较上月加快 1.3 个百分点；而非食品价格仅上涨 0.9%，涨幅较上月回落 0.7 个百分点，与上年 10 月持平，为 2015 年 5 月以来最低值。

图 14 CPI 增速：当月同比 %

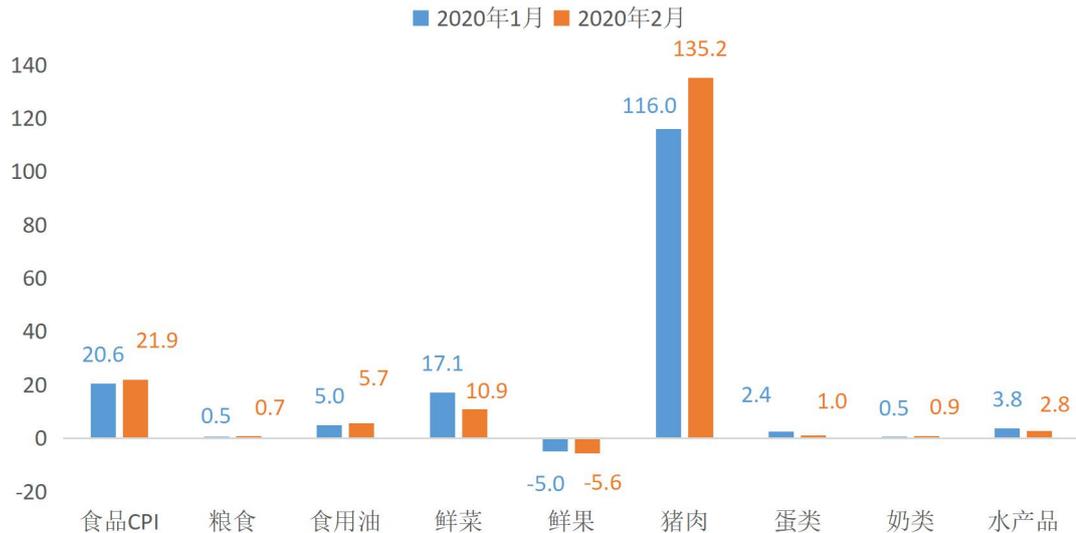


数据来源：WIND

食品价格方面，由于食品需求刚性较强，且封闭隔离措施引发部分民众大量囤购食物现象，疫情对食品供给端的影响大于需求端——交通管制和人力短缺导致物流不畅、运输成本上升，同时部分企业和市场延迟开工、开业，也对食品生产和供给产生一定影响。由此，供需博弈下，2月食品CPI环比上涨4.3%，涨幅仅较春节所在的1月小幅收窄0.1个百分点，且除蛋类供给充足、价格下跌外，当月各类食品价格环比均现一定幅度上涨，其中，鲜菜、鲜果和猪肉价格分别上涨9.5%、4.8%和9.3%。

在新涨价动能强劲带动下，2月食品价格同比涨幅进一步加快至21.9%，续创2008年4月以来最高水平，而在当月CPI同比5.2个百分点的涨幅中，食品烟酒价格上涨贡献了4.8个百分点。具体来看，受疫情扰动叠加猪瘟疫情影响，2月猪肉价格同比涨幅再度扩大到135.2%，较上月加快19.2个百分点，为本轮涨幅新高，继续成为食品CPI涨势加快的主要拉动力量；当月粮食、奶类、食用油等食品价格同比涨幅亦有不同程度扩大。其他分项中，2月鲜菜、水产品 and 蛋类价格同比上涨10.9%、2.8%和1.0%，涨幅较上月分别下滑6.2、1.0和1.4个百分点；鲜果价格同比下跌5.6%，跌幅较上月扩大0.6个百分点，已为连续第五个月同比负增。

图 15 食品类各分项 CPI 同比增速 %



数据来源：WIND

非食品价格方面，疫情对非食品类商品和服务，尤其是非必需品的需求产生较大的抑制作用——这从手机等商品销量的大幅下滑中可以得到印证，整体上抵消了复工复产延迟、物流管制等对非食品类商品和服务供给的影响。由此，2月非食品CPI环比涨幅为-0.2%，较上月下滑0.8个百分点，各分项价格涨幅均不及前值且多数为环比下跌，也表明疫情对非食品需求端的冲击大于供给端。受此影响，2月非食品CPI同比涨幅较上月下滑0.7个百分点至0.9%，各分项价格涨幅与上月相比全面放缓。

