

相关研究

《思考疫情过后的几个长期变化》

2020.02.15

《疫情下的行业众生相：机会还是挑战？

——新型肺炎疫情影响之二》2020.02.09

《遭遇黑天鹅，应对比预测重要》

2020.02.08

生产恢复偏慢，通胀分化延长

投资要点：

● 宏观专题：复工可还顺利？

● **经济、疫情两手抓，顺利复工是关键。**为应对新型肺炎疫情，国务院延长春节假期，而各地也将企业复工时间延后，近期国家层面对于节后复工高度重视，提出要做到“疫情防控”和“经济发展”两手抓，而能否顺利复工将是完成经济发展目标的关键。

● **上游开工好于下游，需求受限运输不畅。**工业品产量和行业开工率是观测工业生产最直接的指标。**首先**，由轮胎开工率所反映出的汽车行业生产情况并不乐观，但全钢胎所对应的货车相对好于轿车。**其次**，工程机械设备的利用率能够反映建筑业开工情况，铁甲网数据显示复工后设备开工率仍明显偏低。**第三**，节后钢材产量较节前不升反降，明显背离季节性，主因企业缺乏生产意愿。**第四**，以化工中的PTA产业链来看，偏上游的PTA工厂开工率基本稳定，偏中下游的聚酯切片和涤纶长丝稳中趋缓，而下游江浙织机生产近乎停摆。**最后**，节后能源行业开工情况较节前也有放缓，其中大企业开工相对较强。

● **电力、交运可资印证，复工情况或不理想。**其它指标也可印证当前偏慢的复工进度，最主要的是**电力和交通运输情况**。一方面，节后发电耗煤增速跌幅仍在不断扩大，而另一方面，今年返程客流时间跨度拉大，春节过后客流较19年同期大幅下滑，均意味着当前工业生产恢复的进度可能并不理想。

● **劳动密集行业承压，适当加快复工节奏。**由于人员薪酬的刚性特征和对劳动力返岗的依赖，当前轻工业等劳动密集型企业压力更大。而复工偏慢将显著拖累我国经济增长速度，因此，在非湖北地区疫情稳定之后，可以考虑适当降低交通管制级别，支持企业尽快复工复产。

● 一周扫描：

● **海外：鲍威尔出席国会听证会，英国19年GDP小幅回升。**上周鲍威尔出席国会听证会表示，对美国经济前景有信心，暗示利率政策维持不变。美国2月消费者信心指数初值升至100.9，创18年4月以来新高。美国1月CPI同比增长2.5%，高于预期和前值。英国19年GDP实际增长1.4%，高于前值。

● **经济：生产恢复偏慢。**1月和2月前14天35城地产合计销量增速较19年同期下滑31%。20年1月中汽协、乘联会乘用车销量同比增速跌幅分别扩大至-20.2%、-21.5%。需求明显走弱。上周全国高炉开工率继续回落至62.7%，创14年以来同期新低，Mysteel样本钢厂产量增速由正转负。2月前14天六大集团发电耗煤同比增速略降至-12.8%，农历口径下，春节后第二周发电耗煤同比增速跌幅继续扩大至-38%。生产恢复偏慢。

● **物价：通胀分化延长。**1月CPI同比大幅上升至5.4%，创下11年10月以来新高。2月以来猪价小幅回升，水果价格基本平稳，但菜价继续上涨，预计2月CPI同比维持在5.4%。1月PPI同比大幅回升至0.1%，由负转正。但受到疫情影响，国内油价和钢价下降，煤价回升，预计2月PPI同比将回落至-0.3%。整体来说，短期物价或继续分化，CPI高位和PPI低位的时间或拉长。

● **流动性：资金保持充裕。**上周货币利率回落，其中R007均值下行至2.32%，R001均值下行至1.58%。DR007下行至2.12%，DR001下行至1.45%。上周央行逆回购投放10000亿元，净回笼2800亿。上周人民币对美元汇率先升后贬，在岸和离岸人民币分别小幅回升至6.98和6.99。2月12日中央政治局常委会会议要求统筹做好疫情防控和经济社会发展，保持稳健的货币政策灵活适度。受疫情影响，1季度经济或将减速，预计短期内货币政策将维持宽松。

● **政策：坚持今年任务目标。**政治局常委会会议指出，要加大宏观政策调节力度，更好发挥积极的财政政策作用，保持稳健的货币政策灵活适度。证监会调整上市公司再融资制度部分条款，将非公开发行股票锁定期由36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月。《求是》杂志发表重要文章指出，我们仍然要坚持今年经济社会发展目标任务，党中央确定的各项任务目标都要完成。

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：应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 宏观专题：复工可还顺利？	6
1.1 经济、疫情两手抓，顺利复工是关键	6
1.2 上游开工好于下游，需求受限运输不畅	6
1.3 电力、交运可资印证，复工情况或不理想	9
1.4 劳动密集行业承压，适当加快复工节奏	11
2. 海外：鲍威尔出席国会听证会，英国 19 年 GDP 小幅回升	11
2.1 美联储主席鲍威尔出席国会听证会	12
2.2 英国 19 年 GDP 小幅回升	12
3. 国内经济：生产恢复偏慢	12
3.1 需求明显走弱	12
3.2 生产恢复偏慢	12
4. 物价：通胀分化延长	13
4.1 1 月 CPI 创新高	13
4.2 预测 2 月 CPI 维持高位	13
4.3 预测 2 月 PPI 回落	14
4.4 通胀分化延长	14
5. 流动性：资金保持充裕	15
5.1 货币利率回落	15
5.2 央行小幅回笼	15
5.3 汇率小幅回升	15
5.4 流动性保持充裕	16
6. 政策：坚持今年任务目标	16
7. 日历：聚焦 2 月下旬数据	16

图目录

图 1	历年各周全钢胎开工率 (%)	7
图 2	历年各周半钢胎开工率 (%)	7
图 3	我国历年春节当月小松设备利用小时数 (小时)	7
图 4	春节前后全国设备开工率	7
图 5	20 年春节前后各周螺纹和全部钢材产量增速 (%)	8
图 6	Mysteel 样本钢厂节后各周钢材产量同节前之比 (%)	8
图 7	20 年春节前后各周化纤产业链各品种开工率情况 (%)	8
图 8	春节前后各周炼油厂开工率 (%)	9
图 9	春节前后各周焦化企业开工率 (%)	9
图 10	历年春节前后 6 大发电集团日均耗煤量合计 (万吨)	10
图 11	历年春节前后各周发电耗煤同比增速 (%)	10
图 12	19 年、20 年春节前后全国旅客单日发送量及 20 年发送量占比	10
图 13	百城拥堵延时指数均值及一线城市指数均值	11
图 14	20 年节后迁入一线城市规模占 19 年同期比例 (%)	11
图 15	制造业各行业从业人员数量与主营业务收入之比 (人/亿元)	11
图 16	35 城商品房月度销量同比增速 (%)	12
图 17	乘联会乘用车销量同比增速 (%)	12
图 18	历年各周全国高炉开工率水平 (%)	13
图 19	历年春节前后各周发电耗煤同比增速 (%)	13
图 20	CPI 同比增速 (%)	13
图 21	历年 CPI 环比涨幅 (%)	13
图 22	农产品批发价格指数 (2015 年=100)	14
图 23	食品 CPI、非食品 CPI 和 CPI 同比及预测 (%)	14
图 24	PPI 同比和环比走势 (%)	14
图 25	布伦特原油价格 (美元/桶)	14
图 26	CPI 和 PPI 同比及预测 (%)	14
图 27	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	15
图 28	R001 和 R007 (%)	15
图 29	央行公开市场操作 (亿元)	15
图 30	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	16

