

相关研究

《以史为鉴，理解新型肺炎的应对与影响》2020.02.01

《为什么经济L型企稳，哪些改革值得期待？——从债务视角理解中国经济》2020.01.19

《美国百年历史轮回：市场也会失效，政府有效干预——收入分配系列之三》2020.01.15

PMI 小幅回落，通胀有所上行

投资要点：

- **宏观专题：面对疫情冲击，经济如何防控？**
- **非典未阻经济回升，长期影响较为有限。**非典疫情在我国大致可分为五个阶段：孕育起步、局部蔓延、关注上升、全面动员和防治收官。SARS事件并未改变03年经济增长的回升态势，物价水平也比较温和。03年的各类资产表现符合经济过热期的特征，股市收益尚属可观，债市表现不佳。
- **疫情冲击单季增长，消费受创投资稳定。**观察视角进一步下沉和细化，03年我国经济增长呈现出明显的“U型”，非典疫情对于经济的冲击集中在第二季度，而随后很快修复。按照三大产业来看，第三产业冲击后恢复偏慢。从支出法来看，消费受非典疫情冲击影响最大，投资保持稳定，对经济增速回升做了主要贡献，出口受非典的影响并不明显。非典疫情冲击对消费品价格影响短暂且具局部性，并非全面高通胀的基础，在多重影响因素叠加的背景下，疫情对PPI增速的扰动大于CPI。
- **由非典观当下：冲击影响或将加深。**疫情事件属于短期冲击，并不会打断经济增长的中长期趋势，新型肺炎疫情前的19年四季度，经济已出现底部恢复迹象，因此，疫情冲击过后，中长期经济增长中枢有望保持稳定。疫情对于物价的影响相对有限，并不构成高通胀的基础，但当前通胀风险仍需警惕。疫情结束冲击消退，并无很强滞后影响，如果防控顺利，新型肺炎疫情冲击将集中在20年1季度。相比于非典，由于经济周期阶段的不同以及当前经济对于消费依赖的加深，新型肺炎疫情短期对于经济的冲击或将更大。
- **一周扫描：**
- **海外：美联储维持利率不变，英国正式脱欧。**上周三，美联储将联邦基金目标利率区间继续维持在1.5%-1.75%。美国19年四季度GDP环比折年增速2.1%，持平于前值。上周三，欧洲议会通过英国脱欧协议，1月31日23:00英国正式退出欧盟。欧元区19年四季度GDP初值同比增长1%，环比增长0.1%。
- **经济：PMI小幅回落。**20年1月全国制造业PMI小幅回落至50%，重新回到临界点，但仍高于19年同期水平，指向制造业景气不温不火，主要分项指标中，需求改善、生产走弱、价格回升、库存转差。20年1月前23天35城地产销量增速略降，但剔除春节效应仍强，1月前18天乘联会乘用车批发、零售销量增速均回升至3%，需求节前稳健。春节前一周全国高炉开工率略升至66.9%，但同比回落，20年1月六大集团发电耗煤同比下降12.6%，春节当周增速转负，工业生产有所转弱。
- **物价：通胀小幅回升。**1月以来，猪价、蔬菜和水果价格相比19年12月均出现上涨，预测1月CPI同比回升至4.7%。1月国际油价回落，煤价保持稳定，钢价小幅回落，预计1月PPI同比将由负转正至0.3%。节前食品价格出现季节性上涨，1月CPI或将继续回升，1月PPI也将加速反弹。同时疫情对通胀短期走势也存在扰动。但中长期来看，生猪生产逐步恢复将带动食品CPI回落。
- **流动性：保持合理充裕。**节前一周货币利率回落，其中R007均值下行至2.66%，R001均值下行至2.15%。DR007下行至2.58%，DR001下行至2.06%。节前一周央行逆回购投放5800亿，央行净投放5630亿。节前一周美元指数小幅回升，人民币对美元汇率小幅回落，在岸和离岸人民币均回落至6.93。节后大量资金到期，央行或将加大公开市场投放进行对冲。近期疫情发酵影响经济，央行可以进一步引导逆回购、MLF和LPR等利率下调，同时对疫情严重地区定向降准降息，降低实体经济融资成本。
- **政策：实施错峰返程。**交通运输部发布紧急通知，要求保障公路交通网络不断，不得采取封闭高速公路、阻断国省干线公路等措施，保障春运期间公路基本通行顺畅。中央应对疫情工作领导小组会议指出，将分类指导实施错峰返程。商务部印发通知，指出要进一步落实好粮食安全省长负责制和“菜篮子”市长负责制，千方百计保障生活必需品市场供应。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:ljl11087@htsec.com

证书:S0850518070004

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

联系人:应稼娟

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 宏观专题：面对疫情冲击，经济如何防控？	6
1.1 非典未阻经济回升，长期影响较为有限	6
1.2 疫情冲击单季增长，消费受创投资稳定	7
1.3 由非典观当下：冲击影响或将加深	9
2. 海外：美联储维持利率不变，英国正式脱欧	11
2.1 美联储维持利率不变	11
2.2 英国正式脱欧	11
3. 国内经济：PMI 小幅回落	11
3.1 制造业 PMI 小幅回落	11
3.2 需求节前稳健	13
3.3 工业生产转弱	13
4. 物价：通胀小幅回升	13
4.1 食品价格普涨	13
4.2 CPI 小幅回升	14
4.3 PPI 转正在即	14
4.4 通胀短升长降	14
5. 流动性：保持合理充裕	15
5.1 货币利率回落	15
5.2 央行大幅投放	15
5.3 汇率小幅回落	16
5.4 流动性保持充裕	16
6. 政策：实施错峰返程	17
7. 日历：聚焦 2 月上旬数据	17

图目录

图 1	SARS 事件在我国大陆地区的发展变化	6
图 2	1992-2006 年我国 GDP 同比增速及政府预期目标 (%)	6
图 3	03 年我国各类资产表现 (%)	7
图 4	我国 GDP 当季同比增速 (%)	8
图 5	我国社会消费品零售总额同比增速 (%)	8
图 6	我国固定资产投资累计和当月同比增速 (%)	8
图 7	我国 CPI 同比增速 (%)	9
图 8	我国历年各月 CPI 环比增速 (%)	9
图 9	我国 PPI 同比增速 (%)	9
图 10	我国历年各月 PPI 环比增速 (%)	9
图 11	我国 GDP 与工业增加值同比增速 (%)	10
图 12	我国第三产业占比 (%)	10
图 13	网上商品零售及服务零售与社消零售之比 (%)	10
图 14	全国制造业 PMI 综合 (历年月度比较) (%)	11
图 15	全国制造业 PMI 综合 (时间序列) (%)	11
图 16	全国制造业 PMI 新订单 (%)	12
图 17	全国制造业 PMI 新出口订单 (%)	12
图 18	全国制造业 PMI 生产指标 (%)	12
图 19	全国制造业 PMI 从业人员指标 (%)	12
图 20	全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存 (%)	12
图 21	制造业 PMI 原材料购进价格指数和 PPI 环比增速 (%)	12
图 22	35 城商品房销量同比增速 (%)	13
图 23	乘联会乘用车批发、零售销量增速 (%)	13
图 24	历年各周全国高炉开工率水平 (%)	13
图 25	历年春节前后各周发电耗煤同比增速 (%)	13
图 26	蔬菜平均批发价 (元/公斤)	14
图 27	猪肉批发价格 (元/公斤)	14
图 28	CPI 环比 (%)	14
图 29	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	14
图 30	环渤海动力煤价格 (元/吨)	14