图 16 八类商品与服务 CPI 同比增速 %



数据来源：WIND

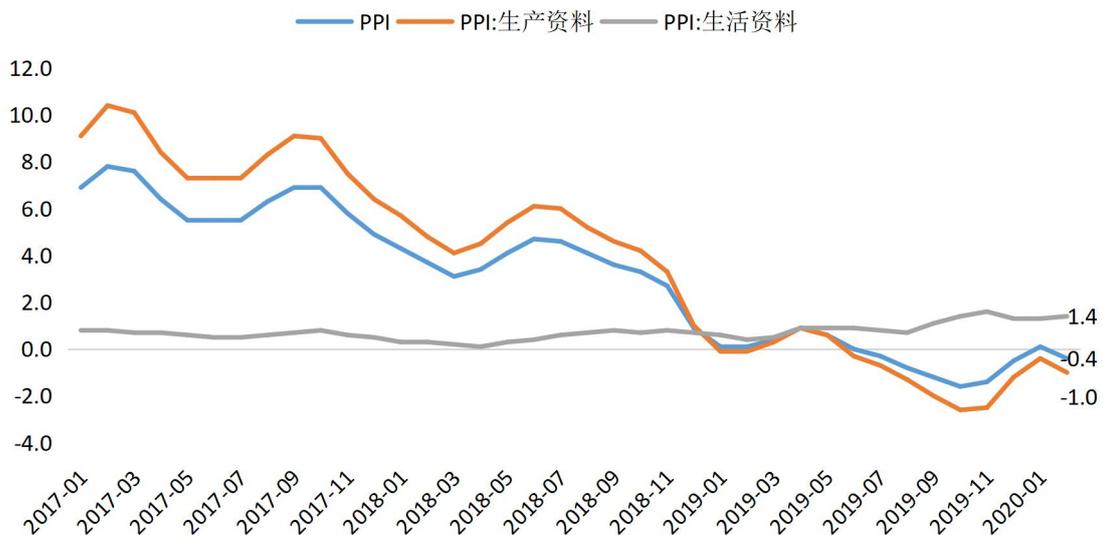
2月扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1.0%，涨幅较上月放缓0.5个百分点，自去年年初以来持续保持低位，也与当前宏观经济运行态势较为吻合。我们认为，目前受猪肉价格

和疫情扰动影响，整体 CPI 增速存在一定“失真”现象，不能全面、真实反映当前物价走势，核心 CPI 对判断当前物价形势和未来货币政策走向更具参考价值。

2.2 PPI：疫情对企业生产和投资、工地开工以及终端消费活动均产生负面冲击，抑制总需求，加之国际大宗商品价格走低，2 月 PPI 同比再度转负

2 月 PPI 环比下跌 0.5%，低于前值 0.0%；同比下跌 0.4%，低于前值 0.1%，在上月短暂回归正向区间后再度转负。分大类来看，当月生产资料和生活资料价格走势有所分化。其中，生产资料 PPI 环比下跌 0.7%，低于前值 0.0%，同比跌幅也较上月加深 0.6 个百分点至 1.0%；而生活资料 PPI 环比上涨 0.0%，与上月持平，同比涨幅则较上月小幅加快 0.1 个百分点至 1.4%——当月生活资料 PPI 环比持平主要受需求刚性较强的一般日用品和食品价格支撑，同比涨幅加快则因一般日用品价格同比上涨 0.1%（前值为 0.0%），以及耐用消费品价格同比跌幅在基数走低影响下收敛至 2.0%（前值为-2.3%）。

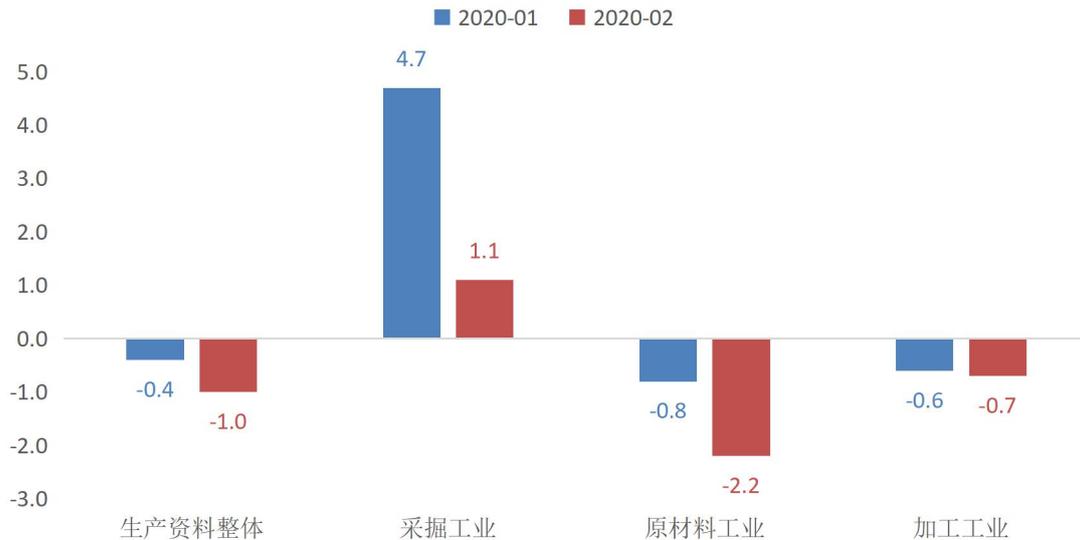
图 17 PPI 增速：当月同比 %



数据来源：WIND

生产资料各分项中，2 月采掘工业、原材料工业和加工工业 PPI 环比分别下跌 2.3%、1.3% 和 0.3%；同比来看，当月采掘工业 PPI 涨幅较上月下滑 3.6 个百分点至 1.1%，原材料工业和加工工业 PPI 跌幅则分别较上月加深 1.4 和 0.1 个百分点至 2.2% 和 0.7%。

图 18 生产资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

从细分行业来看，2月因疫情影响需求前景，国际油价整体下跌——当月布伦特原油期货价月均值从上月的63.7美元/桶降至55.5美元/桶，同比降幅达13.9%（前值为上涨5.7%），受此影响，2月石油和天然气开采业PPI环比下跌11.0%，同比下跌0.4%（前值为上涨17.5%），石油、煤炭和其他燃料加工业PPI环比下跌4.4%，同比下跌0.8%（前值为上涨4.6%）。同时，由于疫情对企业生产和投资、工地开工以及终端消费活动均产生负面冲击，对需求造成较强抑制作用，2月化学原料及化学制品制造业、非金属矿物和金属制品业、黑色金属和有色金属加工业等行业PPI环比均现一定幅度下跌，同比在基数影响下涨跌不一，其中，黑色金属加工业PPI同比下跌0.9%（前值为上涨0.7%），有色金属加工业PPI同比涨幅较上月下滑1.6个百分点至0.8%。从下游行业来看，2月多数行业PPI环比涨幅收敛或转为下跌，但因疫情拉动药品需求，医药制造业PPI环比上涨0.3%（前值为下跌0.1%），同比涨幅则涨跌互现，与前值相比普遍波幅不大。

