

疫情短期冲击巨大，全年增长目标承压

——联合宏观信用观察月报（2020 年 2 月）

联合资信、联合评级宏观研究部

王信鑫 马顺福 丁继平 王妍 侯睿 吴玥

摘要：

- 2 月，新冠疫情对经济的冲击巨大，投资、消费、出口均为负增长。具体看，生产端工业增加值、PMI 创历史新低，生产活动急剧收缩；需求端，消费受到抑制，除生活必需品外，可选消费大幅走低，需警惕海外疫情对国内产生的恐慌心理；基建、房地产、制造业三大投资均大幅下降；外贸方面，出口增速大幅下滑，进口增速较为稳定，1-2 月贸易差额 8 年来首现逆差。
- 疫情巨大冲击下，1-2 月投资、消费、净出口近 30 年以来首次同时出现负增长，一季度 GDP 负增长已成定局，疫情对我国经济产生的冲击超过 2008 年全球金融危机时期。
- 区域方面看，疫情加重了地区间的不平衡。行业方面，受新冠疫情的影响，2 月上下游产业停工停产，导致观测产品的产量同步下降，除了水泥由于上年价格基数较低同比小幅上涨外，其他观测的产品价格同比全部下降。
- 2020 年 2 月以来，在新冠肺炎疫情防控取得初步成果的基础上，中央及时提出“统筹疫情防控和经济社会发展”方针，要求积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度，国务院及各部门陆续出台一系列阶段性针对性政策措施，保障疫情防控所需物资供应，减轻企业负担，帮助企业渡过难关，支持企业复工复产，努力将疫情对经济造成的损失降到最低。由于疫情对经济的冲击较大，难以在短期内恢复内需，叠加疫情在海外大面积爆发，外需形势更加严峻，预计更加积极的宏观政策将聚力提振内需，全年财政赤字率超过 3%，地方政府专项债规模超过 3 万亿元，结构性货币政策工具运用的力度加大，引导存准率和市场利率进一步下行。

一、宏观经济运行

新冠疫情对经济的影响在 2 月开始明显，投资、消费、出口均为负增长。具体看，生产端工业增加值、PMI 创历史新低，生产活动急剧收缩；需求端，消费受到抑制，除生活必需品显现出消费刚性外，可选消费大幅走低，需警惕海外疫情对国内产生的恐慌心理；投资方面基建、房地产、制造业三大行业均大幅下降，停工停产以及需求下降导致的企业盈利下降会限制私营企业的投资行为，后期以政府资金为主的基建投资或成为主要的投资方向，固定投资面临进一步的分化；出口增速下滑幅度超出市场预期，进口增速由于资源类产品进口增速的支撑而下降幅度小于市场预期，后期进出口将受到考验，一季度对经济的拉动作用或将转负。

疫情对一季度的经济将产生冲击，GDP 负增长已成定局，投资、消费、净出口同时出现负增长是近 30 年以来第一次出现，疫情对我国经济产生的影响已经超过 2008 年全球金融危机时期。具体分月份看，春节提前导致 1 月工作日较 2019 年减少 5 天，疫情对生产、生活产生全范围影响大概始于 1 月 23 日，接近春节假期，因此疫情对经济的影响在 1 月尚不明显；2 月疫情对经济的冲击全面爆发，投资、消费、净出口同时出现较大程度的负增长；3 月国内疫情逐步得到控制，消费、投资将好于 2 月但幅度有限，截至 3 月 10 日百度慧眼复工指数仅有 64.15%，增速保持负增长几乎是确定，净出口方面，由于海外疫情的爆发而导致需求下降，3 月外贸将继续录得贸易逆差。因此一季度 GDP 增速负增长已成定局，全年经济增长目标或难以实现。

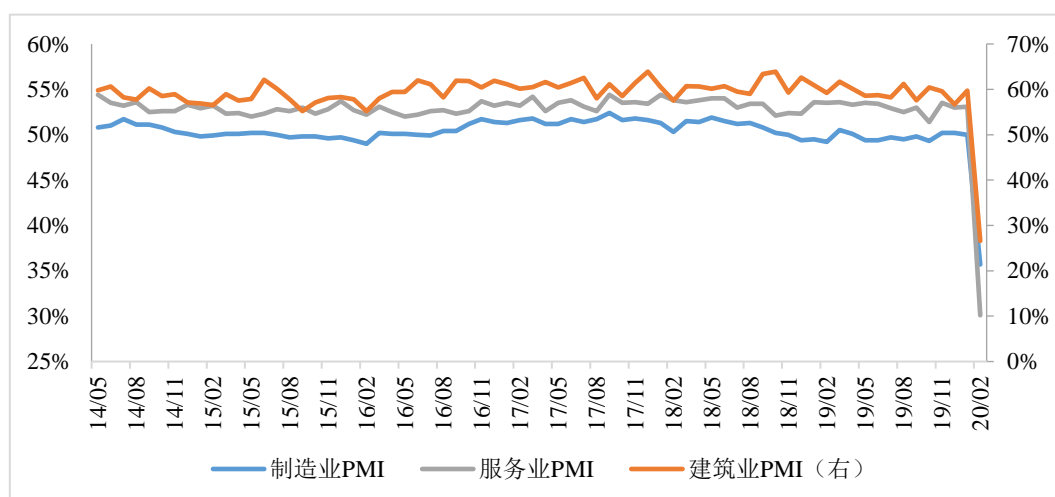
1. 疫情下 PMI 创历史新低

2 月制造业 PMI 为 35.7%（前值是 50%），创历史新低，疫情影响下生产、需求都受到压制。从分项看，生产端的大幅走弱在市场的预期之内。受新冠疫情影响，企业复工进度缓慢，截至 3 月 10 日，全国（除港澳台）复工指数为 64.15%，生产效率更低，导致 PMI 的生产指数（27.8%）、从业人员指数（31.8%）甚至低于 2008 年次贷危机时期，反映在 2 月的城镇登记失业率，2 月失业率高达 6.2%，超出政府的失业率目标。PMI 新订单（29.3%）、新出口订单指数（28.7%）回落幅度超出市场预期，从海外需求看，2 月疫情主要是在国内爆发，海外受影响程度不大，德国、英国 2 月 PMI 甚至高于 1 月，海外需求并未有明显的收缩，但我国 2 月新出口订单、新订单却出现大幅下降，反映了在生产受影响下新订单取消或是延期交货的情况增多。分企业类型看，此次疫情对小型企业影响更为显著，2 月小型企业制造业 PMI 下降至 34.1%，中型企业下降至 35.5%，大型企业下降至 36.3%。非制造业方面，受居民居家隔离的影响，服务业 PMI 降至 30.1%，

