

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

宏观：全球经济有所回暖 疫情打乱复苏节奏

2019-2-3

本期导读：

2020年初，全球经济增速回暖，风险因素有所减少。贸易方面，中美达成第一阶段贸易协议。另外，日韩、日美、美欧贸易争端有所放缓。脱欧方面，英国顺利完成脱欧，但随后与欧盟的贸易谈判仍存在变数。资产价格表现上，受中美贸易前景转暖及英国有序脱欧预期升温所影响，市场风险偏好延续回升，但受到随后武汉肺炎事件的影响，市场避险情绪有所升温，引发了全球股市的抛售，黄金等避险资产受到青睐。国际原油价格下跌，因全球公共卫生事件的发展使市场担心它可能损害全球能源需求。美元指数1月转强，因经济数据显示美国经济仍然强劲。非美货币则普遍走低。

美国经济增速下滑，制造业仍旧疲弱。ISM制造业PMI持续录得萎缩，劳动力市场保持稳健，但就业有所放缓，尤其是制造业就业。另外，得益于强劲得销售和通胀数据，美联储政策会议维持利率不变。欧元区经济增长动能乏力，制造业仍不景气，但有所改善。法国经济在四季度意外下滑，德国制造业仍不见起色。英国经济仍不容乐观，但制造业及服务业景气度在12月有所反弹。日本经济在最近几个月降温，因全球需求疲软长期冲击出口和消费税上调导致消费者支出下滑。

国内经济有所回暖，但一季度受疫情拖累将有所放缓。“三驾马车”中，投资增速略有下滑，主要受基建及地产投资放缓影响，而由于疫情的影响，基建、房地产以及制造业投资将受到不同程度的影响。进出口因中美贸易谈判及脱欧前景乐观而获得边际改善，短期内或受疫情影响而有所放缓。消费因内需回暖而有所回升，但受疫情直接影响，料一季度增速将放缓。通胀料小幅上行。总体来看，由于疫情的影响，我国一季度经济下行的压力增大，预计一季度GDP增速将放缓。不过从长远角度来看，目前疫情仍在控制之内，疫情结束之后经济料将快速恢复平稳发展的态势。

一、海外经济与重大事件

（一）美国

1. 美国经济增速下滑，制造业持续萎缩

美国2019年经济增速放缓。此前公布得数据显示，四季度美国实际GDP环比折年率录得2.1%的增

长，与二季度持平。2019 年全年美国实际 GDP 增速为 2.3%，低于 2018 年的 2.9% 以及 2017 年的 2.4%。美国商务部称，四季度 GDP 增长主要是由于个人消费支出，联邦、州和地方政府开支，住宅固定投资以及出口的提振，部分抵消了私人库存投资和非住宅固定投资带来的拖累。12 月份，美国制造业持续萎缩，但 1 月份部分地区制造业出现显著回升。美国 12 月 ISM 制造业指数为 47.2，创 2009 年 6 月以来最低，弱于预期 49 和 11 月前值 48.1，连续第五个月处于荣枯线下方，意味着制造业活动继续萎缩。生产指数从前值 49.1 跌至 43.2，连续第五个月萎缩，创 2009 年 4 月、即上次美国经济衰退来最低，六大制造业行业仅一个扩张。不过美国 12 月 Markit 制造业 PMI 录得 52.4，显示制造业对未来一年的商业活动预期有所提高，达到 6 月以来最高水平，暗示经济将保持增长势头。乐观情绪反应出人们对贸易局势的担忧有所缓解，金融环境更加有利。而 1 月份美国各地区制造业指数均有所回升，费城制造业指数更是大幅回升至 17（前值 0.3），为已经 5 个月低于荣枯线的制造业打一剂强心针，且为去年七月以来最强劲的表现。纽约联储制造业指数也由 11 月的 3.5 提升至 4.8。

2. 劳动力市场稳健，就业有所放缓

美国 12 月季调后非农就业人口新增 14.5 万人，跌至 2019 年 5 月以来新低，且不及预期的 16 万人，主要受到制造业岗位意外下滑的拖累。美国 12 月失业率为 3.5%，与预期相符。美国 12 月平均每小时工资年率为 2.9%，不及预期的 3.1%。数据显示失业率维持低位，但如果就业增长进一步放缓，失业率将开始上升，而美国本土制造业就业疲软的状况再度凸显了其经济结构的失衡。尽管商业投资长期低迷，但劳动力市场的强劲势头正帮助持续时间最长的经济增长保持在正轨上。另外，1 月 25 日当周初请失业金人数经季节性调整后减少 7000 人，至 21.6 万人。作为反映美国失业状况的重要先行指标，失业申请数字下降表明总体的裁员减少。初请失业金人数仍低于 30 万，这表明美国劳动力市场紧张。

3. 通胀数据温和上涨，消费水平依旧强劲

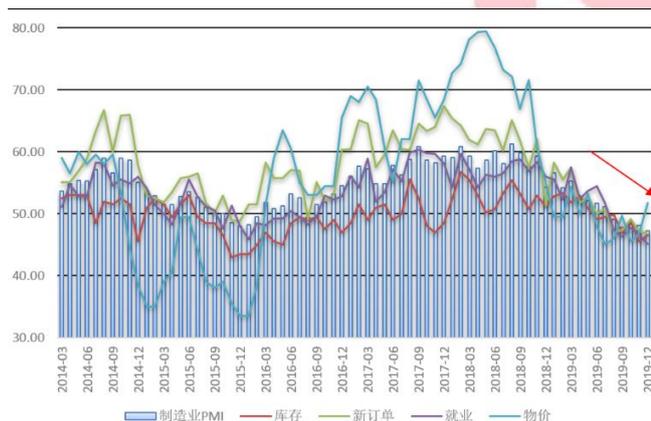
美国 12 月 CPI 和 PPI 数据不及预期，但均录得小幅上涨，月度潜在通胀压力有所回落。此外，美国 12 月未季调 CPI 年率录得 2.3%，创下 2018 年 10 月以来的最高水平。CPI 已接近联储设立的通胀目标，在就业市场维持强劲的背景下，支撑了美联储维持利率不变的决议。另外，得益于 2019 年年末假期购物的热潮，美国零售业去年 12 月一反全年的温和表现，销售情况强劲。美国 12 月零售销售数据月率为 0.3%，与前值持平，连续第三个月录得增长。此前零售商报告指出，因百货商场的人流量减少，假日期间销售额会有所下降，但 12 月数据显示零售销售额仍有所上升。数据表明，在机动车购买了减少的情况下，家庭仍然购买了大量商品，这强化了 2019 年底美国经济保持温和增长步伐的观点。不过

值得注意的是，美国 12 月谘商会消费者信心指数不及预期。美国消费者信心因经济前景黯淡而意外下降。12 月的消费者信心指数是五个月以来的第四次下降，因对收入和就业市场的预期转差。

