

国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪

——宏观经济周度观察

宏观周报

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：疫情推动“强美元”

2020-2-16

宏观报告：产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

宏观报告：三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化

2019-12-15

受疫情影响，2月BCI指数创有数据以来最低。疫情导致中国经济供需两端受损，2020年2月BCI（长江商学院中国企业经营状况指数）从56.2%大幅收缩至37.3%，创有数据以来最低。从各分项来看，企业销售前瞻指数、消费品价格前瞻指数、中间品价格前瞻指数分别较1月下降39.2、16、11.1个百分点，反映在疫情冲击下，企业量价齐缩。长江商学院的调查问卷显示，在接受调查的企业中，45%企业反映疫情导致无法开工，49%企业处于半开工状态，由于参加BCI调查的长江校友和学员企业主要为相对优秀的民营中小企业，因此，民营中小企业整体的复工情况可能会更差。

政治局会议显示政策力度继续加大。虽然2月BCI分项指标大多断崖式下跌，但企业融资环境指数只是小幅回落3.5个百分点，这主要是因为疫情爆发以来，决策当局通过降息、专项再贷款、再贴现等政策缓解企业融资困难。2月21日召开的政治局会议释放政策力度进一步加大的信号：（1）积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。（2）稳健的货币政策要更加灵活适度。（3）要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放。

海外疫情引发避险模式，美债、黄金、美元上涨，日元大跌。近期海外市场发生一些变化，美债、黄金、美元等避险资产大涨，黄金价格更是创7年新高，而同为避险资产的日元却遭到抛售。美债、美元、黄金大涨的共同触发因素是近期日本疫情加剧，3条传导链条：（1）疫情加剧→资金流入美债→压低美债收益率→美国实际利率下降→黄金上涨；（2）疫情加剧→市场对日本央行产生进一步宽松预期→日本央行增加负利率债券购买规模→黄金上涨；（3）疫情加剧→市场对日本央行产生进一步宽松预期→日本国债收益率下降→套利交易压低美债收益率→美国实际利率下降→黄金上涨。

疫情在中国爆发的时候，日元作为避险资产上涨，但这次避险情绪主要是由日本疫情加剧所主导，当风险发生在日本自身时，日元便不能作为避险资产，可参考2009年美国H1N1爆发后美元加速贬值。

● **风险提示：海外疫情全面扩散；国内疫情出现反复**

目 录

1、 2月经济活动显著收缩，国内政策力度加大.....	3
2、 海外疫情引发避险情绪.....	4
3、 海外经济数据综述.....	5
4、 国内高频数据观察.....	7
4.1、 发电耗煤量回升.....	7
4.2、 原油价格上涨.....	7
4.3、 猪肉价格上涨.....	8
4.4、 房地产销售略有改善.....	8
4.5、 MLF 利率下调.....	9
4.6、 美元指数上涨，人民币汇率升值.....	9

图表目录

图 1: 2月 BCI 断崖式下滑.....	3
图 2: 企业量价齐缩 (%).....	4
图 3: 政策支持下，企业融资环境没有明显恶化.....	4
图 4: 近期美债、黄金、美元上涨，日元大跌.....	5
图 5: 两次疫情爆发后美元指数走势不同.....	5
图 6: 欧元区 ZEW 经济经济指数大幅回落.....	6
图 7: 美国费城联储制造业指数大幅回升.....	6
图 8: 美国 Markit 制造业 PMI 下降 (%).....	6
图 9: 发电耗煤量回升.....	7
图 10: 高炉开工率下降 (%).....	7
图 11: 原油价格上涨 (美元/桶).....	8
图 12: 猪肉价格上涨 (元/公斤).....	8
图 13: 房地产销售略有改善 (%).....	9
图 14: 美元指数上涨.....	10
图 15: 人民币汇率贬值.....	10
表 1: 央行公开市场操作 (2020.2.17-2020.2.21).....	9