较前值下降 23 个百分点，创 2012 年统计数据以来最低值；建筑业 PMI 下降至 26.6%，较前值下降 23.1 个百分点，创 2008 年以来最低值，主要是疫情导致的复工延期所影响，同时疫情导致的经济悲观预期也使得厂商预期走低。

3 月 PMI 或将有所恢复，但是反弹幅度有限：一方面是国内需求不振，在疫情的影响下，居民的消费受到压制，且外出不便，对旅游业、影厅等外出消费行业的收入影响巨大，复产开工的延期导致失业率上升，居民收入增速进一步下降，同样是压制国内消费需求的一大因素；另一方面海外需求同样下降，3 月海外疫情蔓延，对海外的经济造成很大的负面影响，降低海外的需求。

图 1：PMI 指数



数据来源：Wind，联合资信整理

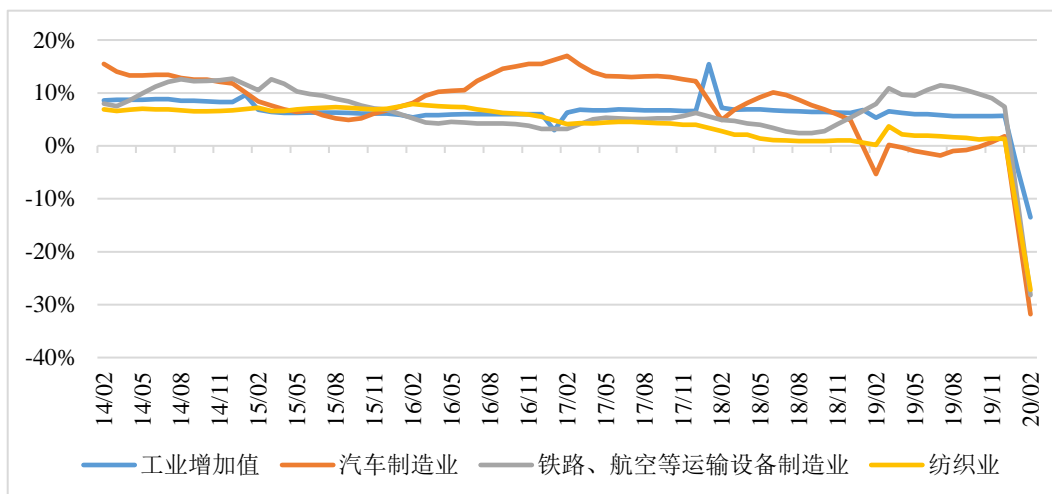
2. 停工停产下工业增加值创新低

1-2 月份，我国规模以上工业增加值同比下降 13.5%，低于市场预期值（预期增长 1.5%）；从环比看，2 月规模以上工业增加值比上月下降 26.63%。分行业看，各个行业均有明显的下降，其中汽车（-31.8%）、铁路航空等运输设备制造业（-28.2%）、纺织业（-27.2%）等行业由于生产链条较长，受到影响最大，下降幅度排在各行业前位。主要是受两方面影响：一是受疫情影响，复工延后，导致多数企业 2 月未能如期开工；二是产业链条较长的行业，生产受上下游生产商的影响较大，因此只要是链条上任何一环断裂会直接导致该产业的生产困难，因此造成产业链条较长的工业增加值下滑更为显著。从企业所有制角度看，国有及国有控股企业（-7.9%）下降幅度小于非国有股份制企业（-14.2%）。

随着国内疫情逐渐得到控制，3 月企业逐渐开始复工复产，据百度地图最新发布数据显示，截至 2020 年 3 月 10 日，全国（除港澳台）复工指数为 64.15%，除湖北省之外，全国（除港澳台）其他 30 个省、区、

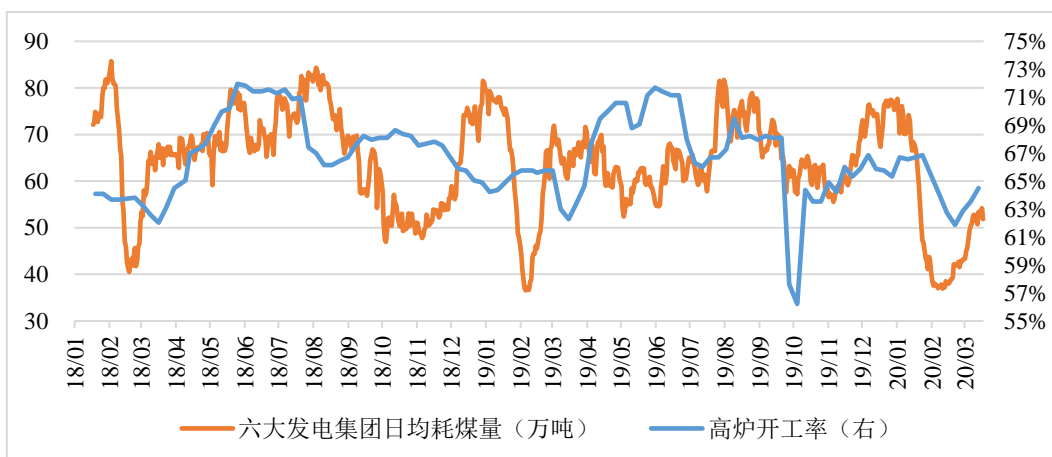
市的复工指数均超过 50%，3 月的工业增加值累计同比增速下降幅度有所减小，但是减小幅度或将有限，环比将有较大的改善。这一点从高频数据可以有所反映，3 月以来高炉开工率和六大发电集团日均耗煤量开始回升，但是远低于过去 10 年的同期值。

图 2：工业增加值同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3：高炉开工率以及发电耗煤量



数据来源：Wind，联合资信整理

3. 固定资产投资增速大幅下滑，基建投资或成主要投资方向

由于疫情影响，需求端、生产端受到压制进而导致固定投资大幅下调。1-2 月固定资产投资累计同比下降 24.5%，上年同期值是增长 6.1%，基建、房地产、制造业三大行业投资均大幅下降。