4. 美联储维持利率不变，对经济保持良好预期

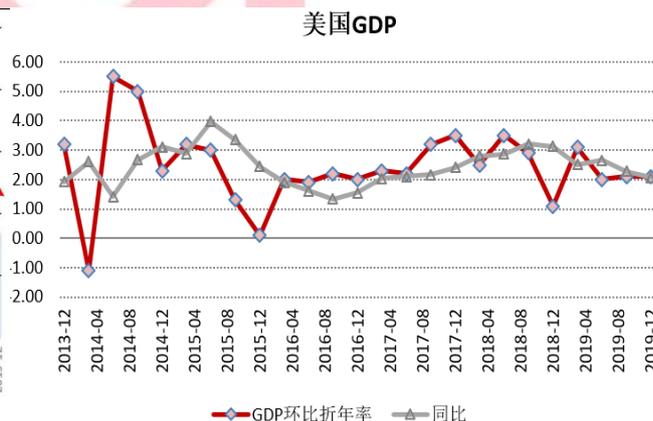
1 月 29 日，在今年首次政策会议上，美联储宣布维持利率区间为 1.50%-1.75% 不变，符合市场预期。2019 年美联储已经连续降息三次，共降息 75 个基点。美联储主席杰罗姆·鲍威尔指出，美国经济持续适度增长，就业市场“强劲”，未显示出借贷成本即将发生变化的任何迹象。他指出，有迹象表明全球经济增长正在企稳，围绕贸易政策的不确定性也在减少。这两方面的担忧是美联储去年 3 次降息决定的关键因素。美联储 FOMC 声明显示：委员们一致同意此次利率决定；当前的货币政策立场是合适的；劳动力市场强劲，经济温和增长。消费温和，投资和出口疲软；就业增长稳固，失业率维持低位。整体和核心通胀仍低于 2%。美联储重申将美国国库券购买操作维持到 2020 年第二季度的计划。

图 1 美国制造业 PMI



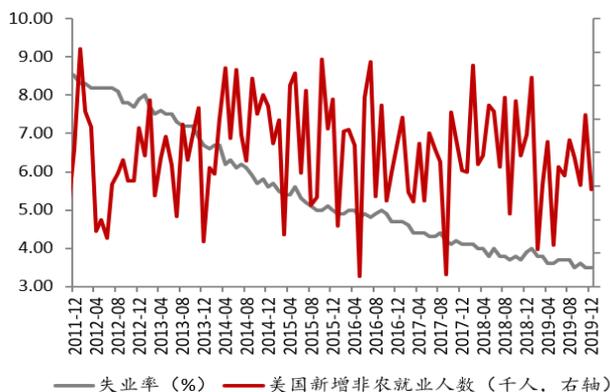
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 美国经济增速放缓



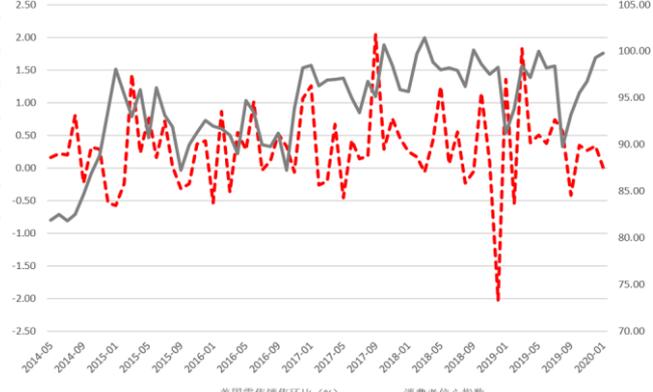
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 3 美国失业率、新增非农就业人数



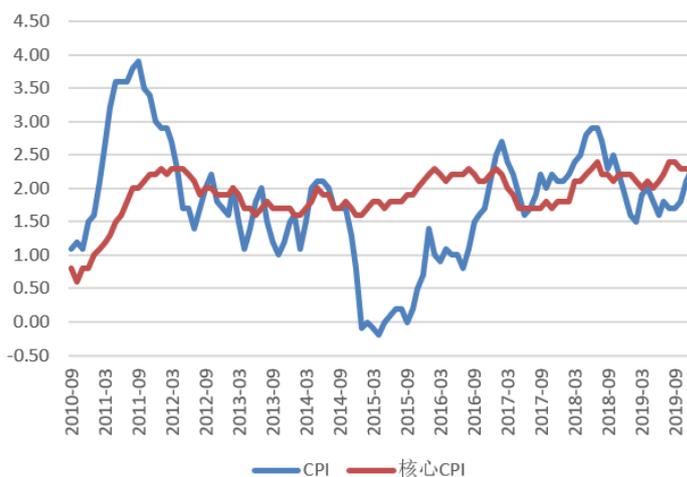
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 4 美国零售销售及消费者信心



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 5 美国通胀回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(二) 欧洲：经济增长动能疲弱，难掩经济下行风险

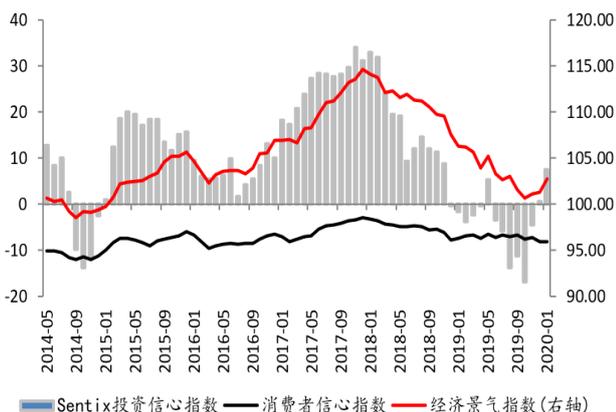
1. 欧洲经济增长停滞，制造业有所改善

欧元区经济增长乏力，制造业疲弱态势小幅改善。2019年四季度，季调后欧元区(19国)和欧盟(含英国在内的28国)GDP年化季环比均增长0.1%，创2013年一季度以来最低，小于预期的增速0.2%，也小于三季度上修后的前值增速0.3%。去年末欧元区经济几乎陷入停滞，主要由于欧元区第二大经济体法国和第三大经济体意大利的经济意外萎缩。2019年四季度，受养老金改革引发的罢工影响，法国GDP年化季环比初值为下滑0.1%。欧元区第一大经济体德国的数据显示，2019年GDP增速为0.6%，降至2013年以来最低，远逊于2018年的增幅1.5%和2017年的2.5%，主要受出口疲软和汽车工业拖累。整体来看，与2018年四季度相比，欧元区季调后GDP年化季同比增速1%，小于预期的增速1.1%和三季度增速1.2%。另外，欧元区12月制造业PMI终值录得46.3，略高于45.9的初值，但低于46.9的前值。这也意味着欧元区制造业已经连续11个月位于荣枯线以下，且接近去年9月份触及近七年底位的45.7。按国家来看，12月各国数据普遍疲软，德国以43.7再次成为表现最差的国家，意大利和荷兰的恶化程度则创下六年半以来最严重。报告指出，制造业表现不佳主要集中在中间产品和投资品领域；相反，消费品领域自8月以来首次出现小幅增长。另外，12月生产和新订单继续显著恶化。其中，产出数据连续第11个月下降，降幅与9月创下的81个月纪录相当。领先指标显示欧元区经济增长乏力。