图 31	PPI 同比及环比 (%)	14
图 32	农产品批发价格 200 指数	15
图 33	CPI、PPI 同比走势及预测 (%)	15
图 34	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	15
图 35	R001 和 R007 (%)	15
图 36	央行公开市场操作 (亿元)	16
图 37	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	16
图 38	美元指数	16
图 39	央行公开市场净投放规模 (亿元)	16
图 40	金融机构超额准备金率 (%)	16

表目录

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期	17
----------------------------------	----

1. 宏观专题：面对疫情冲击，经济如何防控？

1.1 非典未阻经济回升，长期影响较为有限

近期新型肺炎疫情严峻，这将会给经济带来怎样的冲击？在资本市场上又将如何反映？由于上次我国严重疫情还属非典（SARS）事件，因此，我们基于对非典疫情时期经济和资本市场表现的回顾对比，来判断本次疫情的影响。

按照非典疫情程度和防治政策力度在我国大陆地区的变化，SARS 事件大致可分为五个阶段：02 年底的孕育起步阶段，SARS 疫情开始出现；03 年一季度，疫情在广东省局部蔓延，并向全国乃至全球扩散；4 月上半月，国家层面对于疫情的关注程度上升；4 月下半月至 5 月上中旬，抗击非典进入全面动员阶段；5 月下旬之后，重点地区的疫情已经得到基本控制，防治工作进入收官阶段。

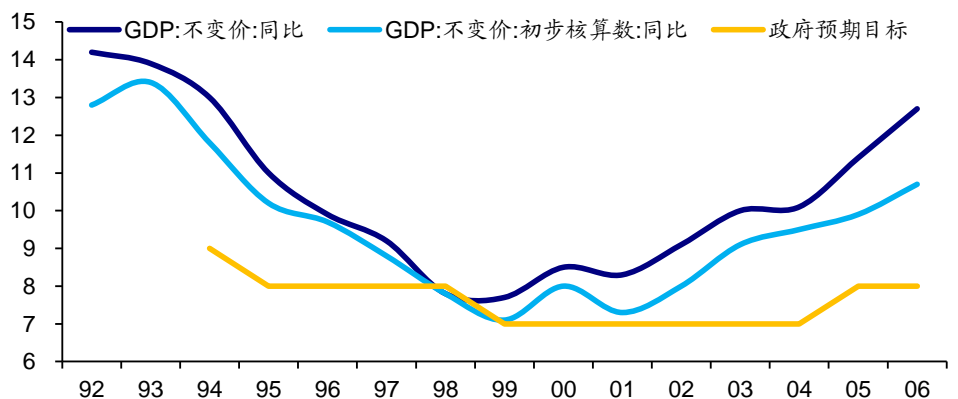
图1 SARS 事件在我国大陆地区的发展变化

孕育起步	<ul style="list-style-type: none"> • 02.11 广东佛山发现第一例SARS病例。 • 02.12 广东河源出现中国内地第一起报告的SARS病人。
局部蔓延	<ul style="list-style-type: none"> • 03.2 广东省疫情多发，国家卫生部专家组下派指导。 • 03.3.6 北京市接报第一例非典输入病例。 • 03.3.25 抗击非典中出现第一例医护人员殉职。
关注上升	<ul style="list-style-type: none"> • 03.4.2 国常会研究非典型肺炎防治工作。 • 03.4.3 卫生部记者招待会表示“疫情得到有效控制”。 • 03.4.13 全国非典型肺炎防治工作会议召开。
全面动员	<ul style="list-style-type: none"> • 03.4.17 政治局常委会会议表示“当务之急是采取果断措施，控制疫病蔓延”。 • 03.4.20 卫生部记者招待会表示，非典疫情改为一日一报，“五一”长假暂停。 • 03.4.24 全国防治非典型肺炎指挥部成立。
防治收官	<ul style="list-style-type: none"> • 03.6.1 北京市防治非典型肺炎指挥部撤销。 • 03.6.15 中国内地实现确诊、疑似、既往疑似转确诊病例数“三零”纪录。 • 03.6.24 WHO将北京从旅行警告中除名，中国大陆整体脱离疫区。

资料来源：WHO，中国政府网，海通证券研究所整理

经济较快增长，上升趋势未改。尽管受到 SARS 事件的冲击，但事实上，回顾 03 年的经济表现，我们发现，**SARS 事件并未改变当时经济增长的回升态势**。在 03 年政府工作报告中对于 GDP 增速的预期目标只有 7%，按照修订后的数据，03 年全年 GDP 同比增速达到了 10%，创下 96 年以来增速新高。03 年底的中央经济工作会议上指出“**我国经济发展正处于经济周期的上升阶段，要倍加珍惜当前经济发展的好势头**”，国家统计局在 03 年的统计公报中评价“**国民经济较快增长**”。而且，我国经济增长的上升趋势一直保持到 07 年才被全球金融危机所打断，这也意味着，疫情冲击对于经济的滞后影响也相对有限。

图2 1992-2006 年我国 GDP 同比增速及政府预期目标 (%)



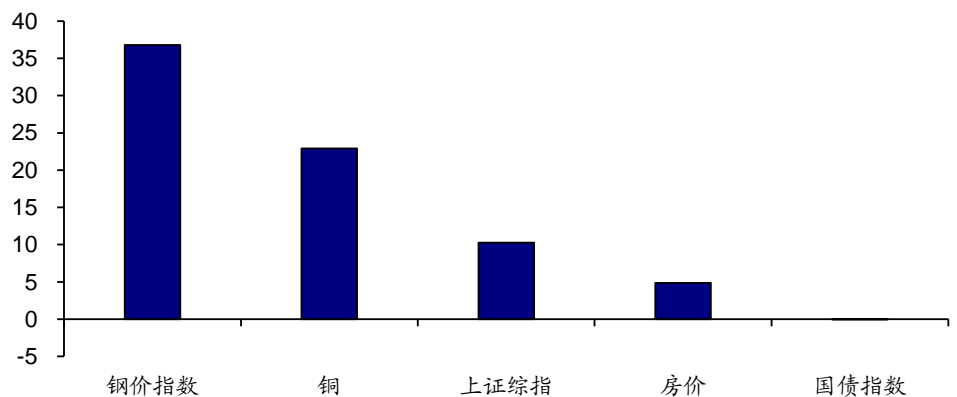
资料来源：WIND，海通证券研究所

物价温和回升，走出通缩区间。随着经济增长的复苏，03年的物价水平整体上升，走出了02年的通缩区间。02年全年我国CPI同比增速转负至-0.8%，PPI同比增速跌幅扩大至-2.2%，均录得负增长，而03年全年CPI同比增速1.2%，PPI同比增速2.3%，两者双双转正，并且处于较为温和的通胀区间，但还未达到04年全面高通胀的地步。可以说，非典疫情既没有使得物价水平持续处于通缩，也没有把其拉到很高的程度。

商品涨幅居前，股市收益尚可。即便遭遇到非典疫情，03年的经济增长和通胀水平仍然双双回升，经济态势由复苏逐步走向繁荣，而03年我国各类资产的表现基本符合美林投资时钟理论中过热期的特征：**商品>股市>债券**。03年钢价指数上涨超过35%，铜、黄金等金属商品价格涨幅也均超过20%，以上证综指来衡量，股市全年涨幅超过10%，收益尚属可观，而债市表现不佳，国债指数涨幅基本为0。

所以，以年度视角来看，SARS事件冲击并未改变03年经济增长的上升趋势，而且其对于物价的影响也较为温和，既没有带来持续通缩又没有带来高通胀，大类资产表现符合经济周期的阶段特征，股票市场收益尚属可观。

图3 03年我国各类资产表现(%)