图 31	美元指数	16
图 32	央行公开市场净投放规模（亿元）	16
图 33	7 天逆回购利率（%）	16

表目录

表 1 国家层面对于春节后复工复产的相关政策及表态.....	6
表 2 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：复工可还顺利？

1.1 经济、疫情两手抓，顺利复工是关键

春节假期延长，复工时间推后。为应对新型肺炎疫情，1月26日，国务院发布通知延长春节假期至2月2日，此后各省市也随之调整了各自的假期安排。在疫情风险仍未消除的情况下，对企业复工时间的规定更是有所延后，这主要取决于当地受疫情影响的程度，除疫情最为严峻的湖北（不得早于2月20日24时）和温州地区（不得早于2月17日24时）外，多数省市均规定，必需行业¹之外企业复工的时间不得早于2月9日24时，也即从2月10日起放开复工时限。天津、四川两地则未明确规定复工时间。与此同时，部分城市还出台了针对细分行业的复工时间规定，特别是建筑行业的复工时间要晚于一般行业。

经济、疫情两手抓，顺利复工是关键。目前全国多数省市已陆续开始复工复产，而近期国家层面对于春节后复工工作也高度重视，提出要做到“疫情防控”和“经济发展”两手抓。2月3日政治局常务委员会召开会议强调，要在做好防控工作的前提下，全力支持和组织推动各类生产企业复工复产。国务院联防联控机制也发布通知要求统筹制定分类分批复工复产方案。2月12日政治局常委委员会再次召开会议，强调要“统筹做好疫情防控和经济社会发展”，尽可能减少非疫情防控重点地区的疫情防控工作对群众生产生活的影 响。2月16日《求是》杂志发表重要文章，指出“我们仍然要坚持今年经济社会发展目标任务，党中央确定的各项任务目标都要完成”、“积极推动企业复工复产”、“推动重大项目开工建设”。而能否顺利复工、使生产尽快恢复到正常水平将是完成经济发展目标的关键。

表 1 国家层面对于春节后复工复产的相关政策及表态

时间	相关文件及会议	主要内容
1月26日	国务院办公厅《关于延长2020年春节假期的通知》	延长2020年春节假期至2月2日（农历正月初九，星期日），2月3日（星期一）起正常上班。
2月3日	政治局常务委员会会议	要在做好防控工作的前提下，全力支持和组织推动各类生产企业复工复产，加大金融支持力度，加大企业复产用工保障力度，用好用足援企稳岗政策，加大新投资项目开工力度，积极推进在建项目。
2月8日	国务院联防联控机制《关于切实加强疫情科学防控有序做好企业复工复产工作的通知》	要推动分批有序错峰返岗返岗，统筹制定分类分批复工复产方案，涉及重要国计民生的领域，要保障条件立即推动复工复产，重大工程和重点项目员工要及时返岗、尽早开工。
2月8日	交通运输部《关于做好疫情防控加快公路水运工程复工复产开工建设加大交通投资力度的通知》	除湖北省和其他疫情防控任务较重地区外，气候条件符合施工要求的，原则上应在2020年2月15日前做好复工准备，力争2月20日前复工。
2月11日	国务院常务会议	要在全以赴抓好疫情防控同时，分类有序推动企业复工复产。分类不仅要分地区，而且要分行业，要确保有序，不能“眉毛胡子一把抓”。要在确保做好防疫工作的前提下，分类指导，有序推动央企、国企等各类企业复工复产。统筹做好疫情防控和经济社会发展，既是一次大战，也是一次大考。
2月12日	政治局常务委员会会议	我们仍然要坚持今年经济社会发展目标任务，党中央决策部署的经济社会发展各项工作都要抓好，党中央确定的各项任务目标都要完成。积极推动企业复工复产。推动重大项目开工建设。
2月16日	《求是》杂志《在中央政治局常委会会议研究应对新型冠状病毒肺炎疫情工作时的讲话》	我们仍然要坚持今年经济社会发展目标任务，党中央决策部署的经济社会发展各项工作都要抓好，党中央确定的各项任务目标都要完成。积极推动企业复工复产。推动重大项目开工建设。

资料来源：中国政府网，交通运输部，《求是》杂志，海通证券研究所

1.2 上游开工好于下游，需求受限运输不畅

观测工业生产情况最为直接和准确的指标当属工业产品的产量，但产量通常按月发布，更高频数据的可获得性较差，而行业开工率情况由于发布频率较高，往往能够补上产量高频数据缺乏的不足。接下来我们不妨先从产量和开工率数据来看下当前主要行业

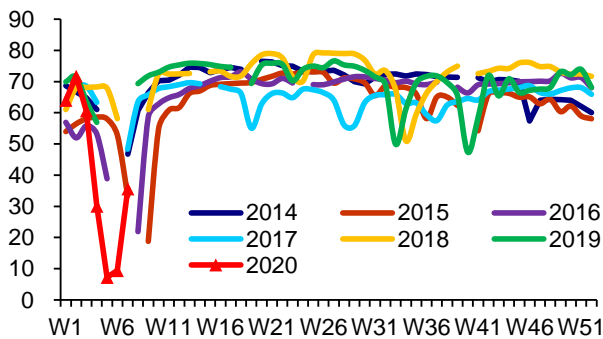
¹ 必需行业指“城市运行必需（供水、供气、供电、通讯等行业）、疫情防控必需（医疗器械、药品、防护用品生产和销售等行业）、群众生活必需（超市卖场、食品生产和供应等行业）及其它涉及重要国计民生的相关企业”。

的开工进展。

汽车：开工率同期新低，货车好于轿车。 轮胎是汽车必不可少的组成部分，因此可以通过轮胎的生产来推断汽车行业的开工情况。自 2 月 10 号各地陆续复工以来，全钢胎开工率由复工前的 9.4% 明显上行至 35.6%，超过了节前水平，而半钢胎开工率由复工前的 10.1% 略回升至 14.5%，较节前开工率仍有一定距离，由于全钢胎主要用于货车，这或许意味着在疫情保供之下，货车的生产要好于轿车。但按农历口径来看，两者均创下 14 年以来同期新低，复工情况仍不乐观。

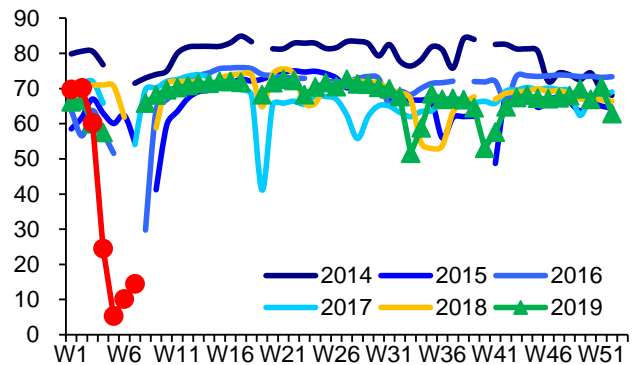
经销商复工两成，销售不畅影响生产。 从下游汽车经销商的复工情况来看，根据中国汽车流通协会对 65 家汽车经销商集团超过 4200 家 4S 店的调查，自 2 月 10 日到 14 日，已复工的 4S 店占比仅略超 20%，整车销量只能达到往年同期的不到 5%，售后产值只能达到往年同期的 6.4%。阻碍汽车经销商复工的最大障碍在于地方政府对复工时间进行了规定，而近半数企业复工申请未得到批准，另外，防疫物资的短缺也是影响复工的重要原因之一。那么，既然下游的销售活动难以正常展开，库存也存在积压的现象，这自然对汽车生产的恢复产生一定的影响。