通胀方面，欧元区1月调和CPI同比增长1.4%，符合预期并高于去年12月前值的增幅1.3%。但去除食品和能源后的1月核心调和CPI同比增长1.1%，弱于预期1.2%和前值1.3%，并创三个月最低。

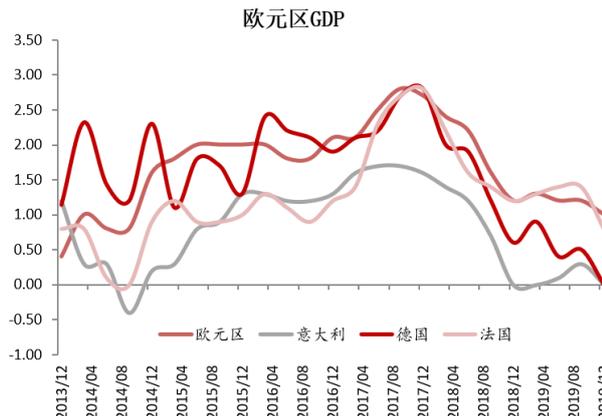
这表明，名义CPI上涨主要受能源和食品价格推动，而且均低于欧央行“接近但略低于2%”的通胀目标。消费方面，德国12月零售销售同比增长0.8%，远逊于预期的增幅4.5%，前值增幅由2.8%下修为2.7%。这表明，在外围诸多不确定性影响下，欧洲最大经济体的私人消费在去年最后一个月失去了增长动力。另外，从12月欧元区信心指数来看，投资、消费者信心指数均有回升，经济景气指数也较上月上涨0.5个百分点。说明经济前景有所回升。

图6 欧元区投资消费信心指数



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图7 欧元区GDP



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图8 欧元区、德国、法国制造业PMI



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图9 欧元区通胀指数



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

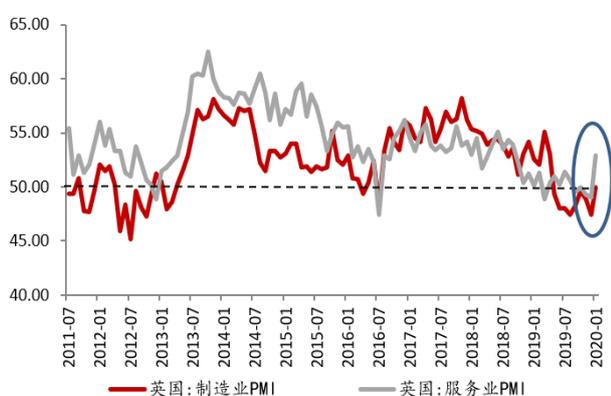
2. 英国经济仍不乐观，制造业小幅反弹

英国经济仍就疲弱，制造业景气度有所回升。英国1月全行业PMI为49.3，与上月持平，仍为2016年7月以来的最低值。英国12月制造业PMI终值由前一个月的48.9跌至47.5，低于市场预期并创4个月最低，显示制造业萎缩加剧。产出分项指数由49.1跌至45.6，是2012年7月以来最低。新订单指数亦连续8个月处于50以下的收缩水平，并接近逾7年来最低。英国国内和海外的新订单数量锐减

和消化“脱欧”囤货都是产量下滑的原因。IHS Markit 指出，2019 年 12 月投资需求仍然疲弱，信心低迷，惟当地消费者商品需求及出口需求则有所增强。另一方面，12 月服务业 PMI 回升至 50，较上月有所增长，并好于市场预期。数据显示英国服务业新订单的增长速度为去年 7 月以来最快，商业乐观度也回升到 15 个月以来最高。但受制造业产量下滑拖累。

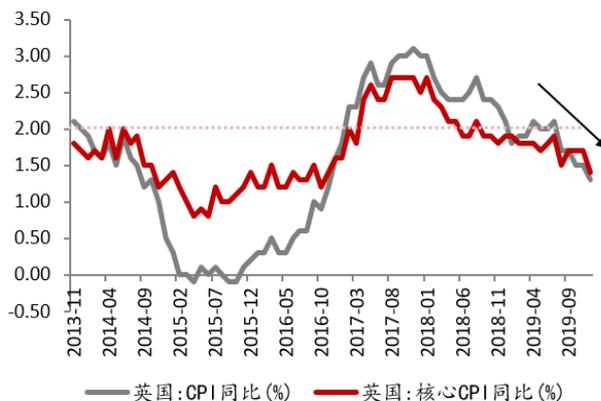
通胀方面，英国 12 月 CPI 年率为 1.3%，降至 2016 年 11 月以来最低，核心 CPI 为 1.4%，均低于 2% 的英国央行目标水平。不过英国央行预计，随着英国脱欧的结果更明确，经济增长和通胀可能反弹，预计到 2021 年末将达到目标。但短期内通胀仍有下行压力。

图 10 英国 PMI 指数反弹



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 11 英国 CPI 持续走低



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

3. 英国央行按兵不动，英国正式脱离欧盟

当地时间 2019 年 12 月 30 日，正式脱欧前最后一次货币政策会议上，英国央行决定按兵不动。英国央行行长卡尼在会后的新闻发布会上表示，调查数据显示，自去年 12 月大选以来，英国经济活动显著提升，今年一季度经济增速可达到 0.2%。尽管全球经济增速有所上升，仍还有不确定性。如果正面信号未能持续，可能需要通过货币政策来加强英国经济增速的复苏预期。英国央行可以提供 250 个基点的宽松政策，以应对经济下滑。在与会议决议同时发布的货币政策报告中，英国央行将 2019 年四季度 GDP 预期增速降至零，为金融危机以来最低水平，去年 11 月的上次更新经济预期增速为 0.2%，去年 12 月将预期增速下调至 0.1%。本次英国央行还将 2020 年的 GDP 增速预期从去年 11 月时预计到 1.25% 下调至 0.75%。2020 年 1 月 31 日，英国脱离欧盟的决议正式通过，意味着英国正式脱离欧盟并进入为期 11 个月的脱欧过渡期。根据“脱欧”协议规定，这段期间双方需继续针对未来关系、贸易协定等事宜展开谈判。在经济下行压力以及脱欧后贸易谈判的不确定性下，英国央行或在之后的会议上采取降息措施。

