

中国宏观经济月报

2020/3/3

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

主要观点：

- **2月我国景气度大幅回落，预计3月内需环比有所好转，外需继续承压。**2月，受新冠肺炎疫情的冲击，我国经济景气度大幅回落，录得数值较2008年金融危机时期的低点还低。在一系列强有力措施的作用下，我国疫情暂时得到控制，政府政策重心由“疫情防控”转为“疫情防控”和“复工复产”同时兼顾，企业复工率逐渐回升。但与此同时，海外疫情迅速蔓延。预计3月我国内需环比有所好转，外需继续承压。
- **基建在稳经济中的重要性提升。**在疫情的影响下，企业部门的投资生产活动、居民部门的消费能力及意愿、海外贸易需求都将在一段时间内受到很大抑制。要想尽量缩小与“十三五规划”收官时目标之间的距离，政府的政策重心要向基建倾斜，不仅包括传统的铁路公路等基础设施建设，也包括通信、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设。
- **CPI涨幅小幅回落，PPI再次转为负值。**1月CPI同比上涨5.4%，较上月高0.9个百分点。2月，食品价格继续显著上涨，非食品价格在油价、衣着、旅游等价格回落的带动下小幅回落。我们预计2月CPI环比上涨0.8%左右，同比上涨5.2%左右，较1月回落0.2个百分点。
- **货币增速小幅回落。**预计2月金融机构新增人民币贷款7,500亿元左右，M2同比增速为8.2%左右，较上月低0.2个百分点。

目 录

一、经济运行总览.....	6
1、受新冠疫情的影响，中国景气度大幅回落.....	6
3、实际消费增速创近年新低	10
4、年末财政支出增速提升	14
5、投资增速小幅提升	15
6、进出口增速双双显著提升	21
二、CPI 小幅回落，PPI 由升转降	25
1、CPI 涨幅小幅回落	25
2、工业生产者价格由升转降	27
三、货币增速小幅回落.....	29
1、货币信用情况	29
2、2019 年第四季度货币政策执行报告简评.....	33
四、小结.....	37

图表目录

图表 1：制造业采购经理指数.....	8
图表 2：非制造业采购经理指数.....	8
图表 3：库存变动情况.....	8
图表 4：各类企业的 PMI 指数.....	8
图表 5：中采制造业 PMI 成分指数.....	9
图表 6：克强指数走势.....	10
图表 7：六大发电集团日耗煤量持续处于低位.....	10
图表 8：居民收支名义增速.....	11
图表 9：居民收支实际增速.....	11
图表 10：社会消费品零售总额.....	12
图表 11：社会消费品零售总额同比增长率.....	12
图表 12：商品零售与餐饮收入当月同比增长率.....	13
图表 13：各类商品零售额当月同比增长率.....	13
图表 14：消费结构变动.....	14
图表 15：国家财政收支当月情况.....	15
图表 16：国家财政收支累计情况.....	15
图表 17：全国固定资产投资同比增长率.....	16
图表 18：全国固定资产投资分产业增速.....	16
图表 19：固定资产投资同比增长率.....	17
图表 20：投资实际增速.....	17
图表 21：工业增加值增速.....	18
图表 22：三大产业增加值同比增长率.....	18
图表 23：各行业增加值同比增长率.....	18
图表 24：各行业增加值同比增长率（续）.....	18
图表 25：工业企业利润总额增长率.....	19
图表 26：收入及成本同比增速.....	19
图表 27：企业经营指标.....	19
图表 28：各类企业利润增速情况.....	19
图表 29：各行业利润增速情况.....	20
图表 30：各行业利润增速情况（续）.....	20
图表 31：房地产活动情况.....	21

图表 32 : 房地产开发资金来源增速.....	21
图表 33 : 进出口金额.....	22
图表 34 : 进出口增速.....	22
图表 35 : 对美国进出口情况.....	23
图表 36 : 对欧盟进出口情况.....	23
图表 37 : 对日本进出口情况.....	23
图表 38 : 对东盟进出口情况.....	23
图表 39 : 劳动密集型行业出口增速.....	24
图表 40 : 高新技术品行业出口增速.....	24
图表 41 : 大宗商品进口数量增速.....	24
图表 42 : 大宗商品进口金额增速.....	24
图表 43 : CPI 同比及环比增速.....	25
图表 44 : CPI 食品和非食品价格走势分化.....	25
图表 45 : 食品各中类指数同比增长率.....	26
图表 46 : 食品各中类指数环比增长率.....	26
图表 47 : CPI 非食品各中类指数同比增长率.....	26
图表 48 : CPI 环比增长率.....	26
图表 49 : CPI 食品环比增长率的月度走势图.....	27
图表 50 : CPI 非食品环比增长率的月度走势图.....	27
图表 51 : 工业生产者出厂价格同比增长率.....	28
图表 52 : 工业生产者出厂价格环比增长率.....	28
图表 53 : 工业生产者购进价格增速.....	28
图表 54 : 工业生产者购进价格分类指数走势.....	28
图表 55 : 当月外汇占款新增额.....	29
图表 56 : 基础货币.....	29
图表 57 : 各层次货币供应量同比增长率.....	30
图表 58 : 人民币存款及贷款增长走势.....	30
图表 59 : 各部门存款同比增长率.....	32
图表 60 : 新增人民币贷款的部门结构.....	32
图表 61 : 新增人民币贷款的期限结构.....	32
图表 62 : 社会融资规模累计值及累计增速.....	32
图表 63 : 社会融资规模结构.....	33

图表 64：社会融资规模占比	33
图表 65：金融机构超额存款准备金率	35
图表 66：各主要利率走势	35
图表 67：Q3 和 Q4 货币政策执行报告要点对比	36

一、经济运行总览

2月，受新冠肺炎疫情的冲击，我国经济景气度大幅回落，录得数值较2008年金融危机时期的低点还低。在一系列强有力措施的作用下，我国疫情暂时得到控制，政府政策重心由“疫情防控”转为“疫情防控”和“复工复产”同时兼顾，企业复工率逐渐回升。但与此同时，海外疫情迅速蔓延。预计3月我国内需环比有所好转，外需继续承压。

1、受新冠疫情的影响，中国景气度大幅回落

受疫情冲击，2月景气度全线大幅回落

从景气度指标看，2020年2月我国中采制造业PMI指数为35.7%，较上月低14.3个百分点。中采非制造业PMI指数为29.6%，环比低24.5个百分点。同月，财新采购经理指数（财新PMI）为40.3%，环比低10.8个百分点。本月制造业和非制造业景气度双双大幅回落，制造业回落幅度更深。

从细分指数看，中采制造业PMI五个分类指数全部回落。

内外需双双回落。新订单指数为29.3%，较上月低22.1个百分点；其中，新出口订单指数为28.7%，较上月低20.0个百分点；进口指数为31.9%，较上月低17.1个百分点；内外需同步回落。2月底，新冠肺炎疫情在海外快速扩散，预计随后一段时间海外需要将继续承压。

生产增速放缓。生产指数为27.8%，较上月低23.5个百分点，生产增速放缓。

就业显著回落。从业人员指数为31.8%，较上月低15.7个百分点，用工水平降低。

供货速度放缓。供应商配送时间指数为32.1%，较上月低17.8个百分点，供应商交货速度放缓。

原材料库存回落。原材料库存指数为33.9%，较上月低13.2个百分点；产成品库存指数为46.1%，较上月高0.1个百分点；居民消费支出大幅下降，使得产成品积压、库存被动性小幅提升；企业生产活动回落带动其补库存意愿下降，

原材料库存回落。

分企业规模看，大、中、小型企业景气度同步回落。大型企业 PMI 指数为 36.3%，较上月低 14.1 个百分点；中型企业 PMI 指数为 35.5%，较上月低 14.6 个百分点；小型企业 PMI 指数为 34.1%，较上月低 14.5 个百分点。大、中、小型企业景气度同步回落。

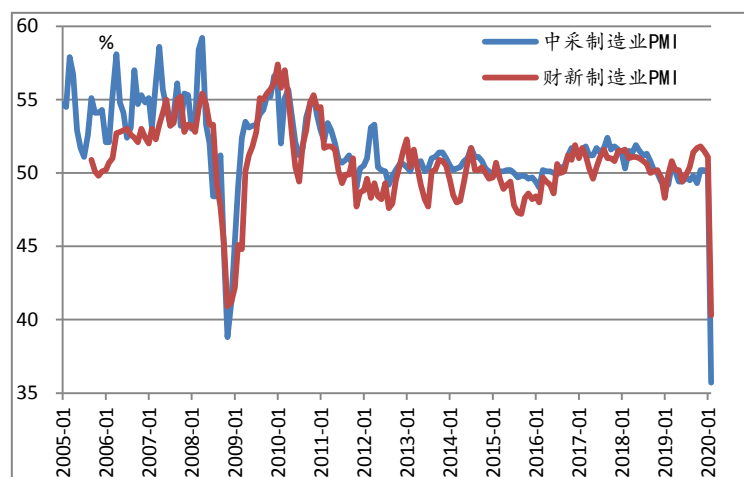
从行业看，本月制造业 21 个行业 PMI 均落入收缩区间，但保障基本民生的行业受影响相对较小。在稳产保供政策支持下，保障人民群众基本生活需要的农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业 PMI 保持在 42.0% 以上，提供卫生健康与医疗保障的医药制造业 PMI 为 39.7%，这些行业受影响相对较小；但化学纤维、通用设备、汽车等行业 PMI 回落至 30.0% 以下。

与制造业相比，非制造业受疫情冲击较为严重。服务业商务活动指数为 30.1%，较上月下降 23.0 个百分点；建筑业商务活动指数为 26.6%，较上月下降 33.1 个百分点。

服务业的 21 个行业中，19 个行业的商务活动指数位于收缩区间，但金融业为 50.1%，继续保持在扩张区间。电信、互联网软件行业指数虽有回落，但在云办公、在线教育和远程医疗等新业态新技术的支撑下，明显好于服务业总体水平。交通运输、住宿餐饮、旅游、居民服务等人员聚集性较强的消费行业需求骤减，商务活动指数均落至 20% 以下。

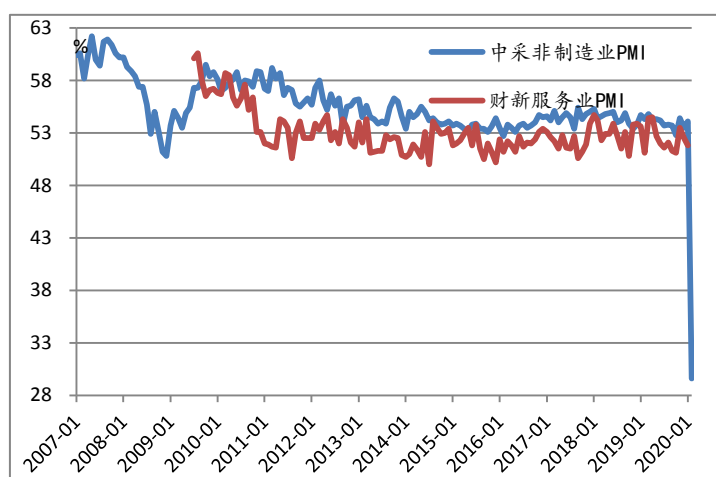
2 月是我国疫情防控力度最大的时期，在各项防控疫情政策的作用之下，我国经济受到很大冲击，景气指数大幅下降，录得数值甚至低于 2008 年金融危机时的最低点。但与此同时，这些政策使我国疫情得到了很好的控制，中央的政策重心从“疫情防控”转为“防疫情”和“促生产”两手抓，企业复工率逐渐回升，预计 3 月 PMI 指数较 2 月将显著提升。

图表 1：制造业采购经理指数



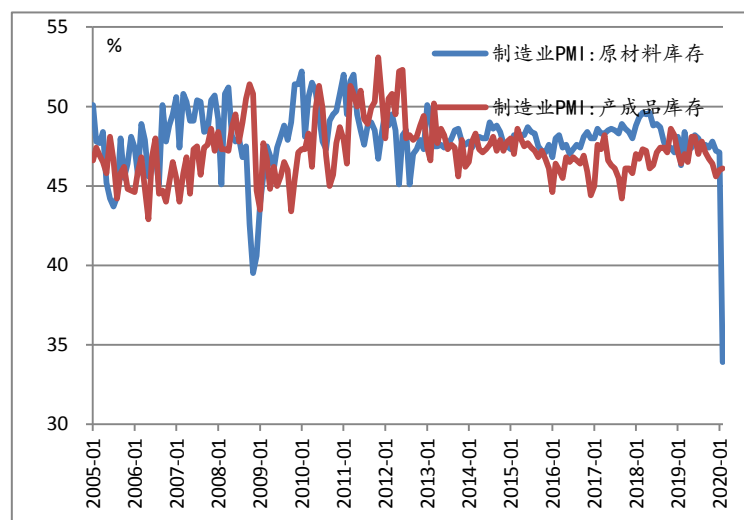
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 2：非制造业采购经理指数



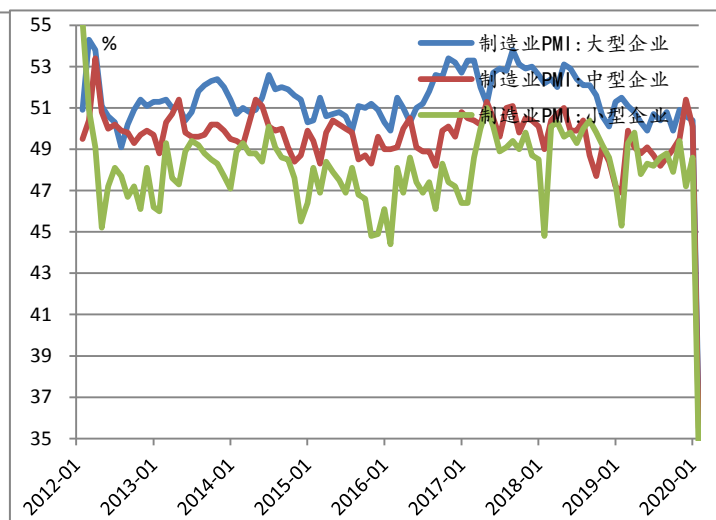
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 3：库存变动情况