图1 历年各周全钢胎开工率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

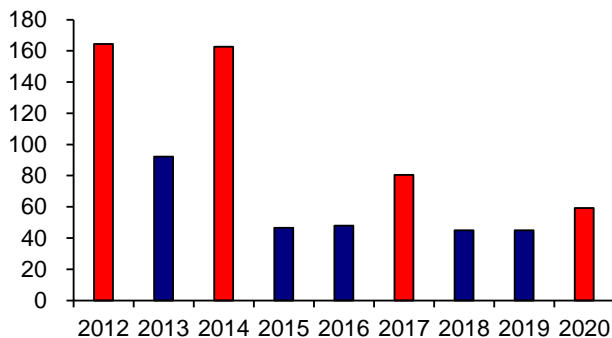
图2 历年各周半钢胎开工率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

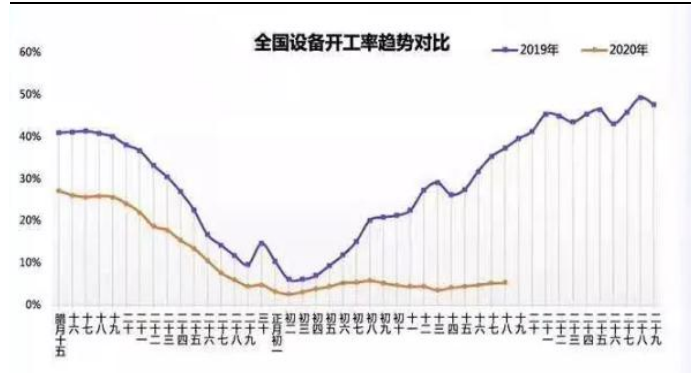
工程机械：机械设备开工不足，建筑生产尚未恢复。 工程机械行业的下游需求主要集中于建筑业，因此，可以通过其设备利用情况来判断建筑行业开工。这其中被普遍采用的指标当属小松公司公布的设备利用小时数，但是目前这一数据只更新到了 20 年 1 月份，根据其最新数据来看，20 年 1 月我国设备利用小时数为 59.3，虽然在 12 年以来同期中处于中等水平，但和春节处在 1 月的年份相比，这一数据明显偏低，而 2 月数据值得重点关注。另外，根据铁甲工程机械网的统计，复工之后其跟踪的设备开工率存在持续缓慢的回升态势，但无论是与 19 年同期相比，还是较节前相比，均明显偏低，当前全国设备开工率尚不足 10%，而节前腊月十五尚在 30% 左右的水平。这意味着下游建筑行业生产活动尚未明显恢复。

图3 我国历年春节当月小松设备利用小时数 (小时)



资料来源：小松公司，海通证券研究所
注：红色柱表示春节在 1 月的年份。

图4 春节前后全国设备开工率

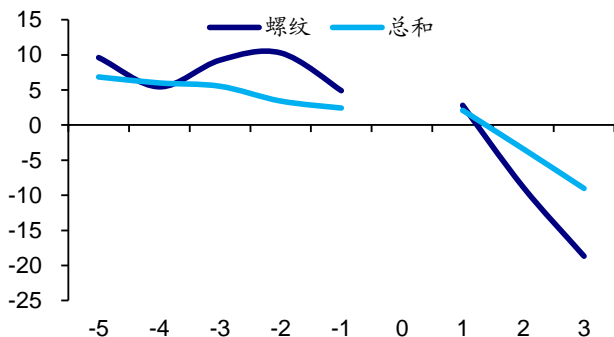


资料来源：铁甲工程机械网，海通证券研究所

钢铁：产量增速跌幅扩大，生产水平不升反降。钢铁行业的数据相对丰富，特别是周度频率的钢厂钢材产量，能够使得我们对行业生产情况把握更为准确。根据Mysteel的数据，农历口径下，其样本钢厂螺纹钢和全部钢材产量增速在春节之后由正转负，且复工以来跌幅仍在持续扩大。而值得注意的是，按照往年情况来看，节后各周的钢材产量应当逐步恢复，比如19年节后第一周的产量就达到了节前平均产量的98%，节后第二周恢复至101%，17年和18年虽然同期恢复程度不同，但走势与19年类似，而20年节后，钢材产量不升反降，节后第一周产量还能达到节前平均水平的95%，节后第二周降至92%，第三周更是降至88%，这意味着钢铁行业节后生产不仅没有回升，反而存在收缩的趋势。

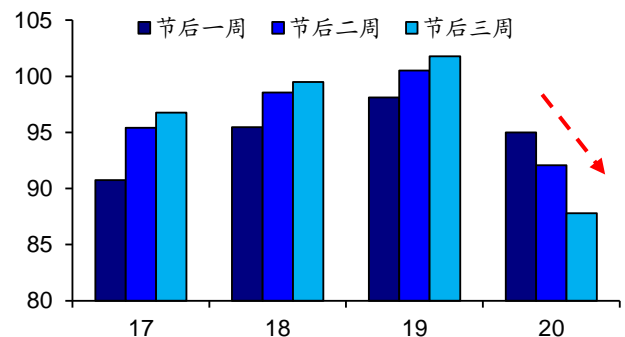
库存被动累积，缺乏生产意愿。为何钢铁行业生产背离季节性？从钢铁行业的开工数据来看，春节假期过后，全国高炉开工率较节前有所下滑，2月10号复工当周约在62.7%，比节前回落3-4个百分点，但仍高于18年同期水平，不如产量数据变动剧烈。而即便在生产并不强劲的背景之下，钢厂钢材库存仍然被动累积，创下16年以来新高，这意味着需求端相对供给更为疲弱。因此，行业生产的收缩更大程度上是企业缺乏生产意愿的结果。

图5 20年春节前后各周螺纹和全部钢材产量增速(%)



资料来源：Mysteel，海通证券研究所

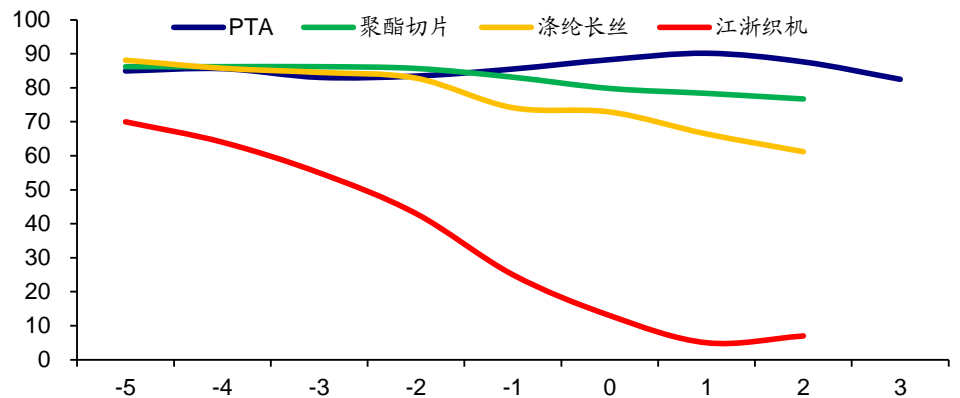
图6 Mysteel 样本钢厂节后各周钢材产量同节前之比(%)