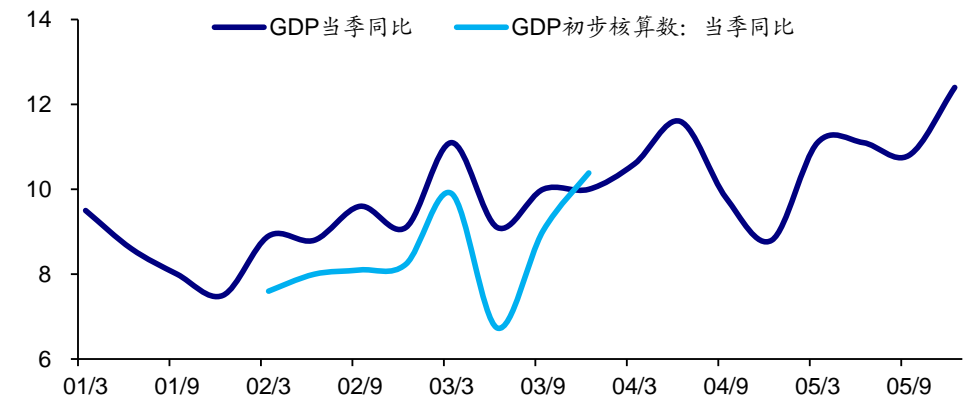
资料来源：WIND，海通证券研究所

1.2 疫情冲击单季增长，消费受创投资稳定

观察视角进一步下沉和细化，SARS事件冲击及其后经济修复过程显现得更为清晰。

经济增长U型态势，冲击集中一个季度。03年我国经济增长呈现出明显的“U型”态势，非典疫情在广东局部蔓延的第一季度，我国GDP当季同比增速仍创下11.1%的新高，在公布一季度经济运行情况的记者招待会上，国家统计局新闻发言人也表示“在个别地区、个别行业存在过热苗头和倾向”。而非典疫情对经济的冲击在二季度开始显现，按照当时的初步核算数，03年2季度GDP同比增速较1季度下滑超过3个百分点，按后面的修正值来看，下滑幅度也在2个百分点左右。随着疫情的解决，三、四两个季度经济增速又迅速回升，虽然没有超过一季度经济部分过热的时期，但均超过02年GDP季度增速的最高点。因此，可以认为，**非典疫情对于经济的冲击集中在第二季度，而随后很快修复**，这才使得03年全年GDP增速仍能创下8年以来新高。

图4 我国 GDP 当季同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

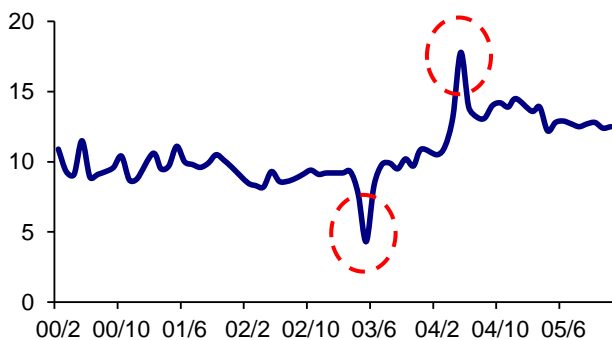
工业恢复较快, 三产略有滞后。按照三大产业来看, 非典疫情对其均有冲击, 03年二季度, 三大产业增加值当季同比增速较1季度下滑1-2个百分点, 但第二产业恢复较快, 03年三季度增加值已回升至13.2%, 与1季度增速持平, 而第三产业03年四季度增加值增速才有明显反弹。从工业增加值同比增速来看, 03年4月和5月连续下滑, 但在疫情基本结束的6月, 增速就已明显反弹, 冲击持续时间在2个月左右。

消费首当其冲, 降至历史新低。从支出法下的三驾马车来看, 首先, 受到非典疫情冲击影响最大的在于消费。03年4月开始社会消费品零售总额同比增速有所下滑, 从3月的9.3%降至7.7%, 而5月社消零售增速进一步探底至4.3%, 不足3月增速的一半, 是该数据有记录以来的历史新低, 但在疫情进入尾声的6月, 社零增速即迅速拉升至8.3%, 7月后增速一直维持在9.5%以上, 恢复至疫情前的水平。**疫情冲击对消费的集中影响约持续一个季度。**

投资保持稳定, 全年较高增长。其次, 投资在非典疫情冲击下保持了稳定, 可以说对03年经济增速回升做了主要贡献。即便在03年二季度, 经济受到非典疫情冲击最为严重的时期, 固定资产投资增速也维持在接近30%左右的高水平, 03年全年固定资产投资增速比02年提高了超过10个百分点。

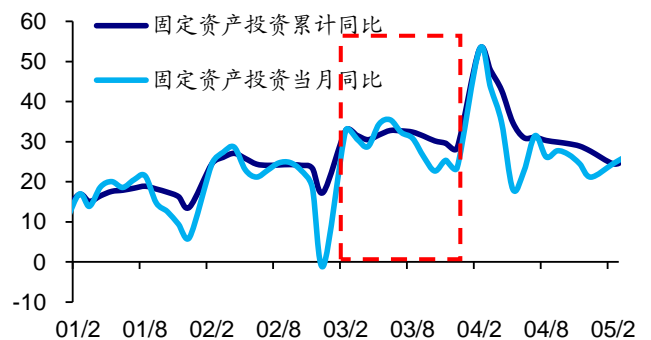
出口免于疫情干扰, 外商投资影响滞后。最后, 出口受到非典疫情的影响也并不明显, 受益于03年美国、日本等发达国家经济的恢复, 以及我国刚刚加入WTO所带来的贸易红利, 03年出口保持高增, 月度增速均在25%以上。但值得注意的是, 非典疫情对于外商直接投资产生了一定的滞后冲击, FDI实际使用外资金额月度增速从疫情基本结束的03年6月开始转负, 录得连续五个月的负增长, 直到03年11月才由负转正, 03年全年增速仅1.4%, 而除此之外01-04年每年的FDI实际使用外商投资金额增速均在12%以上。

图5 我国社会消费品零售总额同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

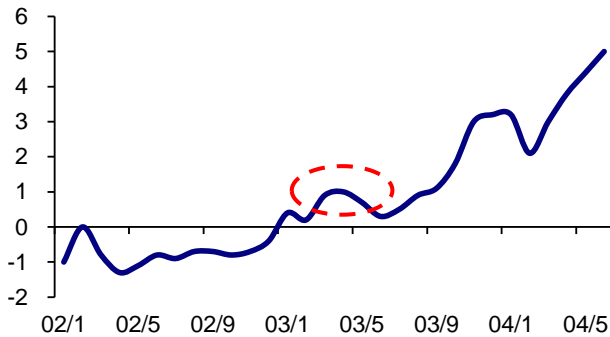
图6 我国固定资产投资累计和当月同比增速 (%)



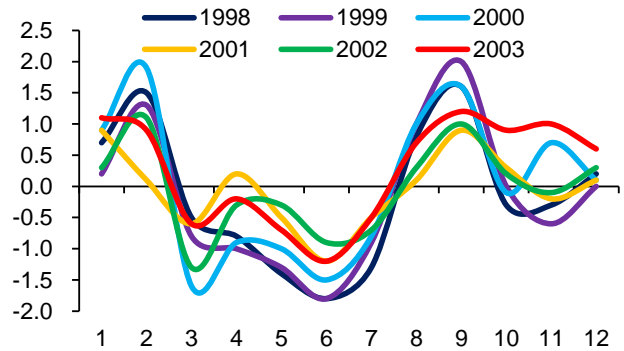
资料来源: WIND, 海通证券研究所

非典疫情冲击并非全面高通胀的基础。从非典疫情冲击对价格的影响来看, SARS

事件的确带来了部分消费品价格的上涨，但其影响短暂且具有局部性，也绝非后来全面高通胀的基础。03年3月开始CPI同比增速出现小幅回升，但这主要受到02年同期基数偏低影响。从CPI环比增速上来看，03年二季度处于98年以来同期偏高水平，但也并未达到同期新高。非典疫情冲击主要带来的是药品和医疗服务价格的走高，但并未带来消费品价格的全面上涨。