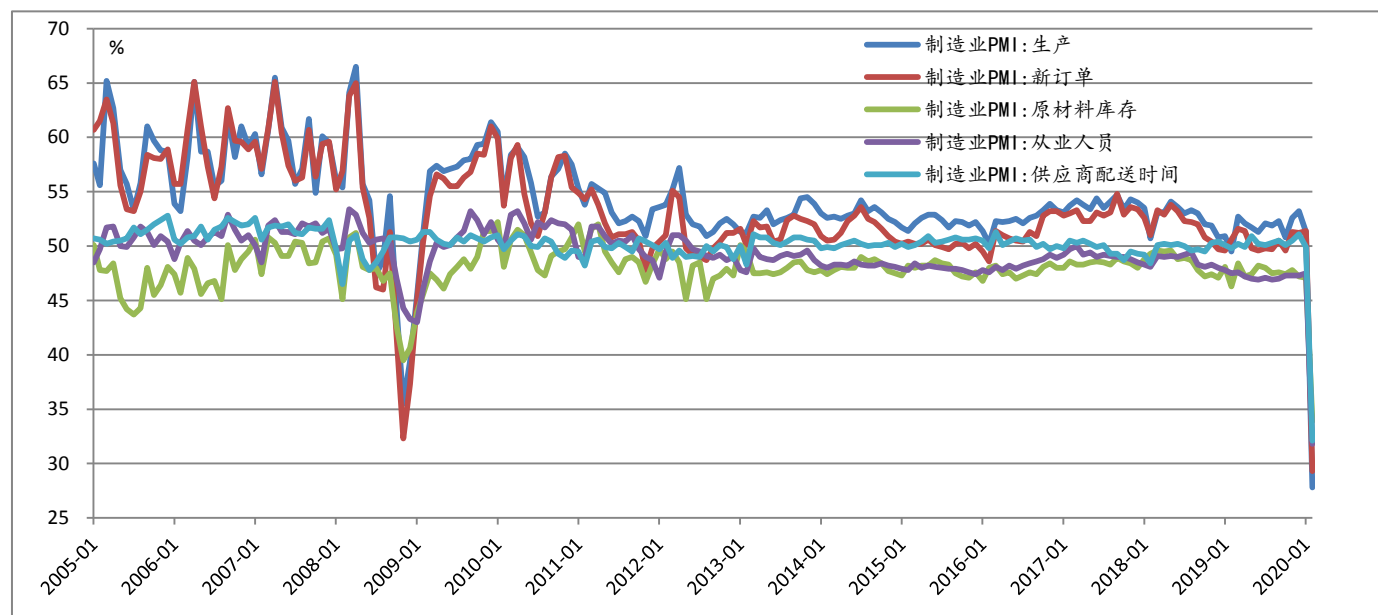
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 4：各类企业的 PMI 指数



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 5：中采制造业 PMI 成分指数

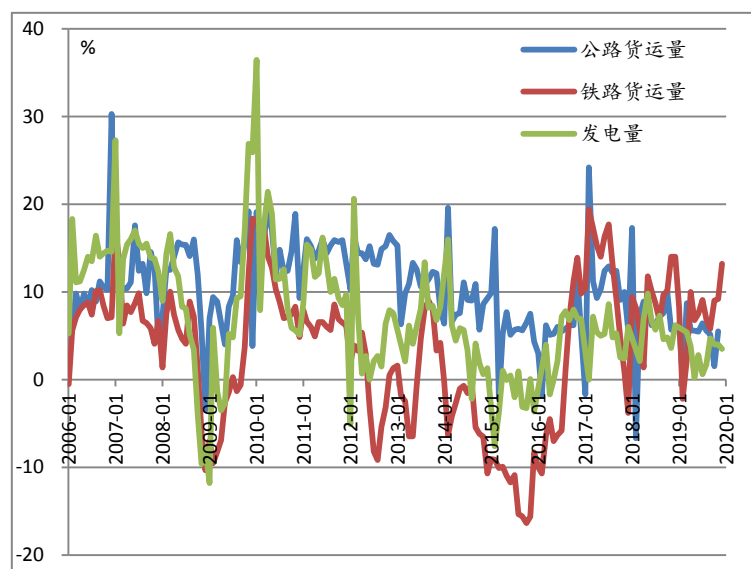


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

中上游数据显示企业正在逐渐复工复产

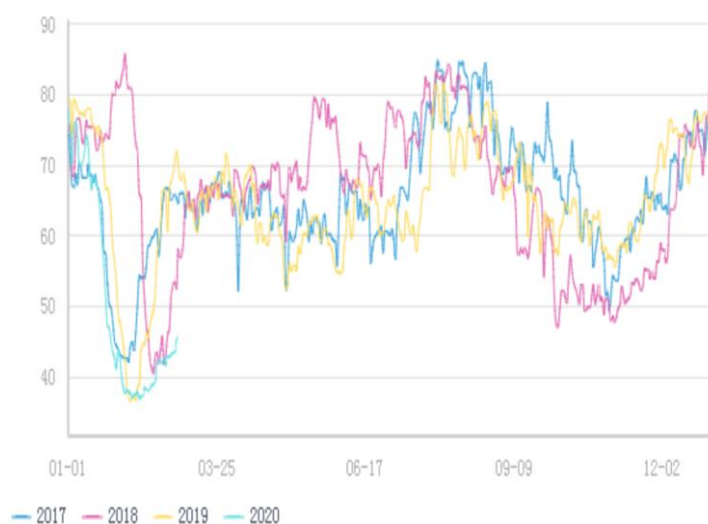
从发电集团用煤量看，6大发电厂集团日用煤量虽然仍显著低于往年同期，但较2月中上旬已显著提升。

图表 6：克强指数走势



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 7：六大发电集团日耗煤量持续处于低位

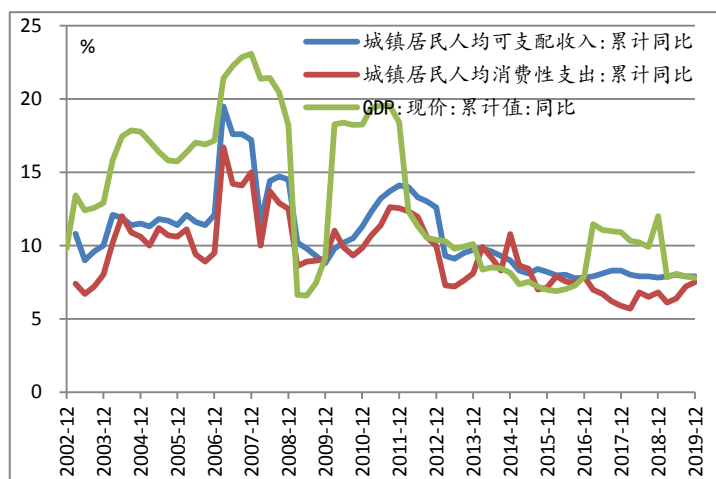


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

3、实际消费增速创近年新低

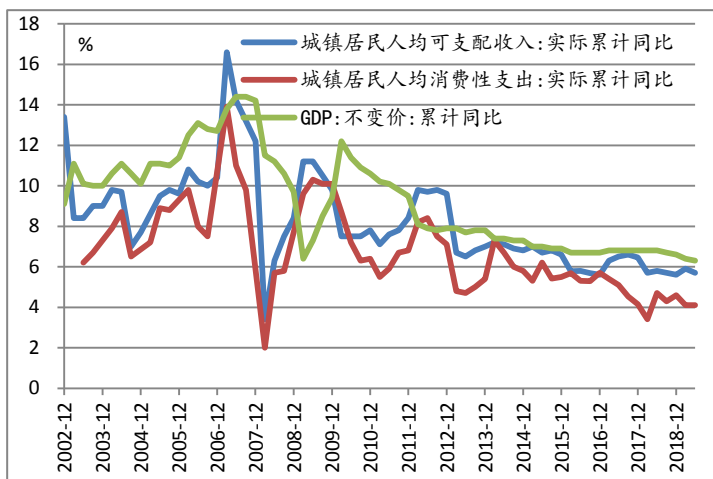
从居民家庭收支调查数据看，2019 年全年城镇居民人均可支配收入 4.2 万元，同比增长 7.9%，与前三季度持平，较上年同期高 0.1 个百分点；扣除价格因素，实际同比增长 5.0%，较前三季度低 0.4 个百分点，较上年同期低 0.6 个百分点；人均消费支出 2.8 万元，同比增长 7.5%，较前三季度高 0.3 个百分点，较上年同期高 0.7 个百分点；实际同比增长 4.6%，较前三季度低 0.1 个百分点，与上年同期持平。总体而言，物价涨幅扩大带动居民名义收入和支出增速提升，但实际增速保持稳定或小幅回落。

图表 8：居民收支名义增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 9：居民收支实际增速

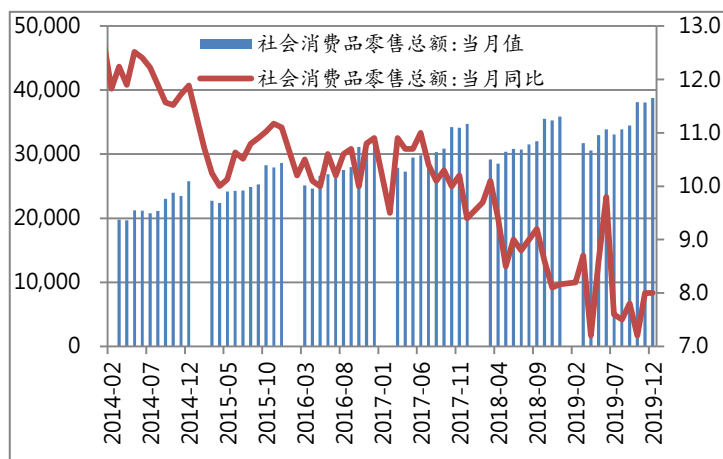


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

2019 年 12 月社会消费品零售总额为 3.9 万亿元，同比增长 8.0%，与上月持平，较上年同期低 0.2 个百分点。经价格调整后，实际同比增长 4.4%，较上月低 0.5 个百分点，较上年同期低 2.2 个百分点。实际消费增速持续创近年新低。

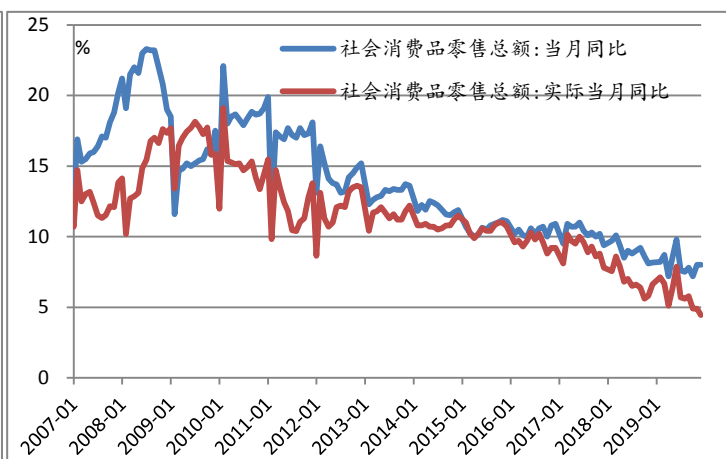
全年社会消费品零售总额为 41.2 万亿元，同比增长 8.0%，增速与前 11 个月持平，较上年同期低 1.0 个百分点。除汽车以外的消费品同比增速为 9.0%，与前 11 个月持平。

图表 10：社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 11：社会消费品零售总额同比增长率

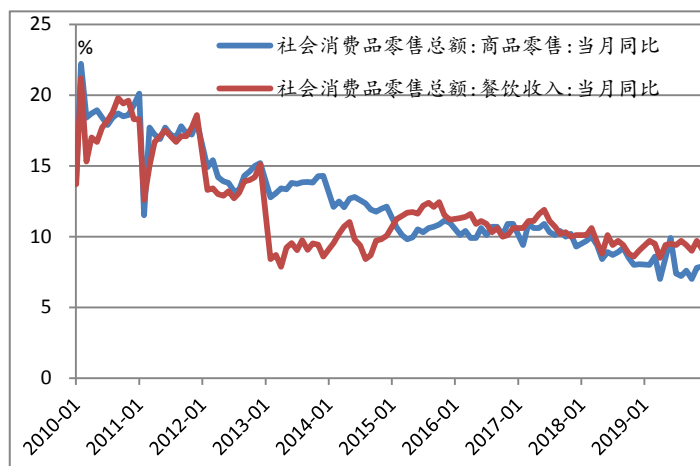


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

从消费形态看，商品零售小幅提升，餐饮增速有所回落。12月商品零售3.4万亿元，同比增长7.9%，较上月高0.1个百分点，较上年同期低0.1个百分点；餐饮收入4,825亿元，同比增长9.1%，较上月低0.6个百分点，较上年同期高0.1个百分点。

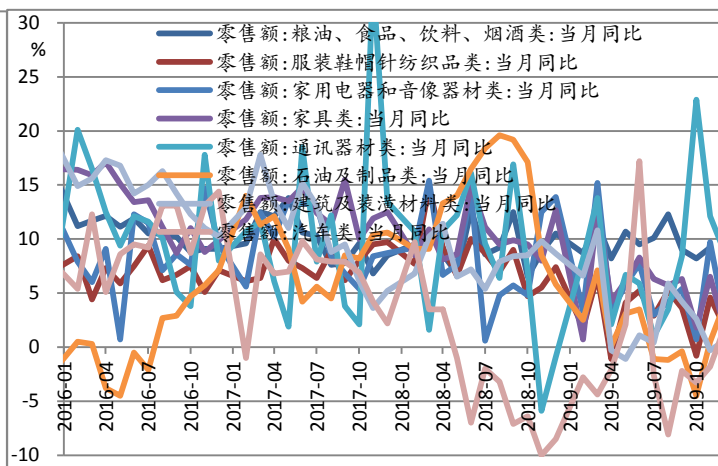
分商品看，汽车相关类增速较上月继续改善，汽车类增速由负转正，从上月的-1.8%升至本月的1.8%，石油及其制品类从0.5%升至4.0%；房地产相关类增速有所回落，但建筑及装潢材料类增速小幅改善，提升0.9个百分点至0.6%，家具类增速回落至1.8%，家电类增速回落至2.7%。通讯器材类增速在销售热潮过后继续回落，从上月的12.1%回落至本月的8.8%。

图表 12：商品零售与餐饮收入当月同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 13：各类商品零售额当月同比增长率