(三) 日本

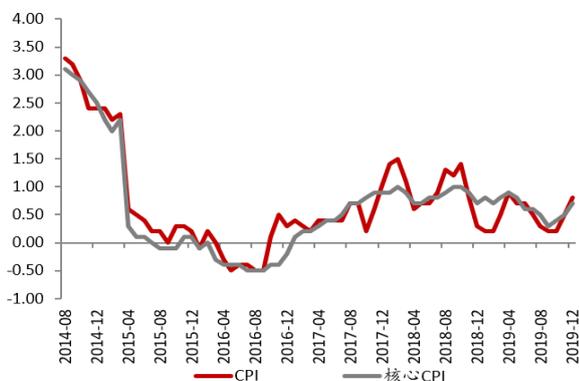
1. 进出口降幅缩窄，经济增长仍显疲弱

日本经济在最近几个月降温，因全球需求疲软长期冲击出口和消费税上调导致消费者支出下滑。受全球经济不振的影响，日本12月出口同比下降6.3%，连续第13个月下滑，降幅超过市场预期。12月进口同比下降4.9%，降幅也超出预期，但较11月15.7%的下降有所放缓，因中美签署第一阶段贸易协议提振了全球经济增长预期，不过外部需求疲软依旧对依赖出口的日本经济造成压力。从领先指标来看，日本1月制造业PMI初值再度改善至49.3，高于去年12月48.4，创去年8月以来最高，但已连续八个月处于收缩区间。期中，制造业产出及新订单指数降幅缩窄，但已连续13个月萎缩；新出口订单转增；就业继续增长。前景乐观情绪增强。

消费和通胀水平疲弱，日本央行仍按兵不动。受消费税上调影响，日本11月零售销售按年下跌2.1%，跌幅超出市场预期的1.7%，消费者信心也保持低迷。另外，日本12月CPI同比增长0.8%，环比增长0.1%，12月核心CPI同比增长0.7%，近几个月物价持续小幅度上涨，表明消费需求回升。日本进入老年社会，消费需求萎缩，造成物价低迷。整体来看，企业和消费者信心疲弱，并且全球经济增长延迟回升打击需求，日本整体经济可能继续承压。

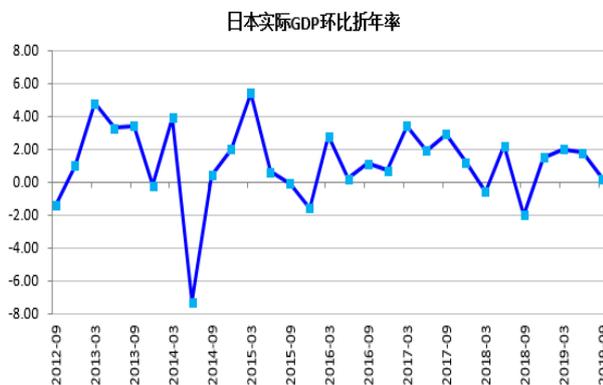
1月29日，日本央行政策会议维持利率不变，但警告称复苏面临的风险仍很高，而且对工业生产的看法更为悲观。另一方面，得益于此前安倍晋三内阁公布的1200亿美元经济刺激计划，日本央行一年来首次提高了经济增长预期，预计从4月开始的一年中，日本经济将增长0.9%，而10月份的预测为0.7%，但预计通货膨胀率将较之前的预测低1%。

图12 日本通胀数据



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图13 日本GDP



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 14 日本 PMI 指数



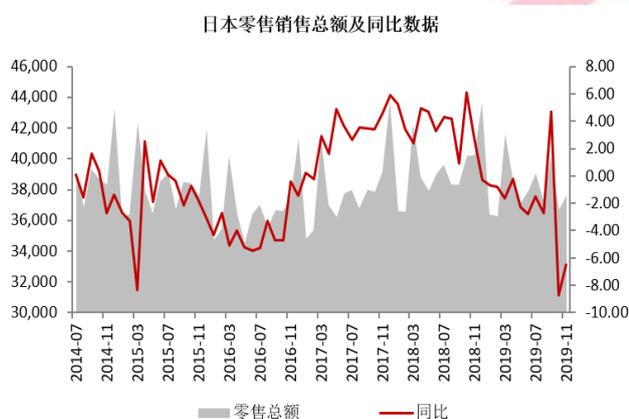
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 15 日本进出口同比



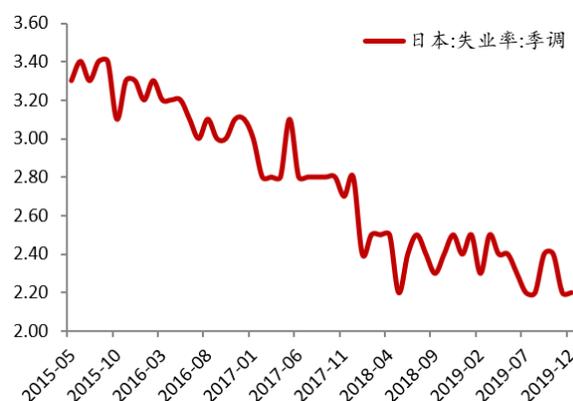
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 16 日本零售销售



