

宏观月报

国元期货研究咨询部

宏观金融

二季度经济将全面修复

主要结论：

新冠疫情在全球蔓延，主要经济体均受到打击，2020 年全球经济增长前景黯淡。中国亦受到疫情影响，一季度经济数据大幅下行，不多得益于国内疫情被果断、有效地控制，二季度开始经济全面修复。2020 年我国宏观经济大概率延续下行趋势，上半年经济增长的压力很大，下半年有机会出现阶段性的企稳回升。

2020 年 CPI 将会全年保持较高增长，中枢大概率会显著高于 2019 年。PPI 继续处于低位，后期走势受需求影响较大。

电话：010-84555131

相关报告

目 录

一、经济下行压力增大.....	1
二、价格指标下降.....	11
三、进出口数据下滑.....	14
四、金融数据大超预期.....	16
五、全球经济面临衰退风险.....	20
六、后期宏观趋势研判.....	22

附 图

图 1: GDP.....	2
图 2: GDP 增速分产业.....	2
图 3: 制造业 PMI.....	2
图 4: 非制造业 PMI.....	2
图 5: PMI 生产和新订单指数.....	3
图 6: 各类型企业 PMI.....	3
图 7: 工业增加值.....	5
图 8: 工业增加值.....	5
图 9: 固定资产投资.....	6
图 10: 基础设施投资.....	6
图 11: 财政收入.....	8
图 12: 财政支出.....	8
图 13: 房地产开发投资.....	9
图 14: 社会消费品零售总额.....	9
图 15: 工业企业利润总额累计值.....	11
图 16: 当月利润.....	11

图 17: CPI	12
图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素	12
图 19: PPI	13
图 20: PPI 新涨价因素与翘尾因素	13
图 21: 进出口同比	15
图 22: 月度进出口数据	15
图 23: 外汇储备	16
图 24: 外汇占款	16
图 25: 货币供应	18
图 26: 社会融资规模	18
图 27: M2、社会融资剪刀差	19
图 28: 贷款余额同比增速	19
图 29: 美国 CPI	20
图 30: 美国 PMI	20
图 31: 欧洲 CPI	22
图 32: 欧洲 PMI	22

受疫情影响一季度经济下行幅度较大。由于国内新冠疫情得到有效控制，经济形势逐步好转，二季度经济有望逐步恢复。二季度经济增长的压力切实存在，但在各项宏观政策支持之下逐步企稳，下半年国内经济或可回归常态。

疫情在全球范围内扩散，全球经济陷入衰退风险，货币政策普遍宽松，全球贸易受到打击。

一、经济下行压力增大

2020年中国经济下行压力增大，但下行幅度或许有限。在一季度经济增速大幅下滑之后，后续三个季度大概率逐步回升。下半年经济形势应好于上半年。

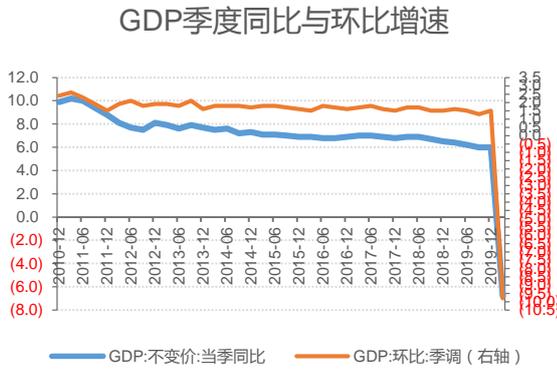
GDP 首现负增长。由于受到疫情的短期冲击，2020年一季度中国 GDP 同比下降 6.8%，中国首次出现了季度 GDP 负增长。3 月份以来国内疫情受控经济逐步恢复，二季度 GDP 增速会较一季度显著提高但也难以一步到位式的恢复到疫情之前的状态，现阶段形势依然严峻，2020 年后续经济下行压力仍存，但下行空间或许有限。

2020 年一季度 GDP 为 206504 亿元，按可比价格计算，同比下降 6.8%，较 2020 年四季度的 6.0% 降幅较大。分产业看，第一产业增加值 10186 亿元，下降 3.2%；第二产业增加值 73638 亿元，下降 9.6%；第三产业增加值 122680 亿元，下降 5.2%。第二产业下降幅度最大。第三产业目前在中国 GDP 中占比 59.4%，二季度之后的经济反弹幅度在很大程度上取决于第三产业需求的恢复情况。从环比看，经季节因素调整后，一季度 GDP 环比下降 9.8%。

4 月 14 日，国际货币基金组织 IMF 发布最新一期《世界经济展望》，预计 2020 年中国经济增速为 1.2%，2021 年增速为 9.2%，同时疫情可能使 2020 年全

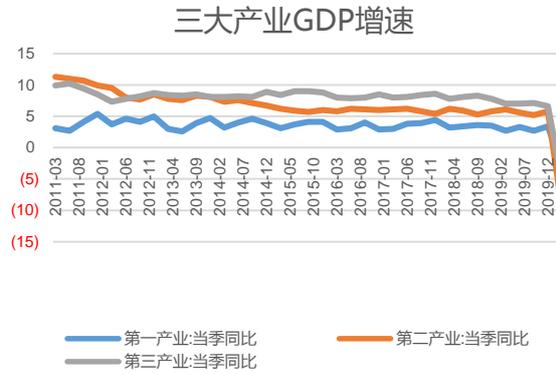
球经济紧缩3%。考虑到目前疫情的影响,上半年经济增长的压力还是比较大的。

图 1: GDP



数据来源: Wind、国元期货

图 2: GDP 增速分产业



数据来源: Wind、国元期货

领先指标来看, 4 月份制造业 PMI 较 3 月份小幅回落。3 月份之后由于中国的防疫措施比较得力, 疫情逐步受控缓解, 复工复产进度加快, 3 月 PMI 数据较 2 月份大幅反弹, 4 月份制造业 PMI 小幅回落但仍处于荣枯线上方, 表示 4 月较 3 月进一步小幅改善。PMI 属于环比数据, 不能代表我国经济运行已恢复正常水平, 二季度的情况还要再看内部需求恢复与海外疫情控制的情况, 我们认为受外部疫情影响不能盲目乐观。