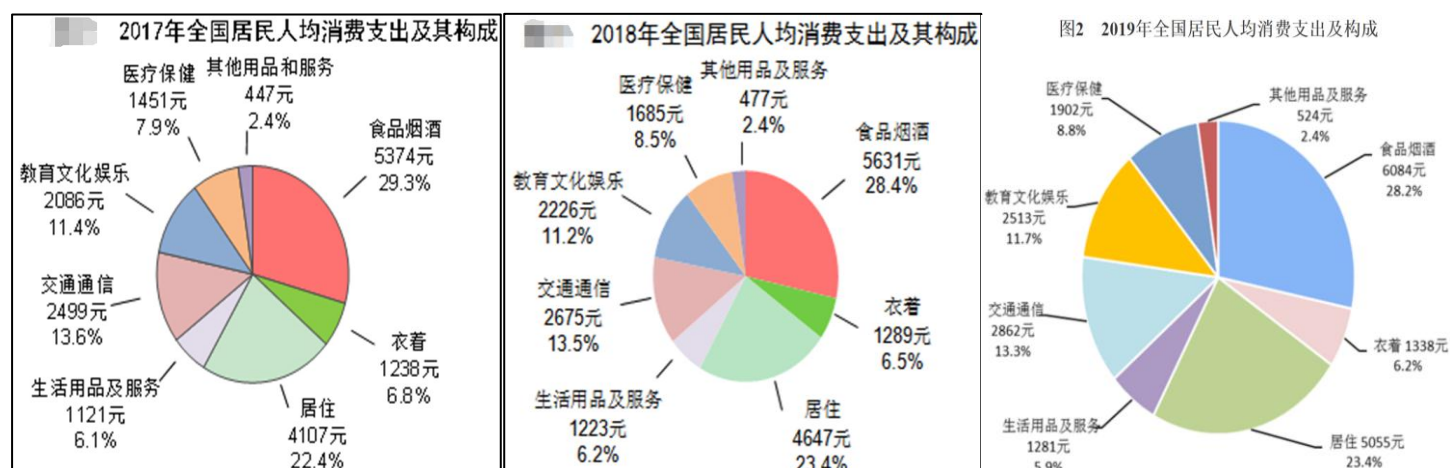


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

从消费结构看，今年居民消费支出结构变动不大，消费升级进度显著放缓。往年，食品烟酒类支出占比逐年回落1个百分点左右，而今年该项占比基本没有变动。除食品烟酒类之外，其他各项占比变动也不大。

今年，受疫情影响，消费升级将会出现倒退现象；而且，由于复工率和进度显著低于往年，居民收入增速将继续回落，进而制约今年消费支出增速。

图表 14：消费结构变动



资料来源：国家统计局、致富研究院

4、年末财政支出增速提升

2019年12月财政收入11,415亿元，同比增长3.6%，较上月低0.9个百分点；其中，税收收入8,293亿元，同比增长12.1%，较上月高10.4个百分点；非税收收入3,122亿元，同比减少13.7%，较上月低26.7个百分点。财政支出32,411亿元，同比增长11.2%，较上月高14.6个百分点。

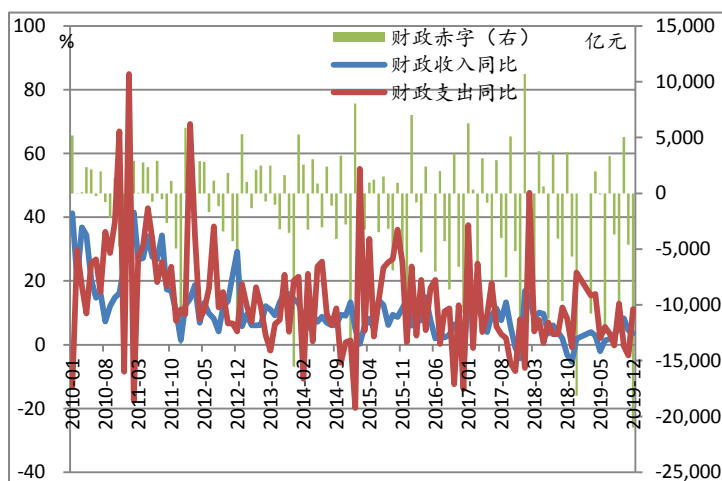
税收收入和财政支出累计增速提升，非税收收入增速回落。全年财政收入累计同比增长3.8%，与前11个月持平，较上年同期低2.4个百分点；其中，税收收入累计同比上涨1.0%，较前11个月高0.5个百分点，较上年同期低7.3个百分点；非税收收入累计同比增长20.2%，较前11个月低5.2个百分点，较上年同期高24.9个百分点。全年财政支出累计同比增长8.1%，较前11个月高0.4个百分点，较上年同期低0.6个百分点。

本月财政收入小于财政支出，财政赤字2.1万亿元，全年财政赤字累计金额为4.8万亿元。

财政收入中，个人所得税增速在基数效应的作用下降幅有所收窄；贸易摩擦缓和带动进出口相关税种增速略有改善，进口增值税和关税增速降幅收窄；车辆购置税增速由负转正；增值税、国内消费税和企业所得税增速有所回落。

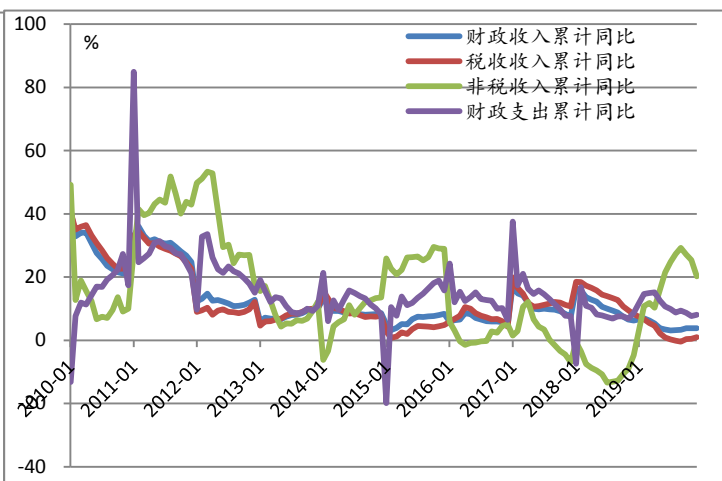
财政支出中，本月各类支出累计增速普遍提升。环保类、城乡社区事物类、科技类支出增速提升；交通运输类、文化旅游类支出增速小幅回落。

图表 15：国家财政收支当月情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 16：国家财政收支累计情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

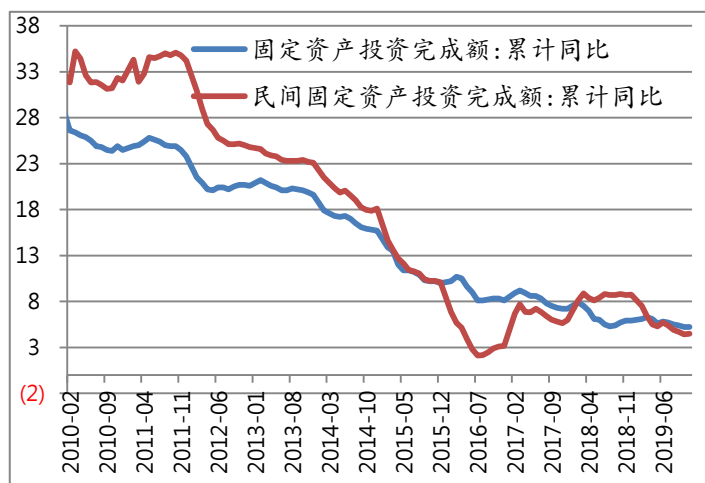
5、投资增速小幅提升

2019 年全年全国固定资产投资 55.1 万亿元，同比增长 5.4%，增速较 1-11 月高 0.2 个百分点，较上年同期低 0.5 个百分点。分产业看，第一产业投资 1.3 万亿元，同比增长 0.6%，较 1-11 月高 0.7 个百分点；第二产业投资 16.3 万亿元，同比增长 3.2%，增速提升 0.8 个百分点；第三产业投资 37.6 万亿元，同比增长 6.5%，回落 0.2 个百分点。第一产业和第二产业增速提升，第三产业增速小幅回落。

在第二产业中，采矿业投资同比增长 24.1%，增速较 1-11 月回落 1.2 个百分点；制造业投资同比增长 3.1%，增速加快 0.6 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长 4.5%，加快 0.9 个百分点。

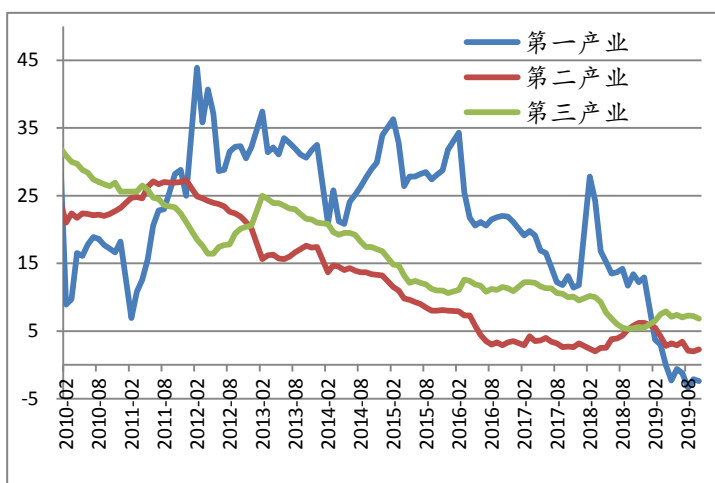
民间投资增速小幅提升。2019 年全年民间固定资产投资 31.1 万亿元，同比增长 4.7%，增速较 1-11 月高 0.2 个百分点，较上年同期低 4.0 个百分点。

图表 17：全国固定资产投资同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 18：全国固定资产投资分产业增速

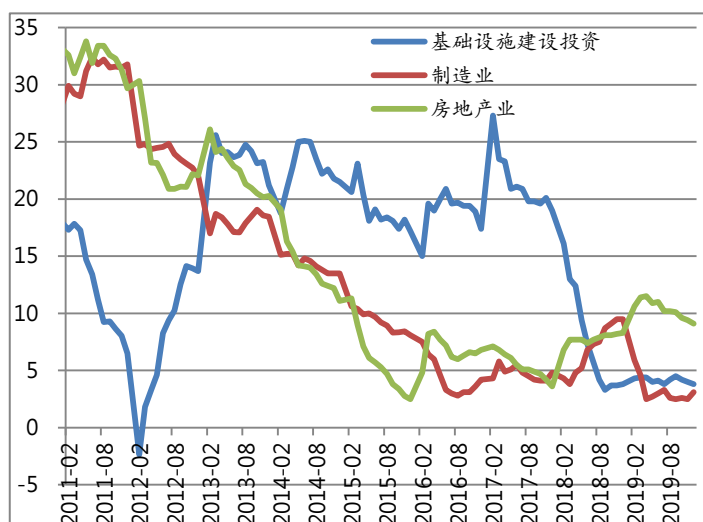


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

从固定资产投资三大分类看，全年基建投资增速继续回落 0.2 个百分点至 3.8%；制造业增速提升 0.6 个百分点至 3.1%；房地产业增速回落 0.3 个百分点至 9.1%。本月制造业增速有所提升，基建和房地产增速回落。从绝对增速看，制造业最低，基建次之，房地产较高，韧性较强。

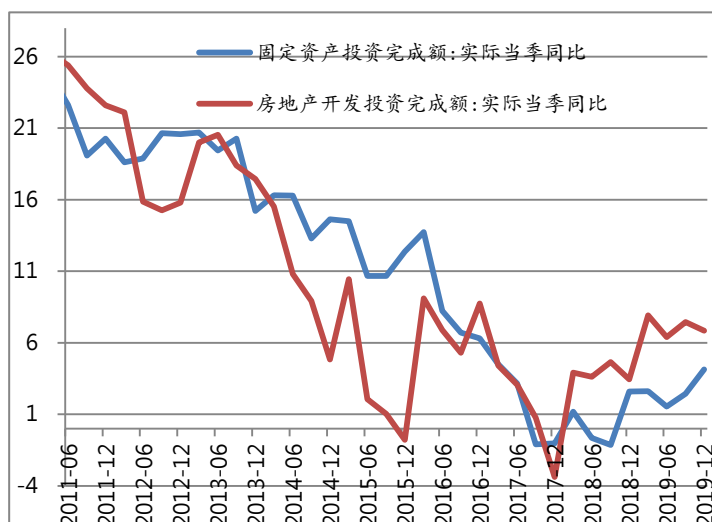
从实际增速看，4 季度总固定资产投资增速为 4.2%，较上季度高 1.6 个百分点。其中，房地产开发投资增速为 6.8%，较上季度低 0.6 个百分点。

图表 19：固定资产投资同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 20：投资实际增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

工业增加值增速提升

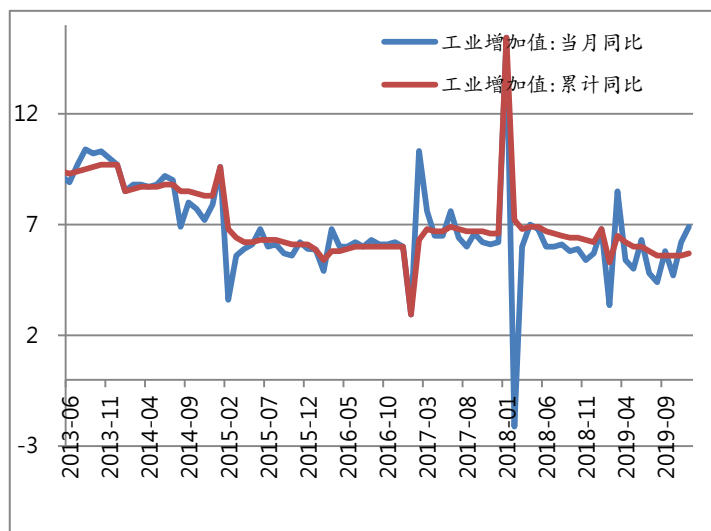
2019 年 12 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.9%，较上月高 0.7 个百分点，较上年同期高 1.2 个百分点。

分三大门类看，采矿业增速微幅回落，制造业和公共事业增速小幅提升。采矿业增加值同比增长 5.6%，较上月低 0.1 个百分点；制造业同比增长 7.0%，较上月高 0.7 个百分点；电力、热力、燃气和水的生产和供应业同比增长 6.8%，较上月高 0.1 个百分点。

分行业看，计算机、通信和其他电子设备制造业¹增加值同比增长 11.6%；黑色金属冶炼和压延加工业同比增长 10.7%，电力、热力的生产和供应业同比增长 7.0%；化学原料和化学制品制造业同比增长 7.7%，电气机械和器材制造业同比增长 12.4%，通用设备制造业同比增长 4.9%；计算机类和公用事业类增速提升，后面三个行业增速回落。