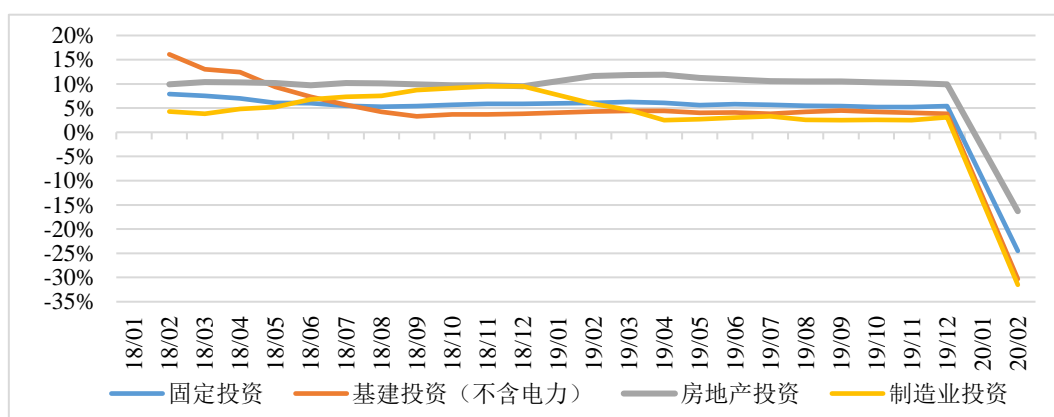
房地产开发投资同比增速从 12 月的 6.7% 下跌至 -16.3%，各项指标均有走弱，1-2 月新开工面积累计同比下降 44.9%，竣工面积累计下降 22.9%，一方面是疫情导致工地开工时间延期，许多工地未能正常开工导

致开工竣工面积下降，另一方面 1-2 月企业到位资金的急剧下降，使得企业无力投资从而导致房地产投资大幅下滑。从房地产商资金链条看，房企的到位资金来源中来自销售端的定金及按揭贷款占全部到位资金的 30%-50% 左右，房产企业依赖于销售端的资金回笼，因此 1-2 月居民居家隔离无法看房造成的房地产销售大幅下降直接影响到了企业的资金回笼，具体看，1-2 月商品房销售面积累计同比下降 39.9%，创下自 2000 年以来历史低值；企业累计到位资金同比下降 17.5%，其中定金及预收款累计同比下降 23.9%，居民按揭贷款累计同比下降 12.4%。预计后期，在“房住不炒”的大方针下，房地产调控政策大幅放松概率较低因此房企的资金来源还将是以销售端为主。3 月房企分别加大了促销力度，商品房销售情况或将有所好转，但受到复工延期的影响，房地产投资回升幅度或将有限。

1-2 月制造业累计同比下降 31.5%，创历史新低，所有制造行业固定资产投资全部下降。从投资逻辑看，春节期间叠加疫情影响压制了需求端，从而造成了制造企业库存的被动增加。在市场需求未能增加时，制造企业优先选择的是去库存，扩大投资的可能性几乎为零，因此后期制造业固定资产投资的增长主要取决于市场需求的恢复程度。

1-2 月基建投资累计同比下降 30.3%，疫情对基建产生了较大的负面影响，交通运输部称，2 月基建工地的复工率不足 50%，实际开工率更低。从当前环境看，受国外疫情影响海外需求低迷，我国进出口将受到很大的影响，同时国内需求同样低迷，因此基建投资或将成为 2020 年经济的主要抓手。3 月 4 日，中共中央政治局常务委员会召开会议，研究当前新冠肺炎疫情防控工作和稳定经济社会运行重点工作，会议强调，要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。随着政策力度的支持，后期基建或将是所有投资中最先恢复的并成为经济的支撑。

图 4：固定资产投资增速（累计同比）

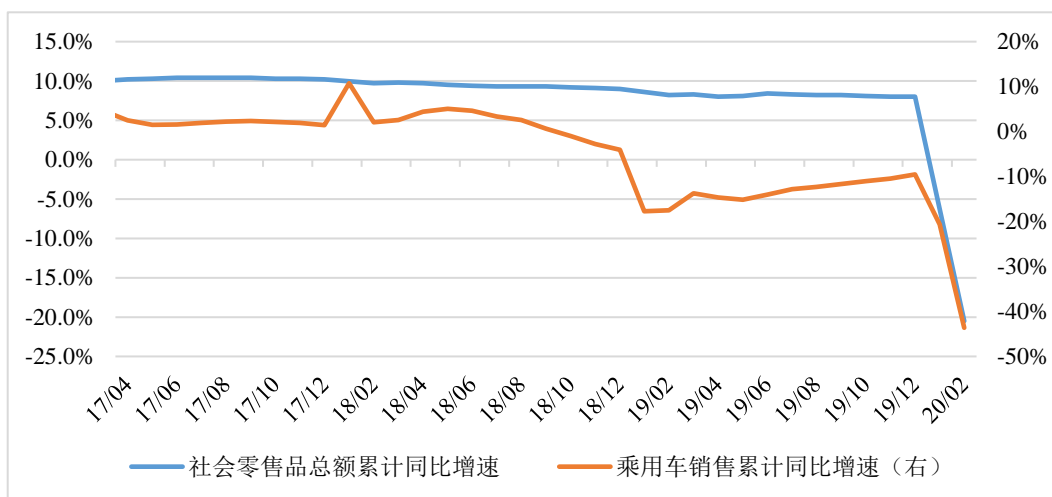


数据来源：Wind，联合资信整理

4. 必需品消费增加，可选消费走低

整体看，消费受到疫情影响很大，1-2月累计同比下降20.5%，上年同期值为同比增长8.2%，剔除价格后实际同比下降23.7%。其中，受居家隔离、停业的影响，外出消费下降显著，其中餐饮累计同比下降43.1%，商品零售累计同比下降17.6%，主要是依赖线下销售的汽车销售受影响更加明显，根据中汽协数据，1-2月汽车销售累计同比下降42%，创历史最低值。分行业看，粮油食品等生活必需品类实现正增长，可选消费品类下滑明显，其中化妆品的下降幅度在可选消费中下降幅度最小，表现出一定的韧性，具体看，1-2月粮油食品（+9.7%）、饮料（+3.1%）、中西药品（+0.2%）等生活必需品类保持同比正增长，日用品类（-6.6%）小幅下降有一定的刚性，化妆品同比下降14.1%，在金银珠宝（-41.1%）、家用电器音响器材（-30%）、服装（-33.2%）等可选消费中表现较为突出，有一定的韧性；而受房地产销售下降叠加疫情的影响，房地产后周期家具、建材类的消费大幅下滑。受居家隔离的影响，网上消费实现正增长（3%），但是由于交通造成的物流不畅，使得网上实物消费同比增速较小，且主要消费方向是生活用品。后期随着国内疫情逐渐得到控制，前期受到压制的消费或将有所反弹，但是海外疫情的不断扩散，境外疫情的输入或将引起国内的恐慌情绪，居家隔离持续，从而压制消费的反弹，且失业率的上升使得居民收入增加速度进一步放缓，也会压制消费情绪。整体看，3月消费增速将会有所好转，但是回升空间有限。