图 3: 制造业 PMI

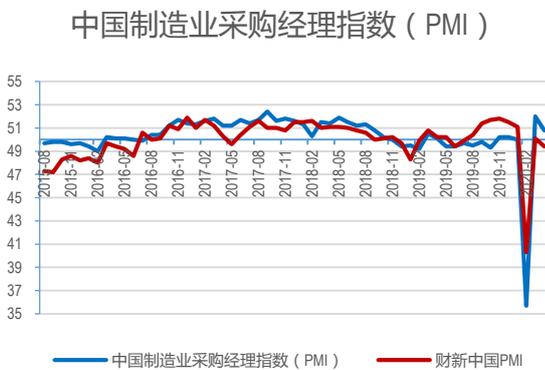
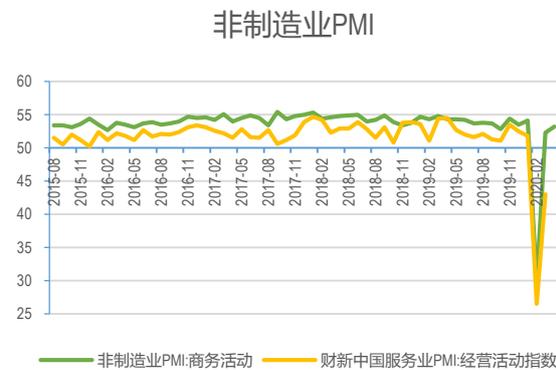


图 4: 非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

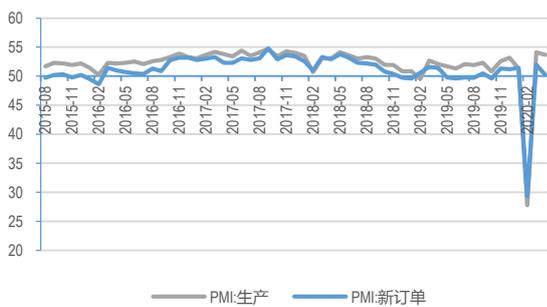
2020年4月PMI小幅回落仍处于扩张区间，经济继续恢复、速度放缓。4月官方制造业PMI为50.8%，较3月下降1.2个百分点，制造业环比继续回升。财新制造业PMI为49.4，较3月下降0.7个百分点，表明制造业处于环比收缩状态，考虑到官方与财新的取样差异，小企业的压力更大一些。4月官方非制造业PMI为53.2%，较3月上升0.9个百分点，非制造业的恢复情况好于制造业。

大型企业PMI为51.1%下降1.5个百分点、中型企业PMI为50.2%下降1.3个百分点、小型企业PMI为51%上升0.1个百分点。景气整体扩张，宏观经济政策已经加大了逆周期调节力度，从社保、财税、信贷、就业等多个领域全面扶持实体经济。

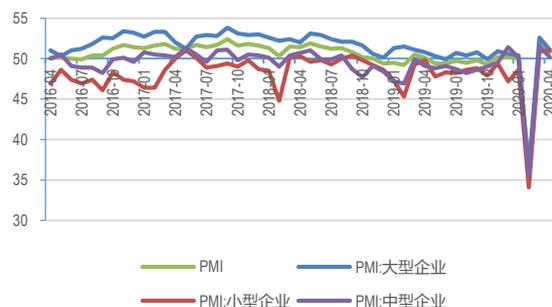
图 5: PMI 生产和新订单指数

图 6: 各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



中国制造业采购经理指数 (PMI)



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

从分类指数来看，在构成制造业PMI的5个分类指数中生产指数、新订单指数、从业人员指数和供应商配送时间指数升至临界点之上。其中生产指数为53.7%降0.4个百分点，生产好转；新订单指数为50.2%降1.8个百分点，需求恢

复进程放缓；从业人员指数为 50.2%降 0.7 个百分点，复工返岗人数增加；供应商配送时间指数 50.1%升 1.9 个百分点。临界点以下的有原料库存指数 48.2%降 0.8 个百分点。

进出口重要指标显示，出口新订单指数 33.5%降 12.9 个百分点，进口指数为 43.9%降 4.5 个百分点，显示出 4 月进出口受到海外疫情巨大冲击。后期外贸领域压力较大。

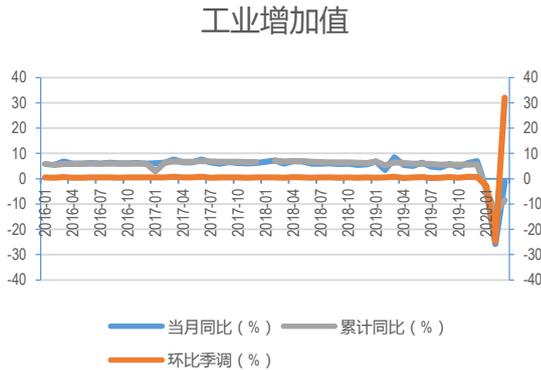
生产方面，工业生产逐步恢复，工业增加值同比降幅收窄。受到疫情影响一季度工业生产严重下滑，1-2 月份因防疫需要企业开工受到影响，2 月下旬以后各地方根据自己的防疫条件加快了复工复产进度，3 月份工业生产情况较 2 月好转，二季度工业生产情况大概率好于一季度，但完全恢复到上年同期水平应该还比较困难，下半年工业生产或有可能完全恢复常态。