图7 我国CPI同比增速 (%)


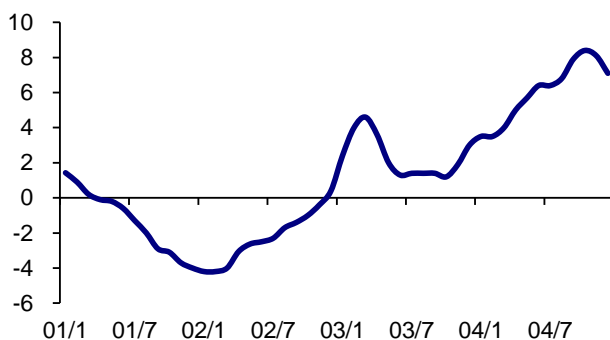
资料来源：WIND，海通证券研究所

图8 我国历年各月CPI环比增速 (%)


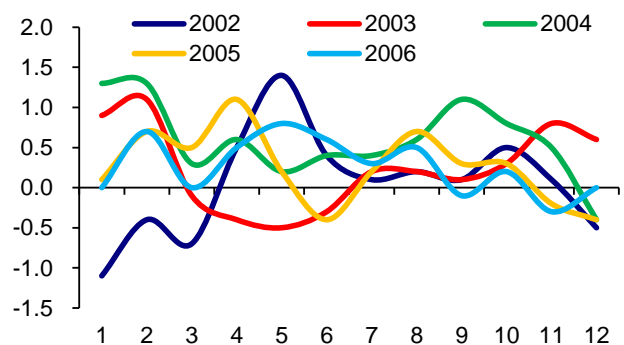
资料来源：WIND，海通证券研究所

多重因素叠加，PPI扰动更大。非典疫情对于PPI的冲击要大于对CPI的影响，03年一季度经济的向好态势，使得PPI同比增速也随之走高，一改02年的低迷态势，但受到非典疫情的干扰，03年4月开始PPI同比增速由高位回落，一直延续到6月才止住下滑态势，二季度的PPI环比增速在02-06年也创下同期新低，但在生产恢复之后，PPI同比增速并没有迅速随之上行，直到11月开始才再度冲高。

但是，三季度之后的PPI增速走势不能全然归因于非典疫情冲击的滞后影响。一方面，02年同期基数抬升对同比增速的提振形成压制；而另一方面，这也和当时国际油价走势有关，03年1季度布伦特原油现货平均价格超过31美元/桶，较03年二、三季度均价至少要高出3美元/桶，事实上，03年三季度钢铁和煤炭等生产资料价格已有明显恢复。

图9 我国PPI同比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图10 我国历年各月PPI环比增速 (%)


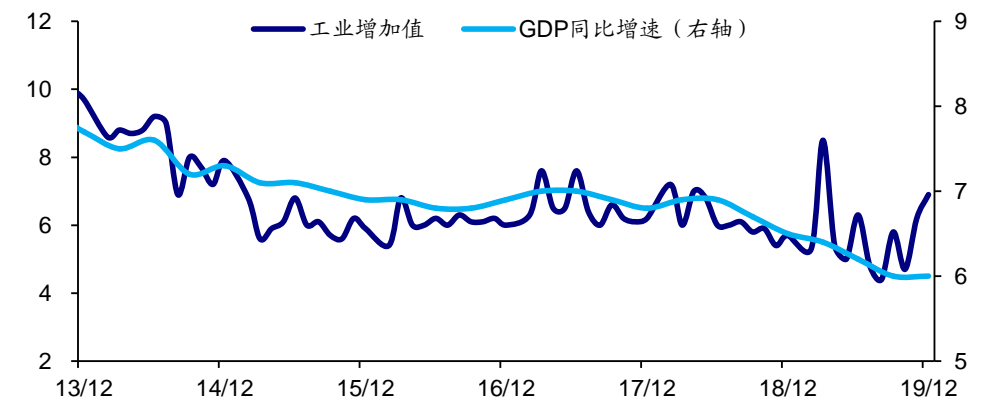
资料来源：WIND，海通证券研究所

1.3 由非典观当下：冲击影响或将加深

新型肺炎短期冲击，疫情过后增长稳定。首先，从非典时期经验来看，疫情事件属于短期冲击，并不会打断经济增长的中长期趋势，03年全年的经济增长态势和疫情全面爆发前的一季度走势吻合，具备局部过热特征。由此看来，新型肺炎疫情结束后，中长期的经济增长特征将同疫情前的19年四季度类似，而19年四季度经济增速稳定在6%，工业增速也有所反弹，已呈现出底部恢复的迹象，因此，疫情冲击过后，中长期经济增长中枢有望保持稳定。

此外，从非典时期经验来看，疫情冲击对于物价的影响相对有限，并不构成高通胀

的基础，但供给减少造成的猪肉价格上涨，已经将我国的通胀推升至比较高的水平，叠加春节假期新型肺炎疫情防控带来的集中囤货，短期通胀水平或仍维持高位，通胀风险仍需警惕。

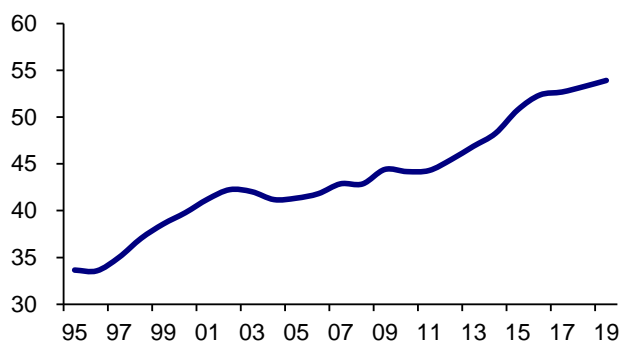
图11 我国 GDP 与工业增加值同比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

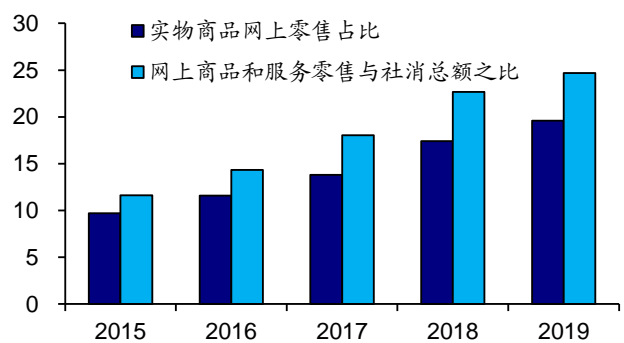
疫情结束冲击消退，并无很强滞后影响。其次，疫情冲击的持续时间会有多长？根据非典疫情时期的经验来看，对于经济的冲击开始于防治政策加码前后，非典时期以政治局常委会议开始全面动员为主要标志，本次则主要开始于春节假期之前一周。而对于经济的冲击以疫情基本结束为止，表现为确诊病例几乎不再增加，当然同时疑似病例也早已大幅减少，并不会产生很强的滞后影响。当前对于新型肺炎疫情何时彻底结束还很难准确地估计，据我们的推算，疫情有望在 2 月上旬达到高峰，这样的话应该不至于发展到 20 年第二季度。如果各地在节后陆续顺利复工，那么，新型肺炎疫情对于经济的冲击将主要集中在 20 年一季度，特别是 1 月和 2 月比较明显。