图 5：社会零售总额及汽车销售增速



数据来源：Wind，联合资信整理

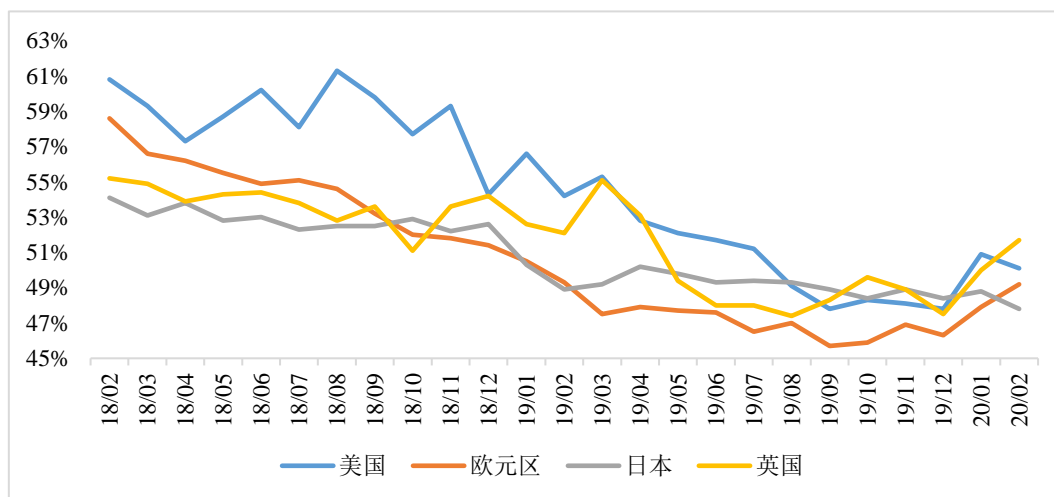
5. 出口远低市场预期

按美元计价，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，同比下降17.2%，下降幅度超过市场平均预期值-15.2%；进口2995.4亿美元，同比下降4%，预期下降16.6%；贸易逆差70.9亿美元，上年同期为顺差414.5亿美元。外贸进出口下降，主要是受新冠肺炎疫情和春节假

期延长等因素影响。

相对于进口而言，疫情对出口端的影响更为显著。1-2月出口增速低于预期值2个百分点，较上年同期下行12.70个百分点。是1995年以来仅高于2009年2月以及2016年2月的第三低值。从出口商品看，受疫情停工影响，劳动密集型产品出口下降最为显著。对比2003年非典期间，本次疫情对出口的影响更大。分国家看，对美国（-27.7%）、欧盟（-18.4%）、日本（-24.5%）、韩国（-18.6%）以及东南亚联盟（-5.7%）均出现下降，对美国、日本出口增速创1995年以来同期最低值。从海外需求看，2月欧元区制造业PMI（49.2%）以及英国制造业PMI（51.7%）好于1月数据，美国制造业PMI（50.1%）、日本制造业PMI（47.8%）较1月分别下降0.8个和1个百分点，反映了出口增速的下降主要是国内疫情导致停工所影响。3月随着国内疫情逐步得到控制，产能将部分恢复，但是海外疫情不断扩散，对全球经济带来极大的负面影响，压制海外需求的上升，同时疫情将降低该国的生产效率，影响全球的生产链，全球的产业链经过长期的磨合、投入，在短期内难以重新搭建，而受疫情严重的日本、韩国、意大利等出口占全球出口比重8%以上，而产业链的受损将会对我国加工制造企业产生负面影响，同时由于缺少原材料也会使得我国靠进口材料为主的制造业难以生产，进而影响我国的出口贸易。整体看，产业链的影响叠加疫情下需求下降，预计3月出口增速难有好转。若如部分专家所言，海外疫情将持续至6月，那么我国的出口在三季度前不会有很大的起色。

图6：美、欧、日、英制造业PMI

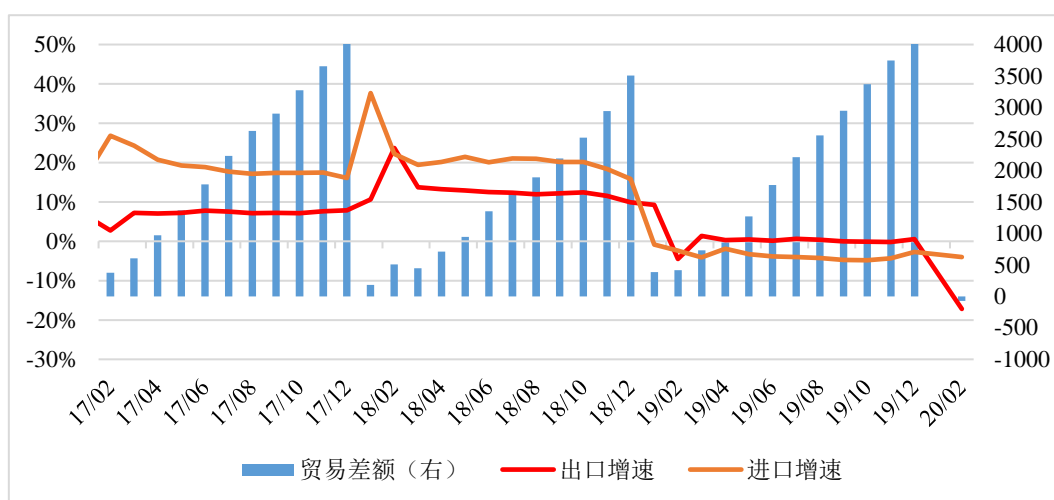


数据来源：Wind，联合资信整理

1-2月进口增速远高于市场预期值，主要是对美进口（2.5%）和东南亚联盟（7.2%）进口增速逆市上涨的支撑，对美进口增速上涨推测原因是2019年签订的贸易协定约定增加自美国的制造业以及农产品。从进口商品看，资源类商品进口金额的增加是进口增速主要的正向拖动因素，具体看，原油进口金额累计同比为