1、2月经济活动显著收缩，国内政策力度加大

受疫情影响，2月BCI指数创有数据以来最低。疫情导致中国经济供需两端受损，2020年2月BCI（长江商学院中国企业经营状况指数）从56.2%大幅收缩至37.3%，创有数据以来最低。从各分项来看，企业销售前瞻指数、消费品价格前瞻指数、中间品价格前瞻指数分别较1月下降39.2、16、11.1个百分点，反映在疫情冲击下，企业量价齐缩。长江商学院的调查问卷显示，在接受调查的企业中，45%企业反映疫情导致无法开工，49%企业处于半开工状态，由于参加BCI调查的长江校友和学员企业主要为相对优秀的民营中小企业，因此，民营中小企业整体的复工情况可能会更差。

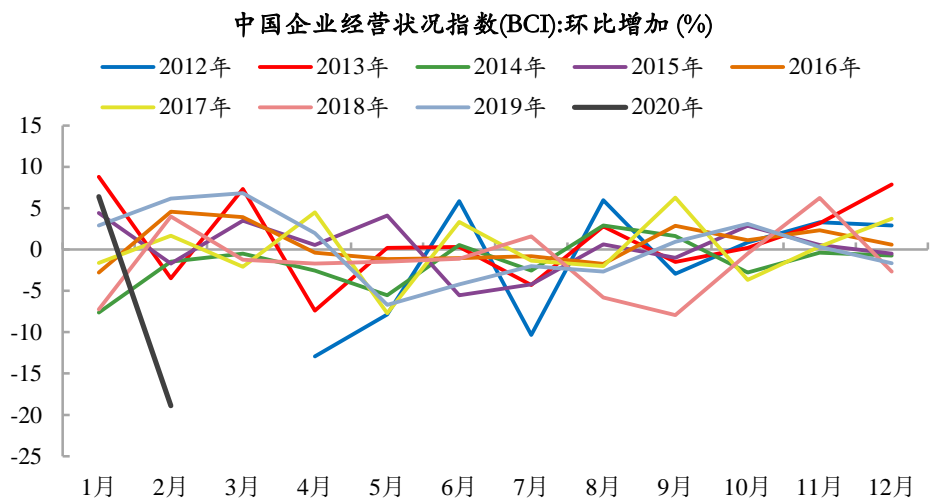
政治局会议显示政策力度继续加大。虽然2月BCI分项指标大多断崖式下跌，但企业融资环境指数只是小幅回落3.5个百分点，这主要是因为疫情爆发以来，决策当局通过降息、专项再贷款、再贴现等政策缓解企业融资困难。2月21日召开的政治局会议释放政策力度进一步加大的信号：

(1) 积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。

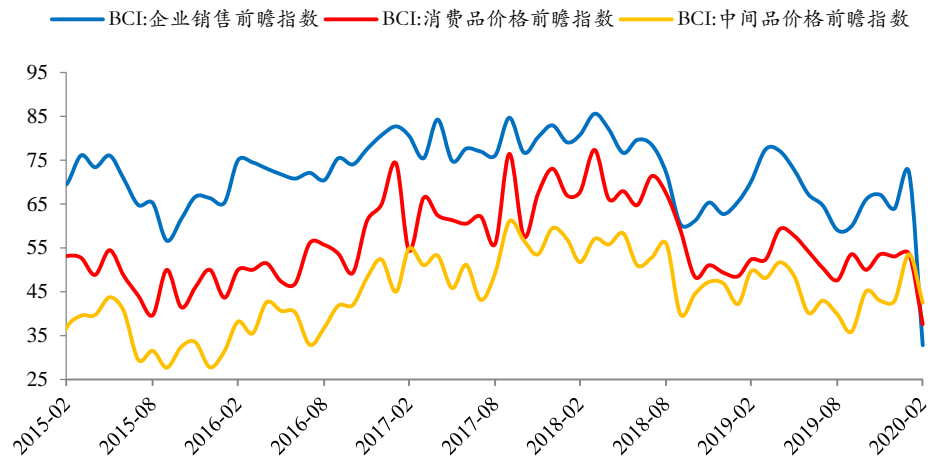
(2) 稳健的货币政策要更加灵活适度。由于疫情对经济造成的短期冲击巨大，未来一段时间货币政策将进一步宽松，可能继续降准、降低贷款实际利率，甚至不排除下调存款基准利率。央行副行长在接受《金融时报》记者专访中提到“存款基准利率是我国利率体系的‘压舱石’，将长期保留。未来人民银行将按照国务院部署，综合考虑经济增长、物价水平等基本面情况，适时适度进行调整”。