疫情影响恐超非典，周期、结构均有不同。最后，相比于非典事件，新型肺炎疫情对于经济的影响程度或将有所加深。一方面，03 年非典疫情时期，我国正处于经济的上升周期，而当下随着要素条件的转变，我国经济正由高速增长转向中高速增长区间；另一方面，更为重要的是，非典时期的经验表明，疫情对于第三产业和消费的冲击比较显著，而我国当前经济结构同 03 年相比已有明显不同，19 年第三产业占比接近 54%，而 03 年只有 42%，03 年我国经济以投资为主要动力，而 19 年消费对于经济增长的贡献率几乎是投资的 2 倍，因此，疫情对经济短期的冲击或将更大。

线上消费平台崛起，部分对冲疫情影响。既然疫情对于经济的冲击效应主要体现在消费，我们也必须注意到，当前的消费形式和 03 年也有了很大的不同。以淘宝、京东和饿了么等为代表的互联网平台很大程度上替代了传统的线下销售渠道，实物商品网上零售已占社消零售总额的近五分之一，03 年的非典事件其实就在无形中促进了这些电商平台的发展，如果这些平台能够维持不打烊运营，甚至说保持在疫情冲击前的七八成水平，那么，就能够部分对冲疫情对于消费乃至经济的拖累。

图12 我国第三产业占比 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图13 网上商品零售及服务零售与社消零售之比 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 海外：美联储维持利率不变，英国正式脱欧

2.1 美联储维持利率不变

美联储维持利率不变。上周三，美联储 1 月议息会议宣布，将联邦基金目标利率区间继续维持在 1.5%-1.75%。美联储主席鲍威尔表示，当前政策立场合适，全球经济有企稳迹象，但仍存在不确定性，为使准备金回到充裕水平，美联储将保持回购操作至今年 4 月，但规模逐渐减少。

美国公布 19 年四季度 GDP。上周四，美国公布 19 年四季度 GDP 环比折年增速 2.1%，持平于前值；全年 GDP 增速为 2.3%。其中，消费对四季度 GDP 增速拉动 1.2 个百分点，不及前两个季度，而净出口对经济增速的贡献大幅转正至 1.5 个百分点。

2.2 英国正式脱欧

英国正式脱欧。上周三，欧洲议会以 621 票支持、49 票反对、13 票弃权的票数通过英国脱欧协议，1 月 31 日 23:00 英国正式退出欧盟。之后，英国将进入为期 11 个月的过渡期，期间双方将就未来关系、贸易等事宜进行谈判。

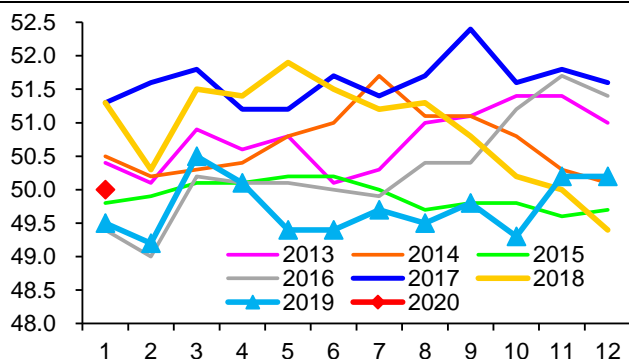
欧元区公布 19 年四季度 GDP。上周五，欧元区公布 19 年四季度 GDP 初值同比增长 1%，不及预期 1.1% 和前值 1.2%；环比增长 0.1%，弱于预期和前值。另外，欧元区 1 月 CPI 初值同比 1.4%，高于前值 1.3%，但核心 CPI 同比 1.1%，较前值 1.3% 有所回落。

3. 国内经济：PMI 小幅回落

3.1 制造业 PMI 小幅回落

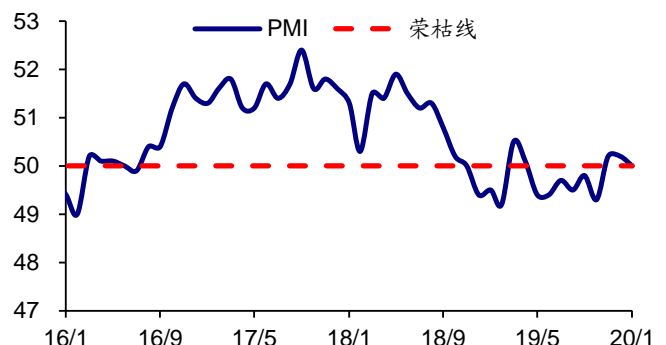
20 年 1 月制造业 PMI 小幅回落。20 年 1 月全国制造业 PMI 略降至 50%，较 19 年 12 月小幅回落 0.2 个百分点，重新回到临界点，但仍高于 19 年同期水平，指向制造业景气不温不火。主要分项指标中，需求改善、生产走弱、价格回升、库存转差。分规模看，大型和中型企业 PMI 有所回落，但仍处线上，小型企业 PMI 显著回升，而仍居于线下。

图14 全国制造业 PMI 综合（历年月度比较）（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

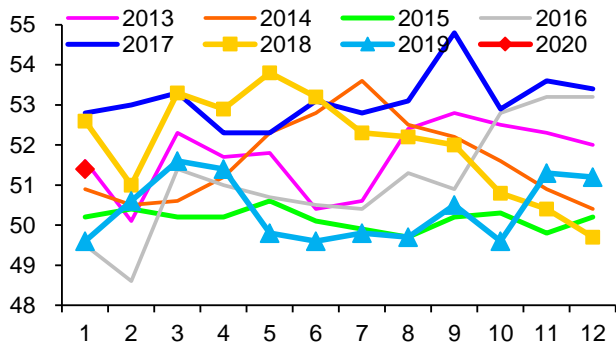
图15 全国制造业 PMI 综合（时间序列）（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

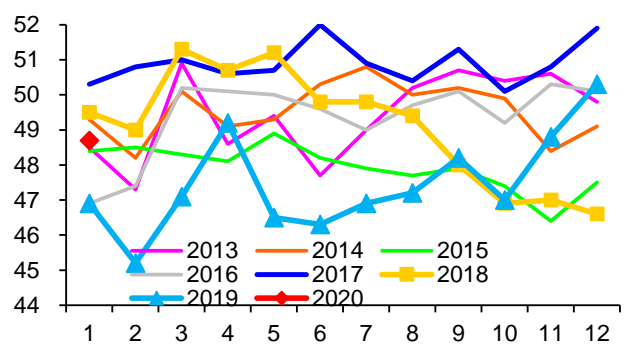
内需强于外需。20 年 1 月新订单指数由 19 年 12 月的 51.2% 回升至 51.4%，处于历年同期较高水平，指向内需延续扩张。但进口指数小幅回落至 49%，表现不强。20 年 1 月新出口订单指数由 19 年 12 月的 50.3% 回落至 48.7%，或与海外圣诞假期造成需求部分透支有关，指向外需略有转弱，但仍好于 19 年同期。

图16 全国制造业 PMI 新订单 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

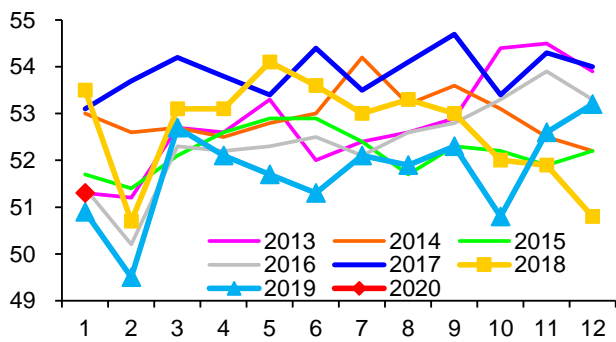
图17 全国制造业 PMI 新出口订单 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