资料来源：Mysteel，海通证券研究所

化工：上游开工好于下游，江浙织机近乎停摆。以具备代表性的PTA产业链来看化工行业的生产情况，春节假期前后，偏上游的PTA工厂开工率基本保持稳定，20年春节后第一周和第二周甚至处于18年以来同期新高，节后第三周出现回落，但仍超过80%，偏中下游的聚酯切片和涤纶长丝开工情况同样稳中趋缓，而下游江浙织机生产则是自节前开始大幅回落，目前已降至14年以来历史新低，开工率不足10%，近乎停摆。

图7 20年春节前后各周化纤产业链各品种开工率情况(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

能源：节后开工有所放缓，大企业生产相对较强。从能源品生产行业来看，节后开工情况较节前也有明显的放缓迹象，但整体来看，开工率尚能保持在一定水平，回落幅度远没有下游行业显著，比如炼油厂开工率节前约在84%左右，而节后第二周的水

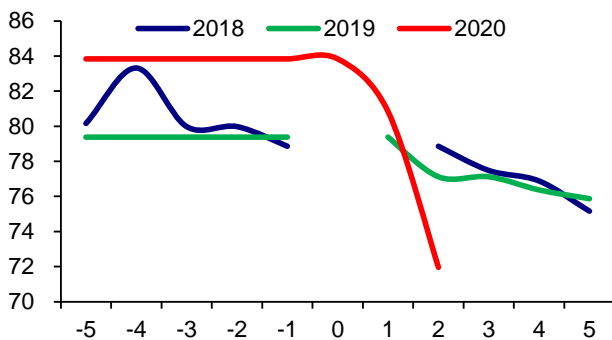
平降至 72%。焦化企业的情况炼油厂类似，而且，从各类型企业开工率情况比较中可以看出，当前大企业的开工情况相对较强，如产能大于 200 万吨的焦化企业节后第三周开工率超过 65%，而 100-200 万吨之间产能的焦化企业开工率不足 60%，产能 100 万吨以下的焦化企业开工率不足 50%。

总结来看当前行业开工情况，我们能够得到两点基本的结论：

一是上游行业开工普遍好于下游。由于上游部分原材料类行业在春节期间并不停工，负荷率没有特别明显的下降，而返程人员数量对其制约又没有春节期间停工的下游行业显著，因此，上游行业开工情况普遍要好于下游。

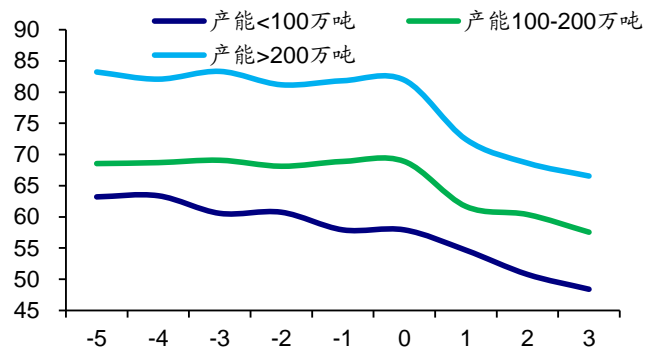
二是企业复工偏慢主要来自运输瓶颈和需求受限两大因素。之所以工业企业复工进度偏慢，一方面，当然和当前的交通限制措施有关，部分生产所需的原材料难以得到充足保障，客观上制约了生产进度的恢复；另一方面，同样重要的是，由于疫情防控措施仍紧，经营活动还没有正常展开，即便原料运输和生产能力能够满足条件，但下游需求受限造成库存的被动积压，比如汽车经销商复工目前也仅二成左右，那么如果汽车生产放量，下游也难以正常消化，这正是部分原材料制造行业如钢铁、化工等在节后反倒收缩生产的原因。

图8 春节前后各周炼油厂开工率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图9 春节前后各周焦化企业开工率 (%)



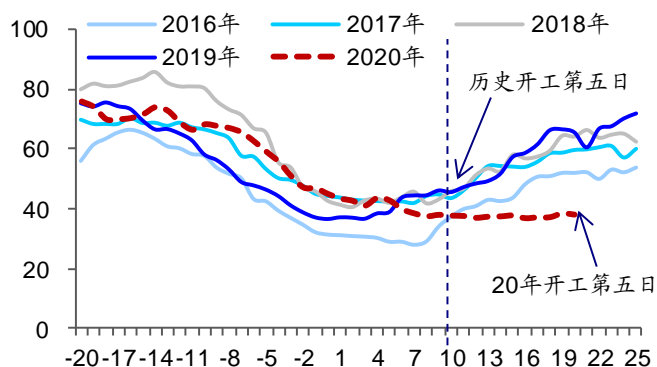
资料来源：WIND，海通证券研究所

1.3 电力、交运可资印证，复工情况或不理想

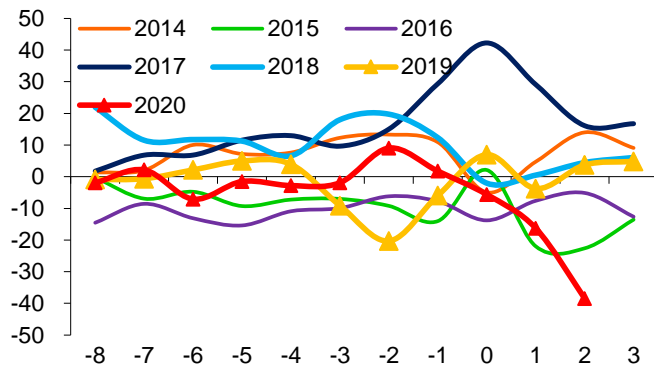
我们还可以通过其它指标来印证当前的复工进度，但对生产的反映相对而言不如产量和开工数据准确。

一方面，电力是生产活动的必要保障，18年工业用电量占全社会用电量的近七成，这意味着我们可以通过电力运行情况来考察生产态势，我国当前发电结构仍然以火力发电为主，而火力发电离不开煤炭作为能源供给，因此，高频的发电耗煤数据成为跟踪生产的重要指标之一。

发电耗煤跌幅扩大，复工进度或不理想。根据往年情况来看，六大集团日均耗煤量在春节期间下滑至底部，并于假期结束后会开始重新回升。而今年截至2月14日（春节后第20日），六大集团的日均耗煤量仍处于低位徘徊态势，持续处于16年以来同期新低，暂未出现明显回升的迹象。按照农历口径来看，六大集团发电耗煤同比增速跌幅在节后不断扩大，复工以来这一周仍较19年同期下滑近40%，指向工业生产恢复的进度可能并不理想。