2.3 3月CPI同比仍将维持在5%左右的高位，但食品和非食品价格的分化或将有所收敛；而外源性的国际油价暴跌影响下，PPI跌幅将进一步加深

2月下旬以来，随着国内疫情得到有效控制，各地复工复产加速、交通物流恢复，疫情对各类商品和服务供给端的影响趋于减弱，对CPI、尤其是食品价格的推升作用亦逐步缓解。我们注意到，3月以来，农业部公布的猪肉平均批发价平缓下降，同比涨幅较上月末高点亦有所收敛。不过，当前猪肉价格同比涨幅仍然处在很高的水平，加之疫情缓和后此前积压的部分商品和服务需求将集中释放，以及3月影响CPI上涨的翘尾因素将从上月的2.9个百分

点提高至 3.3 个百分点，预计 3 月 CPI 同比涨幅仍将维持在 5% 左右，而食品和非食品价格的“剪刀差”或将有所收敛。

PPI 方面，国内疫情缓解意味着其对 PPI 供需两侧的影响将同步减弱：供给侧如前所述，即各地复工复产加速、交通物流恢复，需求侧则主要体现在投资和消费需求回升，工地陆续恢复开工，对各类商品和工业品的需求逐步回暖。同时，为对冲疫情导致的经济下行压力，国内逆周期调节加码，基建发力势头明显，从需求角度来看对 PPI 也产生一定支撑。但 3 月国内 PPI 将受到外源性的国际油价大幅下跌影响——一月初 OPEC+ 与俄罗斯谈判破裂，沙特发起原油价格战，国际油价断崖式下跌，后续各方可能会重启谈判，但谈判结果存在不确定性，加之疫情全球蔓延下需求前景不佳，国际油价仍有进一步下跌的可能。受此影响，我们预计 3 月 PPI 环比、同比跌幅将有所加深

3. 金融：2 月信贷、社融走势平稳，融资结构持续改善

3.1 2 月新增人民币贷款环比季节性少增，同比小幅多增则与低基数、宽信用政策加码以及监管容许受疫情影响较大的中小微企业贷款展期等因素有关。从结构来看，因居民购房和消费活动暂缓，2 月居民贷款大幅缩量，企业贷款占比相应上升，但在银行短贷冲量和企业通过短贷补充短期流动性的影响下，当月企业贷款短期化特征明显

2 月新增人民币贷款 9057 亿元，环比大幅少增约 2.43 万亿，符合季节性规律，同时也反映了在疫情影响下，各类经济活动暂缓，相关及配套融资需求相应收缩。此外，当前 LPR 下行预期较为强烈，可能也导致了部分融资需求延后。不过，与去年同期相比，2 月新增信贷规模多出 199 亿，我们认为这主要体现三方面因素作用：一是去年春节假期在 2 月份，造成同比基数偏低；二是当前宽信用政策加码，政策引导下银行正在加大对实体经济的信贷支持力度；三是监管容许受疫情影响较大的中小微企业贷款展期，到期量下降也会对新增信贷规模产生支撑。

图 19 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

具体来看，2月非金融企业短贷环比少增1150亿，同比多增5069亿，是当期人民币贷款同比多增的主要原因。同时，当月非金融企业中长期贷款环比少增约1.24万亿，同比少增970亿，企业信贷结构短期化特征明显。这一方面由于政策引导银行加大对企业，尤其是中小微企业的信贷支持力度，但银行风险偏好较低，存在短贷冲量现象；另一方面，从资金需求端来看，疫情影响下，企业投资活动受到抑制、项目工地开工延迟，配套中长期融资需求下降，同时企业通过短贷来补充短期流动性的需求上升。此外，2月短贷投放规模较大对票据融资产生挤出效应，当月表内票据融资环比少增2962亿，同比少增1061亿。