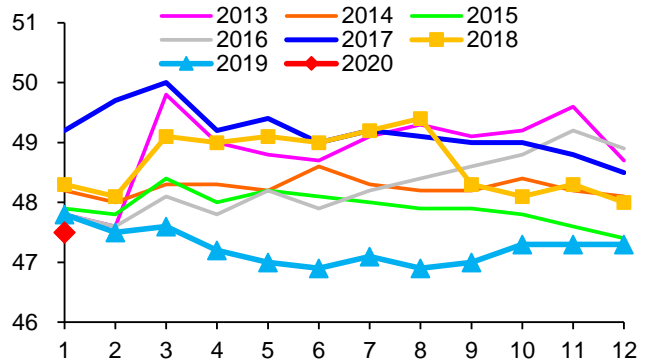
生产有所放缓, 就业小幅回升。20年1月生产指数由19年12月的53.2%明显回落至51.3%, 因春节假期来临, 生产出现季节性走弱, 印证1月前23天六大集团发电耗煤同比增速由正转负至-9.6%, 指向工业生产有所放缓。20年1月PMI从业人员指标47.5%, 较19年12月小幅回升, 且创下19年4月以来新高, 指向受春节因素影响, 就业压力有所缓解。20年1月反映劳动力供应不足的企业比重为17.6%, 比19年12月提高2.1个百分点, 制造业企业用工较为紧张, 但在疫情冲击下, 后续就业状况有待进一步观察。

图18 全国制造业 PMI 生产指标 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

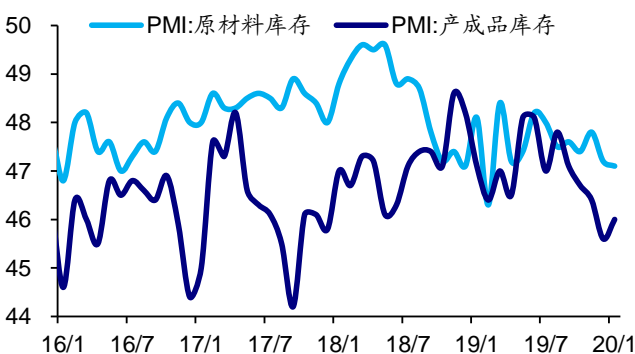
图19 全国制造业 PMI 从业人员指标 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

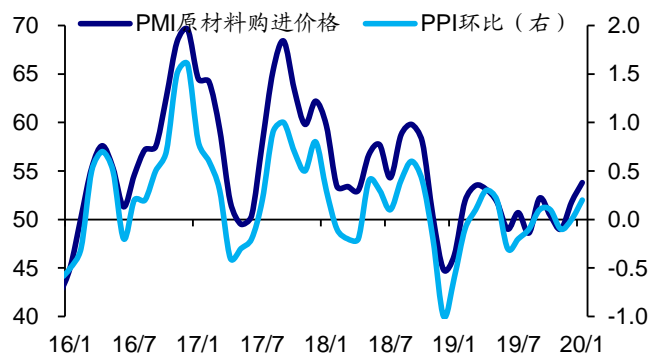
价格回升, 库存转差。受近期原油等大宗商品价格波动等因素影响, 20年1月原材料购进价格指数由19年12月的51.8%反弹至53.8%, 而出厂价格指数略降至49%, 1月国内商品价格回升, 我们预测1月PPI环涨0.2%, 同比增速由负转正至0.3%。20年1月原材料库存指数由19年12月的47.2%略降至47.1%, 产成品库存指数由12月的45.6%回升至46%, 指向库存状况有所转差。

图20 全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 制造业 PMI 原材料购进价格指数和 PPI 环比增速 (%)

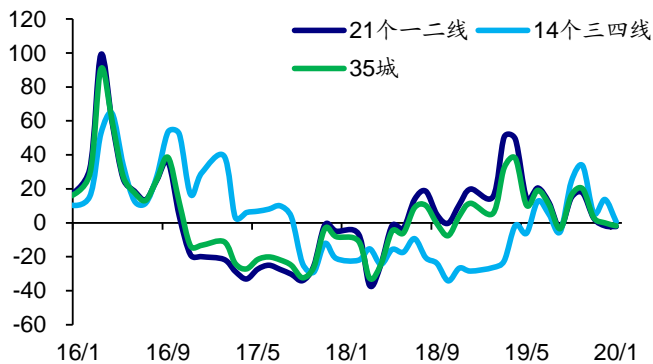


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 需求节前稳健

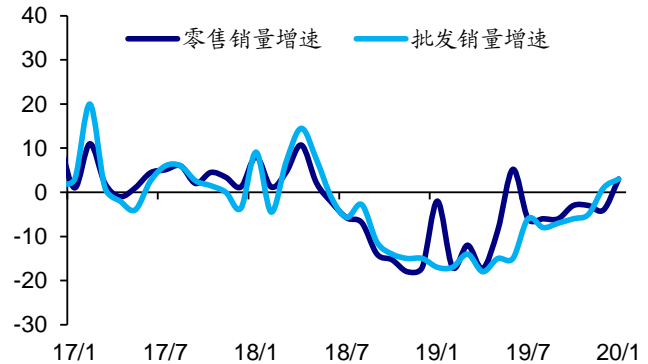
地产销量略降，汽车有所改善。20年1月前23天35城地产销量增速跌幅略扩大至-1.8%，其中三四线城市销量增速明显回落，但剔除春节效应影响，节前地产销售增速较19年12月有所回升。20年1月前18天乘联会乘用车批发、零售销量增速均回升至3%。

图22 35城商品房销量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 乘联会乘用车批发、零售销量增速 (%)

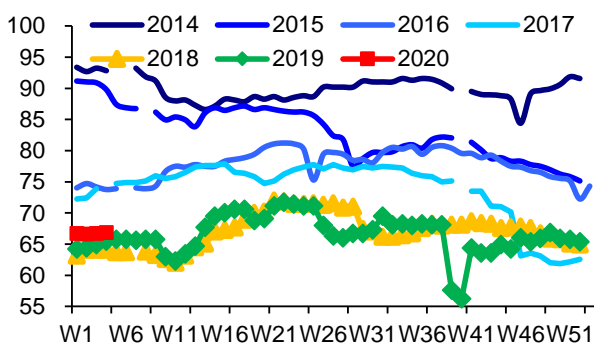


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.3 工业生产转弱

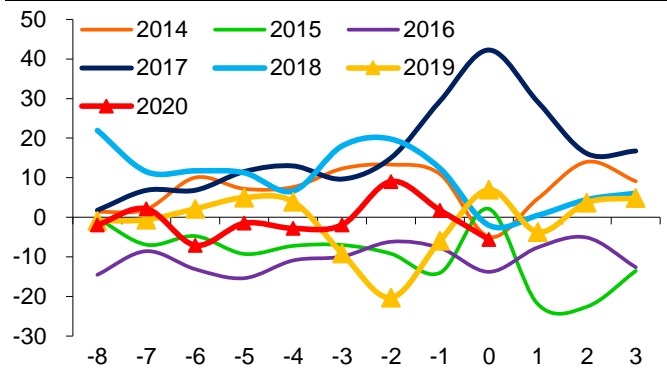
节前高炉开工略升，发电耗煤增速转负。春节前一周全国高炉开工率略升至66.9%，高于18年和19年同期水平，但同比增速回落。20年1月六大集团发电耗煤同比增速下降12.6%，较19年12月增速由正转负，农历口径下，春节当周发电耗煤增速转负至-5.6%。