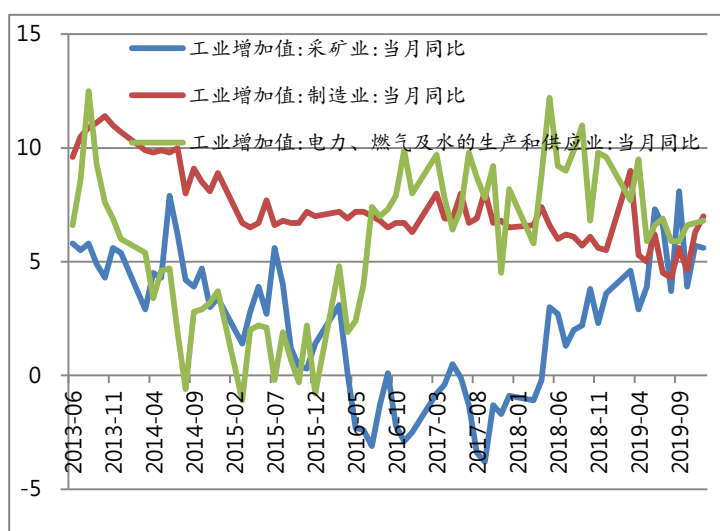
¹ 这几个行业的增加值在工业增加值中占比最高。从 2003 年-2011 年占比均值看，计算机、通信和其他电子设备制造业为 9.1%，黑色金属冶炼和压延加工业为 7.9%，电力、热力的生产和供应业为 7.0%，化学原料和化学制品制造业为 6.6%，电气机械和器材制造业为 5.8%，通用设备制造业为 4.6%。

图表 21：工业增加值增速



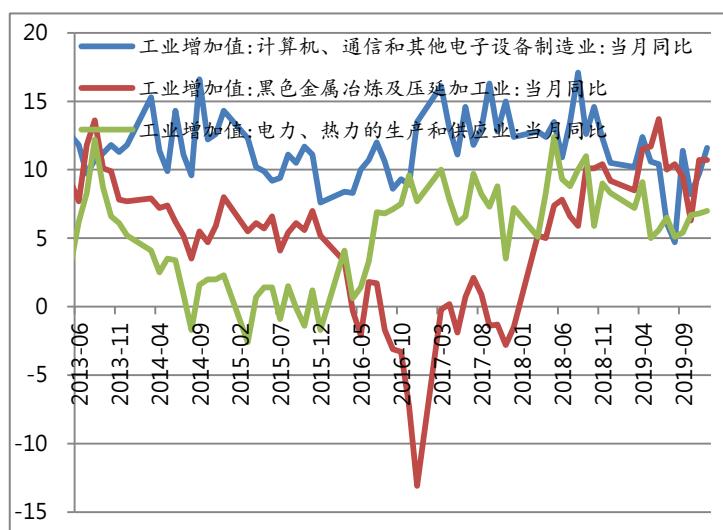
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 22：三大产业增加值同比增长率



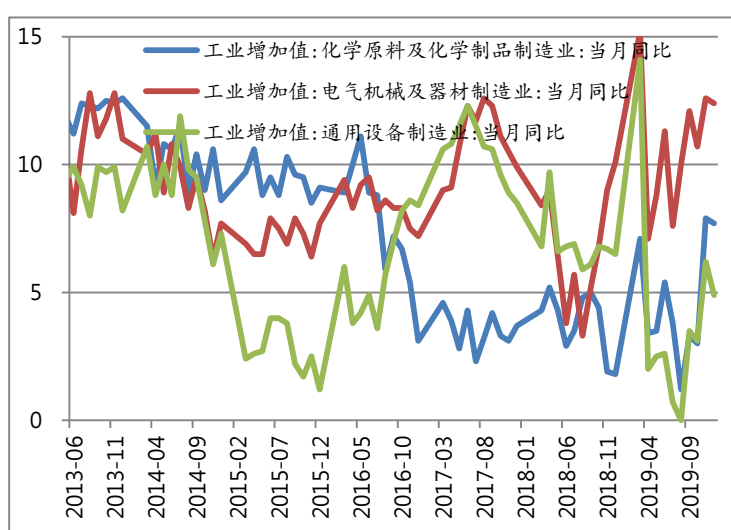
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 23：各行业增加值同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 24：各行业增加值同比增长率（续）



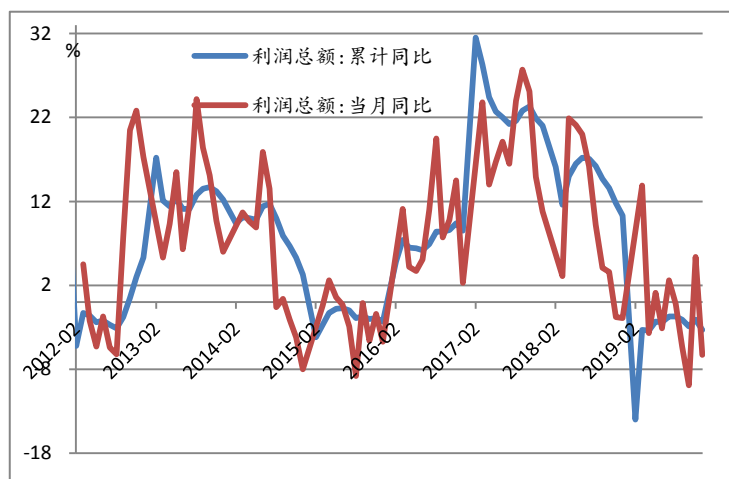
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

利润增速回落

2019 年全年全国规模以上工业企业实现利润总额 6.2 万亿元，同比下降 3.3%，降幅较前 11 个月扩大 1.2 个百分点，增速较上年同期低 13.6 个百分点。

12月当月实现利润5,884亿元，同比减少6.3%，较上月低11.7个百分点。

图表 25：工业企业利润总额增长率



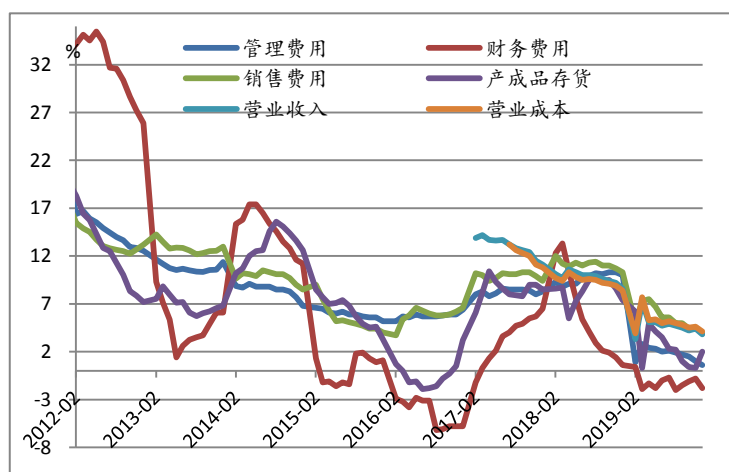
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 26：收入及成本同比增速



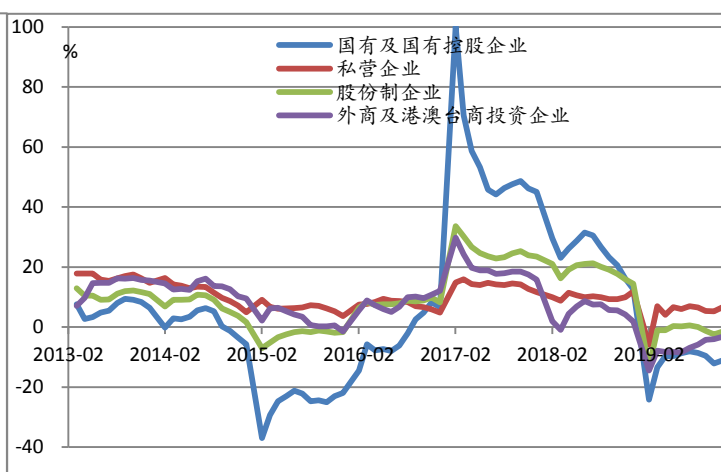
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 27：企业经营指标



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 28：各类企业利润增速情况



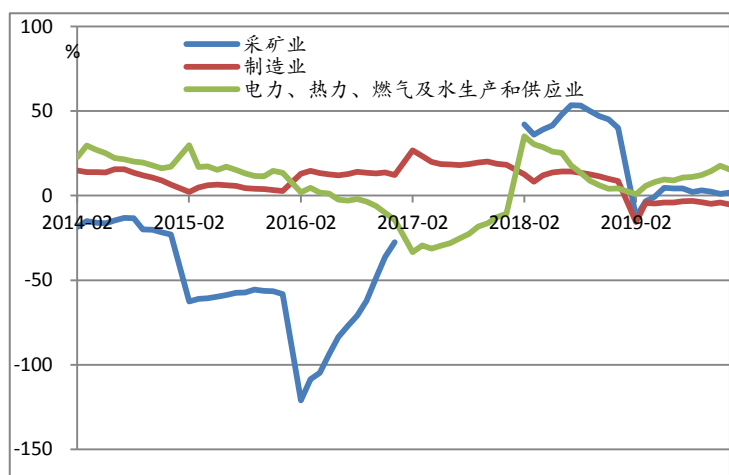
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

分行业看，全年采矿业实现利润总额5,275亿元，同比增长1.7%，较前11个月高0.7个百分点；制造业利润总额5.2万亿元，同比下降5.2%，降幅较前11个月扩大1.1个百分点；电力、热力、燃气等公用事业利润总额4,816亿元，同比增长15.4%，回落2.3个百分点；采矿业增速小幅提升，公用事业和制造业

增速回落。

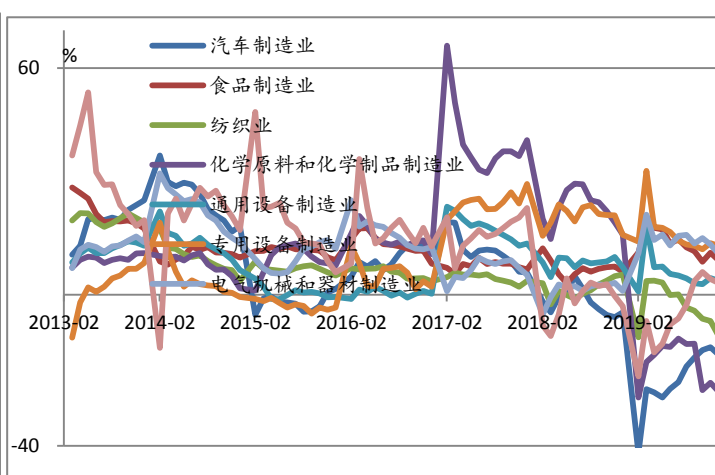
制造业中，各细分行业利润增速普遍回落，汽车类增速降幅扩大，化工制品和纺织业降幅也继续扩大，计算机类、电器机械类、通用设备类、专用设备类和食品制造业增速回落。

图表 29：各行业利润增速情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 30：各行业利润增速情况（续）



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

房地产活动回落

房地产销售增速回落。2019 年全年全国商品房销售面积为 17.2 亿平方米，同比减少 0.1%，增速小幅回落，较前 11 个月低 0.3 个百分点。商品房销售额 15.9 万亿元，同比增长 6.5%，增速较前 11 个月低 0.8 个百分点。

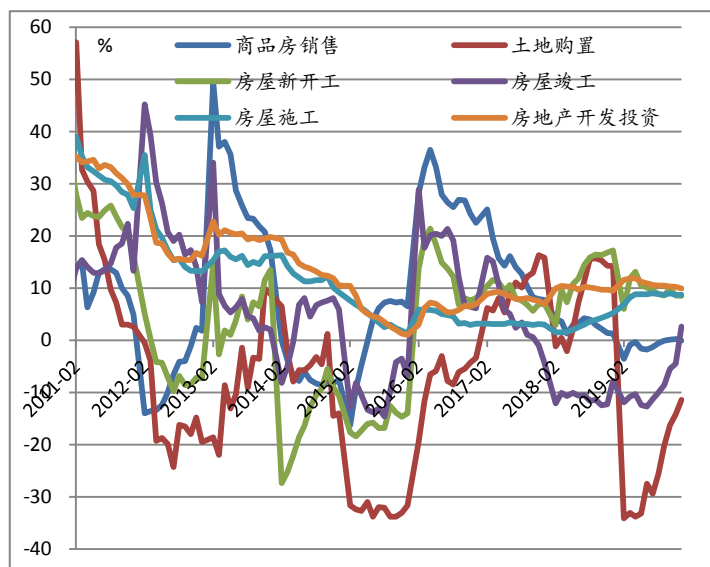
房地产施工类增速小幅改善。全年土地购置面积 2.6 亿平方米，同比下降 11.4%，降幅较前 11 个月收窄 2.8 个百分点。房屋新开工面积 22.7 亿平方米，同比增长 8.5%，增速放缓 0.1 个百分点。房屋竣工面积 9.6 亿平方米，同比增长 2.6%，提升 7.1 个百分点。

房地产开发投资增速回落。全年全国房地产开发投资 13.2 万亿元，同比增长 9.9%，增速较 1-11 月低 0.3 个百分点。

房地产投资资金增速小幅提升。房地产开发企业到位资金 17.9 万亿元，同比增长 7.6%，增速较前 11 个月加快 0.6 个百分点。其中，定金及预收款增长 10.7%；自筹资金增长 4.2%；个人按揭贷款增长 15.1%；房地产开发贷款增长