14.70%，较前值上行 14.30 个百分点；铁矿砂及其精矿进口金额累计同比 17.10%，较前值下行 16.50 个百分点；未锻造的铜及铜材进口金额累计同比为 5.30%，较前值上行 18.60 个百分点；钢材进口金额累计同比为 -13.00%，较前值上行 1.10 个百分点。预计后期随着基建行业的发力，资源类商品进口增速或将维持较高增速，从而对进口增速形成一定的支撑作用，但是空间或将有限，一方面国内产品库存有所积压，为促进国内需求，保障就业水平，更多的可能会选择国内产品；另一方面由于海外疫情的影响，生产或将受限，国际运输也将受到影响，从而影响进口数量及金额。

图 7：进出口同比增速

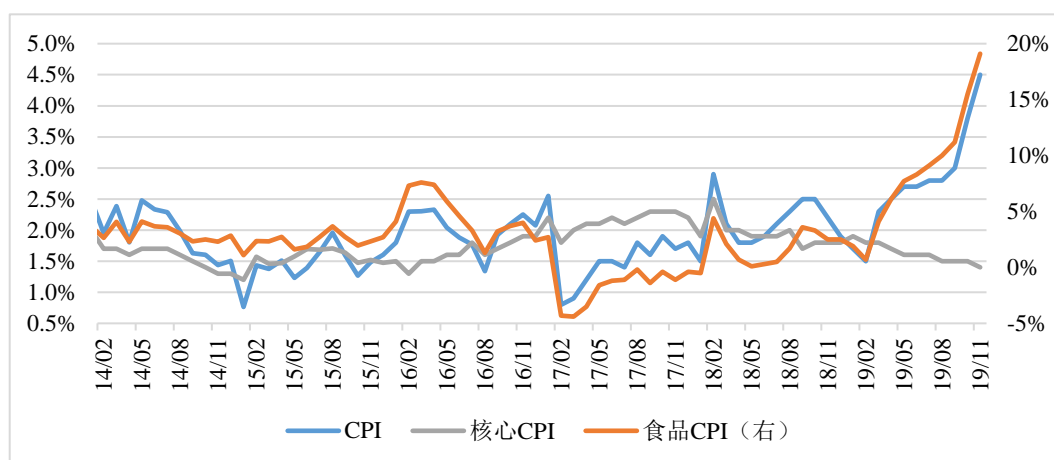


数据来源：Wind，联合资信整理

6. CPI-PPI 剪刀差进一步走阔

2 月 CPI 同比上涨 5.2%（前值 5.4%），从高位小幅回落。受疫情影响，食品价格上涨较为明显，同比增长 21.9%（前值为 20.6%）；分项中，猪肉价格同比涨幅扩大至 135.2%（前值是 116%），对 CPI 同比拉动 3.19 个百分点，是食品价格上涨的主要推动因素，猪肉替代品牛羊肉价格也有所上行，同比分别上涨 21.1% 和 11.2%，上涨幅度较上月扩大。剔除食品和能源后的核心 CPI 同比增长 1.0%（前值 1.5%），增速继续下滑，显示通胀结构化依然较为严重。3 月前两周，高频数据显示猪肉和蔬菜价格继续回落，随着交通运输的恢复，蔬菜价格有望继续保持下降趋势。预计 3 月 CPI 通胀或将继续从高位回落。

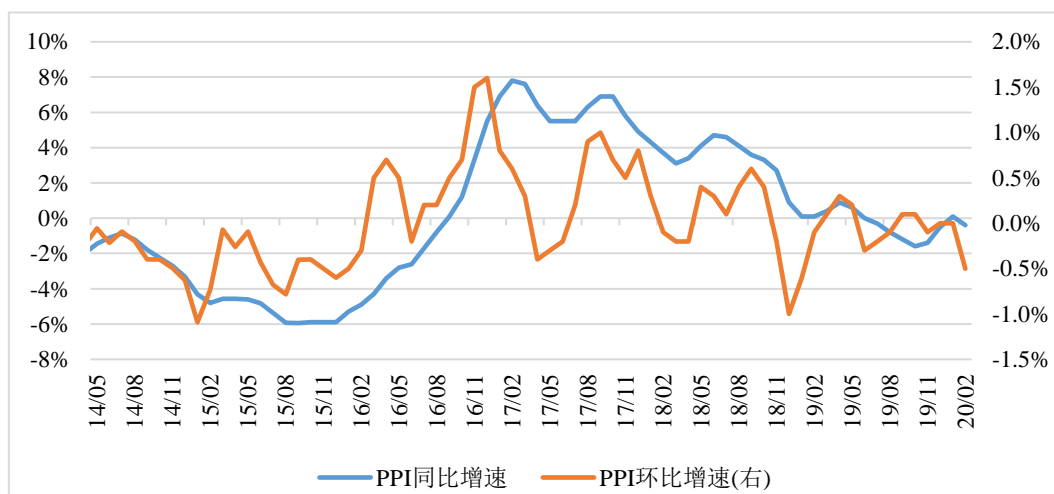
图 8: CPI 同比增速



数据来源: Wind, 联合资信整理

2月PPI同比回落至-0.4%（前值0.1%），环比下行0.5%（前值0），与CPI的剪刀差进一步走阔。主要是受原油价格大幅下滑所影响，从石油产业链来看，上游石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业以及下游的化学原料和化学制品制造、化学纤维制造、橡胶和塑料制品制造等行业价格合计影响PPI下降约0.44个百分点，是PPI同比增速由涨转降的主要原因。另一方面，国内需求的走弱，也导致PPI同比增速下降。而3月沙特和俄罗斯相继宣布增加石油产量，叠加疫情的影响，石油产业链或将继续拉动PPI同比增速下降；随着国内生产逐渐得到恢复，产品需求将有所上升但难以达到往年水平，因此将会继续拖动生产者价格同比下降。3月PPI同比大概率负增长。