图 20 企业新增中长期贷款规模与增速

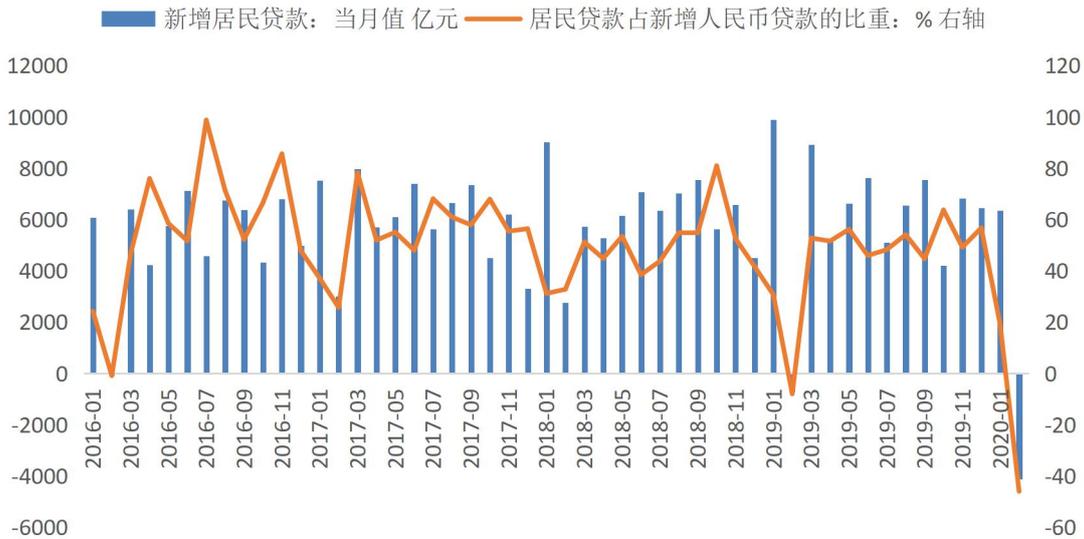


数据来源：WIND，东方金诚整理

居民贷款方面，2月居民贷款大幅缩量，负增4133亿，环比少增约1.05万亿，同比少

增 3427 亿。其中，受疫情冲击各项消费活动及居民消费信心影响，2 月居民短贷负增 4505 亿，环比多减 3355 亿，同比多减 1572 亿；同时，疫情导致各地售楼处关闭、房屋中介歇业，2 月商品房销售面积同比大幅负增，影响当月新增居民中长期贷款规模降至仅 371 亿，环比少增 7120 亿，同比少增 1855 亿。

图 21 新增居民贷款规模及占比



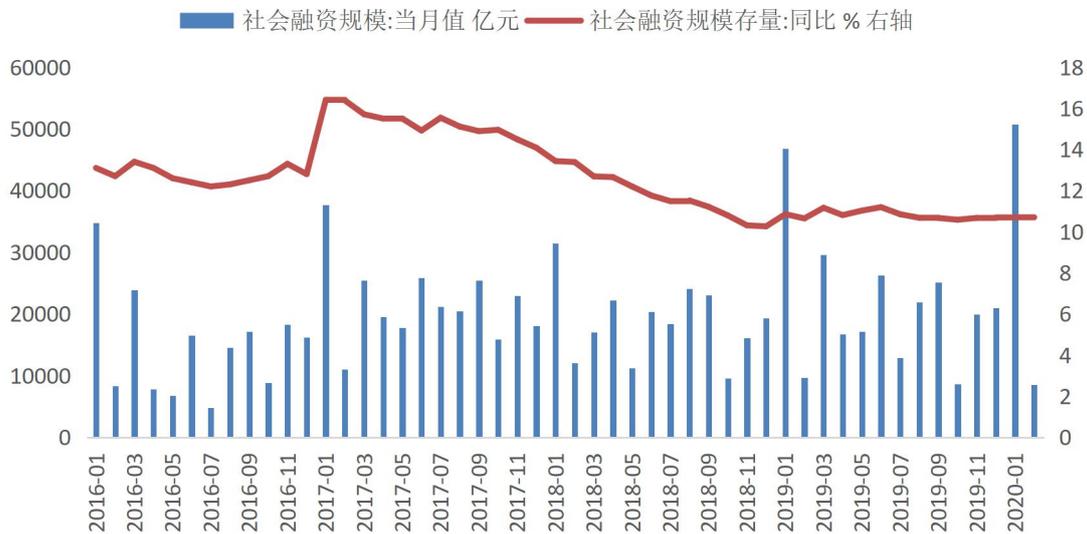
数据来源：WIND，东方金诚整理

3.2 2 月社融各分项新增规模环比均有所下降，除人民币贷款外，政府债券和表外票据融资增量下滑幅度较大，这两项也是当月社融同比少增的主要原因。其中，政府债券融资缩量主要受专项债发行节奏和剩余额度限制；表外融资压降速度加快，除受疫情导致企业融资需求收缩影响外，也反映了信贷和债券融资对非标的挤出作用。2 月社融结构的一大亮点是在流动性充裕和政策利好带动下，直接融资占比大幅提升

2 月新增社融规模为 8554 亿元，环比少增约 4.21 亿元。当月社融各分项新增规模环比均有所下降，除人民币贷款外，新增政府债券和表外票据融资环比分别减少 5789 亿和 5364 亿，这两项也是当月社融同比少增 1111 亿的主要原因——2 月政府债券同比少增 2523 亿，表外票据融资同比多减 857 亿。具体来看，2 月地方债净融资额大幅下降，导致新增政府债券规模同比、环比均大幅少增，这主要受专项债发行节奏和剩余额度影响——去年 11 月底，财政部提前下达了 1 万亿新增专项债额度，1 月份新增专项债的发行量就已超过 7000 亿。表外融资方面，2 月三项表外融资均为负增，除表外票据融资外，当月信托贷款压降速度也有所加快，环比多减 972 亿，同比多减 503 亿，除受疫情导致企业融资需求收缩影响外，也