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 17 日本失业率

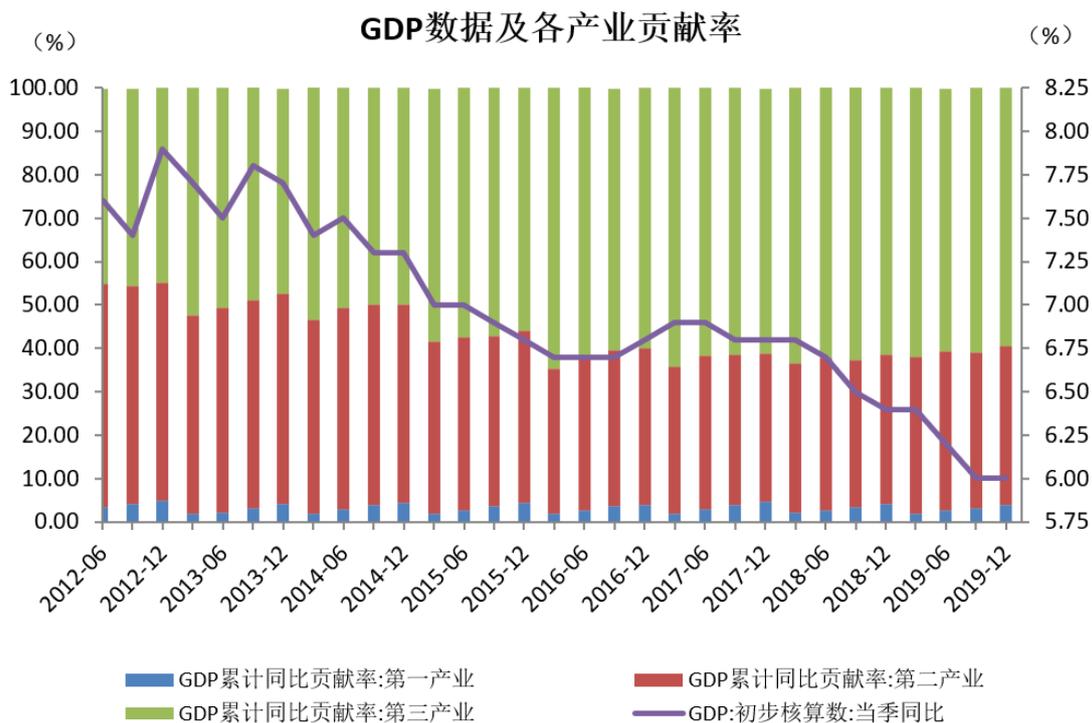


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

二、国内 2019 年四季度 GDP 企稳，疫情将影响一季度经济

中国 2019 年全年 GDP 增速为 6.1%，前值 6.6%。全年 GDP 总量达 99.0865 万亿元，稳居世界第二。从季度上看，GDP 呈逐步下滑趋势。四季度的 GDP 增长为 6.0%，与第三季度持平。2019 年，全球经济增速和贸易扩张均有所放缓，国内结构性矛盾凸显，经济下行压力明显。GDP 延续下滑的原因一方面是贸易摩擦及内外需疲弱造成的进出口放缓。另一方面，投资增速受制造业不景气及房市调控影响而放缓。消费受汽车、金银珠宝类销售下滑拖累呈放缓趋势。整体来看，我国 2019 年经济整体保持平稳，消费、产业转型升级体现了经济的稳中提质。看向未来，随着政策效果显现，中美签署第一阶段贸易协议，国外不确定性风险较 2019 年有所减少，2019 年 12 月份经济有企稳迹象，但 12 月爆发的武汉肺炎疫情将对 2020 年一季度经济带来一定的影响，中小型企业、第三产业将受到冲击。

图 18 GDP 及各产业贡献率

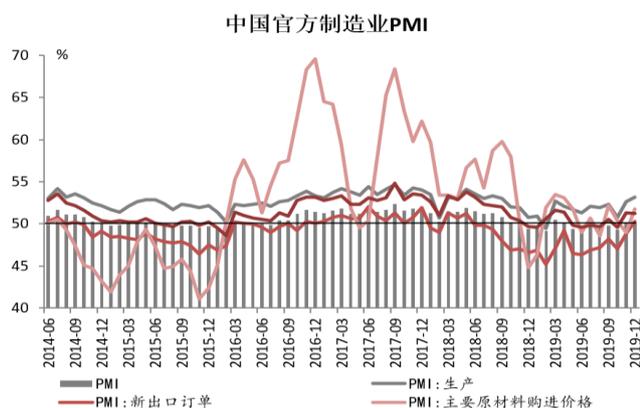


(一) 供需回暖出口改善，制造业保持扩张

供需回暖出口改善，12月制造业保持扩张。12月制造业PMI录得50.2，与上月持平，连续两个月位于荣枯线以上，景气度稳中有升。受中美第一阶段贸易协议签署、基建投资加快以及传统节日临近等因素影响，制造业供需两端较为活跃，生产和需求保持扩张。海外需求也延续增长，国外订单明显增长。原材料进口也继续回暖，表明内需有所改善。随着海外风险减小，国内政策密集落地后，制造业景气度料继续企稳。另外，12月财新制造业PMI走势与官方制造业PMI一致，虽然生产和需求改善力度不及上月，但数据已连续5个月录得扩张。随着中美第一阶段协议传递出积极信号，企业信心有所修复，生产扩张和增加库存的意愿有所增强，对就业也产生了积极影响。数据显示中国经济运行趋稳态势显现。

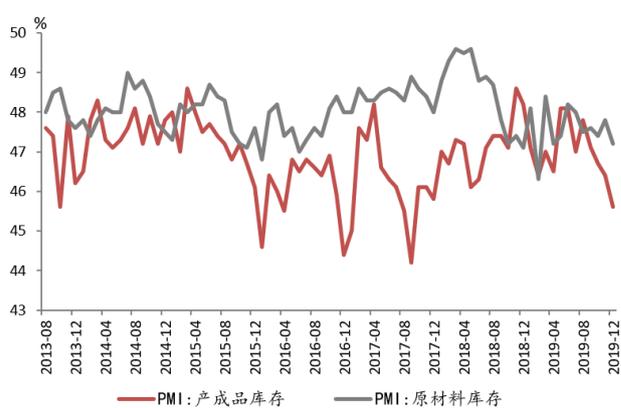
总体来看，12月制造业延续企稳，供需两端均有所回暖，叠加进出口数据大幅反弹，可见中国经济短期企稳迹象显现。在中美签署第一阶段贸易协议的情况下企业信心有所恢复。但值得注意的是，12月爆发的武汉肺炎疫情导致各地延迟开工，将对制造业生产造成一定影响。预计一季度制造业PMI将承压。

图 19 官方制造业 PMI 及分项指标走势



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 20 产成品及原材料库存



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

（二）固投增速小幅回升，短期下行压力加剧

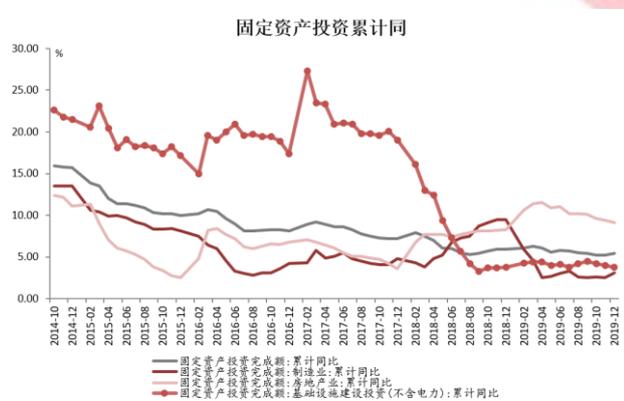
固定资产投资回升，受疫情影响，短期有下行压力。2019 年 1-12 月，全国固定资产投资（不含农户）551478 亿元，比上年增长 5.4%，增速比 1-11 月份加快 0.2 个百分点，虽然投资增速在 2019 年底小幅回升，但疫情给投资增速带来一定的压力。房地产、基建、制造业投资增速都将受到不同程度的影响。疫情或影响基建复苏节奏。分领域来看，基础设施投资有所放缓，疫情将影响基建复苏节奏。1-12 月同比增长 3.8%，较 1-11 月减少 0.2 个百分点；2019 年基建投资增速低位运行，12 月份基建增长继续小幅回落，9 月专项债全部发行完毕后，四季度处于空窗，基建增长乏力。按照原来的预期，在逆周期力度加大，国家政策支持基建的背景下，基建投资增速在一季度将企稳回升。不过受到此次疫情的影响，大范围延迟复工及劳务人员返程迟缓或影响基建复苏的节奏（目前已有 16 省发布推迟建筑工地复工政策），政策方面，基建作为稳经济工具的作用将适度加强，但其政策优先级或在降低社会融资成本、减费降税等政策之后，短期内加码空间亦有限。所以预计一季度基建投资仍将维持低位运行。