2020 年 3 月规模以上工业增加值同比实际下降 1.1%，降幅较 1-2 月的-13.5% 收窄 12.4 个百分点。3 月份规模以上工业增加值环比增长 32.13%，在复工复产进度加快之后，3 月份的工业生产明显较 2 月份好转。一季度，规模以上工业增加值同比下降 8.4%。后续生产方面的回升能否持续还在于需求响应能否跟上。

3 月份采矿业增加值同比增长 4.2 增速自 1-2 月的 6.5% 转正，制造业下降 1.8% 较 1-2 月收窄 13.9 个百分点，电热燃气水下降 1.6% 较 1-2 月收窄 5.5 个百分点。可见在这次疫情冲击过程中，制造业损失最大。41 个行业大类中有 16 个行业增加值保持同比增长，较 1-2 月增加 14 个；622 种产品中有 227 种产品同比增长，较 1-2 月增加 148 种。3 月份汽车产量 146.1 万辆，同比下降 43%，汽车行业对

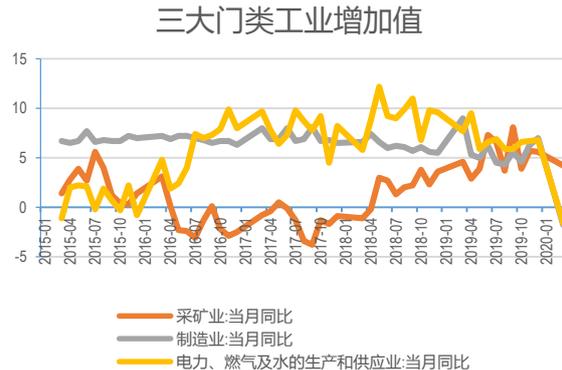
生产端的拖累较大。2月份可能是生产端最差的时刻，3月之后逐步攀升，现在还难以准确估计何时能恢复到去年同期水平。

图 7：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 8：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

投资方面，固定资产投资增速有所恢复。原本2019年固定资产投资增速就处于历史地位，2020年前两个月再受到疫情冲击更是雪上加霜，处于全面下滑状态，3月份固定资产投资有所恢复但仍处于低位。3月份之后固定资产投资有望逐步恢复到正常水平。

1-3月中国固定资产投资84145亿元，同比下降16.1%，较1-2月降幅收窄8.4个百分点。其中民间固定资产投资47804亿元占比56.8%，同比下降18.8%。3月份固定资产投资环比增长6.05%，在2月份环比下降27.38%之后，3月份投资恢复的进程偏慢，环比增速低于市场预期。

分产业看，第一产业投资1643亿元，同比降13.8%降幅收窄11.8个百分点；第二产业投资25253亿元，同比降21.9%降幅收窄6.3个百分点；第三产业投资

57249 亿元，同比降 13.5% 降幅收窄 9.5 个百分点。第二产业投资增速恢复的最差，第二产业中制造业下降 25.2%，制造业此次受疫情影响较大，投资下滑较多，恢复较慢，可能跟制造业经营者信心不足有很大关系。

固定资产投资在经历 1-2 月的全面大幅下滑之后，3 月份有一定程度的恢复，投资信心的恢复还有待时日。以目前的政策方向来看，后期政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，3 月份开始固定资产投资会逐步回升，整体上 2020 年固定投资增速最终会稳在低位。

基础设施投资方面，3 月份较 2 月份有一定程度好转。2019 年基础设施投资同比增速 3.8% 处于较低水平，在此基础上 2020 年初受疫情冲击 1-2 月基础设施投资增速同比下降 30.3% 降幅巨大，之后在宏观政策逆周期调节的作用下，3 月之后逐步提升。

1-3 月份基础设施投资增速同比下降 19.7% 降幅收窄 10.6 个百分点。其中水利投资下降 13.6%，公共设施管理投资下降 20.5%，道路运输投资下降 17.5%，铁路投资下降 28.6%。仍然处于普降状态。考虑到财政政策的逆周期调节作用，目前基础设施投资应处于底部区域，二季度基建投资增速大概率小幅攀升。

图 9：固定资产投资

图 10：基础设施投资

固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

目前市场对财政政策扩张拉动基建投资托底经济的呼声很高，属于在特殊时期的特殊政策处理方式。今年前两个月中央已经出台了一系列稳投资政策，强调要发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。在基建回归正常水平之后，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。

2020年1-3月全国一般公共预算收入45984亿元，同比下降14.3%，较1-2月份降幅扩大4.4个百分点。其中增值税14977亿元，同比下降23.6%，降幅扩大4.6个百分点，税收明显受到了经济下行的影响。1-3月全国一般公共预算支出55284亿元，同比下降5.7%，降幅扩大2.6个百分点。财政收支增速差8.6个百分点，财政方面是有一定压力的。

考虑到受疫情影响之后诸多民生、就业等问题还需要政府支出解决，以及纾困与扶持中小、民营、创新企业的减税降费的政策导向，年内财政支出能消减的地方少，财政收入能大幅提升的概率也不大。因此财政在基建领域能发力的力度最终有限。

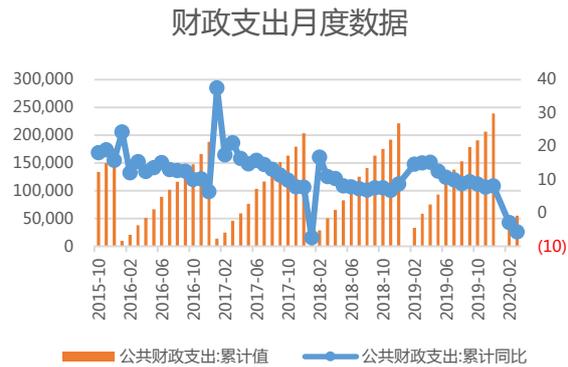
今年和去年类似，财政发力较早，宏观政策逆周期调节的政策意图未变，2020年财政政策延续加力提效的基调。