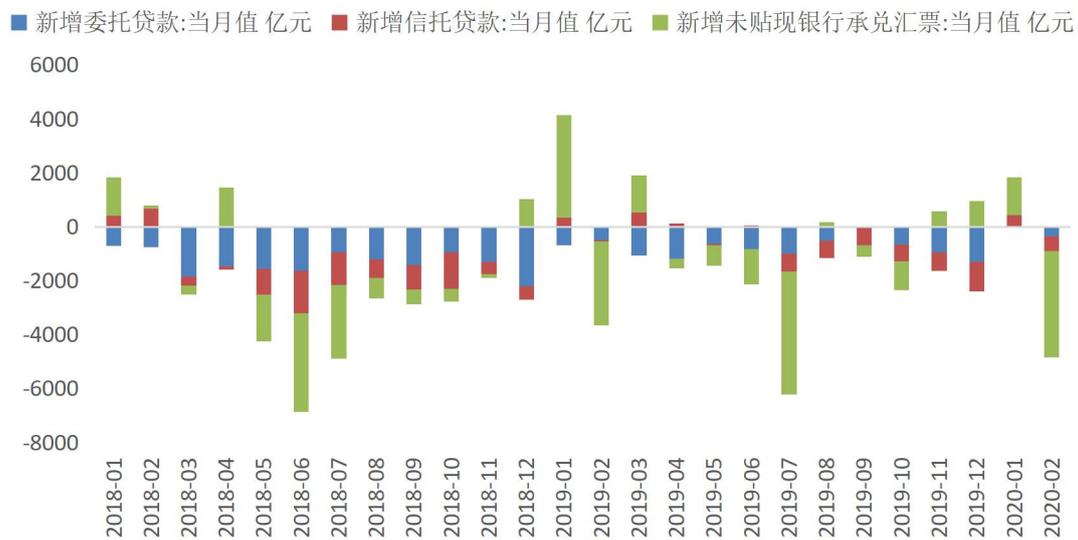
反映了信贷和债券等标准化债务融资对非标的挤出作用。

图 22 社会融资规模增长状况



数据来源：WIND

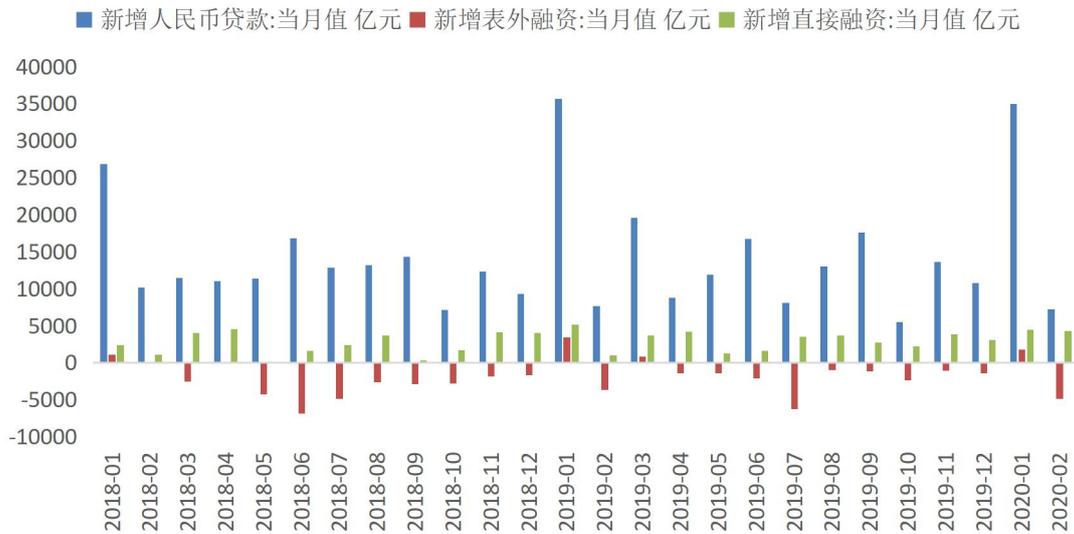
图 23 表外融资增量变化



数据来源：WIND

2 月社融结构的一大亮点是直接融资占比明显提升。当月流动性充裕提振债市和股市情绪，债券发行利率走低，同时新《证券法》和再融资新规等的出台，也有利于拓宽企业直接融资渠道、提振直接融资需求。在此背景下，2 月新增企业债券融资 3860 亿，环比仅少增 5 亿，同比大幅多增 2985 亿；新增股票融资 449 亿，环比少增 160 亿，同比多增 330 亿。当月两项合计占新增社融规模的 50.4%，大幅高于 1 月的 8.8%。

图 24 社会融资规模结构变化



数据来源: WIND

3.3 主要受财政存款大幅少增以及上年同期低基数影响，2 月 M2 增速创近两年以来新高；2 月 M1 增速环比大幅上行，季节性影响消退及上年同期低基数是直接原因。此外，近期广义货币供应量指标改善或也表明，前期金融严监管的抑制效应正在逐步减弱