图 9: PPI 增速

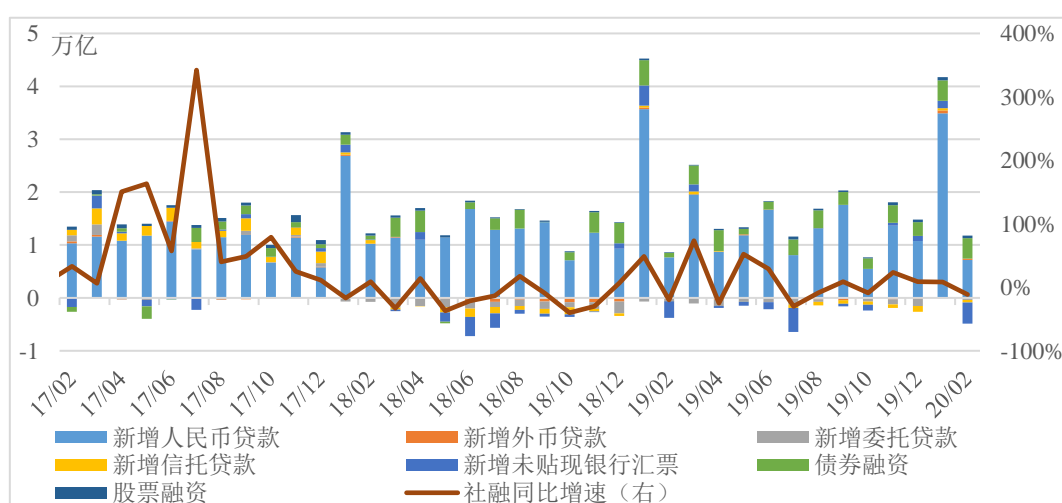


数据来源: Wind, 联合资信整理

7. 信贷结构分化明显

2月新增社融8554亿元，同比少增1111亿元。从社融结构看，银行承兑汇票减少3961亿，同比多减857.51亿元，是拖累新增社融的一大因素，银行承兑汇票的大幅度减少，反应出企业受春节假期延长及复工进度较慢影响，贸易需求下降导致开票不足。信托贷款-540亿，委托贷款-356亿，收缩幅度较小，表外融资共计同比多减1200亿元。直接融资方面，企业债本月新增3860亿，同比多增近3000亿，成为拉动社融增长的重要因素。信贷方面，2月人民币贷款增加9057亿元，同比多增199亿元。居民贷款锐减，也是拖累新增社融的一大因素，2月居民贷款减少4133亿，同比多减3427亿，主要来自于短贷的减幅扩大以及中长贷少增：2月居民短期贷减少4504亿，同比多减1572亿，居民中长贷新增371亿，同比少增1855亿，中长期贷款小幅增长预计主要是上月未发放的按揭贷款在本月放款。影响居民贷款的主要因素是新冠疫情。历年春节期间居民贷款都比较低迷，但今年叠加疫情影响，居民居家隔离，导致消费需求下降，进而减少消费贷的需求；而按揭贷款受房地产销售低迷新增较少，创2012年以来最低值；企业贷款增加1.13万亿元，同比多增近3000亿元，对冲居民信贷减少，主要是由于2月政策加大对企业的短期信贷的支持力度，但长期贷款由于缺少政策的支撑，在疫情的影响下企业中长贷和票据融资同比少增970亿和1061亿元。

图 10：新增社融构成及同比增速



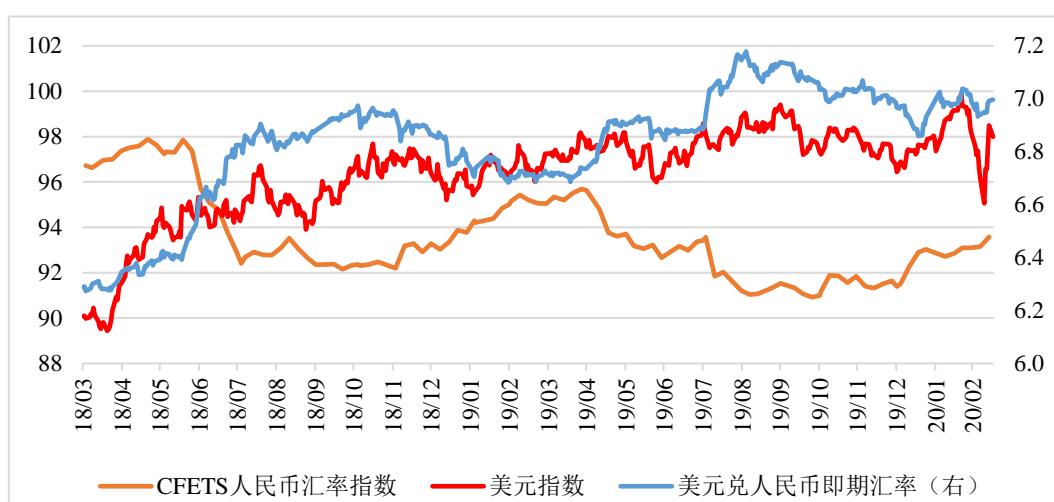
数据来源：Wind，联合资信整理

8. 人民币先贬后升

2月我国外汇储备余额2.11万亿美元，环比减少87.79亿美元。外汇储备变化的影响因素可以分解为交易因素和估值因素（非交易因素）两个方面，交易因素包括实际外汇供求和外资投资收益，估值因素则是由汇率和资产公允价值变动导致的估值的变动。2月外汇储备小幅减少主要是由于美元指数较月初小幅上升导致的汇率估值变动。整体看，外汇储备较为稳定。

2月人民币兑美元经历了大幅贬值-窄幅震荡-小幅贬值-升值的态势，1月20日至2月3日，人民币兑美元即期汇率由6.8613贬值到7.0257，之后人民币汇率围绕7.0附近双向波动，2月17日人民币汇率再次转为贬值，最低贬值到21日的7.0386，之后开始升值，最高到3月4日的6.9331。月初人民币兑美元贬值主要是中国疫情爆发，导致对中国悲观预期上升，美元指数上涨；2月中下旬，海外疫情持续扩散，对美国疫情控制的担忧，同时美国公布的非农数据不及预期，共同导致美元指数显著下跌，由最高点99.89跌至3月9日的最低点95.0586，美元指数的下跌是2月下旬人民币升值的主要因素。进入3月后，人民币兑美元经历了一段贬值后进入了震荡态势，3月下半旬随着美元指数的连续上涨，人民币兑美元再度贬值，主要是疫情推升了避险货币美元的需求。预期未来，人民币兑美元单边贬值的情况难以持续：一是国内的疫情暂时得到控制，而市场对美国疫情控制较为担忧；二是3月初美国公布的非农就业以及消费、通胀等数据不及预期，经济增长动能不足；三是美国开启新一轮的量化宽松政策，中美利差有望保持高位；四是我国实行的是有管理的浮动汇率制度。

图 11：人民币汇率



数据来源：Wind，联合资信整理

二、区域、行业运行特征

疫情加重了地区间的不平衡。从工业增加值累计增速上看，疫情影响最为严重的湖北地区，工业增加值累计同比下降 46.2%，下降幅度远远超出其他省区，受疫情影响较小的新疆，工业增加值累计同比仅下降 0.7%，好于全国平均水平；从居民价格水平看，湖北（6.4%）、四川（6.9%）、广西（6.2%）以及云南（6.3%）CPI 通胀指数超过 6%，结构性通胀情况较为严重，宁夏（3.0%）、新疆（3.1%）、上海（3.0%）以及西藏（3.1%）通胀水平位于全国倒数；从生产者价格指数看，全国有 12 个省区实现了同比正增长，其中内蒙古同比增长