图10 历年春节前后6大发电集团日均耗煤量合计(万吨)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

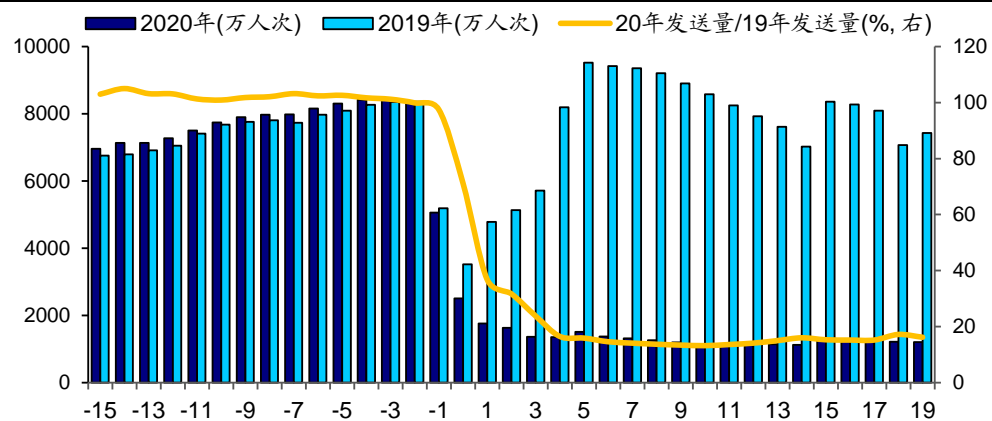
图11 历年春节前后各周发电耗煤同比增速(%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

另一方面, 交通流量能够反映人员往来和货物流动, 而对于部分工业行业来说, 保证劳动力的顺利返程返岗和物流畅通是企业复工的重要前提, 因此, 可以通过对交通流量数据的跟踪, 在一定程度上观察复工复产程度的强弱, 但是其缺陷也相对突出。

错峰返程客流平缓, 人手不足拖累复工。 由于疫情防控所采取的隔离措施, 虽然20年春节前春运客流基本和往年规律一致, 但在春节之后, 返程客流出现了大幅度的下降, 根据交通运输部的数据, 截至2月14日, 节后全国共发送旅客2.83亿人次, 同比下降超过了80%, 仅为往年春运客流的六分之一, 并没有出现同往年一样明显的返程高峰。返程客流时间跨度的拉大使得部分工业行业面临着劳动力的短缺, 拖累了其复工的节奏, 根据铁路部门统计, 目前务工客流仅51%完成出行, 而据交通运输部数据, 农民工已返程约8000万人次, 占预计的农民工返程客运量比重不足三成。

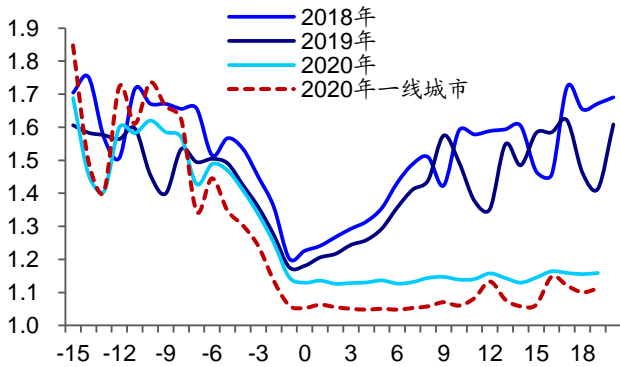
而且, 从今年的情况来看, **返程也并不等同于劳动力能够复工。** 由于新型肺炎有14天左右的潜伏期, 多数地区规定了外地返回人员需进行14天的居家隔离, 因此从劳动力的返程到其到岗复工还需延后近半个月时间, 进一步拖慢实际复工进度。

图12 19年、20年春节前后全国旅客单日发送量及20年发送量占比


资料来源: 交通运输部, 海通证券研究所, 注: 横轴为历年春节前20日到春节后19日数据, 0即指春节当日

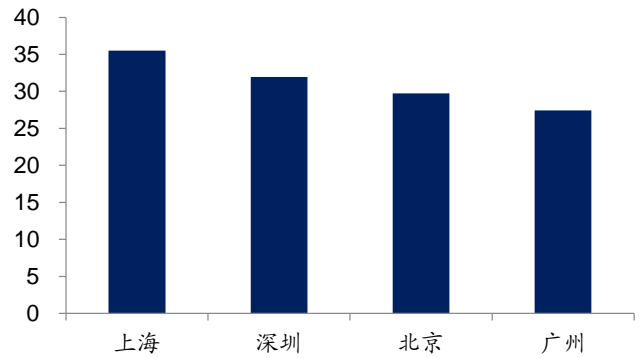
多家机构利用大数据技术发布的交通流量指数, 为我们在较高频率上检测交通流量变动趋势提供了很好的工具。比如在城际交通方面, 百度地图慧眼所发布的迁徙规模指数, 就能够较为清楚地反映出人口的迁入迁出趋势, 像作为人口流入集中地的一线城市, 其节后迁入规模指数均值不足19年同期的40%, 反映返程进度偏慢; 再比如在城内交通方面, 高德发布的拥堵延时指数, 就能够对市内交通流量以很好地刻画, 根据百城拥堵延时指数的平均值来看, 春节至今主要城市交通活动情况仍处同期低位, 未见明显起色, 但一线城市有从低位震荡上行的态势。

图13 百城拥堵延时指数均值及一线城市指数均值



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 20年节后迁入一线城市规模占19年同期比例(%)

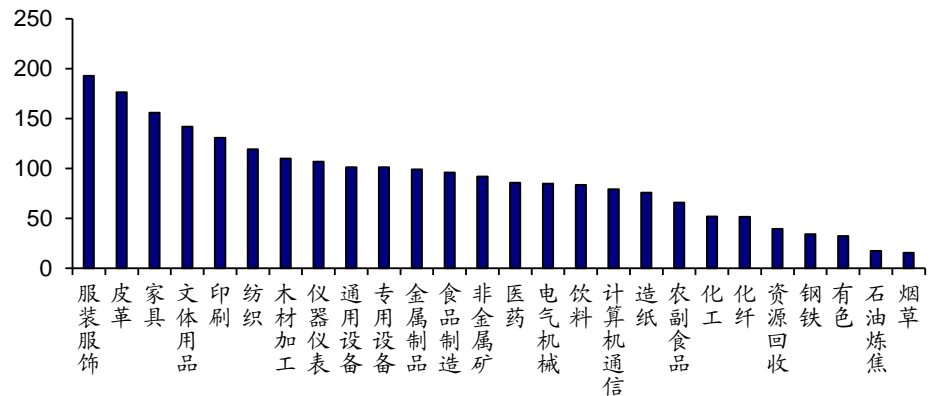


资料来源: 百度地图慧眼, 海通证券研究所, 数据为正月初一至正月二十

1.4 劳动密集行业承压, 适当加快复工节奏

薪酬支出存在刚性, 劳动密集行业承压。当前复工节奏偏慢对于劳动密集型的制造业行业而言, 无疑具有更大的影响。一方面, 人员薪酬支出属于固定成本, 即便在受到疫情影响下企业难以迅速复工, 这部分支出仍然具有较强的刚性特征; 而另一方面, 劳动密集型行业的复产更加依赖于劳动力返岗, 因此在人员流动限制放松有限的情况下, 生产活动愈发难以恢复至正常水平。以创造每单位主营收入所需要的从业人员数量来衡量行业劳动密集程度, **服装、皮革和家具等轻工业行业**位居前列, 这些行业在疫情防控、复工推迟下或将受到较大冲击, 而钢铁、有色等行业所受影响相对有限。

图15 制造业各行业从业人员数量与主营业务收入之比(人/亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