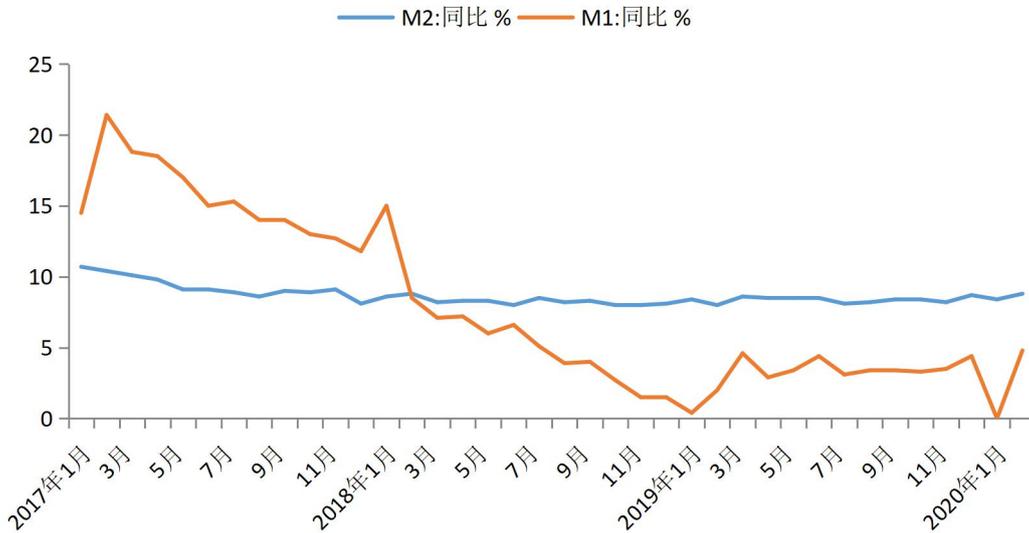
2 月末 M2 同比增长 8.8%，增速比上月末加快 0.4 个百分点，比上期同期加快 0.8 个百分点，为 2018 年 3 月以来最高增长水平。2 月 M1 同比增速较上月大幅回升 4.8 个百分点，与上年同期相比加快 2.8 个百分点，为近 19 个月以来的最高增速。2 月 M2 增速较上月及去年同期大幅回升，一个重要原因是当月财政存款较上年同期大幅少增逾 3000 亿，只此一项即拉动 M2 同比增速加快 0.17 个百分点。2 月财政存款少增则主要源于疫情高峰期，经济活动放缓，减税降费加码，税收等财政收入明显下降；与此同时，与抗击疫情等相关的财政支出大幅扩张。当月 M2 同比上扬的另一个原因在于上年同期基数偏低——2019 年 3 月 M2 增速为 8.0%，为有历史记录以来最低点。

最后，12 个月 M2 增速移动平均值显示，从去年下半年开始，广义货币供应量增速实际上已进入一个小幅稳定的上升过程。我们认为，其背后的主要推动因素是以资管新规为标志的金融严监管效应有所减弱——这与同期社融数据中的新增委托贷款、新增信托贷款走势相印证，而货币政策逆周期调节力度加大也起到了一定推动作用。

2 月 M1 增速大幅反弹 4.8 个百分点，主要原因是春节效应退去，加之上年同期基数明显偏低。考虑到 2 月处于疫情高峰期，房地产销售等经济活动受到较大影响，当月 M1 增速

反弹并不代表微观经济主体活动明显增强。不过，3月各地复产复工节奏加快，预计M1增速仍将处于近期较快增长水平。

图 25 M2 与 M1 增速



数据来源: WIND

3.4 金融支持疫情防控将带动3月金融数据较快增长

2月26日，央行在前期已经设立3000亿元疫情防控专项再贷款的基础上，增加再贷款再贴现专用额度5000亿元；同时政策性银行将增加3500亿元专项信贷额度，以优惠利率向民营、中小微企业发放。我们判断，以上政策效果将主要从3月开始体现。由此，在3月复工复产进度加快，金融支持力度相应加大过程中，当月新增人民币贷款规模有望达到2万亿，比2月扩大1倍以上，较去年同期多增约3000亿；社融方面，除人民币贷款多增外，预计3月企业债发行势头有望保持，国债融资加快将扭转2月政府债券融资大幅少增局面，表外融资也将转正。综合以上，预计3月新增社融有望达到3.4万亿，相当于2月的近4倍，比上年同期多增逾4000亿。在融资结构方面，预计企业信贷及中长期信贷占比会有所上升，债券等直接融资将继续快于整体社融增速。

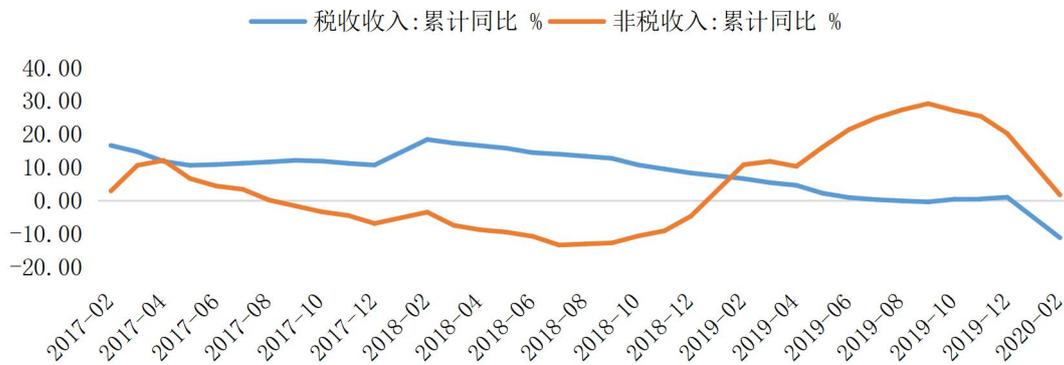
需要提出的是，当前海外疫情存在较大不确定性，短期内外需会面临一定挑战。这意味着国内疫情稳定下来后，宏观政策还可能继续加大稳增长力度。由此，我们判断未来一段时间金融数据增速有可能小幅加快。但在防范化解系统性金融风险进入决胜之年的背景下，年内信贷、社融和M2同比大幅拐头向上的可能性不大。