(3) 要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放。政治局会议对当前疫情形势的研判是“全国疫情发展拐点尚未到来，湖北省和武汉市防控形势依然严峻复杂”，即便企业加快复工，短期汽车、地产链等可选消费可能也不会有太大改善。疫情之后消费的恢复需要更多刺激消费政策支持，商务部在2月20日新闻发布会上提到“会同相关部门研究出台进一步稳定汽车消费的政策措施，减轻疫情对汽车消费的影响，同时，鼓励各地根据形势变化，因地制宜出台促进新能源汽车消费、增加传统汽车限购指标和开展汽车以旧换新等举措，促进汽车消费”。

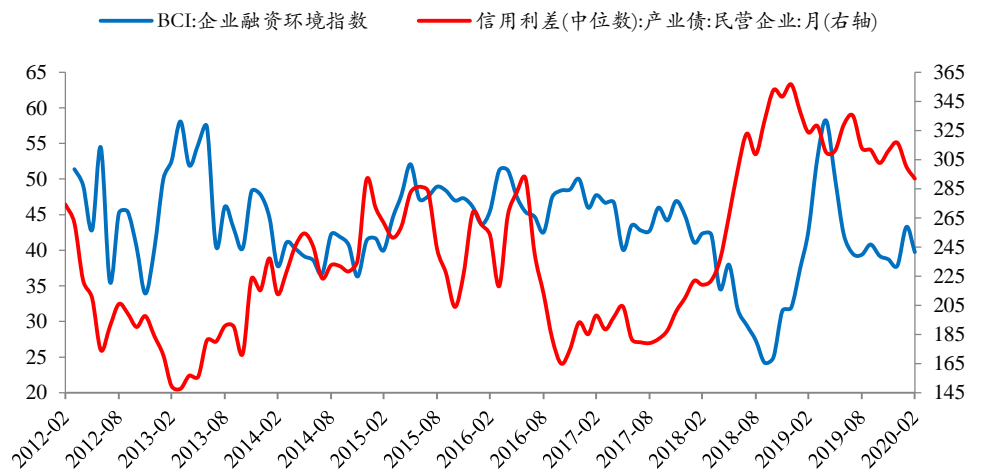
图1：2月BCI断崖式下滑



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 企业量价齐缩 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