图24 历年各周全国高炉开工率水平 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图25 历年春节前后各周发电耗煤同比增速 (%)

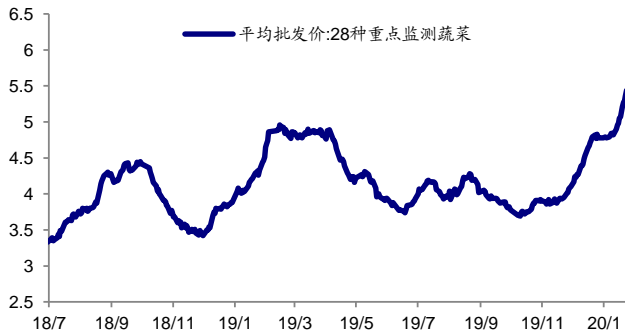


资料来源: Wind, 海通证券研究所

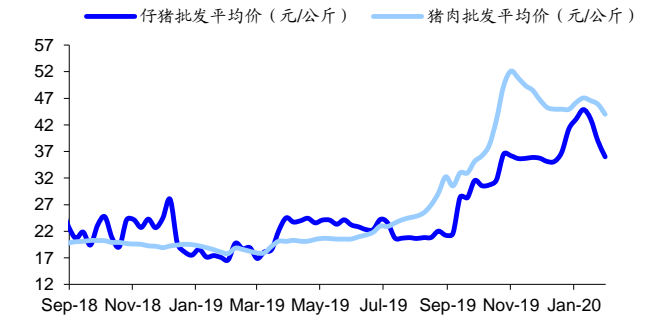
4. 物价：通胀小幅回升

4.1 食品价格普涨

节前食品价格普涨，猪肉价格环比上涨3.5%，蔬菜和水果价格分别上涨0.6%和0.9%，食品价格整体上涨1.5%。

图26 蔬菜平均批发价 (元/公斤)


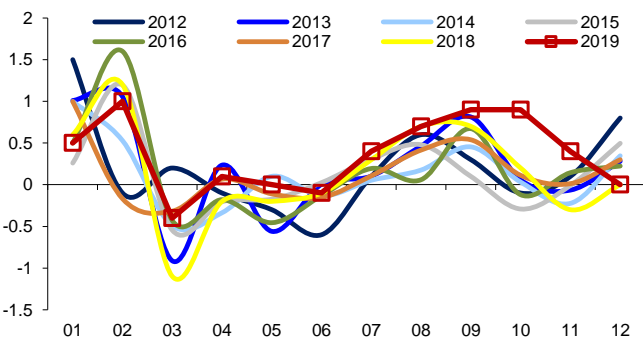
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图27 猪肉批发价格 (元/公斤)


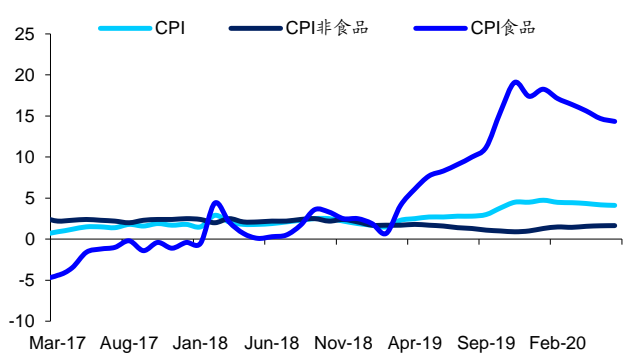
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 CPI 小幅回升

1月以来,猪价、蔬菜和水果价格相比19年12月均出现上涨。1月商务部食用农产品价格环比上涨2.4%,1月农业部农产品批发价格环比上涨4.5%,预测1月CPI同比回升至4.7%。

图28 CPI 环比 (%)


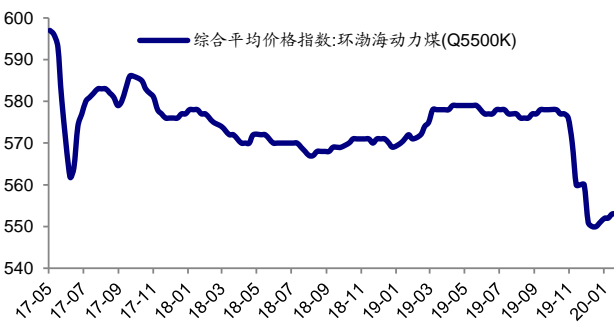
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图29 CPI 同比及成分同比走势预测 (%)


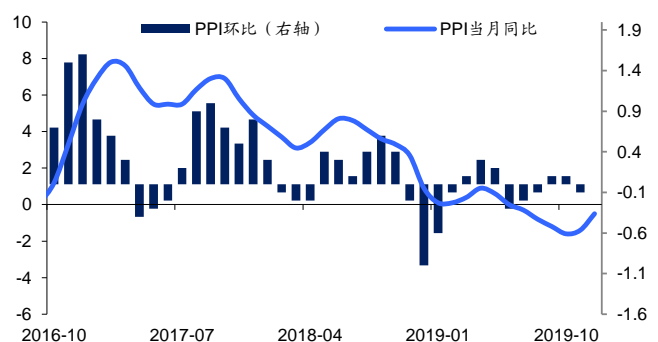
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.3 PPI 转正在即

1月国际油价回落,煤价保持稳定,钢价小幅回落,1月商务部生产资料价格指数环比上涨0.1%,考虑到去年基数较低,预计1月PPI同比将由负转正至0.3%。

图30 环渤海动力煤价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图31 PPI 同比及环比 (%)


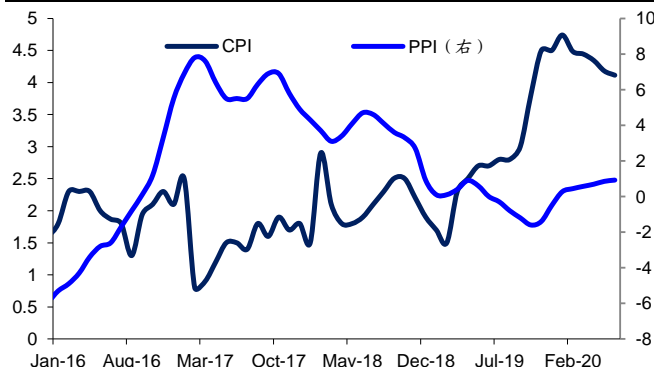
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.4 通胀短升长降

节前食品价格出现季节性上涨，考虑春节错位效应，1月CPI或将继续回升，而低基数效应下，1月PPI也将加速反弹。同时疫情导致部分地区生产停工延期，对通胀短期走势也存在扰动。但中长期来看，生猪生产逐步恢复将带动食品CPI回落，1月或是年内高点。

图32 农产品批发价格200指数


资料来源：Wind，海通证券研究所

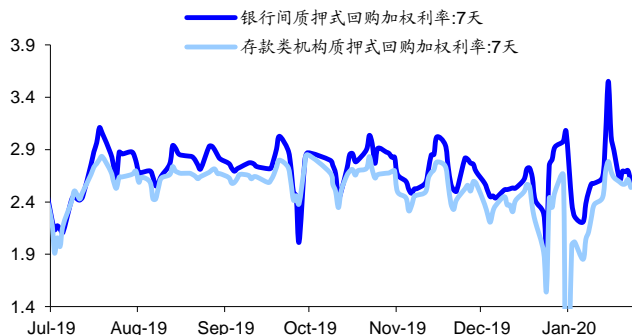
图33 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