适当加快复工节奏, 降低疫情经济影响。我们看到, 虽然各地已经陆续开工, 但是当前工业生产恢复的情况仍不乐观。**一方面**, 由于疫情防控所采取的管制措施, 企业正常生产仍面临着很多现实的阻碍, 比如无法通过政府审批、原材料供应不畅以及人员无法及时到岗等客观因素; **另一方面**, 更值得关注的是, 由于下游的正常销售经营活动还没有恢复, 需求疲弱使得企业自身生产意愿不足, 甚至在部分行业节后出现了生产收缩的现象, 这势必给我国 1 季度乃至全年的经济增长造成更大的压力。从目前的疫情情况来看, 全国除湖北省以外的新增确诊病例数已出现连续下降, 而 19 年湖北省 GDP 占全国比重也仅在 5% 左右。因此, 我们认为, **在非湖北地区疫情情况稳定之后, 可以适当降低交通管制级别, 并支持企业尽快复工复产, 尽可能降低疫情带来的经济影响。**

2. 海外: 鲍威尔出席国会听证会, 英国 19 年 GDP 小幅回升

2.1 美联储主席鲍威尔出席国会听证会

美联储主席鲍威尔出席国会听证会。上周，美联储主席鲍威尔出席国会听证会表示，对美国经济前景有信心，暗示利率政策维持不变，并将逐渐取消积极回购操作，但对美国债务继续增长表示担心，未来如果经济衰退，美联储将积极动用 QE，但尚不考虑使用负利率。

美国消费者信心指数延续回升。上周五，美国商务部公布 1 月零售销售环比增速 0.3%，持平于前值和预期；核心零售销售环比增 0.3%，弱于前值 0.7%。同日公布的 2 月密歇根大学消费者信心指数初值继续升至 100.9，创 18 年 4 月以来新高。

美国公布 1 月 CPI 数据。上周四，美国公布 1 月 CPI 同比增长 2.5%，高于预期 2.4%和前值 2.3%，为 18 年 10 月以来最大涨幅；核心 CPI 同比增长 2.3%，持平于前值。

2.2 英国 19 年 GDP 小幅回升

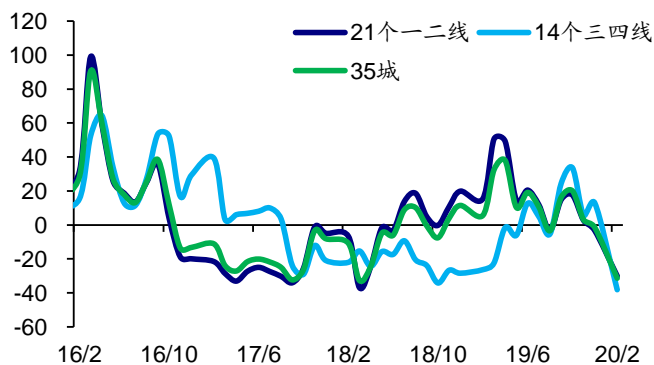
英国 19 年 GDP 小幅回升。上周二，英国公布 19 年 GDP 实际增长 1.4%，略高于前值 1.3%，但 19 年四季度 GDP 环比零增长，不及前一季度 0.5%的增速。

3. 国内经济：生产恢复偏慢

3.1 需求明显走弱

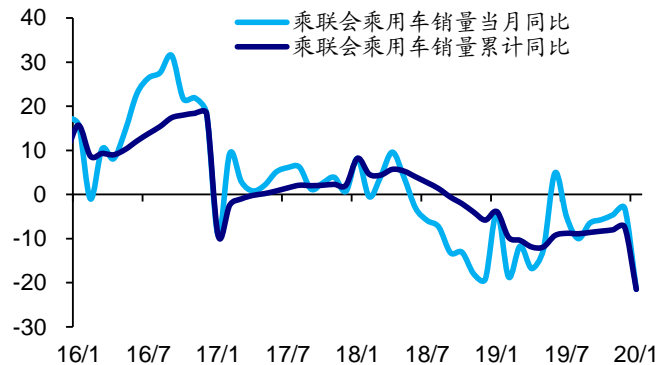
地产销量下滑，汽车销售回落。2 月前 14 天 35 城地产销量同比增速降幅扩大至 -83%，1 月和 2 月前 14 天 35 城地产合计销量增速较 19 年同期下滑 31%。20 年 1 月中汽协、乘联会乘用车销量同比增速跌幅分别扩大至 -20.2%、-21.5%。

图16 35 城商品房月度销量同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 乘联会乘用车销量同比增速 (%)

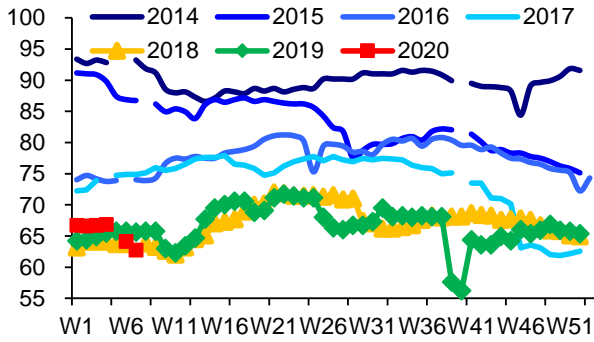


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 生产恢复偏慢

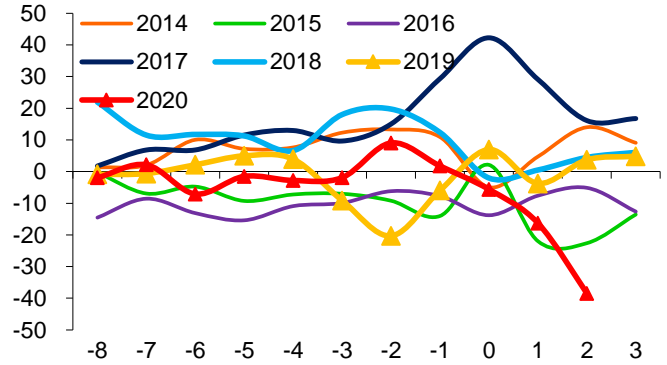
高炉开工同期新低，发电耗煤降幅扩大。上周全国高炉开工率继续回落至 62.7%，创 14 年以来同期新低，Mysteel 样本钢厂产量增速由正转负。2 月前 14 天六大集团发电耗煤同比增速略降至 -12.8%，农历口径下，春节后第二周发电耗煤同比增速跌幅继续扩大至 -38%。

图18 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19 历年春节前后各周发电耗煤同比增速 (%)



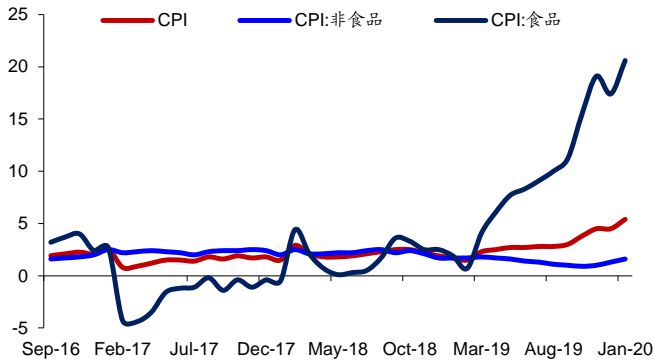
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 物价：通胀分化延长