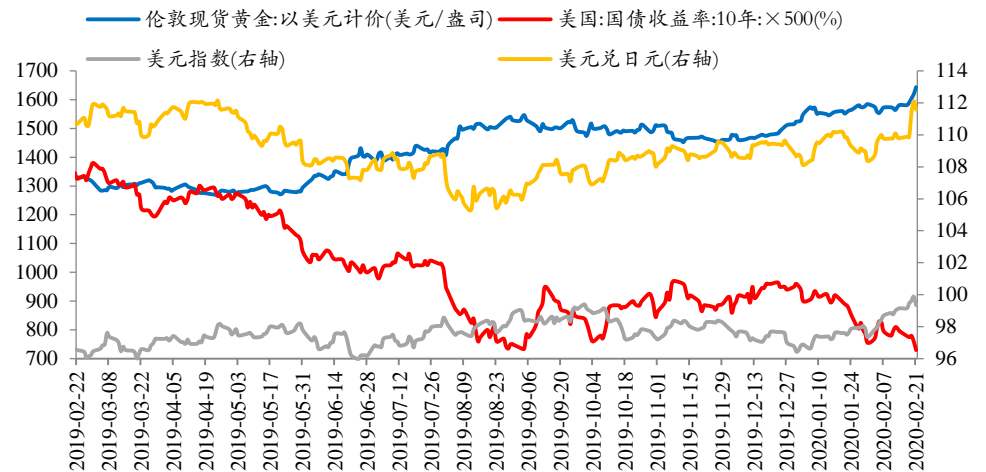
图3： 政策支持下，企业融资环境没有明显恶化

资料来源：Wind，新时代证券研究所

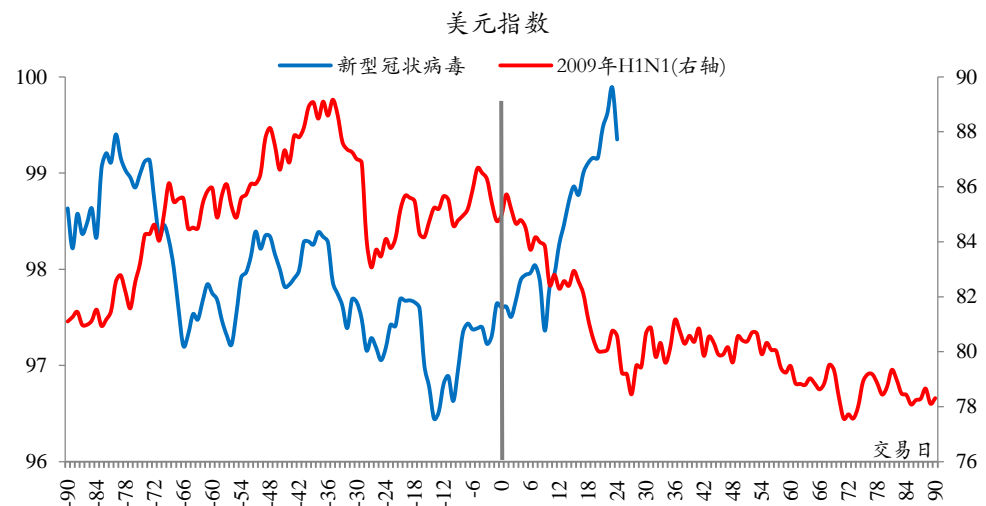
2、 海外疫情引发避险情绪

海外疫情引发避险模式，美债、黄金、美元上涨，日元大跌。近期海外市场发生一些变化，美债、黄金、美元等避险资产大涨，黄金价格更是创7年新高，而同为避险资产的日元却遭到抛售。美债、美元、黄金大涨的共同触发因素是近期日本疫情加剧，3条传导链条：(1) 疫情加剧→资金流入美债→压低美债收益率→美国实际利率下降→黄金上涨；(2) 疫情加剧→市场对日本央行产生进一步宽松预期→日本央行增加负利率债券购买规模→黄金上涨；(3) 疫情加剧→市场对日本央行产生进一步宽松预期→日本国债收益率下降→套利交易压低美债收益率→美国实际利率下降→黄金上涨。

疫情在中国爆发的时候，日元作为避险资产上涨，但这次避险情绪主要是由日本疫情加剧所主导，当风险发生在日本自身时，日元便不能作为避险资产，可参考2009年美国H1N1爆发后美元加速贬值。