图 11: 财政收入



数据来源: Wind、国元期货

图 12: 财政支出



数据来源: Wind、国元期货

房地产开发投资增速回升，好于其他领域。2019年房地产投资表现较为强势，全年地产投资 132194 亿元同比增长 9.9%。由于需求支撑较强，在受疫情冲击的主要投资板块中，房地产投资属于跌幅相对较少的部分。2020年 1-3 月中国房地产开发投资 21963 亿元，同比下降 7.7% 降幅收窄 8.6 个百分点，恢复情况好于其他领域。

施工方面，1-3 月房屋施工面积 717886 万平方米，同比增长 2.6% 增速回落 0.3 个百分点；房屋新开工面积 28203 万平方米，同比下降 27.2% 降幅收窄 17.7 个百分点；竣工面积 15557 万平方米，同比下降 15.8% 降幅收窄 7.1 个百分点。可以看出疫情对于新开工造成了显著的负面影响。开发商新开工的意愿或能力出现不足的情况。

销售方面，1-3 月份商品房销售面积 21978 万平方米，同比下降 26.3% 降幅

收窄 13.6 个百分点；3 月份之后现场售房活动逐步正常化，地产销售好转。二季度由于潜在购房者对于未来收入预期的不确定想增加，房产销售反弹的不确定性较大。

购地方面，开发商购地意愿不强。2018 年开发商土地购置面积同比增长 14.2%，2019 年同比下降 11.4%，2020 年 1-3 个月土地购置面积 1969 万平方米，同比下降 22.6%，降幅比 1-2 月收窄 6.7 个百分点。主要还是经营压力与政策预期的影响。及至目前中央还没有放松房地产政策。

2020 年市场主流观点是认为房地产投资增速不会太高，并期待基建投资上升能对冲地产投资下滑。今年制造业投资若能如期回升并企稳在正常水平，则投资表现尚可，否则投资领域还是有较大的下跌风险。整体来看，扩张性的财政政策在投资领域起到重要作用，逆周期调节政策会起到托底作用。

图 13: 房地产开发投资



数据来源: Wind、国元期货

图 14: 社会消费品零售总额



数据来源: Wind、国元期货

消费方面，社会消费品零售增速降幅收窄。2014 年以来社会消费品零售总

额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，没有明显改善。2020年初消费领域受到了严重的打击，按照防疫要求，外出购物、聚会、就餐、旅游等消费活动大幅度的减少。3月份疫情受控，消费增速降幅收窄，二三季度疫情结束后，居民收入与就业不受较大影响的话，消费尚有可能恢复到疫情之前的水平，若居民就业收入等方面出现问题，则消费全年难有起色。

2020年1-3月社会消费品零售总额78580亿元，名义同比下降19%，降幅较1-2月收窄1.5个百分点；其中餐饮收入同比下降44.3%，汽车类零售同比下降30.3%；实物商品网上零售额为18536亿元，同比增长5.9%，占社会消费品零售总额的23.6%，比1-2月份提高了2.1个百分点。可以观察到在疫情的影响下全国居民的消费行为发生了显著的结构变化。

疫情结束后居民收入增长受经济下行影响的可能性较大，从而对消费的恢复过程造成负面影响。一季度，全国居民人均可支配收入8561元，比上年同期名义增长0.8%，扣除价格因素，实际下降3.9%。3月份全国城镇调查失业率是5.9%，比2月份降低了0.3个百分点。二季度疫情的影响难以完全消退，居民就业、收入方面的增长还面临压力。失业与收入下降恐怕会对后期消费反弹造成不利影响。

企业经营方面，今年一季度新冠疫情对企业经营状况造成了重大的影响。1-3月份规模以上工业企业实现利润总额7814.5亿元，同比下降36.7%，降幅较1-2月份小幅收窄1.6个。惊人降幅反映出了疫情下企业经营之难，二季度大概率也难以恢复到正增长水平。1-3月在41个工业大类行业中，仅2个行业利润总

额同比增加，比 1-2 月还减少了 2 个。原本 2019 年末工业企业盈利有一定程度的好转，但始料未及的是新型冠状病毒感染的肺炎疫情比较严重，2020 年企业的经营困难增大，除个别行业外，今年上半年多数行业企业经营有压力。

2020 年 1-3 月规模以上工业企业实现营业收入 19.86 万亿元，同比下降 15.1%，降幅较 1-2 月小幅收窄 2.6 个百分点。各项指标均显示企业经营压力较大。

疫情打破了市场对于实体企业盈利在 2020 年起稳回升的预期，目前来看企业的盈利能力存在趋势性下滑压力。目前的情况来看 2020 年上半年会比较困难，下半年情况也难有超预期改善，可以关注在企业优胜劣汰的过程中，产业结构有没有顺势优化。

图 15：工业企业利润总额累计值



数据来源：Wind、国元期货

图 16：当月利润



数据来源：Wind、国元期货

二、价格指标下降

3 月份价格指数整体下降，CPI 回落仍处于高位，PPI 下跌降幅扩大，基本符合市场预期。CPI 同比上涨 4.3%，环比下降 1.2%；PPI 同比下降 1.5%，环比下降 1.0%。消费品价格维持偏强势，工业品价格继续走弱，价格指标分化较大，