制造业投资短期受抑。制造业投资增长 3.1%，较 1-11 月份上升 0.6 个百分点。受中美贸易达成第一阶段协议的影响，我国制造业景气度在 2019 年底以来逐步回升，2020 年 1 月份制造业 PMI 录得 50%，连续 3 个月站于荣枯线上方，但当前经济下行压力仍较明显，特别是正处于防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情关键期，其影响在 1 月份 PMI 指数中尚未显现，对近期经济走势的影响不容低估。从供需角度来看，春节后企业开工复工推迟，生产增速放缓；另一方面，市场需求增速或将趋降。因此制造业供需两端将同步放缓，预计制造业投资增速短期内将受到一定影响。

房地产投资继续下滑，延续稳中有降的趋势。1-12月房地产开发投资增长9.9%，增速比1-11月份回落0.3个百分点，比上年加快0.4个百分点。本次疫情期间，大部分城市的售楼处都处于关门状态，银行不营业无法办理房贷，由于疫情期间人与人之间的隔离，短期内销售下滑是在所难免的，这也将造成房企回款受阻，现金流将比较紧张。而政策方面，在“房住不炒”的总基调下，政策调控整体处在严紧状态，房企上游融资困难，下游销售受阻的情况下，地产投资将受到较大影响，预计本次新型冠状病毒疫情在短期内对房市的影响较为显著，一季度地产投资下行的幅度或加大。未来主要关注房市政策方面是否会放宽，也要关注疫情的发展及控制。

整体来看，投资增速在逆周期力度加大的背景下有企稳回升的态势，其中制造业投资增速回暖较为明显。目前中美贸易达成第一阶段协议，市场不确定性因素有所改善，企业投资继续回暖。叠加国内政策大力支持基建投资，对一季度投资有支撑作用。不过考虑到12月爆发的武汉肺炎疫情，投资增速短期内将有所走弱，但从长期角度来看，疫情解除后，前期由于开工复工迟滞所积累的市场需求将集中释放，将带动投资较快回升。所以本次疫情的发展和政策走向是关注的重点。目前来看，预计一季度投资增速将放缓。

图 21 固定资产投资累计同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 房地产投资与销售累计同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（三）进出口明显反弹，贸易阶段性企稳

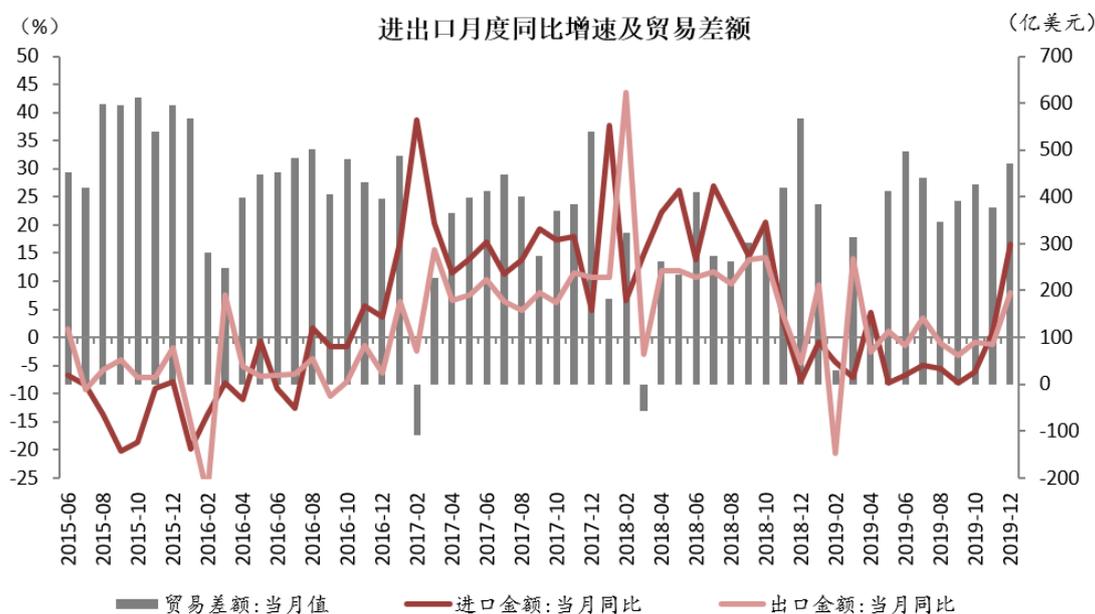
外部环境边际改善，进出口增速明显反弹。以美元计价，中国12月进口同比增长16.3%，较上月加快15.5个百分点，延续升势。这一方面与去年同期基数偏低有关，但更为重要的是，随着国内逆周期调节力度加大，内需逐步企稳回升，对进口的支撑作用明显。分项目来看，12月加工贸易出口额降幅较上月收窄5.3个百分点，暗示相关环节进口需求有所改善。另外，12月大宗商品价格指数同比增

长 3.3%，增速较上月反弹 6.6 个百分点，价格的回升也支撑进口金额上涨。除此之外，中美签署第一阶段贸易协议，贸易局势有所缓和，12 月自美进口同比增长 7.8%，较上月提高 5.1 个百分点。

12 月出口同比增长 7.6%，较 1 月的-1.1%大幅回升，与制造业 PMI 新出口订单指数回升相互印证。12 月出口增速大幅反弹主要由于全球经济在年初有所回暖，中美贸易摩擦阶段性缓和以及外部环境改善使得外需有所修复，支撑出口大幅反弹。其中，非美市场出口增速多数反弹，对欧盟出口额增长 6.7%，大幅高于前值-3.8%；对日本出口额下降 3.4%，降幅较上月收窄 4.4 个百分点。对东盟出口额增长 27.4%，增速较上月加快 10.7 个百分点。

12 月进口、出口同比增速双双上涨，与近期外部环境转暖以及国内经济复苏带动内需上涨有关。整体来看，在 2020 年全球经贸改善，外部风险有所降低的背景下，我国不断优化外贸结构和营商环境，企业开拓多元化市场，外贸继续保持稳中提质势头。目前来看，WHO 将中国发生的 2019-nCoV 列为“国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC）”，同时美国、意大利等国家相继进入紧急状态以及 60 多个国家对中国入境人员进行管制，但目前尚无国家对中国出口商品采取限制措施。外贸数据的影响将更多来源于国内企业延期开工、疫情全球范围发展带来的需求疲软，都难免对一季度的贸易数据形成影响。