图4： 近期美债、黄金、美元上涨，日元大跌

资料来源：Wind，新时代证券研究所

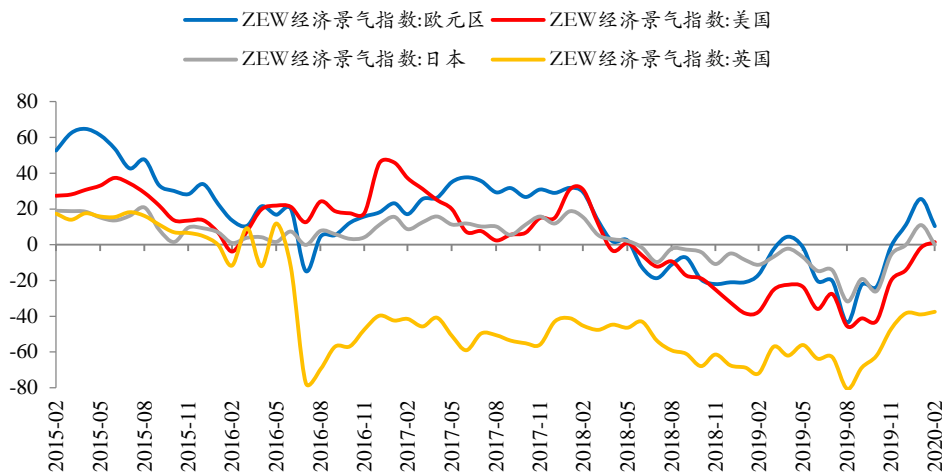
图5： 两次疫情爆发后美元指数走势不同

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、海外经济数据综述

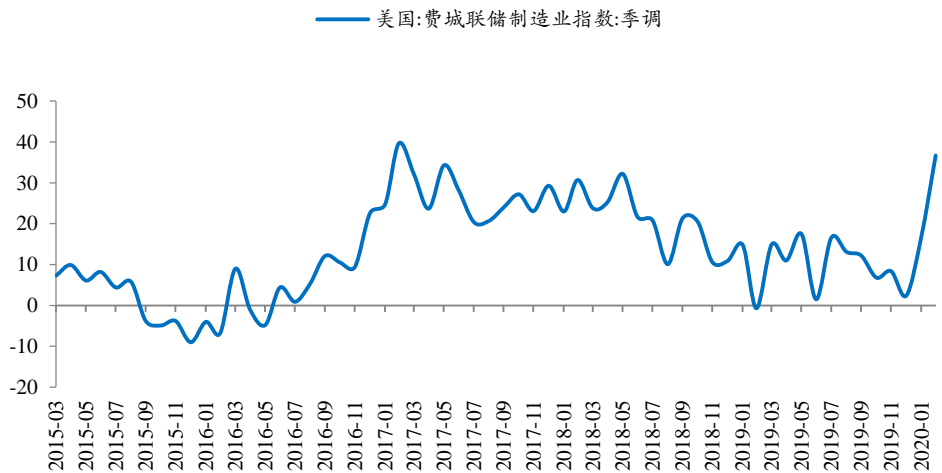
2月欧元区ZEW景气指数、Sentix投资信心指数显著不及预期，但2月欧元区制造业PMI初值录得49.1%，高于市场预期的47.4%。2月美国ZEW景气指数、Sentix投资信心指数、纽约PMI、费城联储制造业指数、IBD/TIPP经济展望指数都大幅超出市场预期，但2月美国Markit制造业PMI初值录得50.8%，低于市场预期的51.5%。

图6：欧元区 ZEW 经济景气指数大幅回落



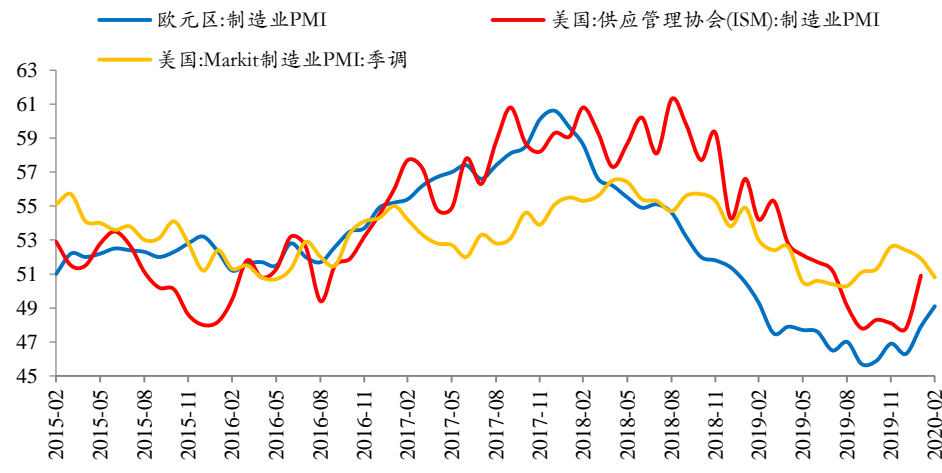
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：美国费城联储制造业指数大幅回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8：美国 Markit 制造业 PMI 下降 (%)