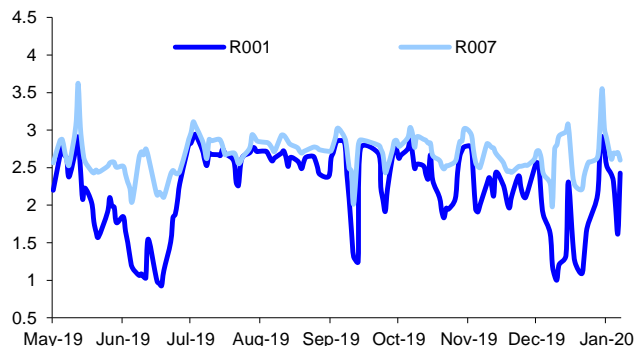
5. 流动性：保持合理充裕

5.1 货币利率回落

节前一周货币利率回落，其中 R007 均值下行 37bp 至 2.66%，R001 均值下行 45bp 至 2.15%。DR007 下行 7bp 至 2.58%，DR001 下行 42bp 至 2.06%。

图34 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

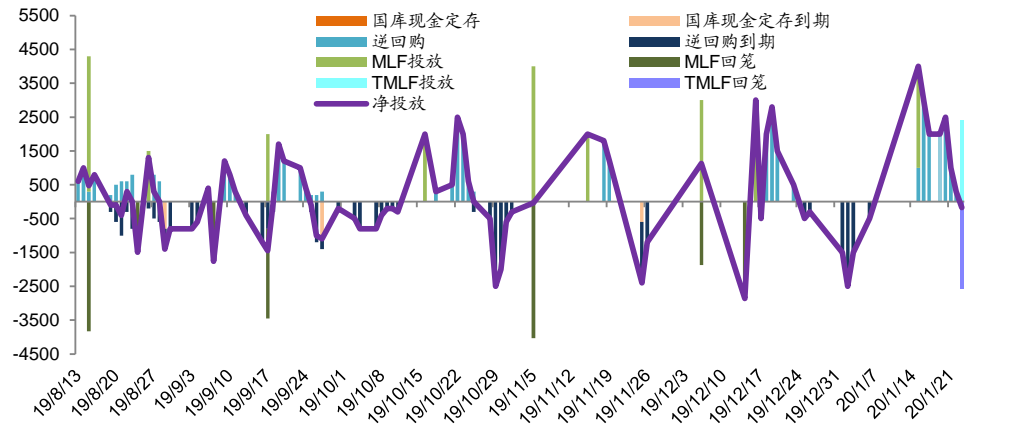
图35 R001 和 R007 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行大幅投放

节前一周央行逆回购投放 5800 亿，同时 TMLF 投放货币 2405 亿，而 TMLF 到期回笼 2575 亿，节前一周央行净投放 5630 亿。

图36 央行公开市场操作 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 汇率小幅回落

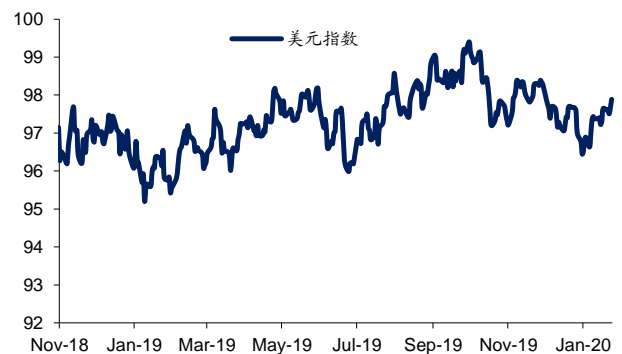
节前一周美元指数小幅回升, 人民币对美元汇率小幅回落, 在岸和离岸人民币均回落至 6.93。

图37 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图38 美元指数

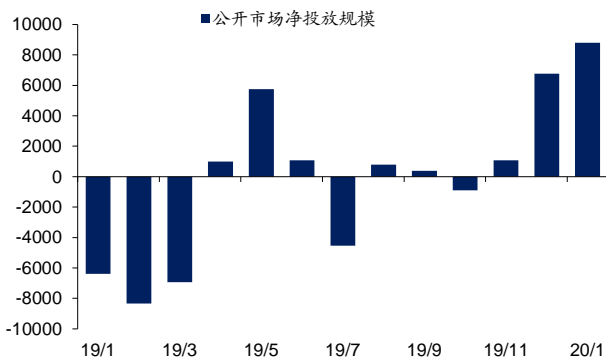


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 流动性保持充裕

节后大量资金到期, 央行或将加大公开市场投放进行对冲, 维持流动性合理充裕。近期疫情发酵影响经济, 我们认为, 央行可以在公开市场进一步引导逆回购、MLF 和 LPR 等利率下调, 同时对疫情严重地区定向降准降息来推动贷款利率下降, 降低实体经济融资成本。

图39 央行公开市场净投放规模 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图40 金融机构超额准备金率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 政策：实施错峰返程

公路交通网络不断。交通运输部发布《关于统筹做好疫情防控和交通运输保障工作的紧急通知》，要求确保做到“一断三不断”，即坚决阻断病毒传播渠道，保障公路交通网络不断、应急运输绿色通道不断、必要的群众生产生活物资的运输通道不断。不得采取封闭高速公路、阻断国省干线公路等措施，保障春运期间公路基本通行顺畅；不得简单采取堆填、挖断等硬隔离方式，阻碍农村公路交通。

实施错峰返程。中央应对疫情工作领导小组会议指出，将分类指导实施错峰返程，同意湖北省将春节假期适当延长。新增确诊病例数量增长快或隐患大地区，履行法定程序后可采取推迟开工开业开课等必要措施。疫情防控急需的医疗物资、群众基本生活保障行业，要抓紧组织复工。高等学校要执行延迟开学规定。

保障生活必需品供应。商务部印发《关于进一步强化生活必需品市场供应保障工作的通知》，指出要进一步落实好粮食安全省长负责制和“菜篮子”市长负责制，千方百计保障生活必需品市场供应。动员企业及时开门营业，增加蔬菜特别是土豆、白菜等耐储蔬菜和粮油、肉类、方便面、瓶装水、口罩等生活必需品市场供应。

7. 日历：聚焦 2 月上旬数据

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期

日期	重要经济数据指标	前值	预测值
美国			
2020/2/3	1 月制造业 PMI	47.20	--
2020/2/4	12 月耐用品:新增订单(亿美元)	2297.81	--
2020/2/4	12 月耐用品:新增订单:季调:环比	-3.09	--
2020/2/4	12 月全部制造业:新增订单(亿美元)	4753.82	--
2020/2/5	1 月 ADP 就业人数:环比:季调(%)	0.16	--
2020/2/5	1 月非制造业 PMI	55.00	--
2020/2/6	2 月 01 日当周初次申请失业金人数:季调(千人)	216.00	--
2020/2/7	1 月失业率:季调(%)	3.50	--
2020/2/7	1 月新增非农就业人数:季调(千人)	145.00	--
欧元区			
2020/2/3	1 月欧元区:制造业 PMI	46.30	46.80
2020/2/4	12 月欧盟:PPI:同比(%)	-1.00	--
中国			
2020/2/7	1 月外汇储备(亿美元)	31079.24	--

资料来源：海通证券研究所根据 FX168 财经等相关资料整理

信息披露

分析师声明

姜超	宏观经济研究团队
于博	宏观经济研究团队
李金柳	宏观经济研究团队
宋潇	宏观经济研究团队
陈兴	宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 z zq11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 联系人 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金鑫(010)58067851 gjy12727@htsec.com
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com