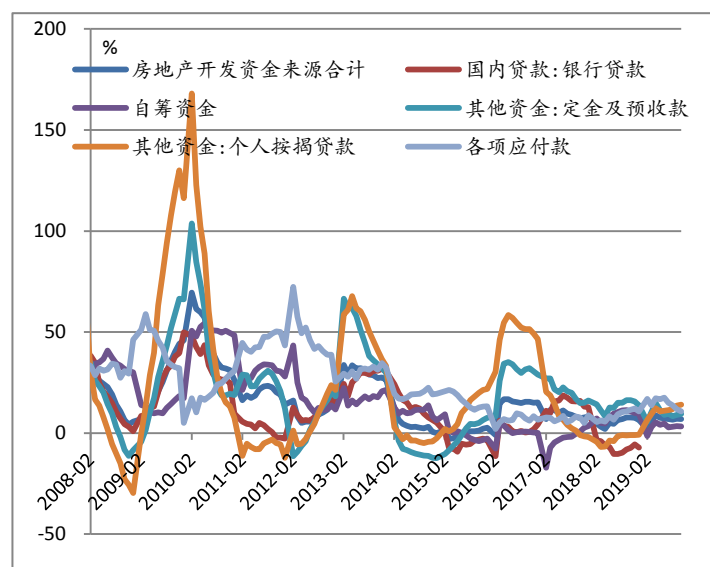
5.1%。

图表 31：房地产活动情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 32：房地产开发资金来源增速

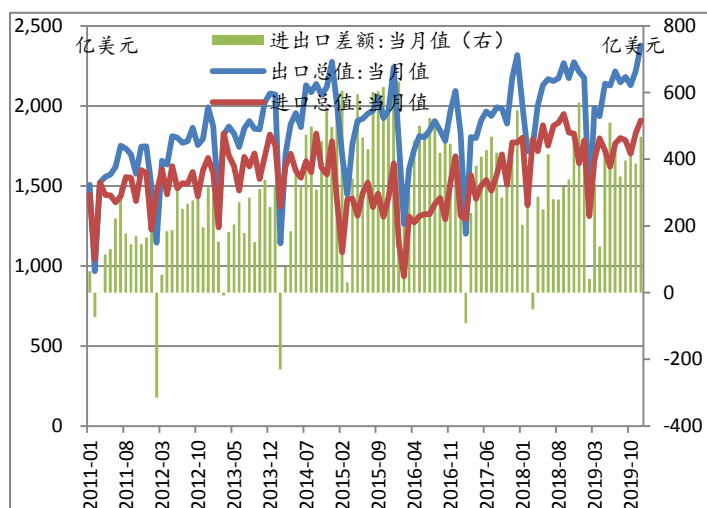


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

6、进出口增速双双显著提升

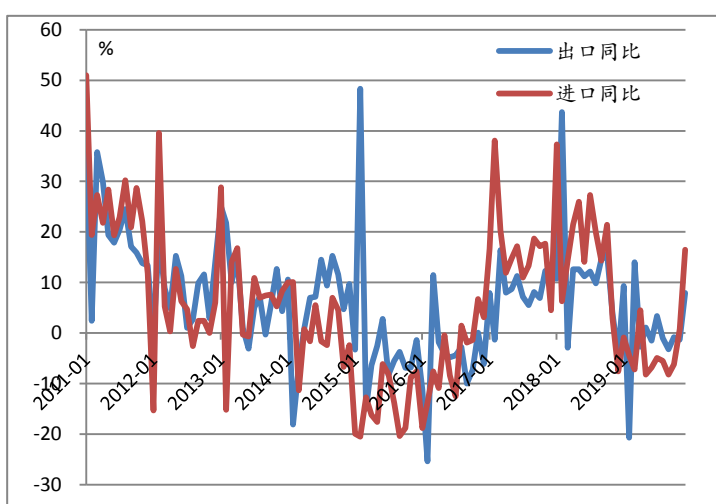
12月我国实现出口2,376亿美元，同比增长7.6%，较上月高8.9个百分点；实现进口1,909亿美元，同比增长16.3%，较上月高16.0个百分点。当月录得贸易顺差468亿美元。

图表 33：进出口金额



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 34：进出口增速



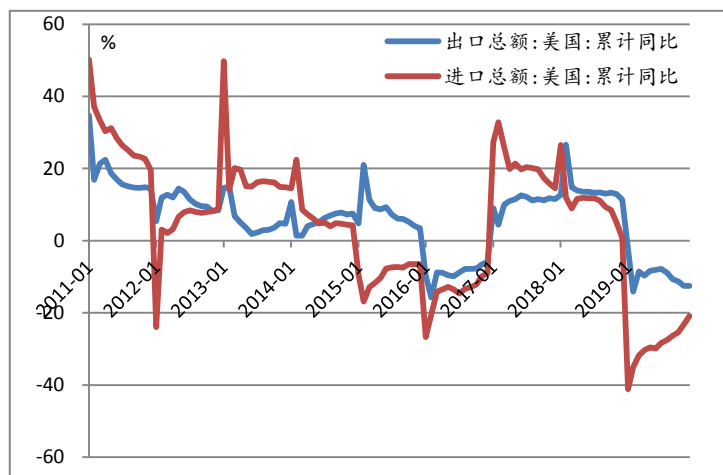
资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

外贸地域结构

从地域分布看，本月对各经济体出口增速均有所好转。12月对美国出口344亿美元，同比减少14.6%，降幅较上月收窄8.4个百分点；对欧盟出口401亿美元，同比增加6.7%，较上月高10.4个百分点；对东盟出口375亿美元，同比增长27.4%，较上月高10.7个百分点；对香港出口274亿美元，同比增加1.9%，较上月高9.0个百分点；对日本出口124亿美元，同比减少3.4%，降幅收窄4.4个百分点。

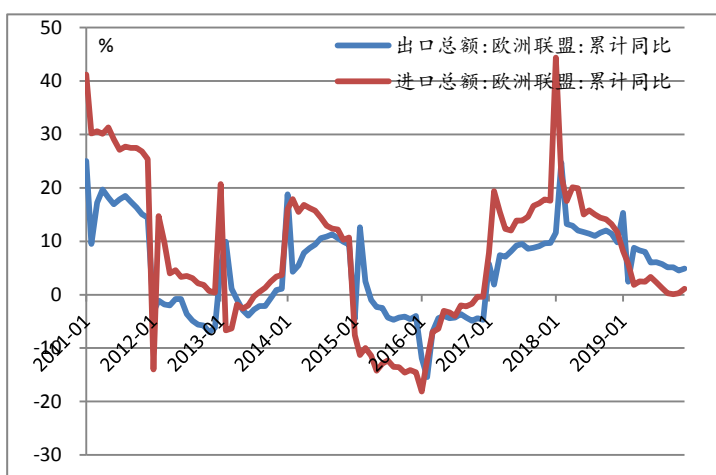
进口方面，本月从各经济体进口增速也均有所好转。12月从美国进口同比增长7.8%，较上月高5.0个百分点；从欧盟进口增长9.9%，较上月高7.2个百分点；从东盟进口增长29.0%，较上月高17.9个百分点；从日本进口增长16.4%，较上月高16.3个百分点。

图表 35：对美国进出口情况



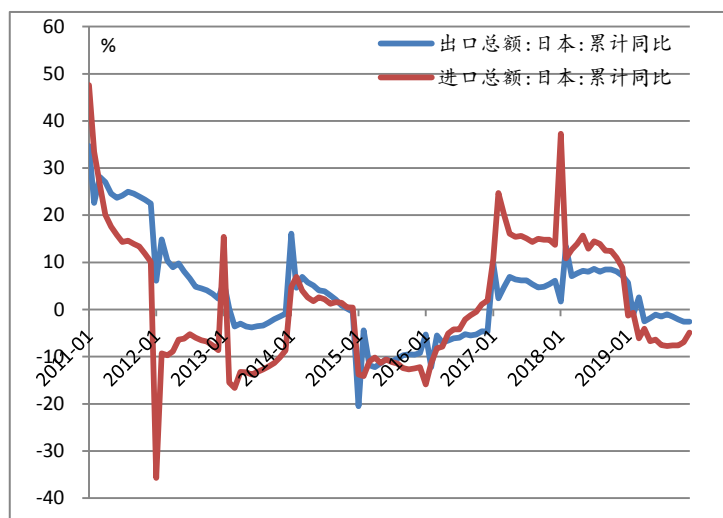
资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 36：对欧盟进出口情况



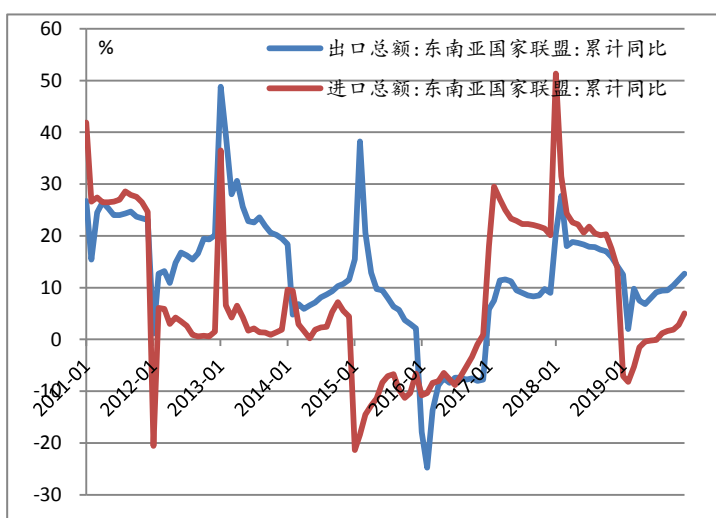
资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 37：对日本进出口情况



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 38：对东盟进出口情况

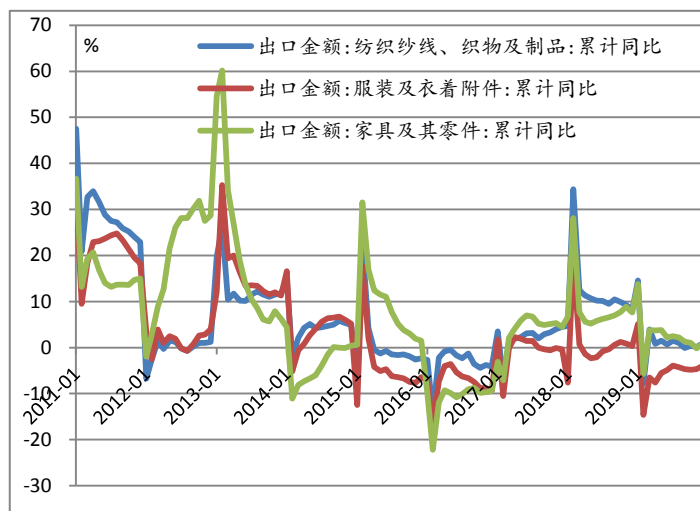


资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

外贸行业结构

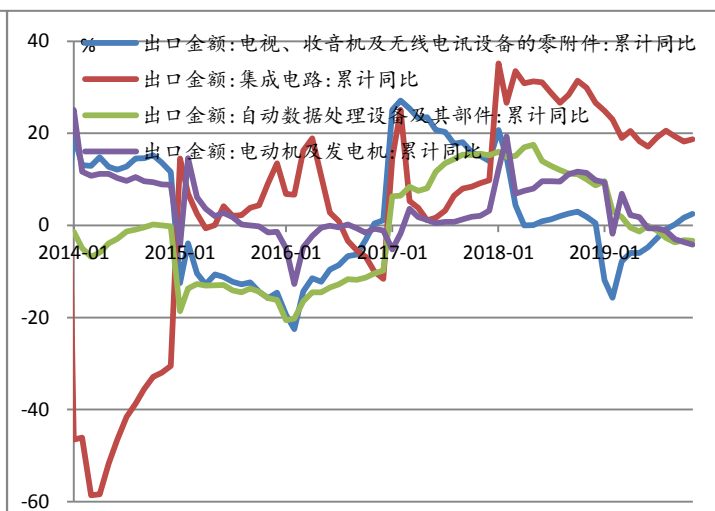
从出口行业看，本月劳动密集型产品和高新技术产品增速普遍有所好转。

图表 39：劳动密集型行业出口增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

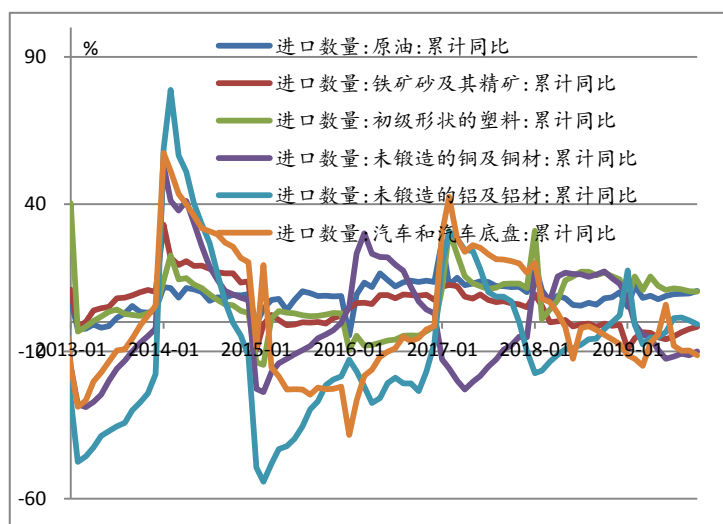
图表 40：高新技术品行业出口增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

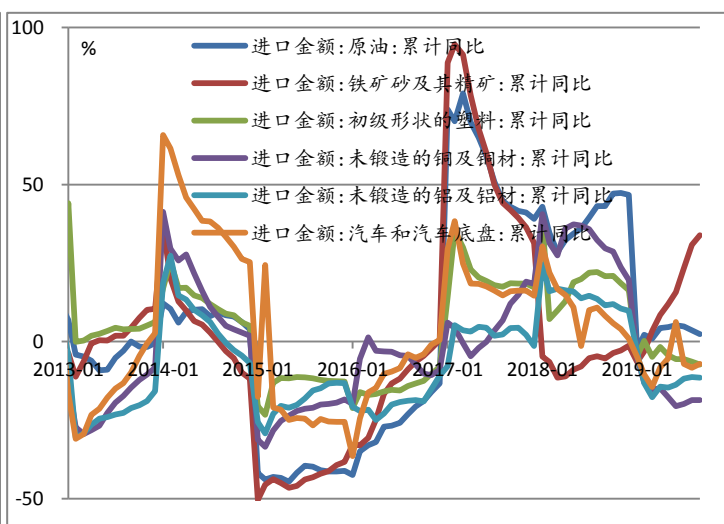
进口方面，本月各大宗商品进口增速也普遍提升。

图表 41：大宗商品进口数量增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 42：大宗商品进口金额增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

二、CPI 小幅回落，PPI 由升转降

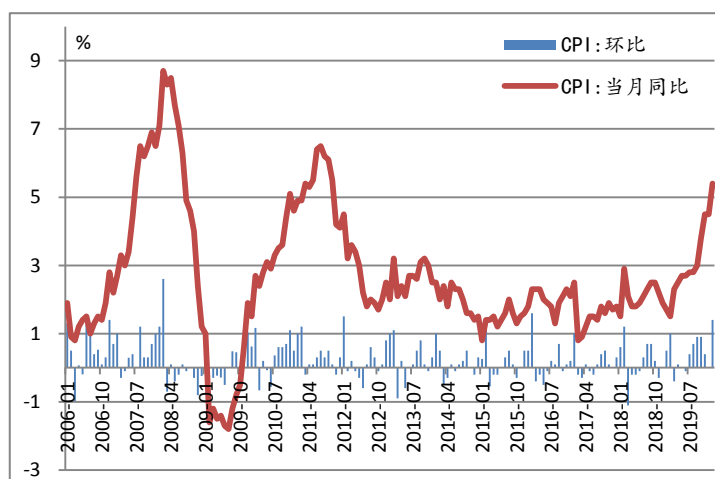
1、CPI 涨幅小幅回落

1 月全国居民消费价格总水平 (CPI) 同比上涨 5.4%，环比上涨 1.4%，环比涨幅较大，显著高于上月和上年同期，这主要是受春节和新冠肺炎疫情因素的影响。其中，食品价格环比上涨 4.4%，非食品价格环比上涨 0.6%。