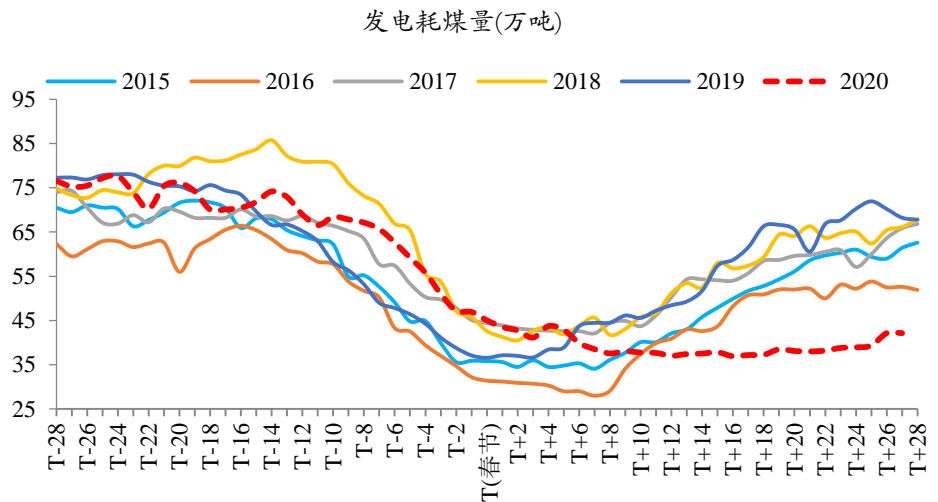
资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、国内高频数据观察

4.1、发电耗煤量回升

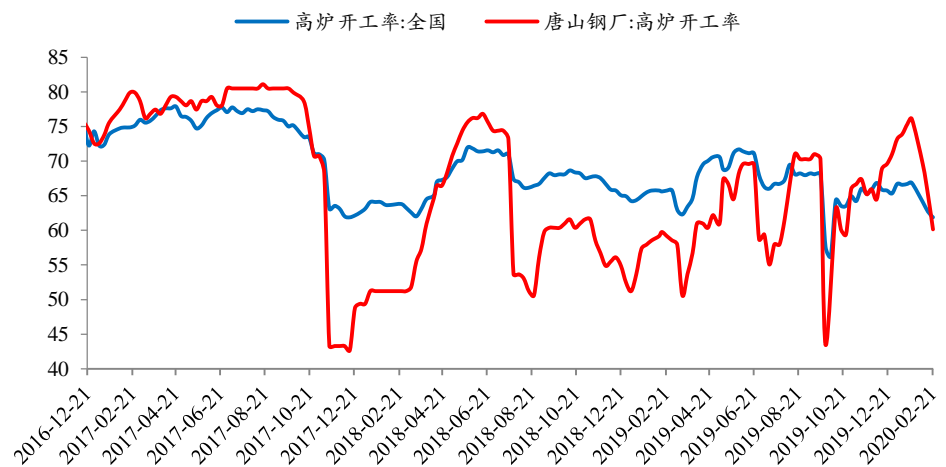
上周（2020年2月15日-2020年2月21日，下同），高炉开工率回落1.3%至61.88%；焦化企业开工率回升2.8%至59.1%；6大发电集团日均耗煤量环比上升5.4%至39.6万吨。

图9：发电耗煤量回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

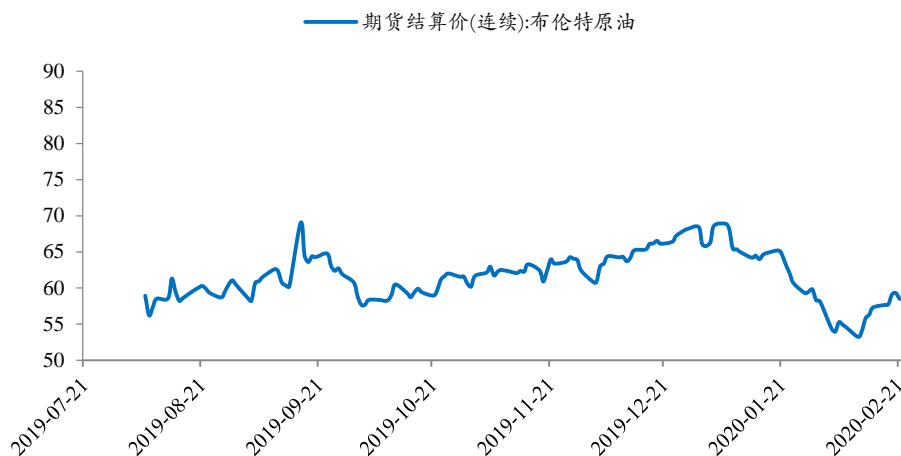
图10：高炉开工率下降（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.2、原油价格上涨