4.1 1月CPI创新高

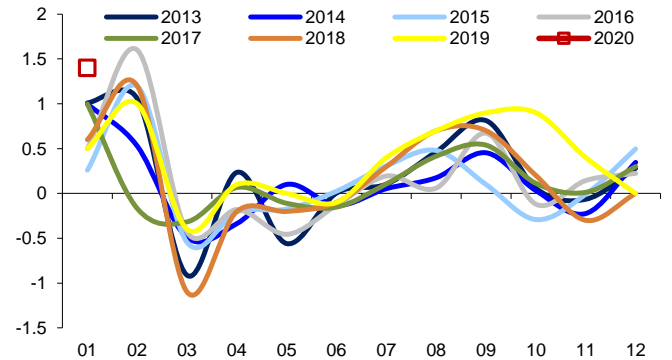
1月CPI环比上涨1.4%，同比大幅上升至5.4%，创下11年10月以来新高，远超市场预期。食品方面，受春节及新型肺炎疫情影响，猪肉、蔬菜、水果和水产品价格均出现大幅上涨。非食品方面，节前城市务工人员返乡，服务价格明显上涨，前期成品油调价，汽油和柴油价格上涨。

图20 CPI 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 历年CPI 环比涨幅 (%)

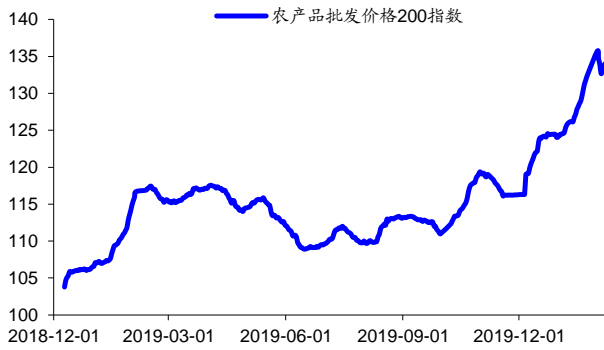


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 预测2月CPI维持高位

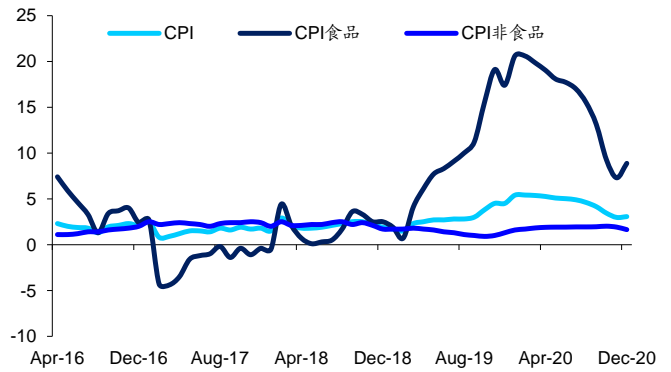
2月以来猪价小幅回升，水果价格基本平稳，但菜价继续上涨，预计2月CPI同比涨幅维持在5.4%的高位。

图22 农产品批发价格指数 (2015年=100)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 食品 CPI、非食品 CPI 和 CPI 同比及预测 (%)

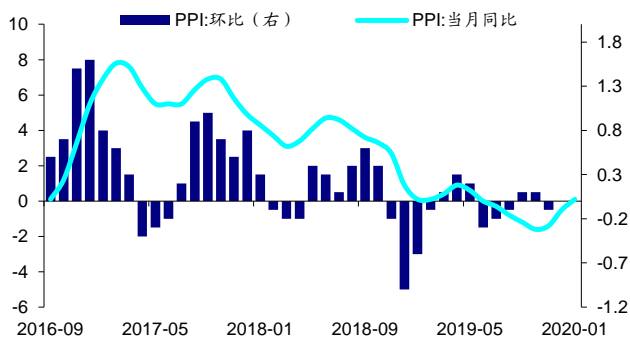


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.3 预测 2 月 PPI 回落

1 月 PPI 环比持平, 同比大幅回升至 0.1%, 由负转正。但受到新型肺炎疫情的影响, 2 月以来国际油价大幅下跌, 国内油价和钢价下降, 煤价回升, 预计 2 月 PPI 同比将回落至-0.3%。

图24 PPI 同比和环比走势 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图25 布伦特原油价格 (美元/桶)

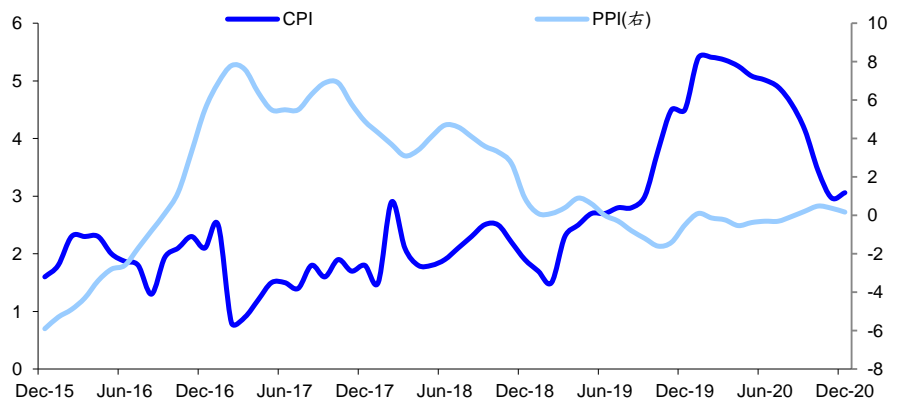


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.4 通胀分化延长

春节期间食品价格出现季节性上涨, 疫情的出现推高食品价格涨幅, 延期复工或使得食品价格维持高位, 短期通胀或难以下降。而疫情带来短期经济下行压力, 并带动工业品价格回落。整体来说, 短期物价或继续分化, CPI 高位和 PPI 低位的时间或拉长。

图26 CPI 和 PPI 同比及预测 (%)



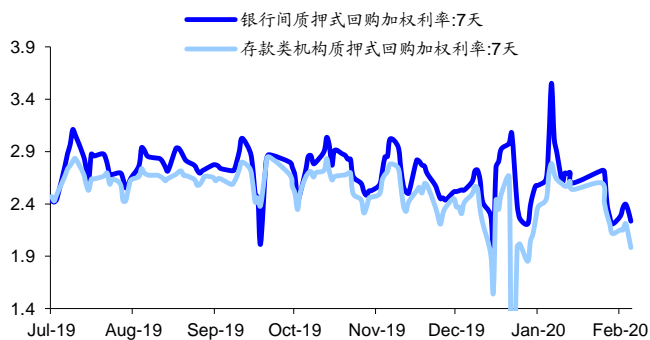
资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 流动性：资金保持充裕

5.1 货币利率回落

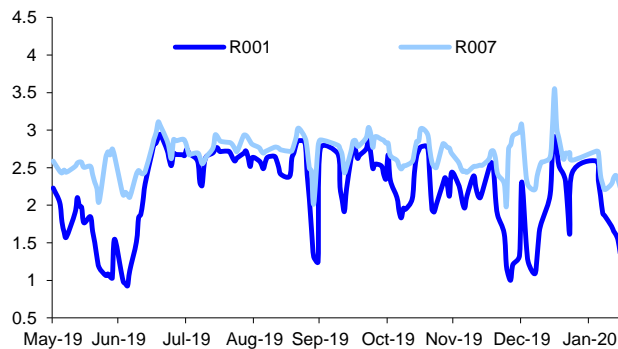
上周货币利率回落，其中 R007 均值下行 14bp 至 2.32%，R001 均值下行 58bp 至 1.58%。DR007 下行 20bp 至 2.12%，DR001 下行 56bp 至 1.45%。