PPI-CPI 剪刀差较上月小幅扩大。二季度受海外疫情和原油市场波动影响，消费品上涨动力减弱，工业品价格压力增大。

CPI 方面，2020 年 3 月 CPI 同比上涨 4.3%，较 2 月份下降 0.9 个百分点，依然处于相对高位。其中，城市上涨 4.0%，农村上涨 5.3%；食品价格上涨 18.3%，非食品价格上涨 0.7%；消费品价格上涨 6.2%，服务价格上涨 1.1%。一季度，全国居民消费价格比去年同期上涨 4.9%。食品价格高位回落，猪肉价格上涨 116.4%，涨幅回落 18.8 个百分点。去年以来的物价上涨过程主要是由食品价格上涨推动，以肉食品为代表的食品价格回落提供了 CPI 回落动能。在 4.3% 的同比涨幅中，翘尾因素影响 3.3 个百分点，新涨价因素影响 1 个百分点。

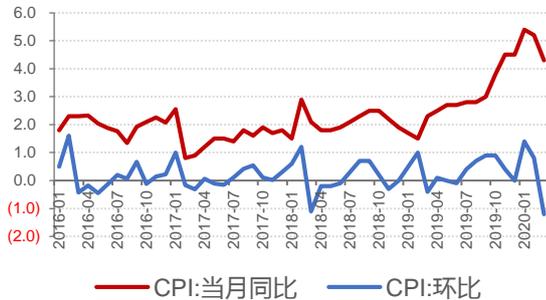
3 月份 CPI 较 2 月份环比下降 1.2%，三月开始 OPEC+ 谈判失败原油市场恐慌式下跌，消费品中石化能源相关项目价格环比走低。4 月份石油价格进一步下跌，带动化工品价格下跌。

虽然猪肉等食品的涨价动能趋弱，但从翘尾因素来看，2020 年一季度 CPI 的翘尾因素全年最强。我们判断 CPI 一季度已经达到阶段性高点，之后逐步高位回落。2020 年上半年 CPI 整体仍在高位、难下台阶，全年保持较高增长。

图 17: CPI

图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素

CPI当月同比、环比



数据来源: Wind, 国元期货

CPI新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind, 国元期货

PPI 方面，工业品价格降幅扩大，短期工业品价格通缩压力增大。2020 年 3 月份 PPI 同比下降 1.5%，降幅较 2 月份扩大 1.1 个百分点。在 3 月份 1.5% 的降幅中，翘尾因素为 0，新涨价因素为 -1.5%。新涨价动能较弱。

三月份国际原油市场出现了重大变化，OPEC+谈判破裂，国际原油价格暴跌，4 月份出现了历史上首次的负油价。负油价预示着工业需求的极度收缩，这个问题在短期内解决的可能性不大。4 月原油及石油产业链品种价格会继续受到沉重打击，因此工业品价格整体有继续下降的压力。国内方面，复产之后需求能不能很快跟上也存在一定的疑问，因此 PPI 大概率处于弱势区域，直到观测到新的涨价动能出现。

2020 年 PPI 的翘尾因素整体较低且平缓，因此今年 PPI 的波动主要由新涨价动能决定。由于需求不足，推动工业品价格全面上涨的动力不够，上半年工业品价格指标承压的概率大，PPI 大概率继续处于低位。

图 19: PPI

图 20: PPI 新涨价因素与翘尾因素

PPI当月同比、环比



数据来源：Wind、国元期货

PPI新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

三、进出口数据下滑

今年一季度进出口受到冠疫情的影响大幅下滑，基本符合市场预期。2020年1-3月中国进出口总值6.57万亿元，同比下降6.4%，降幅较1-2月份收窄3.2个百分点；出口3.33万亿元，同比下降11.4%，降幅较1-2月收窄4.5个百分点；进口3.24万亿元，同比下降0.7%，降幅收窄1.4个百分点；贸易顺差983.3亿元，减少80.6%。

可以判断疫情对贸易领域的冲击很大。从基数上来看，2019年初受中美贸易摩擦的影响进出口增速已经较2018年同期有所下降，在低基数的基础上大幅下滑隐含的问题可能比数据显示的更严重。

分项来看，进口好于出口。出口方面，国内春节假期延长加上各地的防疫措施，部分外贸企业复工延迟，进出口业务受到影响；国外对中国出入境及部分运输限制，对中国出口产生较大冲击。三月份之后由于疫情在海外扩散的较为广泛且严重，对全球主要经济体的冲击都比较大，对于全球经济增长前景的预期比较悲观，外需跟随经济整体下降的概率较大。

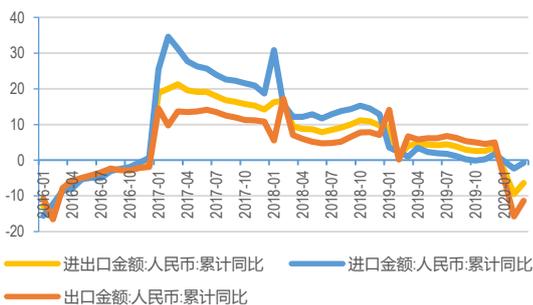
进口方面，下降幅度较小，表现出较强的韧性。短时期内需下降不大，表现在大宗商品与食品的进口增长较为明显，铁矿砂、原油、煤和天然气等大宗商品进口量增加。后期进口增长还主要看内需，即国内经济状况。若疫情控制复工达产进度加快，进口需求将会随之回升。

对于2020年的外贸形势，市场预期普遍表示不太乐观，主要还是因为全球主要经济体尚未摆脱下滑趋势，贸易的下降周期还未结束。2020年的进出口大概率仍在低增长区间运行。