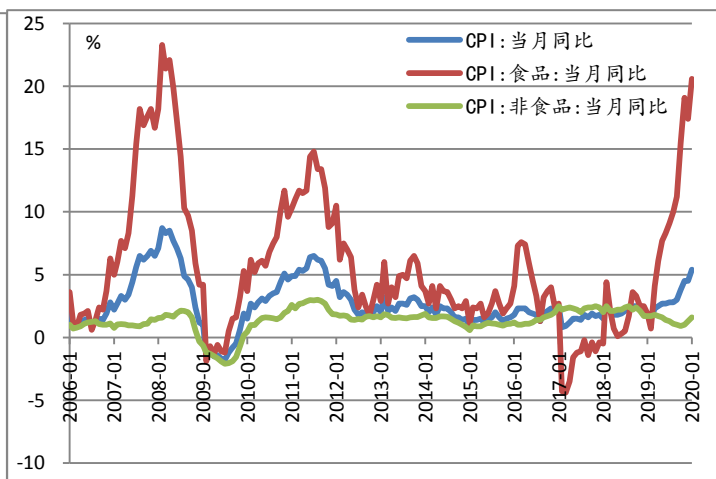
本月食品价格普遍上涨，鲜菜类、畜肉类和鲜果类等主要食品价格涨幅均较大，蛋类价格小幅回落。具体来看，鲜菜价格环比上涨 15.3%，同比上涨 17.1%；畜肉类价格环比上涨 6.1%，同比上涨 76.7%（其中，猪肉价格环比上涨 6.1%，同比上涨 116.0%）；鲜果价格环比上涨 5.5%，同比下降 5.0%；水产品价格环比上涨 4.5%，同比上涨 3.8%。蛋类价格环比下降 3.2%，同比上涨 2.4%。

非食品价格中，七个中类价格环比“五升一平一降”。其他用品和服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、生活用品及服务价格分别上涨 1.8%、1.4%、1.4%、0.6%和 0.2%；居住价格环比持平；衣着价格环比下跌 0.5%。

图表 43：CPI 同比及环比增速



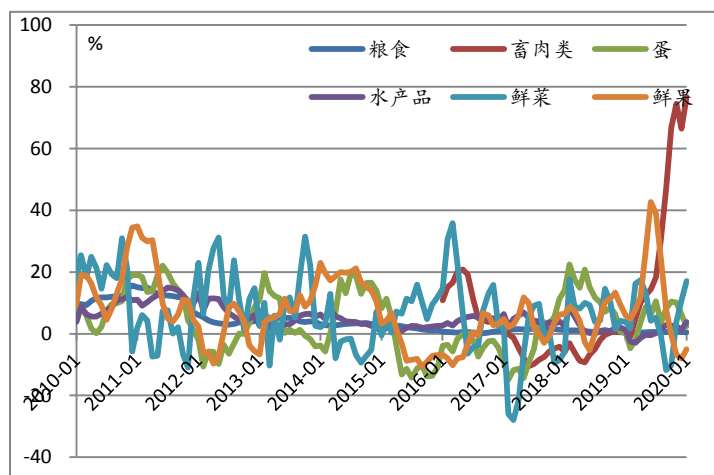
图表 44：CPI 食品和非食品价格走势分化



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

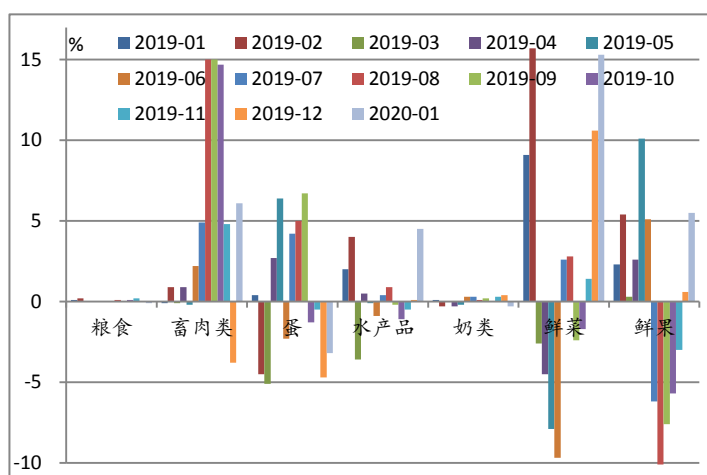
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 45：食品各中类指数同比增长率



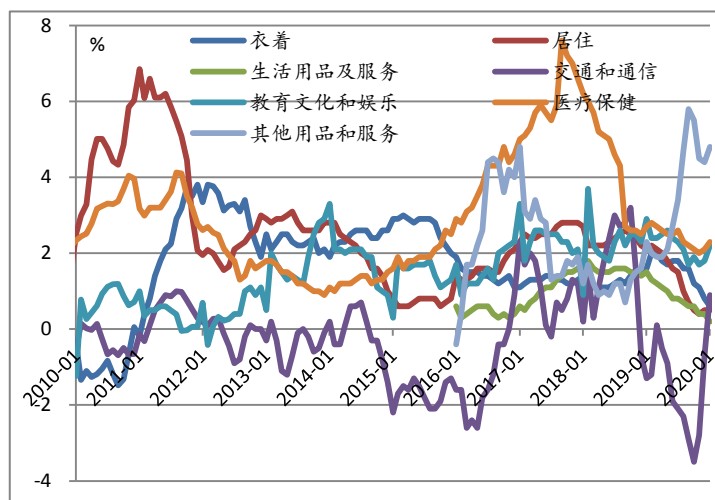
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 46：食品各中类指数环比增长率



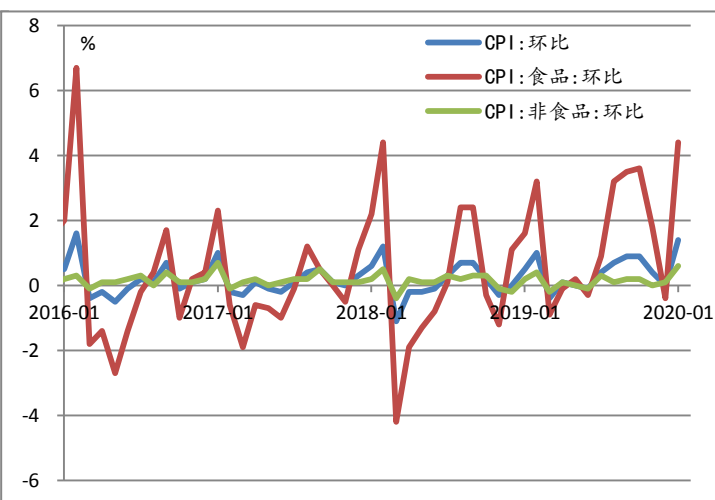
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 47：CPI 非食品各中类指数同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 48：CPI 环比增长率



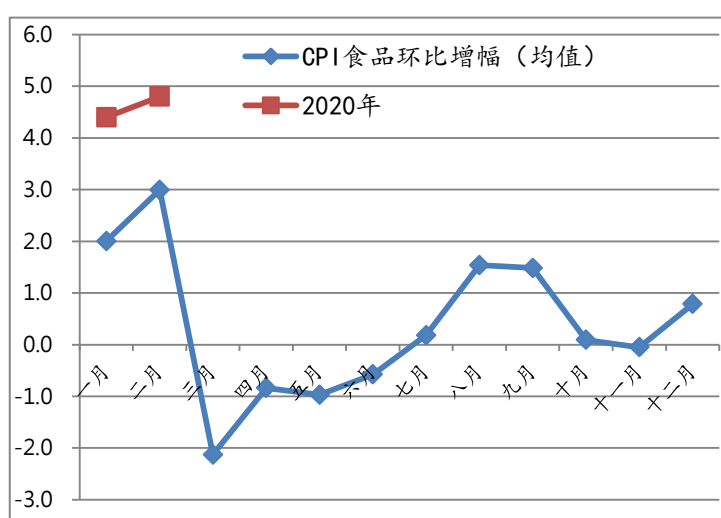
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

通过对各类商品和服务高频价格的跟踪观察，2 月食品价格继续显著上涨，非食品价格小幅回落。食品价格中，鲜菜价格大幅上涨，猪肉、鲜果、水产品价格也普遍上涨，鸡蛋价格环比继续大幅回落。非食品价格中，医疗保健和生活用

品及服务价格继续上涨；油价下跌带动交通通信价格回落，疫情冲击旅游业也使得旅游价格回落，衣着价格季节性回落。二者综合之后 CPI 环比上涨，但涨幅回落。

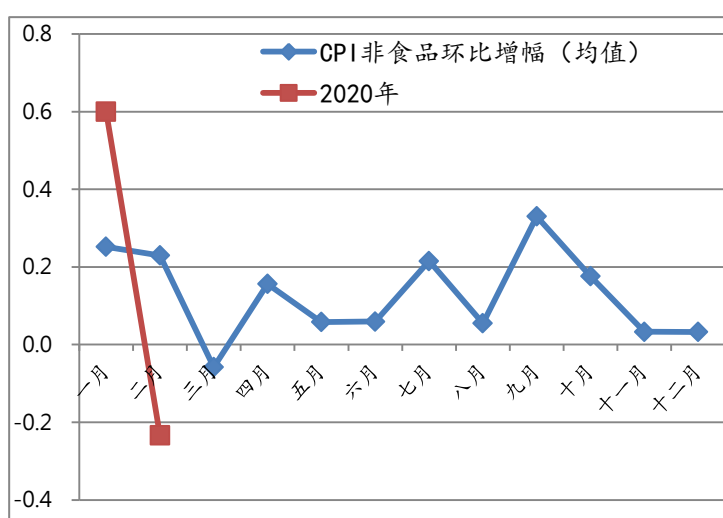
我们预计，2 月食品价格继续显著上涨，非食品价格环比小幅回落，CPI 整体环比上涨 0.8% 左右，同比上涨 5.2% 左右，较 1 月回落 0.2 个百分点。

图表 49：CPI 食品环比增长率的月度走势图



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 50：CPI 非食品环比增长率的月度走势图



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

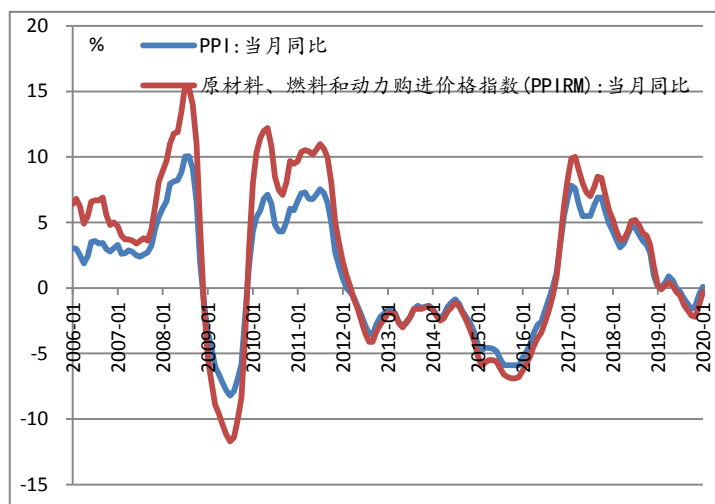
2、工业生产者价格由升转降

1 月工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比上涨 0.1%，由降转升；环比持平。其中，PPI 生产资料价格同比下跌 0.4%，降幅较上月收窄 0.8 个百分点；PPI 生活资料价格同比上涨 1.3%，涨幅与上月持平。

1 月工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 同比下跌 0.3%，降幅收窄 1.0 个百分点，环比上涨 0.2%。

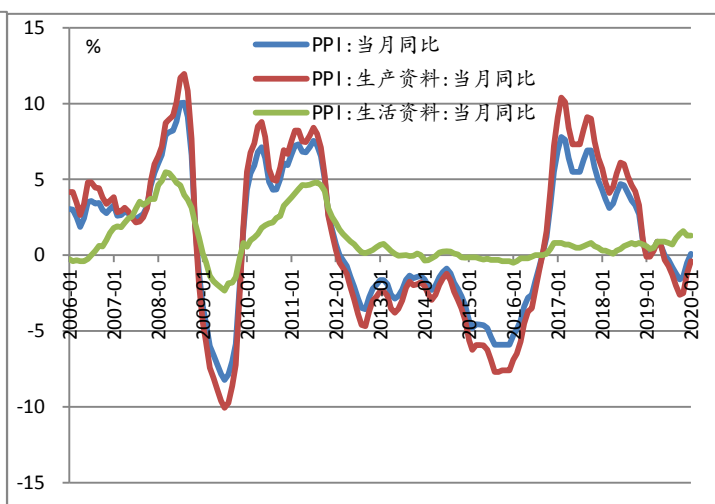
工业生产者购进价格中，建筑材料类、黑色金属材料类、燃料动力类、有色金属材料类、化工原料类同比增速分别为 2.9%、1.6%、-0.2%、-0.7%和-6.1%，普遍较上月有所提升。

图表 51：工业生产者出厂价格同比增长率



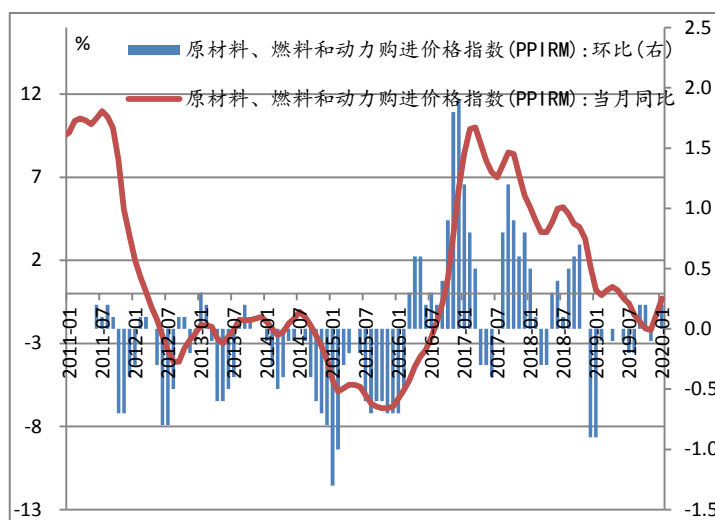
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 52：工业生产者出厂价格环比增长率