图27 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28 R001 和 R007 (%)

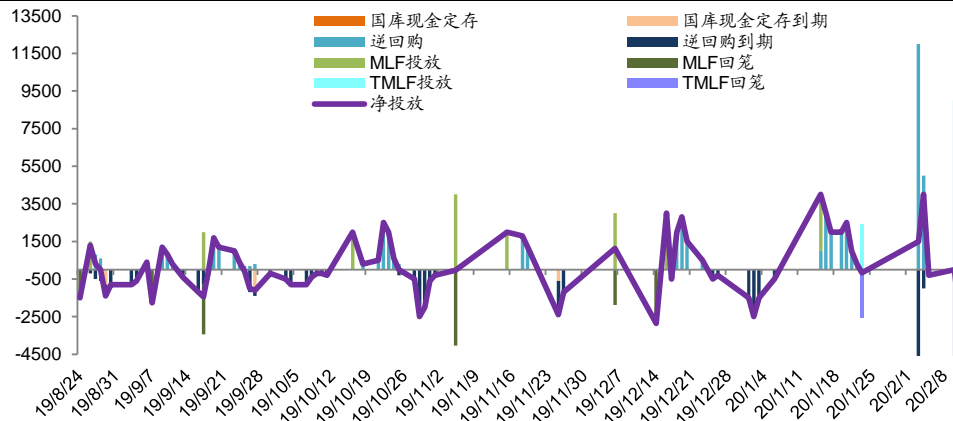


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行小幅回笼

上周央行逆回购投放 10000 亿元，逆回购到期 12800 亿元，上周央行净回笼 2800 亿。

图29 央行公开市场操作 (亿元)



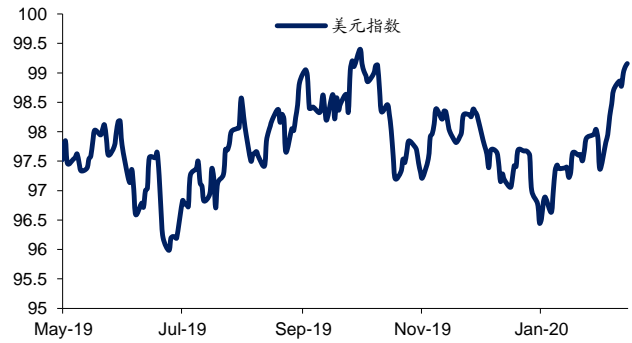
资料来源：Wind，海通证券研究所

5.3 汇率小幅回升

上周美元指数继续回升，人民币对美元汇率先升后贬，在岸和离岸人民币分别小幅回升至 6.98 和 6.99。

图30 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率

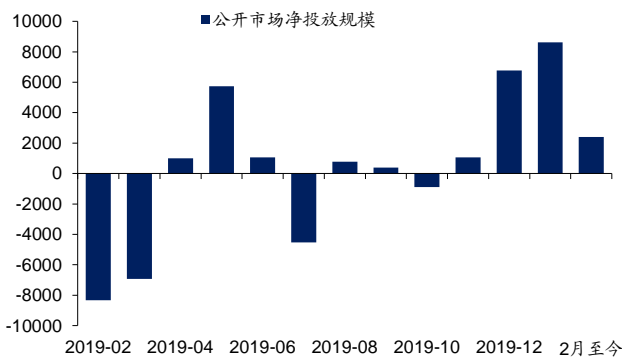

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图31 美元指数


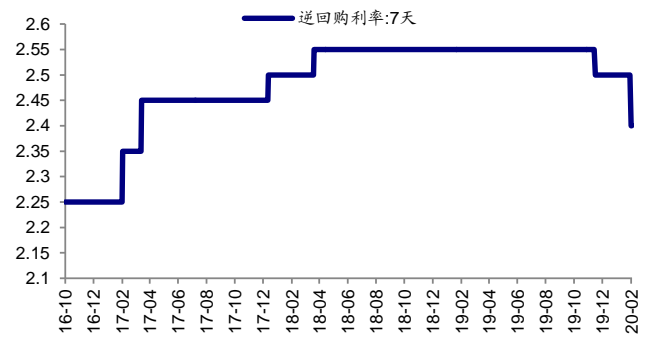
资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 流动性保持充裕

2月12日中央政治局常委会会议要求统筹做好疫情防控和经济社会发展,加大宏观政策调节力度,发挥积极的财政政策作用,保持稳健的货币政策灵活适度,对防疫物资生产企业加大优惠利率信贷支持力度。受疫情影响,1季度经济或将显著减速,带动工业品价格再度回落。在此背景下,我们预计短期内货币政策将维持宽松。

图32 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33 7天逆回购利率(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 政策: 坚持今年任务目标

加大政策调节力度。政治局常务委员会2月12日召开会议指出,要加大宏观政策调节力度,更好发挥积极的财政政策作用,加大资金投入,继续研究出台阶段性、有针对性的减税降费措施,保持稳健的货币政策灵活适度,对防疫物资生产企业加大优惠利率信贷支持力度,对受疫情影响较大的地区、行业和企业完善差异化优惠金融服务。

再融资新规发布。证监会调整上市公司再融资制度部分条款,取消创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于45%的条件,取消创业板非公开发行股票连续2年盈利的条件,调整非公开发行股票锁定机制,将锁定期由36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月。

坚持今年任务目标。《求是》杂志发表重要文章指出,我们仍然要坚持今年经济社会发展目标任务,党中央决策部署的经济社会发展各项工作都要抓好,党中央确定的各项任务目标都要完成。要在做好防控工作的前提下,全力支持和组织推动各类生产企业复工复产,保持产业链总体稳定。推动重大项目开工建设。

7. 日历: 聚焦2月下旬数据

表 2 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			
2020/2/19	1 月 PPI:最终需求:环比:季调(%)	0.10	--
2020/2/19	1 月 PPI:最终需求:同比:季调(%)	1.30	--
2020/2/19	1 月核心 PPI:环比:季调(%)	0.10	--
2020/2/19	1 月核心 PPI:同比:季调(%)	0.70	--
2020/2/19	1 月新屋开工:私人住宅(千套)	108.50	--
2020/2/20	2 月 15 日当周初次申请失业金人数:季调(千人)	205.00	--
2020/2/20	2 月美联储公布会议纪要	--	--
欧元区			
2020/2/18	2 月欧元区:ZEW 经济景气指数	25.60	--
2020/2/21	2 月欧元区:制造业 PMI(初值)	47.90	46.80
2020/2/21	1 月欧元区:CPI:环比(%)	0.30	--
2020/2/21	1 月欧元区:CPI:同比(%)	1.30	1.30
中国			
2020/2/17-20	1 月 M0:同比(%)	5.40	--
2020/2/17-20	1 月 M1:同比(%)	4.40	--
2020/2/17-20	1 月 M2:同比(%)	8.70	8.60
2020/2/17-20	1 月国内信贷(万亿元)	217.28	--
2020/2/17-20	1 月社会融资规模:当月值(万亿元)	2.10	--
2020/2/17-20	1 月新增人民币贷款(万亿元)	1.14	2.82
2020/2/17	1 月国家统计局发布大中城市住宅销售价格报告	--	--

资料来源:海通证券研究所根据相关资料整理

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 nyum@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 ftf11758@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 l f z11585@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 y j12399@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 潘莹练(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 zh111756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z x j12156@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 z y x11631@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 衣楦永(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 巩柏含 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