图 21：进出口同比

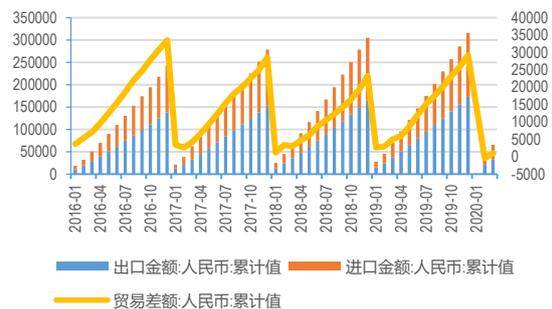
图 22：月度进出口数据

中国月度进出口增速



数据来源：Wind、国元期货

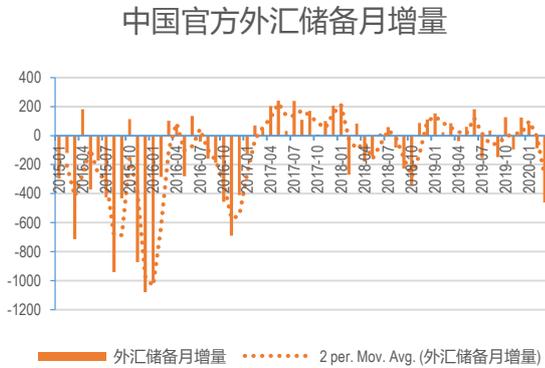
中国月度进出口数据



数据来源：Wind、国元期货

外汇储备平稳，环比小幅下跌。中国3月外汇储备为30606.3亿美元，较上月下降460.88亿美元，黄金储备报6264万盎司（约1948.32吨），为连续6个月保持不变。3月份国际金融市场动荡，美元指数强势，美国股市10天熔断4次。非美资产美元计价后形成估值损失，资产价格变动形成价值损失，贸易顺差减少。中国在全球主要经济体中率先控制疫情，疫情对经济的影响逐步弱化，中长期基本面依然稳健，2020年中国外汇储备规模大概率稳定在3万亿上方。

图 23: 外汇储备



数据来源: Wind、国元期货

图 24: 外汇占款



数据来源: Wind、国元期货

外汇占款下降,规模基本稳定。中国3月末央行口径外汇占款余额为212079.04亿元,环比减少170.05亿元,创2018年11月以来最大降幅。

人民币汇率基本稳定。

四、金融数据大超预期

依据央行最新公布的《中国货币政策执行报告》，目前的货币政策依然注重广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配,并把略高于名义GDP增速的M2与社会融资增速做为把握逆周期调节力度的着力点,兼顾经济增长与物价稳定这两个货币政策目标。由于新冠疫情的短期冲击,根据最新公布的GDP数据测算,2020年一季度的名义GDP增速大约-5.3%,在目前特殊的经济环境下货币环境保持适当宽松,有助于经济恢复正常运行。

2020年3月M2余额208.09万亿元,同比增长10.1%;社会融资规模存量262.24万亿元,同比增长11.5%;人民币贷款余额160.21万亿元,同比增长12.7%。整体来看,3月份各项金融数据较2月份全面上升,升幅超出市场预期。一季度中

2月份的金融数据回落，符合季节性特征，同时受到疫情影响2月份信贷需求下降。在此基础上宏观政策领域持续推进逆周期调节政策，货币政策保持流动性宽松，为实体企业提供各种信贷支持，为经济复苏提供宽松适宜的金融环境。

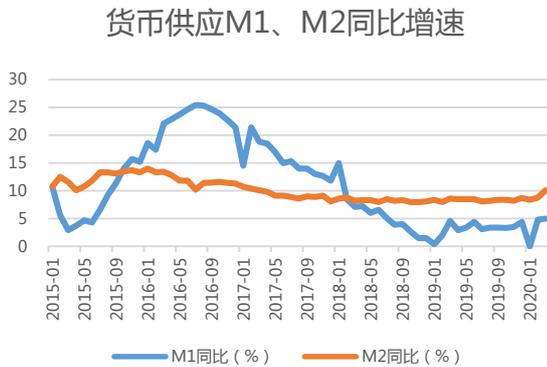
货币供应方面，货币余额同比增速上升，在当前经济形势下，货币当局加大投放保证货币供应稳定充裕，助力复工复产经济增长恢复原有水平。3月末M2余额208.09万亿元，同比增长10.1%增速较上月升1.3个百分点，较上年升1.5个百分点；M1余额57.51万亿，同比增长5%，较上月升0.2个百分点，较上年升0.4个百分点；M0余额8.3万亿，同比增长10.8%，较上月下降0.1个百分点，较上年升7.5个百分点。一季度净投放现金5833亿元，远高于上年同期水平。3月份M2增速高于M1，流动性宽松投融资市场活跃；M1仍然处于低位，实体企业融资需求不旺、资金压力大的情况得以改善但幅度有限。

在目前的经济环境下“稳增长”的重要性较高，货币政策保持稳健偏宽松的政策基调，并加大了对实体经济的支持力度，2020年初实施了年内的初次降准。3、4月份央行继续通过调整公开市场利率、政策利率引导LPR利率下行，从而降低企业实际融资利率。从央行货币政策执行报告来看，引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持是央行重要的政策导向。

在经济受到疫情冲击过后逐步恢复的过程中，货币政策维持宽松基调，在经济恢复到原有状态之前，政策转向的概率不高。我们判断二季度金融数据会在现有水平上小幅波动，下半年随着经济的恢复，过于宽松的流动性容易引发通

胀担忧，央行有可能根据经济状况逐步回收投放的货币。

图 25：货币供应



数据来源：Wind、国元期货

图 26：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，自 2019 年下半年以来，社会融资规模存量的同比增速一直非常平稳，显示出国内融资需求的稳定，其中也有货币当局在信贷、融资等领域的逆周期调节作用。二季度在经济恢复进程中，市场预期央行将会维持目前的政策基调并通过政策工具继续维持社会融资规模平稳增长。