4. 财政：疫情扰动明显，年初财政收支同比大幅负增

4.1 1-2月财政收入增速创下金融危机以来同期最低值，反映了疫情导致的各项经济活动放缓、政府加大减税力度和PPI通缩等因素的共同影响

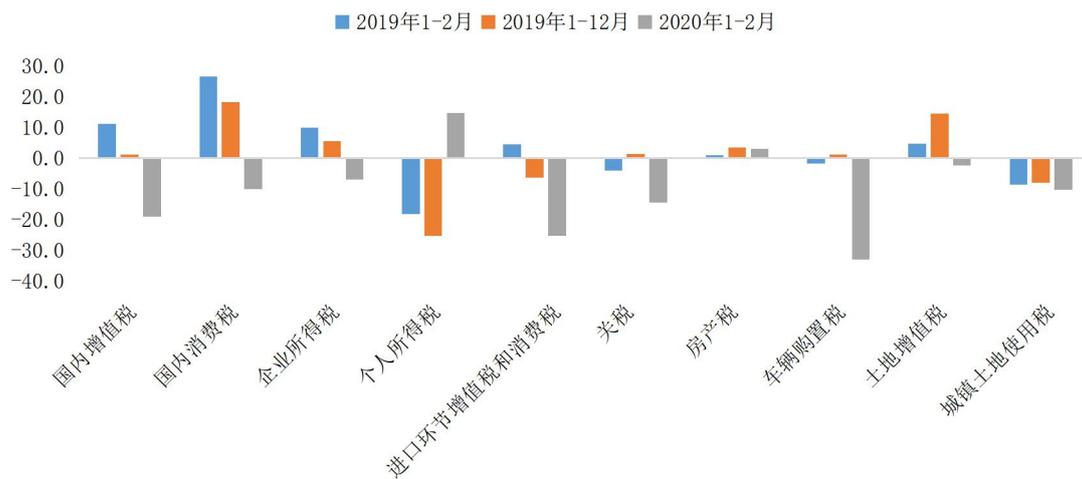
1-2月财政收入同比下降9.9%，创下金融危机以来同期最低值。当期税收收入同比下降11.2%，各税种中，除个人所得税和印花税保持增长外，其他税种收入同比均呈现较大幅度负增，这反映了疫情冲击下，各项经济活动放缓对税收收入的下拉作用。其中，第一大税种增值税收入同比下降19.0%，与同期工业增加值同比下降13.5%相印证。同时，为缓解企业短期流动性压力，疫情期间政府加大减税力度，进一步强化了税收减收效应。需要说明的是，1-2月个人所得税收入同比增长14.8%，增速逆势加快，除受低基数影响外，也因1-2月为年终奖集中发放时期，而上年年终奖发放与疫情无直接关联，因而具有一定的滞后性。另外，疫情发生后，国际大宗商品价格整体下跌，2月国内PPI同比再度转负，价格因素对税收增速放缓也产生一定影响。非税收入方面，1-2月非税收入同比增长1.7%，大幅低于上年全年值20.2%和上年同期值10.8%

图 26 税收收入和非税收入增速变化情况 (%)



数据来源：WIND

图 27 主要税种收入增速变化 %

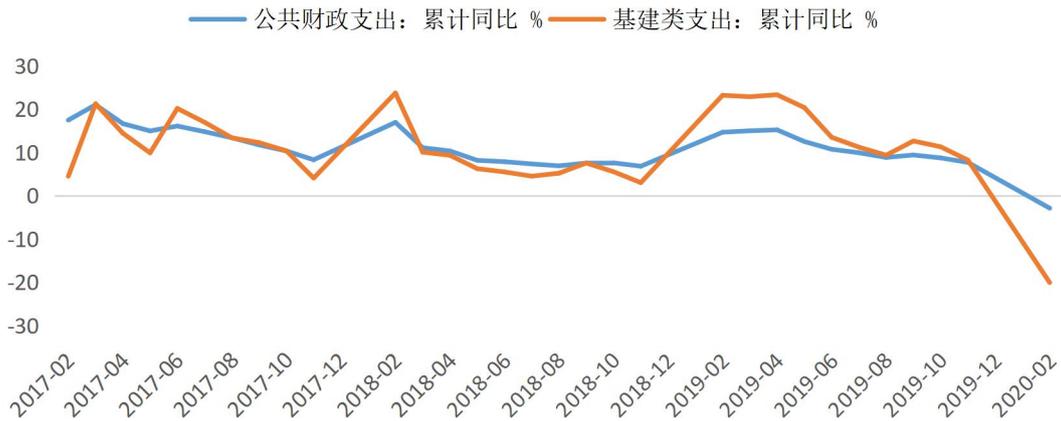


数据来源：WIND

4.2 疫情影响下，政府财政压力上升，各地项目复工、开工延迟，制约财政支出发力空间，1-2月财政支出同比负增；同时，疫情对支出结构亦产生较大影响，卫生健康支出增速加快，基建类和其他民生类支出增速普遍大幅放缓

1-2月财政支出同比下降2.9%，远低于上年同期值14.6%。疫情对财政支出影响明显，体现在两个方面：一是地方政府财政收入和政府性基金收入大幅下滑，财政压力上升，制约财政支出发力空间。二是从支出结构来看，与抗疫直接相关的卫生健康支出同比增速加快至22.0%，间接相关的社保和就业支出同比增长2.5%，增速下滑幅度相对较小；而受复工延迟影响，基建类支出均现不同程度负增，其中城乡社区事务和交通运输支出同比降幅均超过20%，同时，地方政府腾挪财政空间全力抗击疫情，对教育、科技、文化、节能环保等民生类支出产生挤出，当期增速与上年全年值和上年同期值相比均现大幅下滑。