2%排位全国第一，超出全国平均水平 2.4 个百分点，而山西（-2.4%）则是排位全国倒数第一，低于全国平均水平 2 个百分点，地区间的差异较大。

表 1：2 月区域部分宏观数据

城市	工业增加值		CPI		PPI	财政收入		财政累计支出
	当月同比(%)	累计同比(%)	同比(%)	环比(%)	同比(%)	累计同比(%)	当月同比(%)	同比(%)
全国	-25.87	-13.50	5.20	0.80	-0.40	-	-	-
北京	-	-16.20	3.60	0.10	0.70	-6.50	-6.63	6.10
天津	-	-16.10	3.80	0.50	-0.10	-	-	-
河北	-	-9.40	4.70	0.50	-0.70	-	-	-
山西	-	-11.70	5.20	0.50	-2.40	-26.60	-39.85	2.38
内蒙古	-	-4.70	3.80	0.40	2.00	-20.30	-	-22.48
辽宁	-	-7.70	4.90	0.50	-0.50	-11.60	-25.17	3.58
吉林	-	-22.00	4.80	0.30	0.30	-12.70	-39.72	-6.92
黑龙江	-	-10.90	5.00	0.80	-0.30	-	-	-
上海	-	-21.10	3.00	0.30	-0.70	-11.60	-11.81	-1.90
江苏	-	-17.10	5.20	0.70	-1.10	-4.50	-16.17	-1.11
浙江	-	-18.50	4.40	1.00	-1.10	-	-	-
安徽	-	-12.10	5.00	0.80	0.40	-	-	-
福建	-	-13.30	4.80	0.70	-0.10	-	-	-
江西	-	-14.40	5.40	1.10	-0.70	-1.60	-12.66	-2.38
山东	-	-10.60	5.70	0.40	-0.60	-	-	-
河南	-	-13.00	5.90	0.90	0.90	-	-	-
湖北	-	-46.20	6.40	2.30	0.20	-	-	-
湖南	-	-7.40	4.90	0.90	-0.70	-	-	-
广东	-	-23.20	5.90	0.70	0.20	-7.80	-27.22	-
广西	-	-14.30	6.20	1.00	0.60	-5.10	203.85	-
海南	-	-9.70	5.80	0.70	-1.60	-20.80	-58.83	2.11
重庆	-	-24.00	5.80	1.60	-0.70	-	-	-
四川	-	-5.20	6.90	1.30	-0.40	-	-	-
贵州	-	-10.50	5.30	1.00	-1.20	-0.50	-15.75	-8.21
云南	-	-3.80	6.30	0.70	-0.70	2.30	-9.94	-14.63
西藏	-	-14.20	3.10	0.50	0.80	-	-	-
陕西	-	-7.10	5.30	1.20	-0.80	-22.80	-	-20.35
甘肃	-	-4.00	3.60	0.70	0.00	-4.70	-19.03	-9.03
青海	-	-6.50	4.50	0.70	0.20	-9.60	-38.03	12.53
宁夏	-	-3.80	3.00	0.70	-2.10	-12.60	-	-4.64
新疆	-	-0.70	3.10	0.40	0.10	-	-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

行业方面，受新冠疫情的影响，2月上下游产业停工停产，导致产量全部下降。其中下游汽车行业受疫情影响而导致需求进一步下降，需求的减少引发产量的减少，另一方面疫情导致的停工也是汽车产量下降的一个因素，2月汽车产量累计同比下降 45.8%，销售累计同比下降 42%；房地产由于复工延期，竣工面积同比大幅下降 22.91%，销售端受居家隔离影响而导致销售面积锐减，价格环比小幅下降，库存被动增加，累计待售面积同比上涨 1.4%，结束了自 2016 年 11 月以来的下降趋势，但这种库存增加是销售受到压制所形成的被动加库存，待疫情逐步得到控制消费需求开始恢复后，去库存的趋势将继续延续。中游钢材产量、价格同步下降，主要是由于建筑行业停工停产对钢材的需求下降，后期随着基建行业的发力，建材的需求有

望得到部分恢复，对钢材的价格形成一定的支撑；水泥价格同比小幅上涨，主要原因是上年基数较低，环比价格下降则显示了疫情影响下对水泥的需求下降。上游原油价格大幅下降，3月沙特和俄罗斯竞相宣布增加石油产量，叠加全球疫情导致的经济悲观预期，预计石油价格将继续维持低位；煤炭产量、价格同比增速同步下滑，库存则被动增加。

表 2：2 月行业运行数据

行业	累计同比 (%)		库存			价格指数		
			同比 (%)	环比 (%)		同比 (%)	环比 (%)	
房地产	竣工面积	-22.91	累计待售面积	1.44	-	百城住宅	3.05	-0.24
原油	表观消费量	-	美国原油库存	2.69	-1.23	布伦特原油期货	-13.89	-12.87
运输业	货运量	-		-	-		-	-
水泥	产量	-29.27		-			6.70	-2.86
钢材		-2.53		-	-		-6.31	-4.10
煤炭		-4.80	秦皇岛港口库存	6.69	37.43		-4.60	1.13
汽车		-45.80	汽车库存	-14.88	-2.01		-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

三、宏观政策聚焦

2020 年 2 月以来，在新冠肺炎疫情防控取得初步成果的基础上，中央及时提出“统筹疫情防控和经济社会发展”方针，要求积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度，国务院及各部门陆续出台一系列阶段性针对性政策措施，保障疫情防控所需物资供应，减轻企业负担，帮助企业渡过难关，支持企业复工复产，努力将疫情对经济造成的损失降到最低。由于疫情对经济的冲击较大，难以在短期内恢复内需，叠加疫情在海外大面积爆发，外需形势更加严峻，预计更加积极的宏观政策将聚力提振内需，全年财政赤字率超过 3%，地方政府专项债规模超过 3 万亿元，结构性货币政策工具运用的力度加大，引导存准率和市场利率进一步下行。