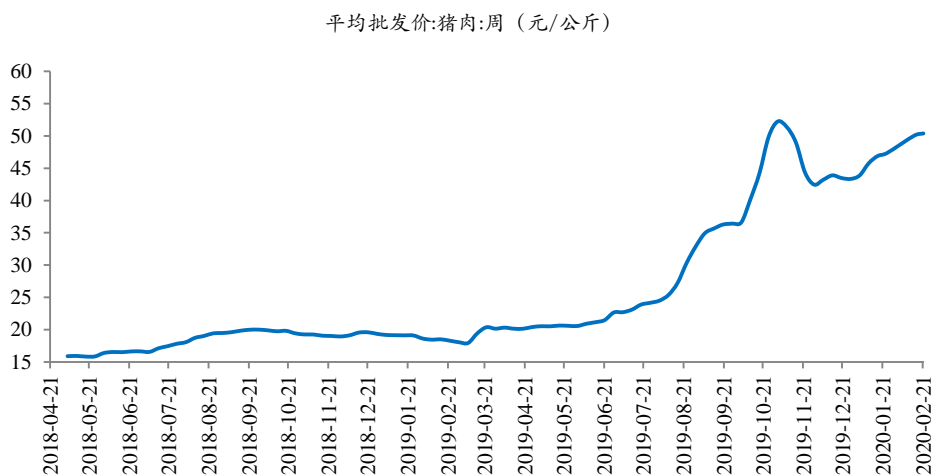
上周，钢材社会库存环比回升13.3%，库存回补力度小于前值（15.9%），螺纹钢期货价收涨2.5%。原油价格上涨，布油价格一周收涨2%，WTI原油价格收涨2.5%。

图11： 原油价格上涨（美元/桶）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.3、猪肉价格上涨

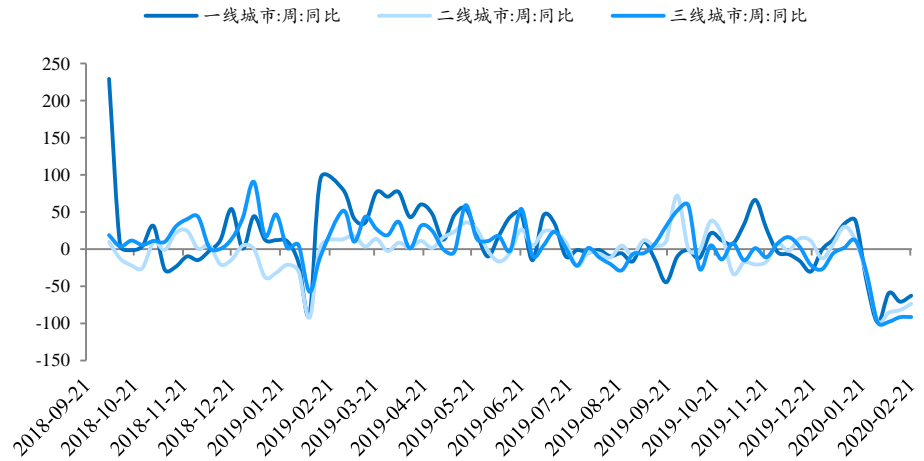
上周，28种重点监测蔬菜价格上涨0.8%，涨幅低于前值（8.5%）。7种重点监测水果价格上涨0.4%，涨幅低于前值（1.5%）。猪肉批发价一周上涨0.6%，涨幅较前值（5.7%）回落。

图12： 猪肉价格上涨（元/公斤）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.4、房地产销售略有改善

上周，30大中城市商品房日均销售面积从3.5万平方米上升至9.7万平方米。30大中城市商品房销售面积同比降幅从83.1%收窄至76.7%，其中，一、二、三线城市商品房销售面积同比降幅分别收窄至62.7%、73.8%、91.4%。