图 23 进出口同比增速及贸易差额



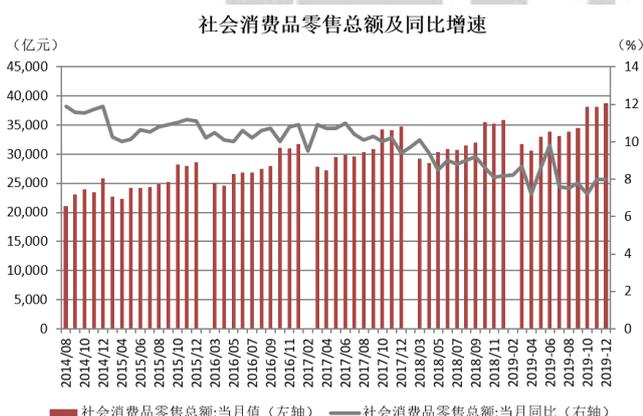
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(四) 消费增速延续回升，国内需求逐步回暖

消费延续回升，内需逐步回暖。2019年，社会消费品零售总额411649亿元，比上年名义增长8.0%。12月份，社会消费品零售总额同比增长8.0%，与上月持平，环比增长0.53%。其中，除汽车以外的消费品零售额372260亿元，增长9.0%。全年全国网上零售额106324亿元，比上年增长16.5%。其中，实物商品网上零售额85239亿元，增长19.5%，占社会消费品零售总额的比重为20.7%，比上年提高2.3个百分点。分消费类型来看，消费升级类商品较快增长，全年限额以上单位化妆品类、通讯器材类、体育娱乐用品类、家用电器和音像器材类商品零售额增速分别比限额以上消费品零售额增速快8.7、4.6、4.1、1.7个百分点。12月份餐饮收入4825亿元，同比增长9.1%。11月由于电商促销刺激消费明显加快，而12月保持与11月相同的增速主要是受到汽车消费回暖的提振。12月汽车类销量增速在2019年7月后再次“由负转正”。数据显示，12月汽车类销量为4428亿元、同比增长1.8%。而此前一个月，汽车类销量的同比增速还是下滑1.8%。

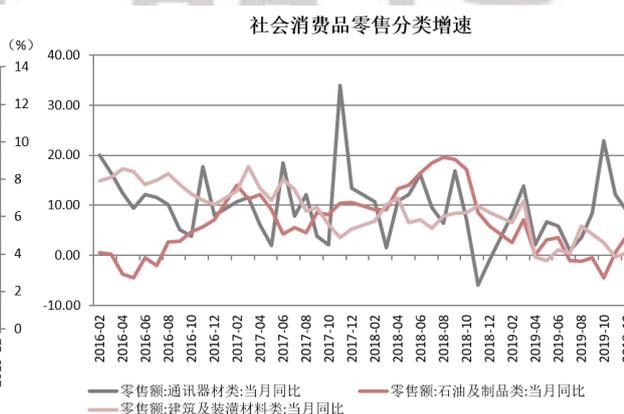
整体来看，2019年国内市场销售平稳增长，消费结构转型升级。12月消费增速维持较快增速，汽车消费有所企稳。不过受到疫情影响，旅游、影视、餐饮等消费均受到不同程度的影响。由于此次疫情发生在春节黄金消费周之前，因此对消费得影响较大，预计一季度消费增速将回落，影响程度取决于疫情持续的时间。

图 24 社零销售总额增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 25 社零销售总额增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 26 汽车销售当月同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 27 可支配收入和社零总额增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

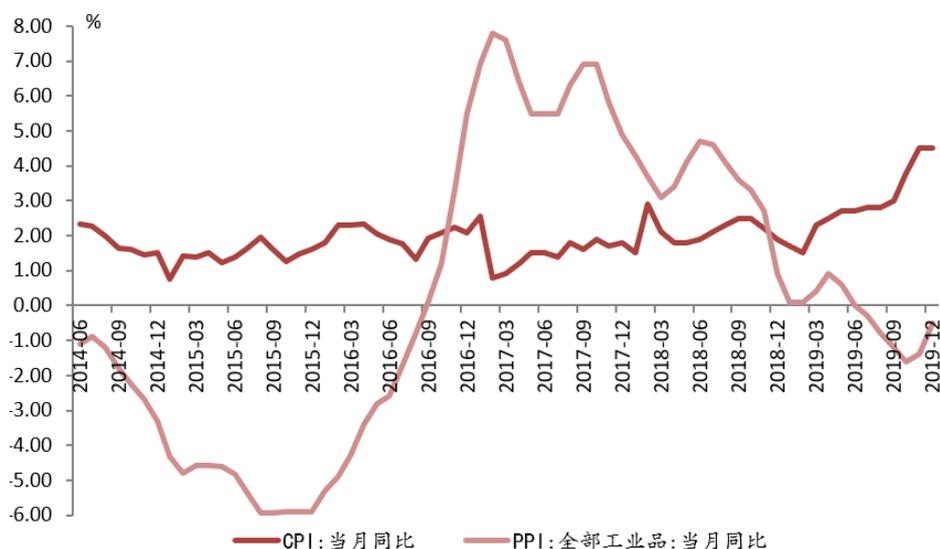
(五) 调控发力物价企稳、PPI 降幅持续缩窄

调控发力物价企稳, PPI 降幅持续缩窄。整年来看, 中国 2019 年 CPI 同比上涨 2.9%, 前值 2.1%, 为 2011 年以来最大年度涨幅, 主要受猪肉价格大幅上涨影响所致。不过 12 月 CPI 同比上涨 4.5%, 增速较上月持平。本月 CPI 没有进一步上涨主要是因为猪肉供给紧张状况有所缓解, 价格有所下降。猪肉价格由上月上涨 3.8% 转为下降 5.6%, 影响 CPI 下降约 0.27 个百分点。12 月鲜菜价格同比上涨 10.8%, 影响 CPI 上涨月 0.26 个百分点。冬季鲜菜价格上涨且略超季节性, 使得鲜菜对 CPI 的推动作用一定程度上抵消了猪价涨幅回落带来的影响。往后看, 对 CPI 最大的影响因素仍是猪肉价格, 虽然春节及节日需求使猪肉价格仍有继续上涨的可能, 但随着国内生猪产能恢复, 叠加政策支持以及加大海外进口猪肉等因素, 猪肉价格大幅上涨的可能性不大。不过受到目前疫情的影响, 鲜菜等食品价格或有所上涨, 但预计涨幅不会太大。整体来看, 预计 CPI 将小幅上涨。