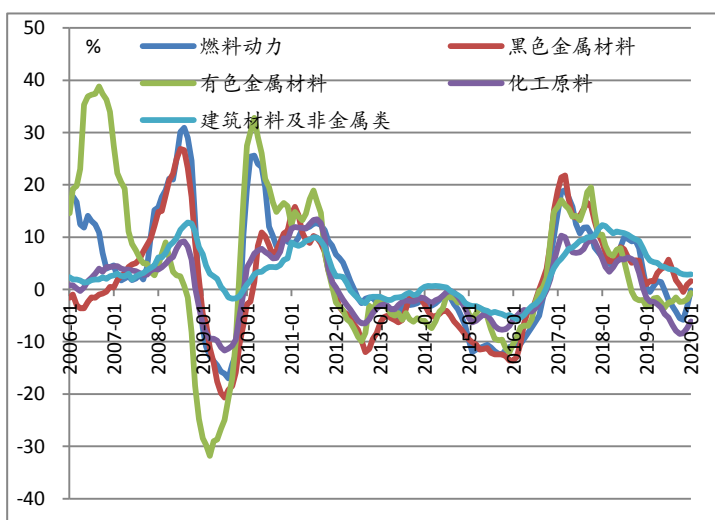
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 53：工业生产者购进价格增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 54：工业生产者购进价格分类指数走势



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

2月主要原材料购进价格指数为51.4%，环比低2.4个百分点；出厂价格指数为44.3%，环比低4.7个百分点。本月制造业和非制造业景气度均大幅回落，但原材料购进价格指数和制造业出场价格相对较为抗跌，结合基期数据和大宗商品走势，我们认为2月PPI同比增速重新由涨转跌。

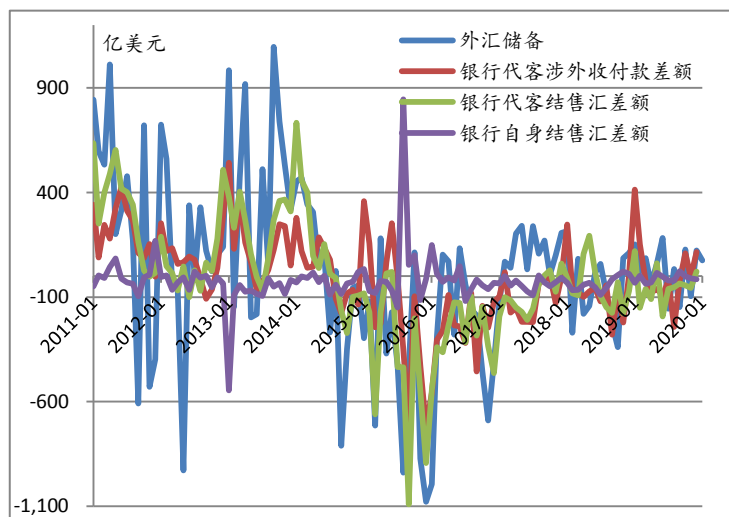
三、货币增速小幅回落

1、货币信用情况

2019 年年末，基础货币余额为 32.4 万亿元，同比减少 2.1%，较上季度末高 1.7 个百分点，较上年同期低 4.9 个百分点。货币乘数为 6.13 左右，较上季度末低 0.25。2019 年基础货币增速持续为负，主要原因在于，在经济下行压力加大的大背景下，央行更侧重于通过降准释放长期资金，对短期流动性的投放减少。

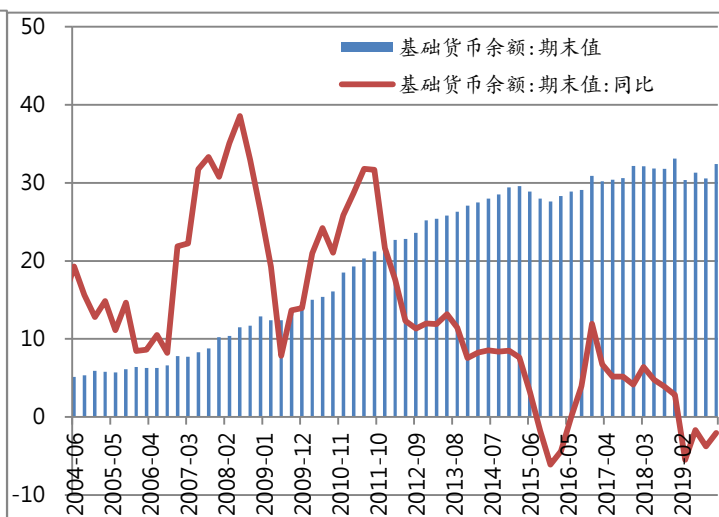
2020 年 1 月我国官方外汇储备总额为 31,155 亿美元，较上月多 76 亿美元；外汇占款 21.2 万亿元，较上月多 57 亿元。

图表 55：当月外汇占款新增额



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 56：基础货币

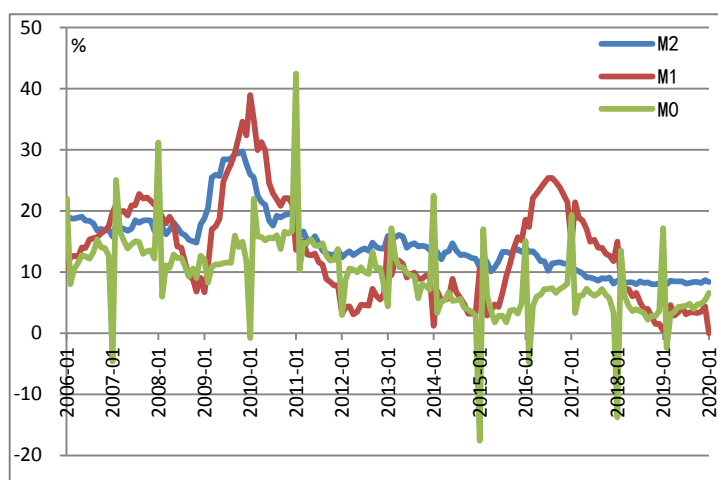


资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

1 月末，广义货币 (M2) 余额 202.3 万亿元，同比增长 8.4%，增速较上月末低 0.3 个百分点，与上年同期持平。狭义货币 (M1) 余额 54.6 万亿元，同比增长 0.0%，较上月末低 4.4 个百分点，较上年同期低 0.4 个百分点。流通中货币 (M0) 余额 9.3 万亿元，同比增长 6.6%，较上月末高 1.2 个百分点，较上年同

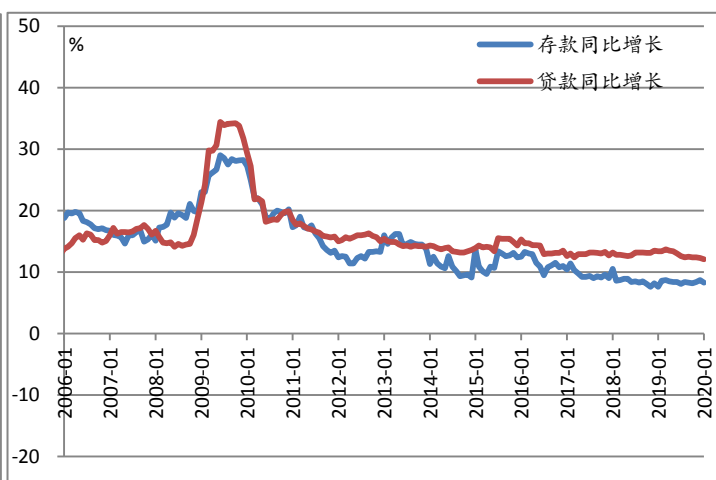
期低 10.6 个百分点。本月 M1 和 M2 增速回落，M0 增速提升，这是春节季节性因素的影响。一般而言，春节期间，企业用其账上的活期存款给员工发放工资和奖金，员工出于发放红包、购物消费、买车买房等目的提现需求较大，所以导致 M1 和 M2 增速回落，M0 增速提升。

图表 57：各层次货币供应量同比增长率



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 58：人民币存款及贷款增长走势



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

1 月末，人民币存款余额 195.8 万亿元，同比增长 8.3%，增速较上月末低 0.4 个百分点，较上年同期高 0.7 个百分点。其中，储蓄存款余额为 85.5 万亿元，同比增长 13.4%，较上月回落 0.2 个百分点。企业存款余额 57.9 万亿元，同比增长 3.7%，较上月回落 2.0 个百分点。财政存款余额为 4.5 万亿元，同比减少 2.3%，较上月回落 3.0 个百分点。三大增速均有所回落。

1 月新增人民币存款为 28,800 亿元，同比少增 3,900 亿元。其中，住户存款增加 42,400 元，非金融企业存款减少 16,100 亿元，财政性存款增加 4,002 亿元，非银行业金融机构存款增加 5,701 亿元。与上年同期相比，住户部门和非银行业金融机构存款有所增加，企业存款大幅下降，财政存款增幅缩小。

1 月末，人民币贷款余额 156.5 万亿元，同比增长 12.1%，增速较上月末低 0.2 个百分点，较上年同期低 1.3 个百分点。

新增贷款总额略高于上年同期，处于历史高位。从部门结构看，企业部门获得新增贷款金额增加，居民部门获得的新增贷款金额下降，非银部门获得的新增贷款降幅收窄。1 月新增人民币贷款 3.34 万亿元，同比多增 1,109 亿元。其中，

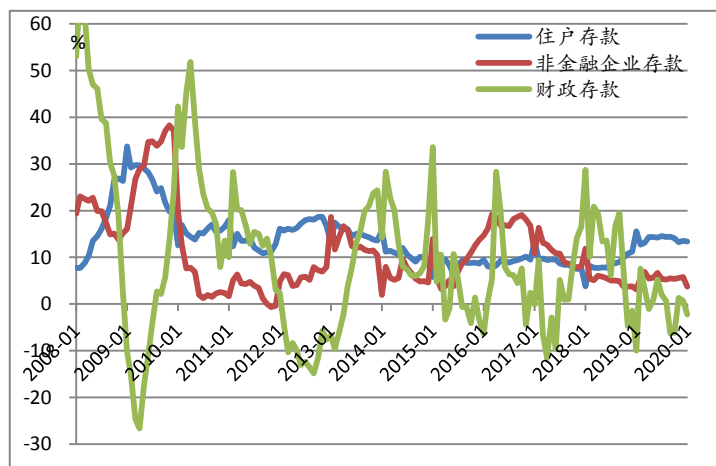
住户贷款增加 6,341 亿元，同比少增 3,557 亿元；非金融企业贷款增加 2.86 万亿元，同比多增 2,800 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1,567 亿元，同比少减 1,819 亿元。

从期限结构看，中长期贷款新增额提升，短期贷款和票据融资新增额回落。1 月中长期贷款增加 2.4 万亿元，同比多增 3,122 亿元；短期贷款增加 6,550 亿元，同比少增 2,299 亿元；票据融资增加 3,596 亿元，同比少增 1,564 亿元。

在疫情爆发前的 1 月中上旬，中国经济内外部环境都有所好转；在内部，经济企稳，景气度有所提升；在外部，中美贸易摩擦缓解；企业生产积极性较高。在这种良好的大环境下，资金供给方——银行体系秉持早放贷早收益的理念投放资金意愿较强，需求方——企业在良好的经济预期下资金需求较为旺盛，供需双方合力使得年初信贷增量再创新高。但随着 1 月下旬以来疫情的迅速扩散，中央和地方政府采取延长假期、推迟复工日期、居民居家隔离、交通管制等一系列措施，居民日常消费及购房购车需求悬崖式下降，企业复工率显著回落，这无疑会拖累 2 月的信贷数据。但与此同时，央行加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度，通过下调贷款利率、增加信贷、再贷款等方式，支持受疫情影响较大的地区、行业和企业，这部分信贷投放将在一定程度上可以对冲 2 月信贷的下降。

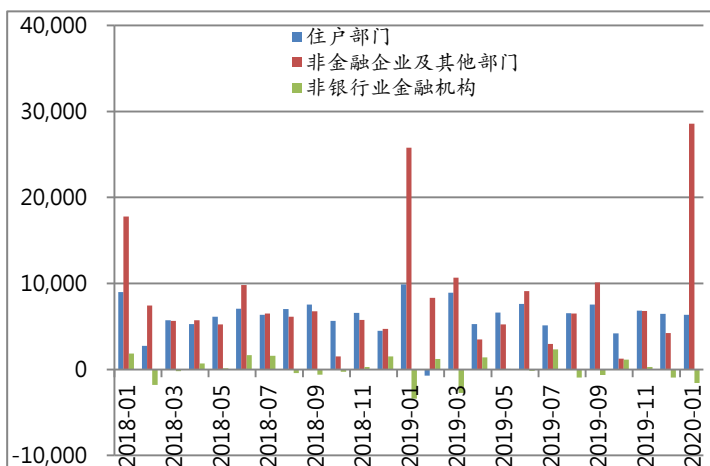
综合分析本月财政存款变动、央行公开市场操作和存款金额变动等因素，我们预计 2 月新增人民币贷款 7,500 亿元左右，M2 同比增速较上月小幅回落，同比增长 8.2% 左右。

图表 59：各部门存款同比增长率



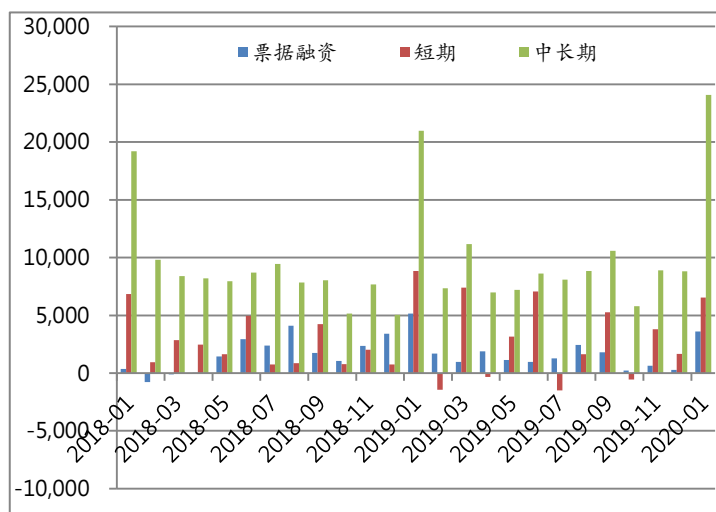
资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 60：新增人民币贷款的部门结构