存量看 3 月末社会融资规模存量为 262.24 万亿元，同比增长 11.5%，比上月加快 0.8 个百分点。分项来看同比上升的有：实体经济人民币贷款 158.82 万亿元同比增 12.7%较上月加快 0.6 个百分点、政府债券 39.31 万亿同比增 15.8%较上月降低 0.1 个百分点、企业债券 25.21 万亿同比增 17.4%较上月提高 2.9 个百分点、非金融企业境内股票 7.48 万亿同比增 6%较上月升 0.1 个百分点、外币贷款折合人民币 2.34 万亿同比增 7%较上月升 5.7 个百分点。同比下降的有：委托贷款 11.35 万亿同比降 6.6%、信托贷款 7.43 万亿同比降 5.6%、未贴现的银行承兑汇票 3.36 万亿同比降 16.3%。值得注意的是表外融资持续下降，表外融资收缩对社融的影

响逐步降低，信贷维持在高位，企业债券融资增长较快，社融整体平稳上升。从存量社融结构分析，社会融资的主体依然是贷款，占比 60.6%。

2020 年一季度受疫情影响名义 GDP 增速下行幅度较大，二季度经济增速将较一季度大幅提高，在保持宽松货币环境的前提下，社会融资规模增速保持平稳并小幅下行的概率大。

图 27: M2、社会融资剪刀差

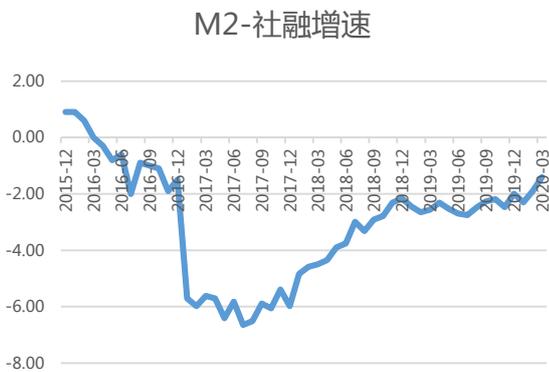
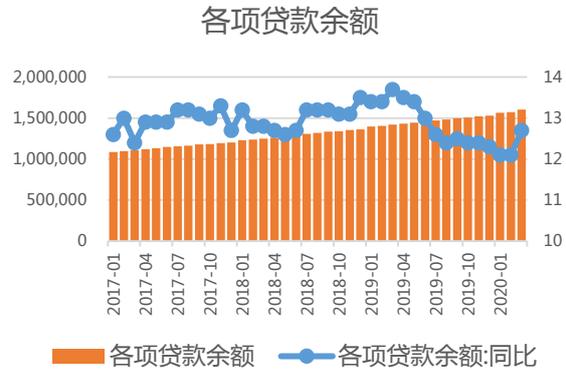


图 28: 贷款余额同比增速



存贷款方面，存量看 3 月末人民币贷款余额 160.21 万亿元，同比增长 12.7%，增速较上月提高 0.6 个百分点较上年同期低 1 个百分点。增量看 3 月份新增贷款较多信贷需求增加，一季度新增贷款 7.1 万亿元，同比多增 1.29 万亿，3 月份当月新增贷款 2.85 万亿，同比多增 1.16 万亿元。存款增长平稳，3 月份人民币存款余额 200.99 万亿，同比增长 9.3%，增速比上月末高 1.2 个百分点比上年同期高 0.6 个百分点。其中 3 月存款增加 4.16 万亿，同比多增 2.44 万亿，幅度较大。

2020 年一季度金融数据平稳增长。为对冲经济下行压力，人民银行将保持金融环境稳健并提供充足的流动性，加大逆周期调节强度。因此整体金融环境

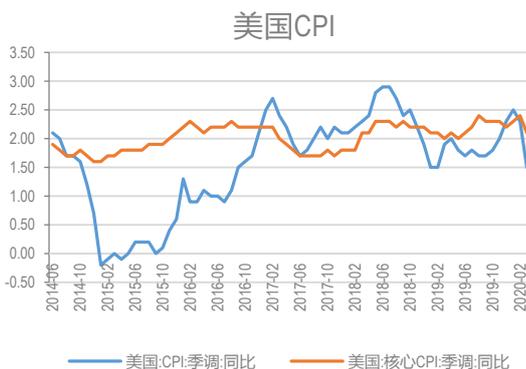
将保持宽松。

五、全球经济面临衰退风险

全球主要经济体无一幸免，均受到新冠疫情的冲击。国际货币基金组织、经合组织、世界银行等权威机构先后下调了2020年的经济增长预测，认为全球经济进入衰退的风险较大。目前主要发达国家经济增速均有较大幅度下滑，美国经济增速放缓但整体情况好于欧洲、日本，日、韩等东亚地区的经济前景不明朗。

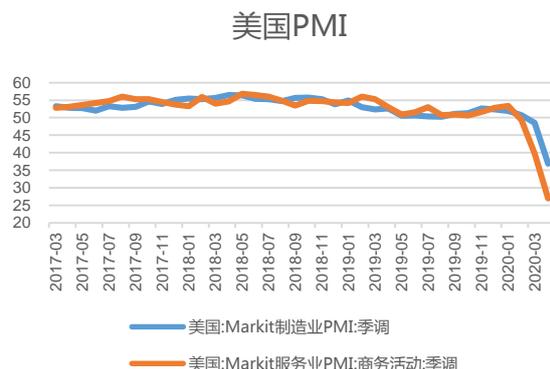
美国经济数据大幅下降。4月份美国新冠疫情影响严重，各项经济指标加速下跌，现在还无法评估疫情影响何时消退。美国4月Markit制造业PMI初值为36.9，创11年多新低，预期为38，前值为48.5；服务业PMI初值为27，预期为31.5，前值为39.8；综合PMI初值为27.4，前值为40.9。

图 29：美国 CPI



数据来源：Wind、国元期货

图 30：美国 PMI



数据来源：Wind、国元期货

美国3月末季调CPI同比升1.5%，预期升1.6%，前值升2.3%，季调后CPI

环比升降 0.4%，预期降 0.3%，前值升 0.1%。3 月份美国核心 CPI 环比下降 0.1%，为十年来首次下滑。因疫情抑制了部分商品和服务的需求，受能源等价格下滑影响，美国未来几个月 CPI 有可能处于低位。

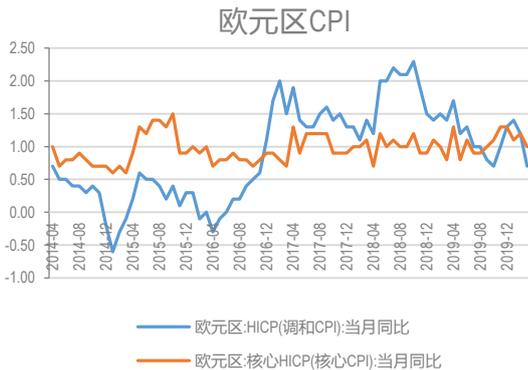
美国 3 月季调后非农就业人口大减 70.1 万人，为 2010 年以来美国新增非农就业数据首次出现负值；3 月失业率升至 4.4%，预期为 3.8%，前值为 3.5%。3 月非农数据更多反映的是居家令发布之前的情况。连续数周每周数百万人的失业可能导致 4 月非农就业人口将出现千万级别的下降。

目前由于美国经济放缓，为了对冲新冠肺炎疫情对其国内经济的负面冲击，美联储在 3 月份两次宣布降息，并启动量化宽松计划。可以说美联储全力释放了货币政策工具，来对冲市场风险。

欧元区经济数据受到打击。欧元区多个国家都受到新冠疫情的打击，其中意大利、西班牙成为重灾区。目前来看今年欧洲经济必然比较悲观，几乎没有迹象表明 2020 年整个欧元区经济能出现好转的可能。欧元区制造业 PMI 初值从 3 月份的 44.5 降至 33.6，录得 2009 年 3 月以来最低水平。受疫情影响，欧元区经济活动遭受前所未有的打击。欧元区 4 月服务业 PMI 初值从 26.4 降至 11.7 的历史新低，随着餐馆、酒吧和其他休闲活动的关闭，假日被取消，旅游受到限制，欧元区占主导地位的服务业的形势十分严峻，德、法等国的经济指标均跌至历史低位。

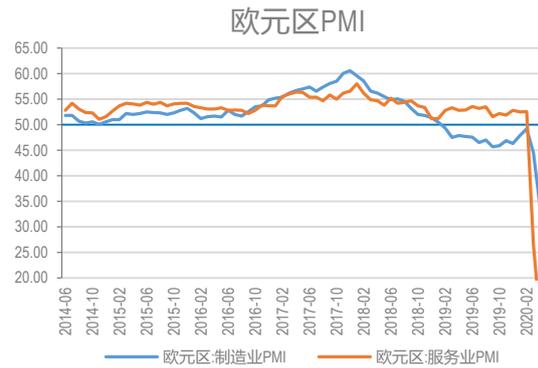
欧元区 3 月 CPI 终值同比增 0.7%，预期增 0.7%，前值增 0.7%。德国 3 月 CPI 终值同比升 1.4%；法国 3 月 CPI 终值同比升 0.7%。通胀水平处于低位。

图 31：欧洲 CPI



数据来源：Wind、国元期货

图 32：欧洲 PMI



数据来源：Wind、国元期货

欧元区目前的问题在于多个国家陷入疫情。而欧洲作为一个多国联合体，无法提供有效的施救措施。对于货币政策统一而财政政策各异的欧元区来说会产生更多的风险。

日本 3 月制造业 PMI 初值 43.7，低于预期 44.8。在疫情影响下日本经济下滑的概率较大。

英国 4 月制造业 PMI 为 32.9；4 月服务业 PMI 为 12.3；4 月综合 PMI 为 12.9。三项数据均录得纪录低位。

六、后期宏观趋势研判

目前中国经济尚处于长期下行趋势之中，短期内达到底部均衡的可能性不高。受新冠疫情影响 2020 年我国宏观经济大概率延续下行趋势，尤其是上半年经济增

长的压力很大，下半年有机会出现阶段性的企稳回升。其中下行的风险或来自于投资领域的回落、内需不能及时恢复响应、外需波动导致外贸增长不及预期等。其中企稳的机会来自于政府的财政政策加力提效带动基建投资回升、制造业投资触底反弹等。在一季度经济严重下滑之后，市场预期 2020 年二季度 GDP 增速大概率大幅回升。

2020 年通胀指标将会全年保持较高增长，上半年处于 4%-5% 的高位区间，下半年或大幅回落，但 2020 年 CPI 中枢大概率会显著高于 2019 年。PPI 继续处于低位，后期走势受需求影响较大，目前来看上涨的概率不大。

随着新冠疫情在欧洲、美国、中东等地区的扩散，全球市场收到冲击，不但对市场情绪造成影响也对各国经济形成实质性的影响。全球经济下行风险依然突出，进入衰退的概率加大。美联储货币政策极度宽松，其他全球主要央行大多跟随美联储的货币政策方向。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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，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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号楼 3 层 C 区
电话：021-68400292

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386892/53386809

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532-66728681

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269

唐山营业部

地址：唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室
电话：0315-5105115

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

宝鸡营业部

地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼 9 层 920、921 室
电话：0917-3859933
电话：021-68400292