12 月 PPI 降幅明显缩窄, 同比下跌 1.2%, 增速较上月回升 1.3 个百分点。主要因生产资料价格同比降幅大幅缩窄所推动。生产资料价格下降 1.2%, 降幅收窄 1.3 个百分点。在生产资料的三大行业分类中, 12 月采掘工业、原材料、加工工业 PPI 同比分别较上月上行 4、2.4、0.7 个百分点。生活资料价格上涨 1.3%, 涨幅回落 0.3 个百分点。受国际原油价格上涨影响, 12 月能源、矿产类大宗商品价格边际走高, 制造业原材料购进价格指数上升至 51.8% 的扩张区间; 主要出厂价格指数环比亦走高 1.9 个百分点至 49.2%, 逼近荣枯线。当月价格指数改善对制造业供需起到一定积极作用, 同时预示着近期 PPI 持续低迷状况有望出现一定的缓解。不过需要注意的是, 1 月以来由于国际局势以及武汉疫情等因素影响, 国际原油价格大幅回吐了 12 月份的涨幅, 工业品价格也可能受到武汉疫情影响而下跌, 预计

短期内 PPI 降幅难以继续缩窄。

图 28 CPI、和 PPI 月度增速同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(六) 社融略超预期，企业贷款改善

社融增量略超市场预期，企业信贷结构有所改善。2019年12月社会融资规模存量为251.31万亿元，同比增长10.7%。新增社融2.1万亿元，高于市场预期的1.65万亿元，较上月增加3500亿元。其中，表外非标融资减少1456亿元，同比少减219.5亿元；政府债券净融资3738亿元；企业债券净融资2625亿元。12月新增人民币贷款1.14万亿元，高于市场预期。从结构看，12月新增短贷与票据融资1932亿元，同比少增2197亿元，少增量全部由企业部门引起；而企业中长期贷款有所改善，12月新增中长期贷款为8802亿元，同比多增3747亿元，其中居民、企业部门中长贷均平稳增长。整体来看，12月社融信贷均高于市场预期，居民融资需求向好、企业中长贷有所改善，均反映实体需求仍稳健。

12月份M1、M2同比增速双双上涨。M2余额198.65万亿元，同比增长8.7%，增速分别比上月末和上年同期高0.5个和0.6个百分点。M2显著回升主要是因为生产端的活跃令交易需求边际回暖。M1余额57.6万亿元，同比增长4.4%，增速分别比上月末和上年同期高0.9个和2.9个百分点；M0余额7.72万亿元，同比增长5.4%。全年净投放现金3981亿元。受疫情影响，国内经济受到一定冲击，下行压力有所加大，预计央行将加大投放以维持市场流动性的平稳。

图 29 社会融资规模存量同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 30 M1、M2 同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 31 新增贷款及贷款余额增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

三、国内政策面总览与经济展望

(一) 经济展望

从 12 月份各项经济指标中可以看出, 我国经济在 2019 年底有所企稳。不过考虑到武汉肺炎疫情带来的影响, 短期内经济仍然承压, 预计今年一季度 GDP 仍有下探可能。受疫情影响, 我们预计一季度进出口增速将承压。固定投资增速料下滑, 基建、房地产、制造业投资将不同程度放缓。消费方面的压力较大, 因受疫情方面的影响最为直接。通胀料小幅上涨。整体来看, 目前疫情仍在可控范围之内, 一季度经济难免受到一定的影响, 不过长远来看, 疫情结束后经济料快速恢复增长。预计一季度 GDP 将有所放缓。

（二）货币政策

武汉肺炎疫情对经济造成影响，货币政策或趋于宽松。为了应对疫情带来的影响，近期央行多次发布支持政策。受交通限制、延期开工、外出人员返岗、购买防疫用具等因素的影响，使得本就面临较大流动性压力的企业，在这段时间里更需要来自于银行的资金支持。与 2003 年五月份央行发布的《中国人民银行关于应对非典型肺炎影响全力做好当前货币信贷工作的意见》相仿，央行 2020 年联合财政部、银保监会、证监会、外汇局发布了《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎的通知》。

《通知》指出，为受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化优惠的金融服务。特别是批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业，以及有发展前景但受疫情影响暂遇困难的企业，尤其是小微企业。不得盲目抽贷、断贷、压贷。保持流动性合理充裕。人民银行继续强化预期引导，通过公开市场操作、常备借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，提供充足流动性，保持金融市场流动性合理充裕，维护货币市场利率平稳运行。支持开发性、政策性银行加大信贷支持力度。

《通知》更多着眼于当下现状采取应对措施，更多在于稳定企业、民生预期，保证受到疫情较为严重影响的相关行业和企业，能够安然度过。从《通知》来看，疫情上升及逐步回落初期，流动性的投放量预计将明显加大（2 月 3 日央行 1.2 万亿元公开市场操作），同时阶段性的降息措施或将随之到来，确保企业信贷供给和疫情防控，重点与经济增长无过多的联系。

伴随着疫情风波的回落，央行货币政策预计将重新回到稳健中性的状态，预调微调仍是后续政策主要出发点，而在疫情中暴露出的生产、生活等问题，或将受到管理层的更多关注，也将成为除了中小微、战略新兴产业外，新的信贷投放焦点。

（三）财政政策

财政支出将有所扩张，赤字率或上升。武汉肺炎疫情导致相关财政支出将扩大。回顾 2003 年非典时期，中国主要通过财政减免、补助补贴、国债支持三类支持措施抗击非典给经济带来的影响。针对 2020 年新型冠状病毒对经济的影响，1 月 29 日，财政部印发通知，通知指出，疫情防控是当前最重要的工作。据财政部网站 30 日消息，截至 2020 年 1 月 29 日下午 5 点，各级财政已累计下达疫情防控补助资金 273 亿元。各地财政部门陆续安排特别的财政预算，用于应对消除疫情事件及其连带影响的相关开支。其中包括企业的减税、特定人群补贴等方面。随着疫情的发展，不排除特定的财政支出将继续扩大。

从经济层面来看，目前我国经济面临下行压力，逆周期调节加大力度，财政政策将继续发力。2019

年，我国实施了“史上最大规模”的减税降费，预计超过 2 万亿元，占 GDP 的比重超过 2%。但减税降费带来财政减收，再加上面临经济下行压力，财政收入较为吃紧。由于减税降费力度超出预期，2019 年前 11 个月，全国一般公共预算收入 178967 亿元，同比增长 3.8%，其中税收收入 149699 亿元，同比增长仅 0.5%。而今年中央经济工作会议上强调要巩固和拓展减税降费成效，叠加经济下行压力以及疫情的影响，财政政策一方面面临减收压力，另一方面又需扩大支出，在财政收支矛盾突出的情况下，不排除财政赤字率将有所放宽。另外，针对受疫情影响较大的企业，减税力度或加大。从 2003 年的财政政策来看，政府定向补贴了受影响较大的旅游、交通和餐饮等行业。而今年的疫情对相关行业的影响突出，随着疫情的发展，或陆续出台针对相关行业的减税政策。整体来看，在经济下行压力以及短期内疫情的影响下，财政政策将加大力度，财政赤字率或有所放宽。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。