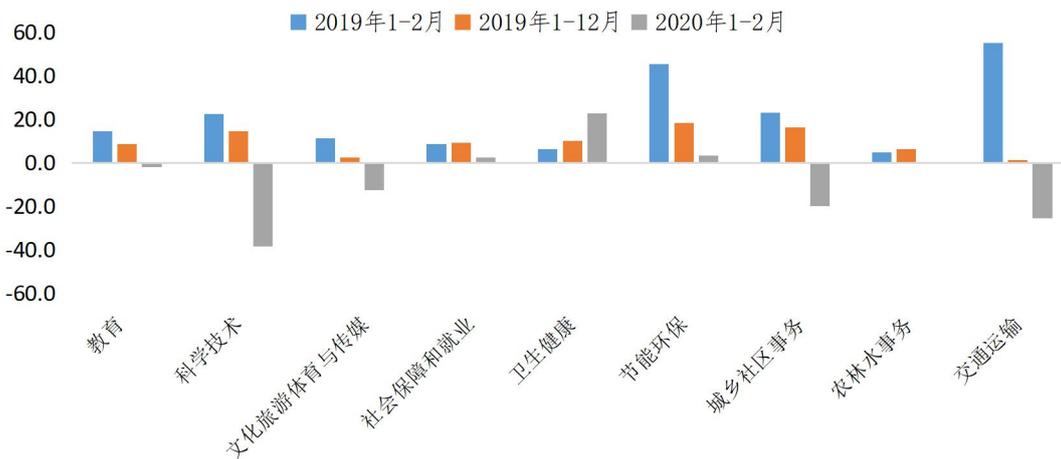
图 28 财政支出及基建类支出增速 %



数据来源：WIND

注：基建类支出含城乡社区事务、农林水事务和交通运输支出

图 29 主要财政支出项目增速变化 %

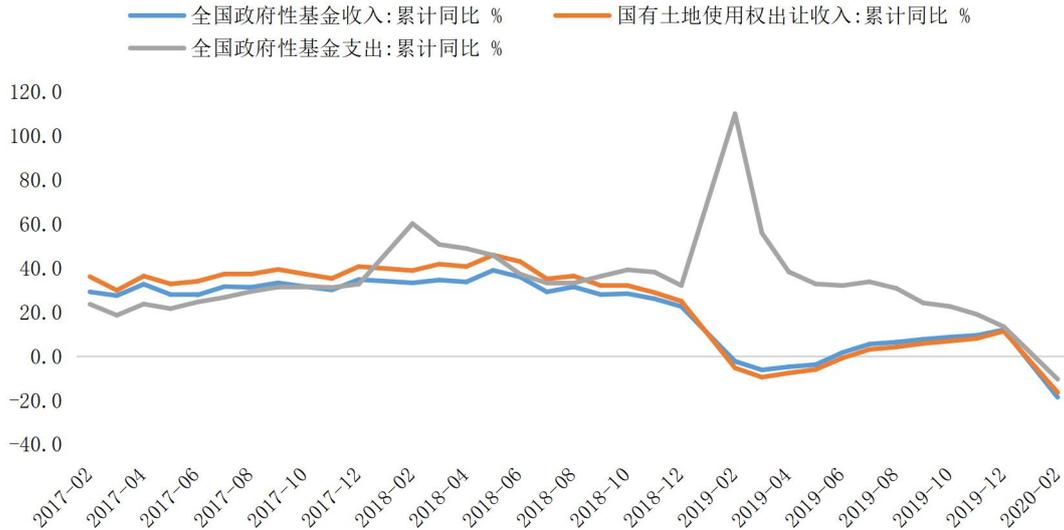


数据来源：WIND

4.3 土地供应减少，房企拿地谨慎，拖累政府性基金收入大幅负增

1-2 月政府性基金收入同比下降 18.6%（上年全年值 12.0%，上年同期值-2.3%）。其中，地方政府性基金收入下降 18.7%。疫情期间地方政府土地供应相应减少，房企现金流偏紧下补库存意愿下降，拿地也受到抑制，1-2 月国有土地使用权出让收入同比下降 16.4%。支出方面，1-2 月政府性基金支出同比下降 10.4%（上年全年值 13.4%，上年同期值 110.0%），其中地方政府性基金支出降幅为 10.5%。1-2 月累计，政府性基金收支缺口为 5191 亿元，比上年同期小幅扩大 267 亿元。

图 30 政府性基金收支增速 %



数据来源: WIND, 东方金诚

4.4 3月财政收入增速将有所反弹，但难以摆脱负增，支出空间受限，支出结构将向基建类倾斜

展望3月，国内疫情得到有效控制后，政策重心有所转变，各地区加快复工复产，投资、消费、工业生产等各项经济活动出现好转，包括增值税、消费税、汽车购置税以及进口和房地产相关税收增速将有所反弹。不过，受国内疫情防控手段仍未完全撤回，以及疫情全球化扩散影响，除基建投资外，3月其他各项经济活动恐将难以恢复到疫情前增长水平，同时，油价暴跌背景下国内PPI通缩将进一步加剧，加之疫情对企业所得税和个人所得税滞后影响的显现，以及更大力度的减税降费——如3月25日召开的国务院常务会议确定，3月1日至5月底，免征湖北境内小规模纳税人增值税，其他地区征收率则由3%降至1%，这些因素将继续拖累财政收入增长，3月财政收入或难以摆脱负增。

支出方面，财政收入承压将继续制约支出发力空间，但支出结构将会有所调整，随着各地复工复产加快，基建类支出将出现明显反弹。后续为稳定就业形势，托底经济增长，财政政策还需进一步发力，在财政收支矛盾凸显的背景下，预计今年财政赤字率将提高至3.2%-3.5%，专项债规模有望达到3.5万亿元，同时，特别国债、政策性金融和准财政工具的作用也将适时发挥。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得

修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。