1. 出台大规模减税降费政策，积极的财政政策更加积极有为

2 月，在新冠肺炎疫情快速蔓延的情况下，积极的财政更加积极有为。一是增加财政支出，加强防疫经费保障。截至 2 月底，各级财政共安排疫情防控资金 1000 亿元以上，为疫情防控提供了资金保障。二是大规模减免税费，多措并举稳企业、稳就业。2 月下旬，在国务院同意部署下，相关部门发布《关于阶段性减免企业社会保险费的通知》、《关于阶段性减征职工基本医疗保险费的指导意见》和《关于妥善应对新冠肺炎疫情实施住房公积金阶段性支持政策的通知》，明确从 2020 年 2 月起，各省可以对中小微企业的养老、失业、工伤保险的三项社保的单位缴费实行免征，免征的期限不超过 5 个月（湖北省可以将免征的范围扩大到

各类参保企业)；对职工医保单位缴费部分可以实行减半征收，减征期限不超过 5 个月。财政部门初步测算，以上两项可以减轻企业负担 5000 亿元。同时明确在 6 月底前，企业可申请缓缴住房公积金，从而大大缓解企业在困难时期的支出压力。2 月 28 日，财政部税务总局发布《关于支持个体工商户复工复产增值税政策的公告》，决定自 2020 年 3 月 1 日至 5 月 31 日，对湖北及其他省市区增值税小规模纳税人实行程度不同的增值税减免政策，进一步减轻小微企业税收负担，支持其复工复产。三是再一次提前下达地方专项债券限额。2 月 11 日，财政部提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，其中一般债务限额 5580 亿元、专项债务限额 2900 亿元。加上此前提前下达的专项债务 1 万亿元，共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 18480 亿元，加快推进专项债资金使用进度，为稳投资稳就业提供了资金保证。四是加强地方三保工作。财政部 3 月 4 日发布通知称，为有效应对疫情影响，更好支持基层政府保基本民生、保工资、保运转，阶段性提高地方财政资金留用比例，加快下达转移支付预算，中央财政抓紧下达对地方各项转移支付预算，增强地方基本民生保障能力，地方各级财政尤其是县级基层财政要用好各项转移支付资金，加大统筹力度，优先用于疫情防控和“三保”支出并确保按时足额兑付，特别是要切实保障基本民生，强化对困难群众的兜底保障。“三保”工作的加强，提高了中央财政对地方的支持力度，有利于地方政府的正常运转和民生等领域基建项目的顺利推进。

2.保持流动性适度充裕的同时推动利率下行，稳健的货币政策更加灵活适度

2 月 20 日，央行下调了 LPR,其中 1 年期下调 10BP 至 4.05%，5 年期下调 5BP 至 4.75%，继续利用改革的办法推动降低企业融资成本。3 月 16 日，对普惠金融考核合格的商业银行下调存准率 0.5-1.0 个百分点，同时对符合条件的城商行再额外下降 1 个百分点，共计释放资金 5500 亿元，在进一步改善市场流动性的同时，降低银行资金成本，推动贷款利率下行。人民银行于 2 月 26 日新增再贷款、再贴现额度 5000 亿元，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点。其中，支农、支小再贷款额度分别为 1000 亿元、3000 亿元，再贴现额度 1000 亿元。2020 年 6 月底前，对地方法人银行新发放不高于 LPR 加 50 个基点的普惠型小微企业贷款，允许等额申请再贷款资金。针对民营企业中小微企业的再贷款、再贴现规模的空前提高和利率的进一步下调，是央行在解决中小企业融资难融资贵方面的重要举措，有利于民营中小微企业获得金融支持，积极应对疫情冲击。3 月 1 日银保监会和人民银行等发布《关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知》，确定按照市场化、法治化原则，对符合条件、流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排。这对进一步纾解中小微企业困难，推动企业有序复工复产，保持中小微企业良好信用记录具有积极作用。新冠肺炎疫情发生以来，监管部门积极采取多项措施，通过债券市场全力支持疫情防控和经

济社会发展，具体建立债券发行“绿色通道”，延长债券发行额度有效期、合理调整信息披露时限等针对性措施；及时调整相关政策并充分利用线上办理业务，确保债券市场发行登记、承销分销、付息兑付、交易结算等各项业务顺利进行；加大受疫情影响地区机构发行登记、交易、托管等费用减免力度。截至 2020 年 3 月 10 日，在市场各方共同努力下，已累计发行支持疫情防控债券 236 只、2095 亿元，用于防护及医疗物资采购生产及运输、防疫基础设施及医院施工建设、民生保障、物价稳定等疫情防控领域，同时对化解相关企业信用风险起到了积极作用。

3.土地制度改革取得重大进展，促进消费扩容提质

3 月 12 日，国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，明确将两种审批权“下放”给地方，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，包括北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆等，赋予省级政府更大的用地自主权，是多年来我国用地制度改革取得的一项重大进展，将会产生积极影响：一是省级政府获得授权后，审批程序将有所加快，土地交易效率将有所提高。二是省级政府可以通过置换等方式，将新增建设用地指标向人口流入城市倾斜，从而增加省会等城市的建设用地供应。三是地方政府在增加重点城市土地供应量的同时，也有积极性提高建设用地出让溢价，以便缓解地方财政压力，并为地方基建筹集更多资金。总之，农用地转为建设用地的审批权限的“下放”，有助于提高地方政府的自主性和积极性，优化地方土地资源配置效率，对地方经济发展产生深远影响。

国家发改委 2 月出台阶段性降低企业用电和用气成本的政策措施，积极减轻企业负担，促进企业复工复产的同时，还联合 23 部委发布《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》，积极促进消费回补和潜力释放，有效对冲疫情影响。该意见提出重点推进文旅休闲消费提质升级、着力建设城乡融合消费网络、加快构建“智能+”消费生态体系，未来将对文化旅游、娱乐购物、城乡商业和物流、新一代信息基础设施建设、公共医疗等新型社会服务行业产生积极的促进作用。

总体看，2 月以来密集出台的阶段性针对性政策，主要聚焦于疫情防控和企业复工复产。2 月数据显示，疫情对经济冲击巨大，内需十分低靡；3 月以来疫情在其他国家的相继爆发，使全球经济面临衰退风险，外需形势也十分严峻。预计未来宏观政策将更加重视提振内需。财政政策方面，为企业复产复工和持续经营提供支持的减税降费时间可能延长，同时提高赤字率和专项债规模，依靠国家大型项目建设和地方基建投资扩大内需，今年赤字率超过 3%，地方政府专项债规模超过 3 万亿元。货币政策方面，将加大结构性货币政策工具的运用力度，降准降息的空间仍然较大，以便为稳定经济增长提供较为充裕的流动性、同时降低实体

经济融资成本。