图13： 房地产销售略有改善（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.5、MLF 利率下调

上周，央行在2月17日续作MLF并下调MLF利率10BP，随着央行逆回购不断到期，春节后央行通过公开市场操作投放的短期流动性已基本收回，目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，央行在2月18-21日暂停逆回购操作，货币市场利率上升，DR001与DR007分别回升12BP、9.5BP。

表1： 央行公开市场操作（2020.2.17-2020.2.21）

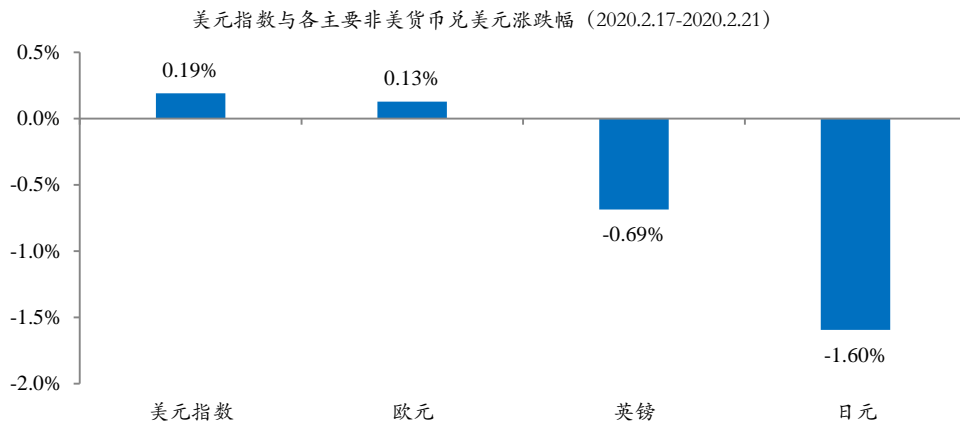
日期	央行公告
2020年2月17日	为对冲央行逆回购到期等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，2020年2月17日人民银行开展了2000亿元中期借贷便利（MLF）操作和1000亿元7天期逆回购操作。
2020年2月18日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2020年2月18日不开展逆回购操作。
2020年2月19日	随着央行逆回购不断到期，春节后央行通过公开市场操作投放的短期流动性已基本收回。目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2020年2月19日不开展逆回购操作。
2020年2月20日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2020年2月20日不开展逆回购操作。
2020年2月21日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2020年2月21日不开展逆回购操作。

资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

4.6、美元指数上涨，人民币汇率升值

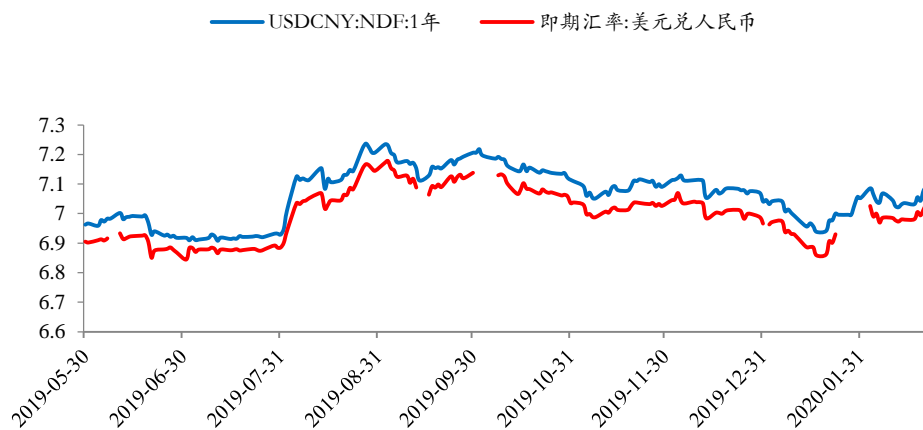
上周，美元指数一周上涨0.19%，非美货币方面，欧元兑美元升值0.1%，英镑、日元兑美元贬值0.7%、1.6%。受美元指数上升影响，人民币兑美元即期汇率一周贬值0.8%。

图14: 美元指数上涨



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图15: 人民币汇率贬值



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社2016年8月出版。

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，9年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>