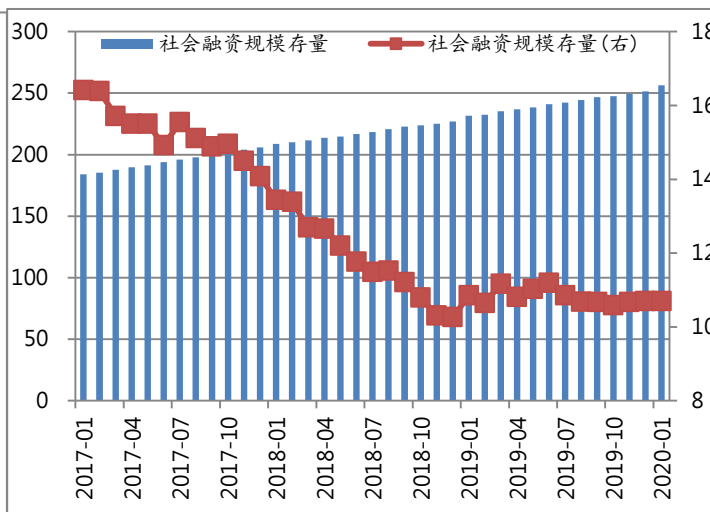
资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 61：新增人民币贷款的期限结构



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 62：社会融资规模累计值及累计增速



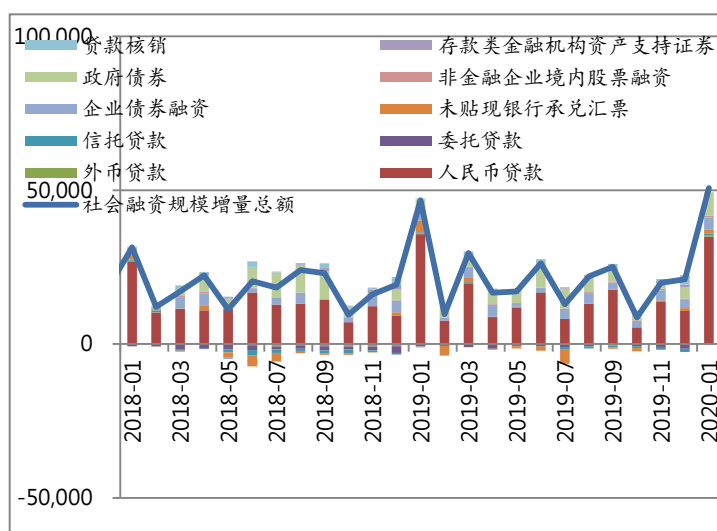
资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

社会融资增速与上月持平。2020年1月末，社会融资规模存量256.4万亿元，同比增长10.7%，与上月末持平，较上年同期低0.2个百分点。

1月当月社会融资规模新增5.07万亿元，较上月多3.0亿元，较上年同期多3,909元。其中，人民币贷款增加34,900亿元，同比少增768亿元；外币贷款

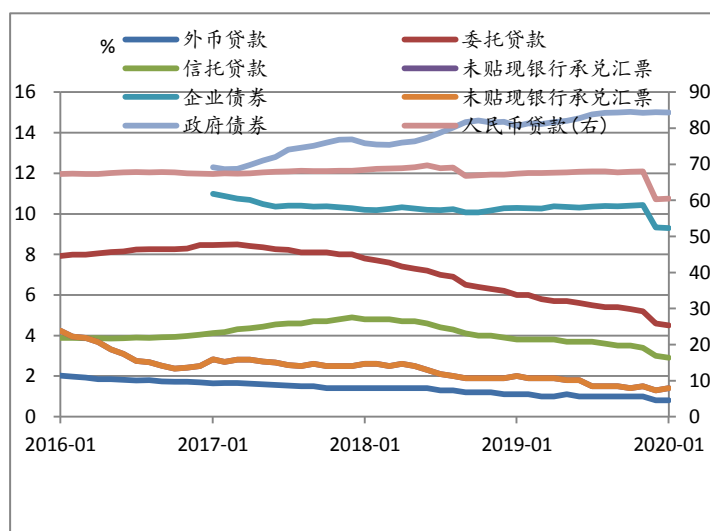
折合人民币增加 513 亿元，同比多 170 亿元；委托贷款减少 26 亿元，同比少减 673 亿元；信托贷款增加 432 亿元，同比多 87 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1,403 亿元，同比少 2,384 亿元；企业债券净融资增加 3,865 亿元，同比少 963 亿元；政府债券融资增加 7,613 亿元，同比多 5,913 亿元，非金融企业境内股票融资 609 亿元，同比多 320 亿元。整体上看，本月政府债券融资额大幅提升，股票融资、委托贷款融资额好于上年同期，票据融资和企业债融资额低于上年同期。

图表 63：社会融资规模结构



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 64：社会融资规模占比



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

2、2019 年第四季度货币政策执行报告简评

央行近日发布 2019 年第四季度货币政策执行报告，简要点评如下：

从国内经济形势看，短期经济下行压力加大，长期经济向好高质量增长基本面未变。央行认为，我国经济运行总体平稳，结构持续优化，物价结构性上涨特征明显，内外部风险挑战增多，经济下行压力加大。新冠肺炎疫情对中国经济的影响是暂时的，中国经济长期向好、高质量增长的基本面没有变化。

从国际经济形势看，全球经济增长放缓，虽有企稳迹象，但下行风险仍应密切关注；主要央行货币政策转向宽松。

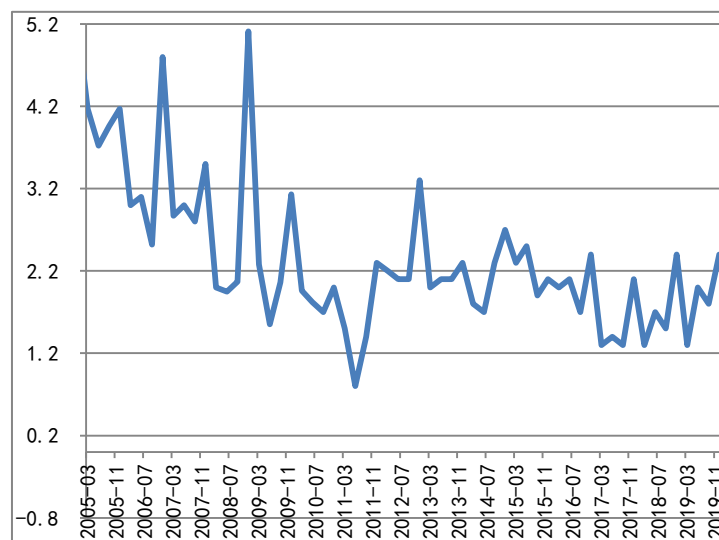
从物价看，居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降，央行认为物价形势总体可控，通胀预期基本平稳。2019年CPI在猪肉价格的带动下，涨幅显著提升，但非食品价格和剔除食品与能源的核心CPI涨幅有所回落。PPI同比下降。在央行看来，在各部门出台多项措施保供稳价的作用下，预期平稳，CPI涨幅总体可控；同时，在基数效应消退的推动下，PPI同比降幅有所收窄；短期内，新冠肺炎疫情等因素可能对物价形成扰动，但从基本面看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩基础。对比三四季度央行对物价的定位可以看出，物价因素在央行政策目标体系中的重要度略有下降，这减轻了通胀对货币宽松的约束，加大了央行货币政策宽松的空间。

房地产业继续维持“房住不炒”的政策定位。报告指出，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，按照“因城施策”的基本原则，加快建立房地产金融长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。房地产业在2019年便处于从高处回落的走势，叠加疫情对春节销售的冲击，不少房企会面临严重的资金链问题，一些地方政府会放松房地产管制，但难以抵消房地产整体继续回落的走势。在这种环境下，基建和大力扩大居民部门需求将成为宏观调控政策的着力点。

从流动性和利率变动情况看，银行体系流动性提升，实体经济融资利率下行。2019年第四季度以来，央行货币政策宽松力度加大，金融体系流动性提升，超额准备金率较三季度末提升0.6个百分点。

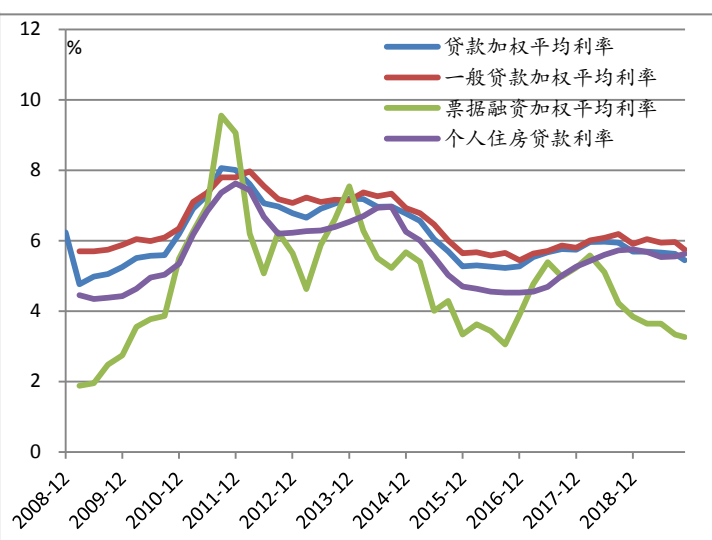
2019年8月LPR改革以来，1年期和5年期分别下降3次和2次，分别下降20BP和10BP，传导到贷款利率，带动实体经济融资成本下降。2019年年末，金融机构贷款加权平均利率为5.44%，较三季度末下降18BP；其中，一般贷款加权平均利率下降22BP至5.74%，票据融资加权平均利率下降7BP至3.26%，个人住房贷款利率提升7BP至5.62%。

图表 65：金融机构超额存款准备金率



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 66：各主要利率走势



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

货币政策方面，短期防控疫情、稳定经济，做好逆周期调节，长期要理顺货币政策传导机制，同时兼顾调整结构和推进改革。报告指出，稳健的货币政策要灵活适度，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间。加强逆周期调节、结构调整和改革的力度，保持物价水平基本稳定。将疫情防控作为当前最重要的工作来抓，加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度。

图表 67：Q3 和 Q4 货币政策执行报告要点对比

	2019 年第三季度	2019 年第四季度
全球经济	全球经济增速放缓，增长动能不足，贸易摩擦与地缘政治等不确定性形成拖累；全球央行启动降息潮，全球金融脆弱性继续累积，金融市场避险情绪有所上升	全球经济增长放缓，虽有企稳迹象，但下行风险仍应密切关注；主要央行货币政策转向宽松
国内经济	经济运行总体平稳，结构调整扎实推进，物价上涨结构性特征明显，国内外形势复杂严峻，困难挑战增多，经济下行压力持续加大	经济运行总体平稳，结构持续优化，物价结构性上涨特征明显，内外部风险挑战增多，经济下行压力加大。 新冠肺炎疫情对中国经济的影响是暂时的，中国经济长期向好、高质量增长的基本面没有变化。
物价	居民消费价格涨幅上升，结构性特征突出，主要受食品价格推动；生产资料价格下降拖累生产价格涨幅由正转负；从经济基本面状况和市场供求的相对变化看，目前我国不存在持续通胀或通缩的基础。但猪瘟疫情等造成的供给冲击尚需一定时间平复， 短期内消费物价仍面临上行压力，需持续密切监测动态变化，警惕通胀预期发散。	居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降，央行认为 物价形势总体可控，通胀预期基本平稳 ，对未来变化需持续观察。2019 年 CPI 在猪肉价格的带动下，涨幅显著提升，但非食品价格和剔除食品与能源的核心 CPI 涨幅有所回落。PPI 同比下降。在央行看来，在各部门出台多项措施保供稳价的作用下，预期平稳，CPI 涨幅总体可控；同时，在基数效应消退的推动下，PPI 同比降幅有所收窄； 短期内，新冠肺炎疫情等因素可能对物价形成扰动，但从基本面看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩基础
信贷	引导和支持金融机构优化信贷结构，加大对薄弱环节和重点领域金融支持力度	加大对新冠疫情防控的货币信贷支持力度 ；加大对小微、民营企业、“三农”扶贫和制造业的支持力度
宏观审慎 MPA	发挥好 MPA 在优化信贷结构和促进金融供给侧结构性改革中的作用，将定向降准城商行使用降准资金发放民营、小微企业贷款情况纳入 MPA 考核，将 LPR 运营情况及贷款利率竞争行为纳入 MPA 的定价行为项目考核	发挥好 MPA 在优化信贷结构和促进金融供给侧结构性改革中的作用，Q1 在 MPA 考核中增设民营企业融资、小微企业融资、 制造业 中长期贷款和信用贷款专项指标，Q2 将相关金融机构使用降准资金发放小微、民营企业贷款情况纳入 MPA 考核，Q3 将 LPR 运营情况及贷款利率竞争行为纳入 MPA 的定价行为项目考核
货币政策	保持定力，继续实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”，注意预期引导， 防止通胀预期发散。	稳健的货币政策要灵活适度，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间。 加强逆周期调节、结构调整和改革的力度，保持物价水平基本稳定。将疫情防控作为当前最重要的工作来抓，加大对新冠疫情防控的货币信贷支持力度

资料来源：中国人民银行、致富研究院

四、小结

2月，受新冠肺炎疫情的冲击，我国经济景气度大幅回落，录得数值较2008年金融危机时期的低点还低。在一系列强有力措施的作用下，我国疫情暂时得到控制，政府政策重心由“疫情防控”转为“疫情防控”和“复工复产”同时兼顾，企业复工率逐渐回升。但与此同时，海外疫情迅速蔓延。预计3月我国内需环比有所好转，外需继续承压。

在疫情影响下，企业部门的投资生产活动、居民部门的消费能力及意愿、海外贸易需求都将在一段时间内受到很大抑制。要想尽量缩小与“十三五规划”收官时目标之间的距离，政府的政策重心要向基建倾斜，不仅包括传统的铁路公路等基础设施建设，也包括通信、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设。

1月CPI同比上涨5.4%，较上月高0.9个百分点。2月，食品价格继续显著上涨，非食品价格在油价、衣着、旅游等价格回落的带动下小幅回落。我们预计2月CPI环比上涨0.8%左右，同比上涨5.2%左右，较1月回落0.2个百分点。

预计2月金融机构新增人民币贷款7,500亿元左右，M2同比增速为8.2%左右，较上月低0.2个百分点。

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼	北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层	上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555831	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk