

疫情打斷復蘇勢頭，政策調節加碼前置

— 2020年2月宏觀經濟月報

- **海外宏觀：疫情打壓復蘇勢頭。**2020年1月全球經濟活動實現連續三個月的反彈，達到去年3月以來的最佳水平。1月全球調查數據尚未反映新冠疫情大規模爆發的影響。新冠疫情的迅速擴散令環球經濟增添下行風險，國際貨幣基金組織（IMF）已下調對中國經濟和全球經濟的2020年增速預測值。美國內部需求回落，疫情短期衝擊有限。2019年歐元區經濟弱收官，疫情令經濟雪上加霜，疫情迅速推升美聯儲降息預期，美聯儲最早可能於3月針對疫情風險採取預防性降息。
- **實體經濟：疫情衝擊初顯。**2020年1月受新冠疫情影响，多項宏觀數據延期發布。PMI數據顯示，1月上中旬在疫情爆發之前，經濟的初始狀態仍保持弱復蘇。但新冠肺炎在春節期間爆發，在假期延長、返工時間推遲等強力防控措施下，全國生產生活“暫停”，2月PMI創下歷史新低，服務業和製造業受到明顯衝擊。1-2月主要經濟指標同比增速將出現較大幅度下降。未來隨著疫情逐步明朗可控，3月經濟將有所改善，改善程度將取決於復工復產進程。
- **物價：CPI高點出現，PPI或陷通縮。**2020年1月CPI同比5.4%，較前值提升0.9個百分點，PPI同比0.1%，較前值提升0.6個百分點。前瞻地看，2月CPI將有所下行，PPI或再度陷入通縮。CPI方面，新冠疫情顯著影響出行和復工，食品和醫療用品以外的支出大幅縮減，非食品價格將有所回落，CPI大概率將有所回落；PPI方面，受新冠疫情導致的停工影響，生產與投資均受拖累，疊加石油價格回落，將使得PPI增長承壓。
- **貨幣金融：節奏前置，力度加碼。**2020年1月我國新增人民幣貸款3.34萬億，新增社融5.07萬億，均超出市場預期；M2同比增長8.4%，低於市場預期。但1月金融數據並未體現疫情的影響，主要是年初集中投放了去年底儲備的項目，且專項債發行節奏明顯前置。隨著逆周期調節持續加碼，一季度社融增速仍有望保持穩定。同時，新冠疫情衝擊使得貨幣政策邊際寬鬆，節奏前置、力度加碼，“穩增長”仍將是政策立場考量中的決定性因素，且主要將通過結構性政策發力。預計一季度政策將處在適度寬鬆區間，定向降准的概率上升，調整存款基準利率以引導存款利率下行也是可能的政策選項。
- **政策跟踪：防疫進入2.0階段。**2月21日，中共中央政治局召開會議，部署統籌做好疫情防控和經濟社會發展工作。會議認為疫情已經得到“初步遏制”，但全國性拐點尚未到來。經濟運行短期受到“明顯衝擊”，“穩增長”訴求上升，防疫進入2.0階段。預計未來財政政策將更加積極，貨幣政策將結構性寬鬆，政策加快向復工復產傾斜，消費支持政策或將逐步推出，投資繼續加快基建補短板，同時也將努力營造更加良好的貿易環境。
- **熱點追踪：美國將中國移出反補貼法項下的發展中國家名單。**2月10日，美國貿易代表辦公室（USTR）更新了反補貼稅法（CVD）項下的發展中國家和最不發達國家名單，其中不包含中國。雖然此次美國調整清單僅影響反補貼法項下的優惠待遇，對我國的反補貼調查並無影響，但此舉標志著美國20年來對發展中國家貿易政策的首次變化，或將產生深遠影響。

譚卓，博士

電話：(86) 755 8316 7787

郵件：zhuotan@cmbchina.com

成亞曼，博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

相關報告

1. 中流擊水——2020年宏觀經濟與資本市場展望（2019年12月11日）
2. 穩增長基調不變，逆周期有望加力 - 2019年10月宏觀經濟月報（10月25日）
3. 逆周期加碼，穩增長升級 - 2019年9月宏觀經濟月報（9月25日）
4. 於未知水域中航行 - 2019年8月宏觀經濟月報（8月26日）
5. 反彈非反轉——7月宏觀經濟月報（7月23日）

目錄

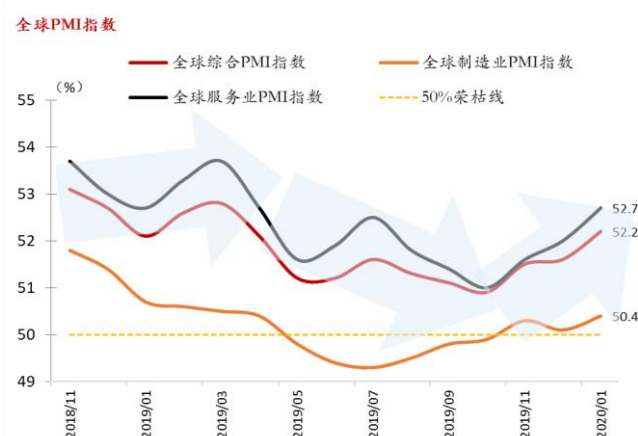
一、海外宏觀：疫情打壓復蘇勢頭.....	3
(一) 全球經濟：開年現復蘇勢頭，疫情添下行風險.....	3
(二) 美國經濟：內部需求回落，疫情短期衝擊有限.....	4
(三) 歐洲經濟：疫情令經濟雪上加霜	5
(四) 宏觀政策：疫情迅速推升美聯儲降息預期	6
二、實體經濟：疫情衝擊初顯.....	7
(一) PMI：創下歷史最低	7
(二) 物價：CPI 高點出現，PPI 或陷通縮.....	11
三、貨幣金融：節奏前置，力度加碼	12
(一) 2 月 3 日 OMO 降息：疫情衝擊，央行降息	12
(二) 2 月 17 日 MLF 降息：如期而至.....	13
(三) 《2019 年四季度貨幣政策執行報告》：結構性寬鬆可期.....	14
(四) 1 月金融數據：一季度社融仍有望保持穩定	17
(五) 國常會金融政策：結構性政策“精準”發力	19
四、政策跟踪：防疫進入 2.0 階段	21
(一) 疫情判斷：拐點未至，初步遏制	21
(二) 工作重心：統籌做好防疫與“穩增長”	21
(三) 宏觀政策：“更加”積極.....	21
(四) 重點工作：六大方面	22
(五) 小結：防疫進入 2.0 階段	22
五、熱點追踪：美國將中國移出反補貼法項下的發展中國家名單	22
(一) 事件背景：美國對發展中國家地位不滿已久	22
(二) 調整依據：美國單方面認定的三大標準	23
(三) 直接影響：在反補貼法項下對中國并無影響	23
(四) 潛在影響：警惕國際談判和貿易格局新變化	23

一、海外宏觀：疫情打壓復蘇勢頭

（一）全球經濟：開年現復蘇勢頭，疫情添下行風險

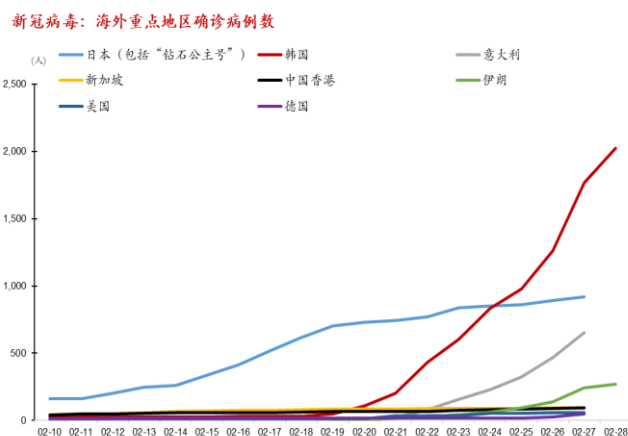
2020年1月全球經濟活動實現連續三個月的反彈，達到去年3月以來的最佳水平。自2019年末出現企穩迹象之後，全球經濟的弱復蘇勢頭在開年之後持續。全球綜合PMI指數在1月繼續回升，由前值51.6進一步上升至52.2，鞏固了連續三個月的回升勢頭，商業信心得到提振、新訂單數增加、就業前景向好，出口貿易增速逐漸趨穩。1月製造業和服務業均實現穩健增長，其中製造業PMI升至50.4，是連續第二個月處於擴張區域。服務業PMI由去年12月52升至52.7，為去年4月以來的最高值。分經濟體看，美國、中國、歐元區、印度、巴西和俄羅斯均實現了經濟活動的小幅復蘇，而日本和澳大利亞勉強走出經濟收縮區間。細分行業而言，汽車及汽車配件、工業產品仍處於快速下滑通道，而生物製藥、銀行和非銀金融、旅遊、科技設備、通信服務等行業維持強勁增長。

圖 1：全球經濟於疫情爆發前呈現弱復蘇勢頭



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 2：海外疫情爆發日益嚴重



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券（截至2月27日）

然而，1月的全球調查數據未反映新冠病毒疫情大規模爆發的影響。1月20日之後，中國將防疫工作上升到國家層面，至2月下旬疫情在非湖北地區逐漸明朗，但與此同時新冠疫情在海外多個國家和地區，特別是韓國、意大利、伊朗和日本等地，有快速爆發和蔓延的趨勢。至2月26日境外新增確診人數首次超過境內。

新冠肺炎迅速擴散，令環球經濟增添下行風險，主要體現在三個方面：一是中國經濟短期受阻對其他國家的溢出效應，受影響較大的地區集中在貿易、旅遊等領域與中國關連度較高的經濟體，包括中國香港、泰國、新加坡、韓國、中國臺灣、澳洲等，亞太地區將受到不對稱衝擊；第二，已爆發疫情或傳播風險較高的國家和地區會相應地推行限制出入境、減少人群聚集等防疫措施，不可避免地對當地經濟造成拖累；第三方面來自疫情對全球供應鏈的擾動，原料、中間產品和製成品的生產和運輸正常節奏被打亂，生產活動受到不同程度的影響，隨著庫存的耗盡，該影響也將進一步發酵，由此引發的供應鏈衝擊和重

塑帶來的影響更加深遠。除此之外，短期內避險情緒對金融市場和商業投資的負面影響也將拖累全球經濟。

因疫情影響下調全球經濟增速預測。介於疫情的衝擊，國際貨幣基金組織（IMF）在中國經濟於今年二季度恢復的基準假設下，於 2 月 22 日下調對中國經濟 2020 年增速的預測值 0.4pct 至 5.6%，下調全球經濟增速預測值 0.1pct 至 3.2%。世界銀行亦表示即將下調經濟增速預測。目前，新冠病毒在全球的擴散速度和各國政府的防疫成效還存在高度的不確定性。我們的基準情景假設全球整體疫情在 3 至 4 月間得到控制，疫情主要集中在全球個別地區，此情景下將 2020 年全球 GDP 增速預測下調 0.3pct 至 2.7%。若防疫進展更為樂觀，則預計全球增速為 2.8%。而在悲觀情境下，即國內的防疫措施貫穿上半年，疫情於全球多個地區蔓延，則全球 GDP 增速可能降至 2.3% 以下。

圖 3：全球主要經濟體綜合 PMI 指數：1 月除中國外均實現反彈

	2020年1月	2019年12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月
美國	53.3	52.7	52	50.9	51	50.7	52.6	51.5	50.9	53	54.6	55.5
中國	51.9	52.6	53.2	52	51.9	51.6	50.9	50.6	51.5	52.7	52.9	50.7
歐元區	51.3	50.9	50.6	50.6	50.1	51.9	51.5	52.2	51.8	51.5	51.6	51.9
英國	53.3	49.3	49.3	50	49.3	50.2	50.7	49.7	50.9	50.9	50	51.5
日本	50.1	48.6	49.8	49.1	51.5	51.9	50.6	50.8	50.7	50.8	50.4	50.7

資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

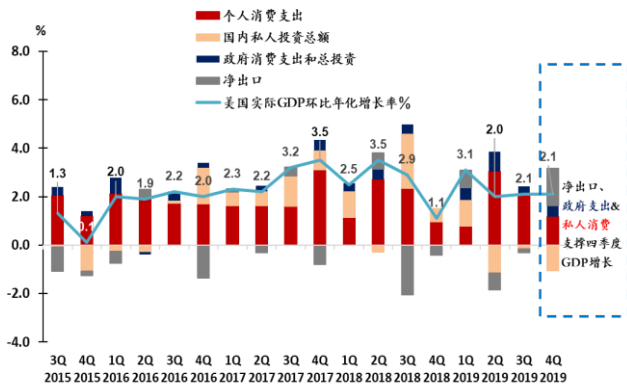
（二）美國經濟：內部需求回落，疫情短期衝擊有限

2019 年第四季度美國經濟溫和增長，私人消費和企業投資增速放緩。根據 2 月 27 日美國經濟分析局發布的修正值，美國 2019 年第四季度 GDP 增長 2.1%，與前值持平，顯示美國經濟呈現溫和增長態勢。經濟占比近七成的私人消費，年化增速由前值 3.2% 降至 1.7%，對 GDP 增速的貢獻由 2.1pct 降至 1.2pct，顯示美國國內需求轉弱。國內私人投資總額下降 6%，連續三個季度負增長，拖累 GDP 1.06pct，其中反映企業投資狀況的非住宅類固定資產投資下滑 2.3%，顯示投資端疲弱。出口額增長 2%，對外貿易逆差大幅降低，使得淨出口拉動 GDP 1.53pct。政府支出和總投資增長 2.6%，拉動 GDP 0.46pct。

預計疫情對美國一季度實體經濟的衝擊有限。2019 年全年美國 GDP 增長 2.3%，與我們此前預測一致，較 2018 年 2.9% 的增速有顯著回落。儘管美國整體經濟和內需增速邊際放緩，但就業增長穩定，1 月非農就業超预期增加 22.5 萬個，且消費者信心溫和上升，2 月密歇根大學消費者信心指數升至 100.9，連續第七個月上升，美國諮商會消費者信心指數於 2 月提升 0.3pct 至 130.7，顯示新冠疫情尚未對美國消費者信心產生負面影響，私人消費足以在一季度繼續支持經濟增長。我們預計第一季度美國 GDP 增長 1.5%，較此前預測下調 0.1pct。若美國境內的疫情加重，則帶來的經濟下行風險將顯著加大。全年來看，美國難以對疫情的經濟衝擊免疫，供給側將受到不對稱衝擊。基準情景假設下，我們下調美國 2020 年全年 GDP 增速 0.2pct 至 1.6%。

圖 4: 淨出口、政府支出和私人消費推動美國去年第四季度 GDP 增長 2.1%

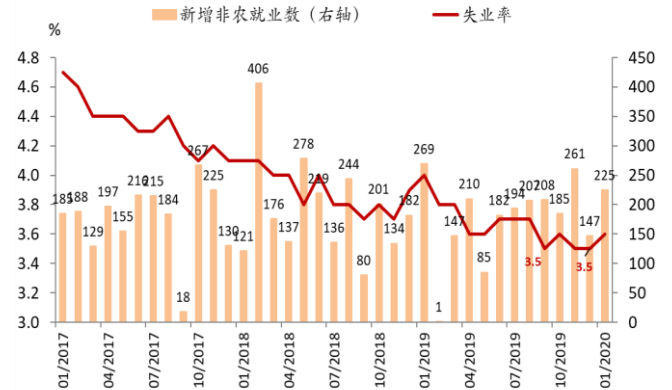
美國 GDP 增速及其分解項



資料來源：美國經濟分析局、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 5: 1 月美國非農新增就業 22.5 萬個，仍維持快速增長

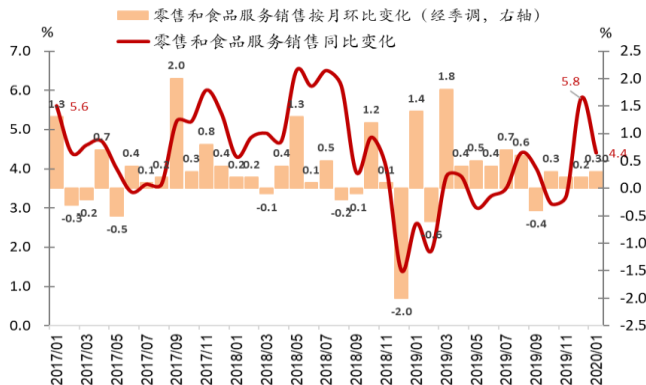
美國新增非農就業數和失業率



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 6: 1 月美國零售銷量保持較快增長

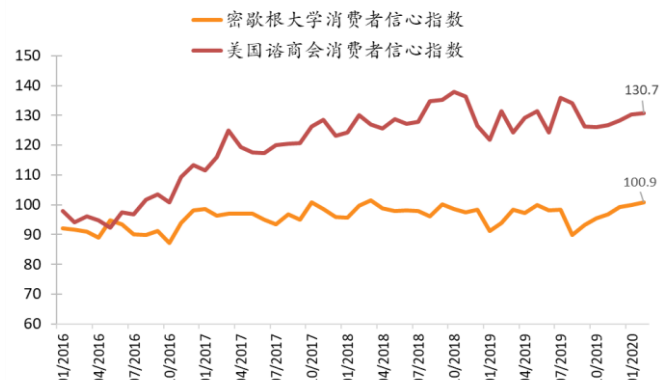
美國零售銷量同比和环比增速



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 7: 美國消費者信心仍處於高位

美國消費者信心指數



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券

（三）歐洲經濟：疫情令經濟雪上加霜

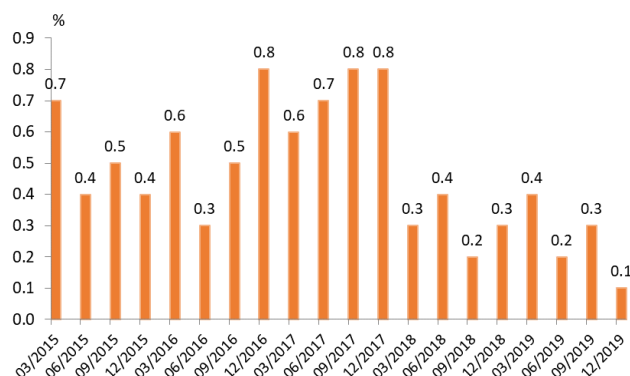
2019 年歐元區經濟弱收官。歐元區經濟在上年四季度僅環比增長 0.1%，較第三季度的 0.3% 更弱，是自 2013 年以來的最差表現，其中法國萎縮 0.1%，意大利萎縮 0.3%，德國增速為零。年初以來歐元區經濟前景略有好轉，歐元區的綜合 PMI 由 1 月的 51.3 升至 2 月的 51.6，其中製造業 PMI 由 47.9 升至 49.1，服務業 PMI 由 1 月的 52.5 升至 52.8。但在疫情衝擊下，料復蘇勢頭將被遏制。

經濟前景不樂觀，視乎疫情蔓延情況。由於歐元區國家和中國在貿易和產業鏈方面的聯繫密切，且疫情在意大利等歐元區國家迅速蔓延，歐元區對外的一部分貨運已受到影響，2 月供應商的交貨時間已出現延遲。考慮到德國與中國的經濟聯繫緊密、且德國是歐元區內最大經濟體，德國疫情的發展對經濟前景的判斷格外重要。預計疫情對歐元區的影響在一季度就會有所體現，且將持續至二季度。我們預計一季度歐元區 GDP 環比僅增長 0.2%，

二季度增長 0.3%，基準情境下全年增速下調 0.3pct 至 0.8%，樂觀情景增速下降至 0.9%，悲觀情景下增速降至 0.4%。

圖 8: 歐元區 2019 年第四季度 GDP 環比僅增長 0.1%

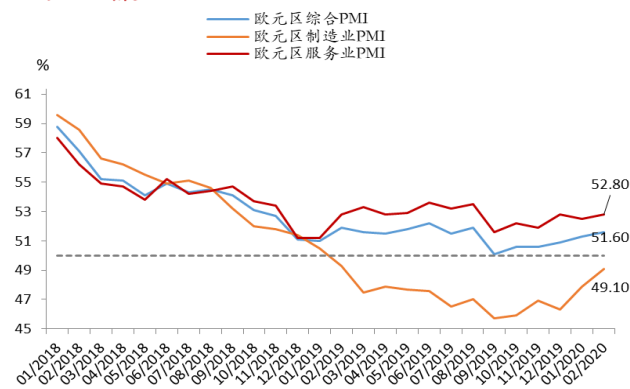
歐元區按季環比GDP增速



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 9: 歐元區 2 月服務業和製造業 PMI 提升，但預計疫情將造成負面影響

歐元區 PMI 指數



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券

(四) 宏觀政策：疫情迅速推升美聯儲降息預期

2 月中旬以來，隨著避險情緒迅速增強，海外資本市場價格劇烈波動，權益市場出現小股災，市場對美聯儲降息的預期在短時間內升溫，聯邦基金期貨利率顯示年內降息至少三次的預測幾率已超過 80%。其中，市場預期 3 月肯定降息。美聯儲官員的表態，特別是鮑威爾 2 月 28 日的聲明，顯示美聯儲高度重視疫情的影響，並準備好靈活機動做出政策調整。

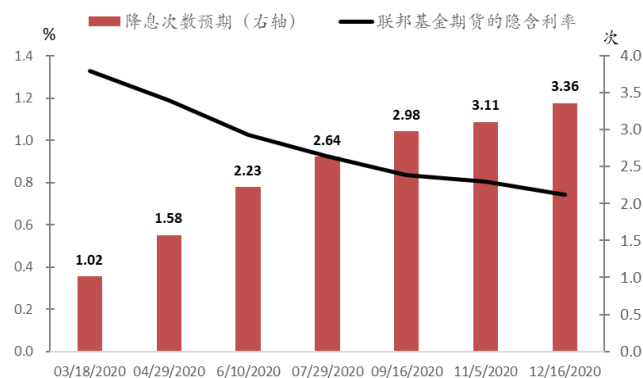
我們認為，疫情造成的資本市場劇烈回調以及對美國經濟的潛在下行壓力，將中斷美聯儲此前維持的觀望和“凍息”立場，美聯儲在總統大選年受到的政治壓力也將空前巨大，且美債長端利率已降至 10 年來最低，均迫使美聯儲傾向採取更加迅速的行動應對疫情風險。我們此前預計美聯儲在年中降息一次（25bp），介於突發疫情的擾動，美聯儲有可能將降息時點提前，最早可能於 3 月針對疫情風險採取預防性降息，降息後美債長端利率有望明顯修復，權益市場也可能企穩甚至反彈。值得注意的是，距離 3 月 17 至 18 號的議息會議還有約半個月的時間，美聯儲官員能否來得及一致行動還存在不確定性。後續貨幣政策與疫情擴散程度密切相關，若疫情在美國及其他主要的海外地區持續蔓延，造成更實質的經濟影響，則美聯儲有可能於上半年再降息一次。當前階段總體評估，年內降息兩次（共 50bp 至 75bp）的幾率較大。

當然，美國經濟的基本面仍然穩健，疫情對美國經濟的可能衝擊主要集中在供給側，而美聯儲降息主要旨在提振需求，因此目前市場對美聯儲降息的預期有過度之嫌。

歐洲方面，主席拉加德已表示歐央行正在密切監測疫情的經濟影響，但不會在 3 月 12 日的會議上降息。

圖 10：聯邦基金期貨利率顯示市場預期年內至少降息三次

美國聯邦基金期貨隱含的利率變化及降息次數



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券（截至 2 月 27 日）

圖 11：10 年期美國國債收益率已跌至歷史低位

十年期美國國債收益率



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

二、實體經濟：疫情衝擊初顯

（一）PMI：創下歷史最低

1 月中國製造業採購經理指數（PMI）為 50.0，比上月回落 0.2；非製造業商務活動指數 54.1，比上月回升 0.6。由於 1 月的調查時點在 20 日之前，調查期間新型冠狀病毒感染的肺炎疫情影響尚未在調查中充分顯現。因此，1 月數據反映了疫情爆發之前經濟保持弱復蘇的初始狀態。

2 月新冠肺炎疫情的衝擊開始顯現，製造業 PMI 為 35.7，較上月大幅回落 14.3；非製造業 PMI 為 29.6，較上月大幅回落 24.5。製造業 PMI 和非製造業 PMI 雙雙創下 2005 年 1 月和 2007 年 1 月有數據以來的歷史最低。

圖 12：1-2 月採購經理人（PMI）指數

		PMI	生产	需求		库存		价格		从业人员	生产经营/业务活动预期
				新订单	新出口 订单	原材料	产成品	投入	出厂/销售		
制造业	2019-10	49.3	50.8	49.6	47.0	47.4	46.7	50.4	48.0	47.3	54.2
	2019-11	50.2	52.6	51.3	48.8	47.8	46.4	49.0	47.3	47.3	54.9
	2019-12	50.2	53.2	51.2	50.3	47.2	45.6	51.8	49.2	47.3	54.4
	2020-01	50.0	51.3	51.4	48.7	47.1	46.0	53.8	49.0	47.5	57.9
	2020-02	35.7	27.8	29.3	28.7	33.9	46.1	51.4	44.3	31.8	41.8
	较前值	-14.3	-23.5	-22.1	-20.0	-13.2	0.1	-2.4	-4.7	-15.7	-16.1
非制造业	2019-10	52.8	-	49.4	48.1	-	46.7	51.3	48.9	48.2	60.7
	2019-11	54.4	-	51.3	48.8	-	47.4	53.2	51.3	49.0	61.0
	2019-12	53.5	-	50.4	47.8	-	47.2	52.4	50.3	48.3	59.1
	2020-01	54.1	-	50.6	48.4	-	47.2	53.3	50.5	48.6	59.6
	2020-02	29.6	-	26.5	26.8	-	39.3	49.3	43.9	37.9	40.0
	较前值	-24.5	-	-24.1	-21.6	-	-7.9	-4.0	-6.6	-10.7	-19.6

資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

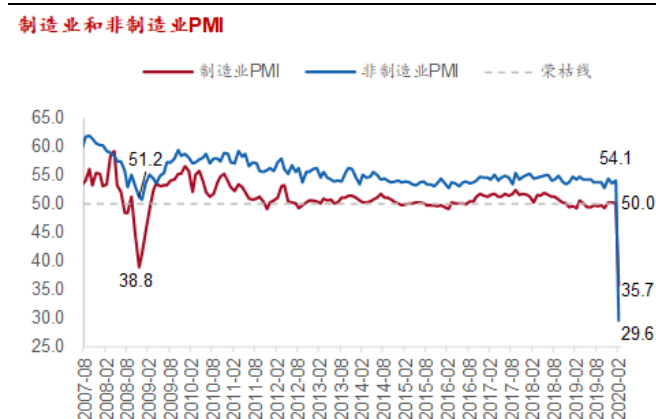
1. 製造業：供需弱復蘇態勢被打斷

1月製造業PMI指數比上月小幅回落0.2，連續3個月保持擴張態勢。從分項數據看，生產回落，需求和價格小幅回升，三者均繼續保持在榮枯線以上，就業指數有所回升。而2月數據大幅下滑，各正向指標均達歷史最低值。新冠肺炎疫情對我國經濟的衝擊範圍超過了2008年次貸危機：2月製造業PMI指數突破了2008年11月金融危機時38.8的歷史低位。數據的大幅滑落主要源於全國生產生活的“暫停”，根據中采諮詢測算，若簡單去除額外停工14天的影響，進行再次工作日調整，2月PMI為45.8，訂單指數為50.8。

值得注意的是，PMI指數調查的是經濟活動環比擴張或收縮，計算方法是擴散指數法。2月PMI35.7這一水平，意味著保持環比擴張的製造業企業占比加上保持不變的企業占比的一半，兩項之和僅為35.7%。這意味著經濟活動環比擴張企業占比僅為三成左右。PMI指數本身無法說明每個企業經濟活動的收縮幅度。從分項數據看，2月除產成品庫存小幅上升外，其餘指標均大幅下滑。

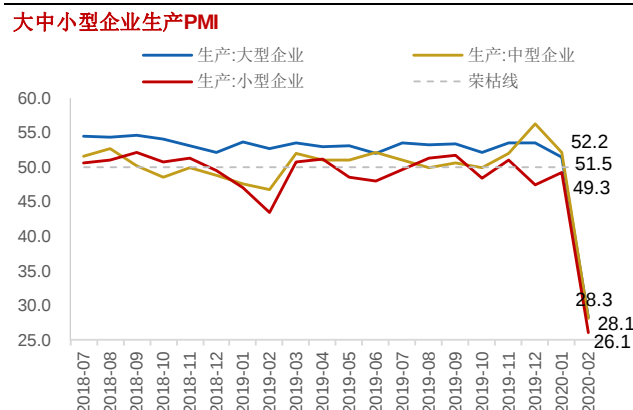
(1) 生產大幅放緩。1月生產指數受春節假期影響，繼上月創新高後回落1.6至51.3，連續11個月保持在擴張區間。而受疫情影響，節後復工復產延遲，2月生產指數較上月繼續下降23.5至27.8，逆轉了此前的擴張態勢。大中小企業生產景氣度分別大幅回落23.2、24.1和23.2，至28.3、28.1和26.1。其中，大中型企業生產略高於小型企業，指向疫情後大中企業復工快於小企業。據統計局調查，截至2月25日大中型製造業企業復工率達到85.6%；招商銀行調查顯示，2月24日已復工的小微企業僅為30%（參見《新冠疫情衆生相：招商銀行小微企業調查報告》）。

圖 13：2月製造業與非製造業PMI達歷史最低



資料來源：WIND、招商銀行研究院

圖 14：大中小企業生產均大幅下滑



資料來源：WIND、招商銀行研究院

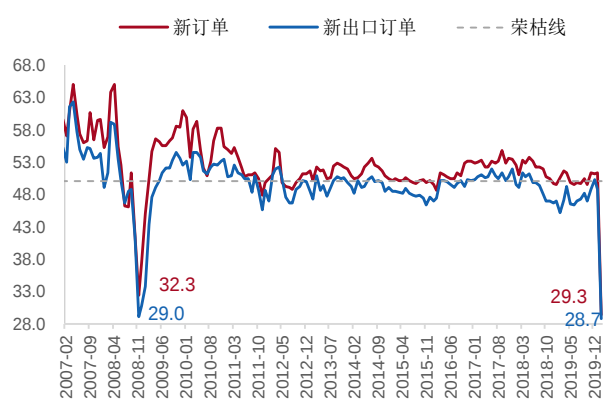
(2) 需求大幅回落。內需方面，1月新訂單指數小幅上升0.2至51.4，連續3個月保持擴張，改善好於季節性，表明製造業相關需求逐漸企穩。而2月新訂單PMI較前值下降22.1至29.3，明顯低於2008年11月32.3的歷史低點。其中，大中小企業分別回落22.4、22.0和21.4至30.2、29.3和26.8。從下降幅度看，疫情對需求的影響略小於生產。外需

方面，1月新出口訂單繼上月大幅提升後回落 1.6 至 48.7；2月繼續回落至 28.7，略低於 2008 年 11 月的 29.0。疫情對出口訂單的影響雖弱於新訂單，但每年 3 月是海外訂單高峰，考慮到疫情海外擴散，未來 3 月新出口訂單或受影響，進而影響 2 季度出口。

(3) 原材料庫存大幅減少，產成品去庫存趨勢放緩。1 月原材料庫存指數下滑 0.1 至 47.1；2 月繼續下滑 13.2 至 33.9。其中材料與能源、生產製成品行業原材料指數降幅較大，表明疫情期間原材料採購因物流受限而有所減少，但部分上游企業仍保持生產，使得原材料去庫明顯。產成品庫存指數在榮枯線以下連續 2 月回升至 46.1，反映了終端銷售受限產成品去庫放緩。

圖 15：需求大幅回落

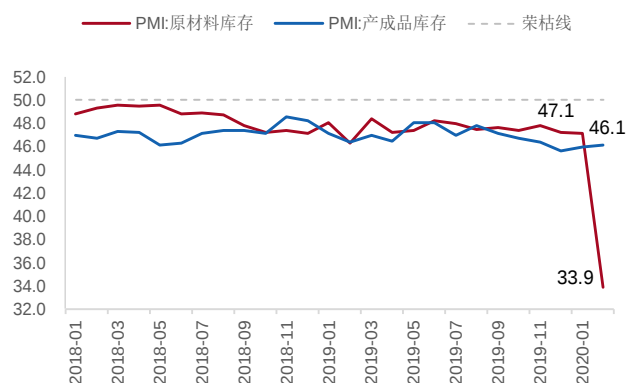
新訂單新出口訂單PMI



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 16：原材料去庫存加快

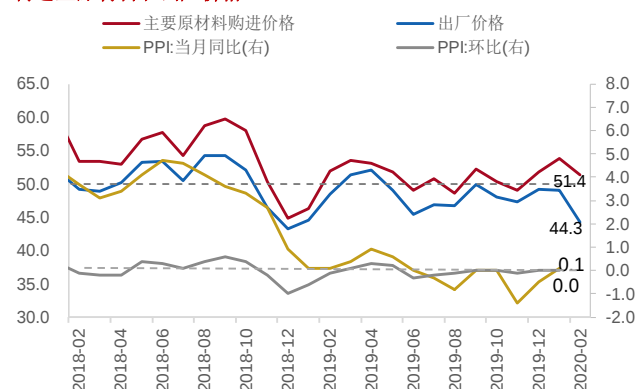
制造业库存PMI



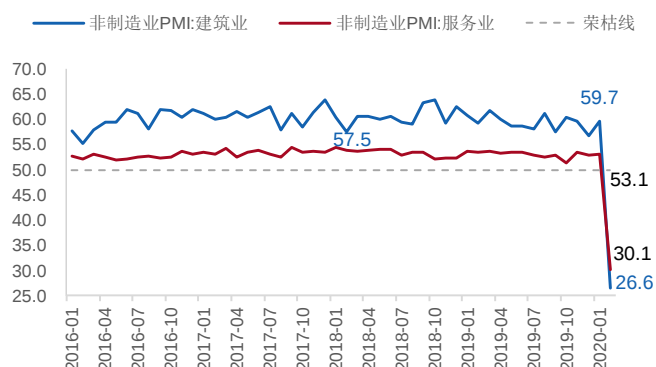
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

(4) 工業生產價格下降。1 月製造業主要原材料購進價格回升 2.0 至 53.8，2 月則下降 2.4 至 51.4。原料價格回落，使得 PPI 增長承壓。出廠價格指數 1 月小幅回落 0.2 至 49.0，2 月繼續下滑 4.7 至 44.3。考慮到原材料價格連續 3 個月保持在榮枯線上方，而出廠價格持續收縮，未來企業盈利或受拖累。

(5) 製造業就業壓力較大。1 月製造業從業人員指數小幅反彈 0.2 至 47.5。2 月人員流動受限，使得製造業從業人員指數下滑 15.7 至 31.8。返工人員仍面臨隔離 14 天的要求，疊加部分企業延遲或取消招聘，未來就業將面臨較大壓力。

圖 17：工業生產價格下降**制造业原材料和出厂价格PMI**

資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 18：服務業、建築業均受到明顯衝擊**非制造业PMI**

資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

2. 非製造業：服務業、建築業均受到明顯衝擊

1月非製造業商務活動指數為54.1，比上月回升0.6，主要受到建築業的帶動；2月非製造業商務活動指數為29.6，下滑24.5。與製造業相比，非製造業受疫情衝擊更大，服務業、建築業均受嚴重衝擊。2月建築業PMI較前值下滑33.1至26.6，受復工延遲衝擊逆轉了疫情之前的高景氣。服務業商務活動指數為30.1，較上月下降23.0。春節期間本是餐飲、旅遊、娛樂等服務業旺季，因此居民出行受限遭受重創。考慮到服務業是吸納我國就業人員的主要行業，疫情衝擊下就業壓力或進一步上升。

3. 展望：經濟恢復取決於復工進程

疫情對經濟弱復蘇形成衝擊。1月上中旬在疫情爆發之前，經濟仍保持弱復蘇的狀態。製造業生產保持擴張，需求和價格邊際改善，非製造業受建築業高景氣帶動有所反彈。而新冠肺炎疫情在春節期間爆發，在假期延長、返工時間推遲等強力防控措施下，全國生產生活“暫停”，2月PMI創下歷史新低。服務業和製造業受到明顯衝擊。

1-2月主要經濟指標同比增速將出現較大幅度下降，而隨著疫情逐步明朗可控，3月經濟將有所改善，改善程度將取決於復工復產進程。根據招商銀行的調查，疫情嚴重打壓了企業復產的意願，復工後的隔離要求和防疫成本增加，或使得實際產能的恢復滯後於復工進程。政策仍然任重道遠。

總體來看，一季度經濟增長可能出現負增長。2月21日政治局會議也指出，防疫2.0階段的工作重心是統籌防疫與“穩增長”。未來逆周期調節將加大力度對沖疫情影響，更加積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策或貫穿全年。

(二) 物價：CPI 高點出現，PPI 或陷通縮

2020年1月CPI同比5.4%（市場預期4.8%），前值4.5%。PPI同比0.1%（市場預期0.2%），前值-0.5%。

1. CPI：豬肉鮮菜驅動增速上行

1月CPI同比5.4%，較前值提升0.9個百分點，環比0.4%。（1）食品項漲幅擴大驅動CPI同比增速上行。1月食品分項同比漲幅由前值17.4%上升至20.6%，拉動CPI同比增速4.1個百分點（較前值提升0.7個百分點）。其中首要驅動因素是豬肉，受豬周期及基數效應影響，1月豬肉同比漲幅由上月的97%上升至116%。第二驅動因素是鮮菜，受季節因素、新冠疫情及基數效應影響，1月鮮菜同比漲幅由上月的10.8%上升至17.1%。（2）非食品項漲幅擴大對CPI上行起到推動作用。1月非食品項同比漲幅由前值1.3%上升至1.6%，拉動CPI同比增速1.3個百分點（較上月提升0.2個百分點）。其中受春節前人口流動影響，交通工具用燃料分項當月同比增速上行6.6pct至7.2%，旅遊分項當月同比漲幅擴大3pct至4.2%。受新冠疫情影響，1月醫療保健產品價格同比增速上升0.2個百分點至2.3%。

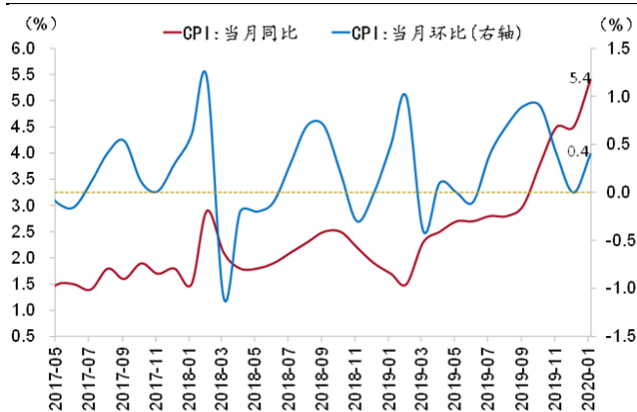
2. PPI：石油化工帶動增速上行

1月PPI同比0.1%，較前值提升0.6個百分點。其中，生產資料價格同比-0.4%，較前值上行0.8個百分點；生活資料價格同比1.3%，較前值持平0.0。PPI環比0.0%，較前值持平0.0。其中，生產資料環比持平0.0，生活資料環比上行0.2個百分點。

1月PPI同比增速較前值提升主要受石油化工行業產品價格增速提升影響。從前幾大影響行業來看，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金屬冶煉和壓延加工、石油和天然氣開采、化學原料和化學製品、有色金屬冶煉和壓延加工行業對PPI同比增速的拉動分別上升0.34、0.11、0.11、0.08、0.08個百分點。

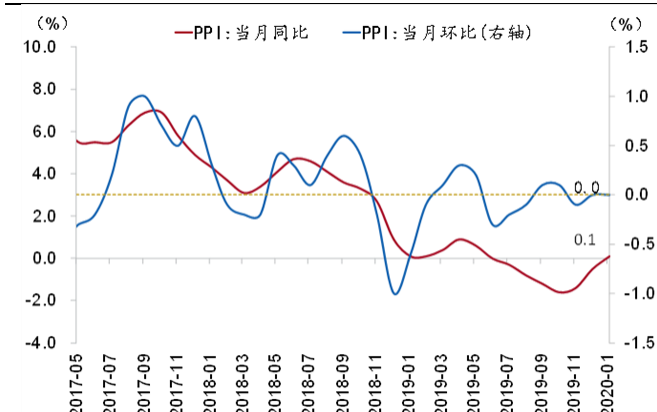
前瞻地看，2月CPI將有所下行，PPI或再度陷入通縮。CPI方面，新冠疫情顯著影響出行和復工，食品和醫療用品以外的支出大幅縮減，非食品價格將有所回落，CPI大概率將有所回落；PPI方面，受新冠疫情導致的停工影響，生產與投資均受拖累，疊加石油價格回落，將使得PPI增長承壓。

圖 19: CPI 同比增速有所上行



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 20: PPI 同比增速走出通縮



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

三、貨幣金融：節奏前置，力度加碼

（一）2 月 3 日 OMO 降息：疫情衝擊，央行降息

2020 年 2 月 3 日，央行開展了 1.2 萬億元逆回購操作。其中，9,000 億元 7 天逆回購中標利率為 2.40%，較前值 2.50% 下降 10bp；3,000 億元 14 天逆回購中標利率為 2.55%，較前值 2.65% 也下降 10bp。

1. 政策利率曲線全面下移

2019 年 11 月以來，貨幣政策實際上已轉入邊際寬鬆區間。數量上，2019 年的最後兩月合計淨釋放流動性約 8,330 億元。2020 年初，全面降准 0.5% 落地，釋放長期資金約 8,000 億元。價格上，政策利率曲線全面小幅下移，1 年期 MLF 利率、1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 均實現 5bp 的小幅調低，考慮此次 OMO 降息後，7 天逆回購利率、14 天逆回購利率累計下調 15bp。資金面呈現寬鬆態勢，DR007 由 10 月末的 2.65% 降至今年 1 月末的 2.4%，同期 Shibor 由 2.67% 降至 2.51%。

2. OMO 降息實質：疫情衝擊下“穩增長”迫在眉睫

本次投放淨釋放的資金量有限，值得關注的是，降息幅度 10bp 超過以往的 5bp。今日 1.2 萬億元的逆回購投放較今日到期量 1.05 萬億元多 1,500 億元，較 2 月 5 日前的到期量 1.18 萬億元僅多 200 億元。

參考 SARS 經驗，新冠疫情將顯著衝擊一季度經濟，特別是第三產業和居民消費，“穩增長”目標的權重進一步上升。而目前的經濟基本面與 SARS 時期不可同日而語。其時我國甫入 WTO，經濟快速增長，國際收支持續雙順差，外匯大量流入，央行並未進行降息降准操作，反而發行央票回收銀行體系過剩的流動性。當前內外矛盾交織下經濟增長本就承壓，疫情衝擊下，基準情形下一季度 GDP 增速降至 4.4%。此時 OMO 降息彰顯了央行穩定市場的決心，有助於穩定及提振市場信心。

3. OMO 降息影響：有效推動“降成本”，金融更好支持實體

首先，金融體系對實體的支持力度不斷加大，充足的流動性是前提與保障，預計一季度流動性有望保持充裕。政策正加大對疫區和疫情防控相關產業的貨幣信貸支持力度，致力於保障企業和居民的金融服務需求。繼1月26日銀保監會發文後¹，2月1日央行會同有關部門聯合印發《關於進一步強化金融支持防控新型冠狀病毒感染肺炎疫情的通知》。

其次，全面降准難以引導 LPR 下行，OMO 降息是合理選擇，後續 MLF 降息有望跟進。1 月份 1 年期 LPR 報價繼續持平於 4.15%，全面降准釋放的 8,000 億元遠不及 1 月約 3 萬億元的流動性缺口，並未有效降低商業銀行的資金成本。OMO 降息將帶動銀行間市場的同業負債成本下行，為貸款利率下行打開空間。

4. 前瞻：貨幣政策邊際寬鬆

總體來看，新冠疫情衝擊將使得貨幣政策邊際寬鬆，節奏前置、力度加碼。支撐貨幣政策立場的因素包括：一是 2020 年是全面建成小康社會和“十三五”規劃的收官之年，“穩增長”目標至關重要；二是目前由供給衝擊導致的結構性通脹並不構成掣肘；三是外部均衡壓力已有所緩解，全球貨幣寬鬆帶動中美利差走闊至 125BP，顯著高於 80-100bp 的“舒適區間”。

（二）2 月 17 日 MLF 降息：如期而至

2020 年 2 月 17 日，央行開展了 2,000 億元中期借貸便利（MLF）操作和 1,000 億元 7 天期逆回購操作。其中，MLF 中標利率為 3.15%，前值 3.25%。這次 MLF 降 10bp，是上次降逆回購利率的系列操作第二步，下一步是 20 號調降 LPR 利率。

1. 貨幣政策量價齊松

今年 2 月 3 日開市以來，貨幣政策操作上量價齊松。數量上，近兩周（2.3-2.14）合計淨釋放流動性約 2,400 億元。價格上，政策利率曲線全面小幅下移，7 天逆回購利率、14 天逆回購利率、1 年期 MLF 利率相繼下調 10bp，幅度大於以往的 5 bp。資金面呈現寬鬆態勢，DR007 由 2 月 3 日的 2.60% 降至 14 日的 1.98%，同期 Shibor 由 2.61% 降至 2.23%。考慮到節前取現的資金逐漸回歸銀行體系，今日央行雖實現淨回籠 7,000 億元，流動性依然充裕。

2. 疫情防控 2.0 階段：“穩增長”重要性繼續上升

隨著前期疫情防控措施的成效有所顯現，各地陸續復工復產，政策亦從“高度關注疫情防控”轉入“統籌協調疫情防控與經濟增長”的 2.0 階段，逆周期調節政策仍會持續發力以支撐

¹ 1 月 26 日銀保監會發布《關於加強銀行業保險業金融服務 配合做好新型冠狀病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》，2 月 1 日央行還發布了《堅定信心 同舟共濟 做好金融對疫情防控和實體經濟的支持工作》。

經濟企穩。疫情爆發後共召開 3 次政治局常委會會議（1 月 25 日、2 月 3 日和 12 日），首次會議內容全部與疫情防控相關，第二次會議進一步提出“要繼續為實現今年經濟社會發展目標任務而努力”，第三次會議對“穩增長”做出更細緻全面地部署，新增“要努力把新冠肺炎疫情影响降到最低，保持經濟平穩運行和社會和諧穩定，努力實現黨中央確定的各項目標任務”、“要加大宏觀政策調節力度”、“要積極擴大內需、穩定外需”等表述。

3. 關注後續兩個“超預期”：LPR 報價和存款基準利率

本次 MLF 下調的時點和幅度均符合市場預期，本月 1 年期 LPR 報價同步下行 10 bp 已是大概率事件，5 年期 LPR 或僅將小幅下調 5bp。“房住不炒”導向下 5 年期 LPR 下調空間顯著低於 1 年期 LPR，但從降低刚需購房者的購房成本、穩定合理購房需求的角度看，5 年期 LPR 的小幅下調有助於對房地產投資形成支撐、穩定房地市場運行。

此外，需關注近期存款基準利率的調降有望落地，預估幅度為 5-10bp。目前存款成本較為剛性仍是制約貸款利率下行的主要因素，而在存款利率定價自律機制和存款基準利率尚存的背景下，政策利率的變動難以傳導至存款利率，調整存款基準利率是合理選項。且與各期限政策利率的下調相比，存款利率下調對商業銀行綜合負債成本的影響更為顯著。截至 2019 年 12 月，商業銀行存款在負債端地占比高達 62.2%，對央行、其他存款性公司、其他金融性公司的負債與債券發行的占比僅為 23.9%。

（三）《2019 年四季度貨幣政策執行報告》：結構性寬鬆可期

2 月 19 日晚，央行發布《2019 年四季度貨幣政策執行報告》（下文簡稱《報告》）。2 月 20 日，1 年期 LPR 下行 10bp 至 4.05%，5 年期 LPR 下行 5bp 至 4.75%，均符合我們此前的預期。

1. 宏觀經濟：疫情衝擊下亟待“穩增長”

國際方面，“世界經濟增長持續放緩，仍處在國際金融危機後的深度調整期”：一是央行認為“全球經濟雖然有企穩迹象，但下行壓力仍較大”，且“政策支持空間逐漸收縮”；二是需警惕“近期貿易摩擦風險有所緩和，但不確定性猶存”。

國內方面，央行對經濟的總體判斷為“下行壓力仍然較大”，並重提“三期疊加”影響持續深化”。新冠肺炎疫情短期內將對經濟增長造成衝擊，央行認為“主要體現在消費減少、企業復工較晚等方面”，應對之策為“釋放國內市場需求潛力”。央行還在專欄四中提到“緩解結構性就業壓力，促進實現充分就業”，指向“穩就業”亦是政策的著力點。

物價方面，短期內，央行認為應密切監測“新冠肺炎疫情等因素可能對物價形成的擾動”，長期來看，央行繼續表示“我國不存在長期通脹或通縮的基礎”。回顧 2019 年，由豬周期推動的結構性通脹一度引發市場對貨幣政策方向的爭議，但隨後被 11 月以來的政策操作證偽。顯示短期供給衝擊導致的結構性通脹不會成為貨幣政策的掣肘因素。

簡而言之，海內外的經濟下行壓力疊加短期疫情衝擊，確定了未來貨幣政策邊際寬鬆的大方向。

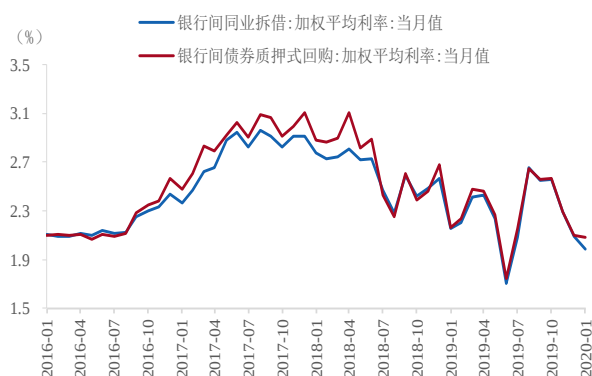
2. 政策基調：邊際寬鬆節奏前置、力度加碼

今年作為全面建成小康社會目標任務和“十三五”規劃的收官之年，政策本就有“圓滿收官”的重任，疊加突如其來的疫情衝擊，央行進一步強調“將疫情防控作為當前最重要的工作來抓”。基於此，《報告》新增了貨幣政策要“守正創新、勇於擔當”，繼續“加強逆周期調節”，強調“科學穩健把握逆周期調節力度”，從而“確保經濟運行在合理區間”。指向“穩增長”仍是當前貨幣政策的首要任務。此外，新增“促進經濟金融良性循環”，結合專欄二，在支持小微企業、推動“降成本”的過程中，央行對商業銀行提出“適當降低對短期利潤增長的過高要求，向實體經濟讓利”。

央行在專欄一中對“科學穩健把握逆周期調節力度”做出解讀：一是總量上的著力點在於“廣義貨幣 M2 和社會融資規模增速與國內生產總值名義增速基本匹配”，且央行認為這一機制兼顧了宏觀杠杆率過快上升可能導致的風險；四季度的 M2 和社融增速略高於名義 GDP 增速，體現了強化逆周期調節，在此框架下，我們可判斷一季度的金融數據有望保持平穩。二是要進一步發揮結構性政策精準滴灌的作用。三是進一步深化利率和匯率市場化改革。

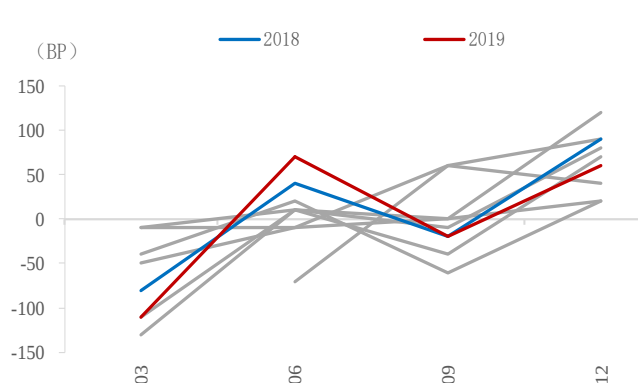
四季度以來，銀行體系的流動性整體充裕，邊際上有所改善。超儲率方面，2019 年 12 月末金融機構超額存款準備金率為 2.4%，環比增加 60bp，同比持平於 2018 年，屬歷史同期的中上水平。貨幣市場利率方面，四季度以來銀行間同業拆借加權平均利率和銀行間質押式回購加權平均利率分別由三季度末的 2.55% 和 2.56% 下行至 2020 年 1 月末的 1.99% 和 2.08%，顯示資金面邊際寬鬆。

圖 21：四季度貨幣市場利率大幅下行



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 22：超儲率的季節性



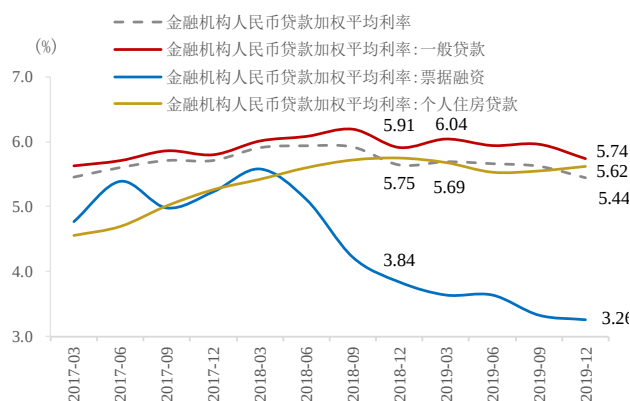
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

3. 政策重點：“降成本”效果顯現

《報告》顯示，四季度以來，實體經濟融資成本有所下行，且下行幅度超過同期 LPR 降幅。2019 年四季度，MLF 利率調降 5bp，帶動 1 年期 LPR 於 11 月同步下降 5bp；截至 2019 年 12 月末，一般貸款加權平均利率為 5.74%，較 9 月末下降 22bp。短期內，疫情衝擊下，央行“降息”的速度明顯加快、且幅度加碼，2020 年 2 月 OMO、MLF 利率、1 年期 LPR 相繼下行 10bp。

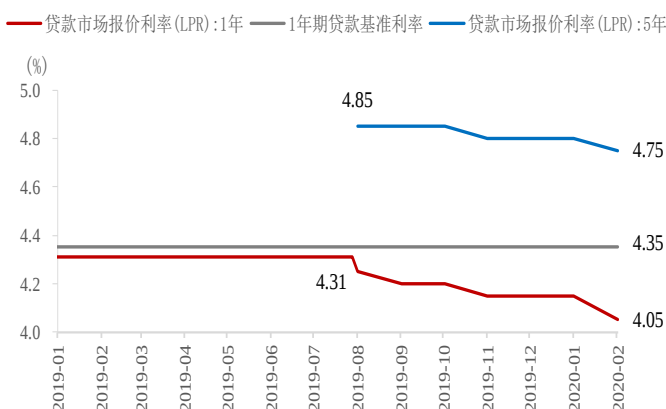
長期來看，“降成本”的核心在於利率并軌，《報告》提到“健全基準利率和市場化利率體系”，指向央行後續將明確基準利率以向市場釋放可信而健全的價格型調控信號；央行未來會繼續推動銀行運用 LPR 定價，轉變傳統定價思維，堅決打破貸款利率隱性下限，疏通貨幣政策傳導。我們預計 2020 年 1 年期 LPR 利率或將進一步下行至 3.90%。

圖 23：四季度以來實體經濟融資成本有所下降



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 24：2 月 LPR 報價有所下降



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

4. 政策難點：流動性分層與信用分層仍待疏解

2019 年以來，流動性分層加劇了中小銀行風險，央行提到“在信用風險加快暴露情況下，部分中小金融機構風險偏好下降”。對此，央行會“繼續做好重點領域高風險機構的‘精準拆彈’工作”，目前正積極推進恒豐銀行、錦州銀行改革重組，央行還將“拓寬永續債投資主體”。

針對中小企業的融資困境，在第三季度的“增強調控前瞻性、針對性和有效性”的基礎上，《報告》新增“精準性”，指向後續結構性政策的使用力度將進一步加大。近期政策不斷強化對中小企業的貨幣信貸支持力度，包括針對受困企業定向調低貸款利率、專項再貸款與財政貼息捆綁發力等。央行後續將“建立健全銀行增加小微企業貸款投放的長效機制”，政策工具在以往的“定向降准、再貸款、再貼現”基礎上新增“宏觀審慎評估”。在專欄三中，央行提出“更多發揮普惠金融定向降准的作用”，指向近期定向降准有望落地。此外，央行還將“研究出臺商業銀行服務鄉村振興考核辦法”、“優化創業擔保貸款政策”。

5. 結論：貨幣政策的結構性寬鬆可期

總體來看，我們認為經濟下行壓力疊加短期疫情衝擊，“穩增長”仍將是政策立場考量中的決定性因素，且主要將通過結構性政策發力。當前貨幣政策的根本問題仍在於傳導機制不暢，“降成本”效果雖初步顯現，但金融體系的流動性分層與實體經濟的信用分層仍待疏解，是未來政策的難點。

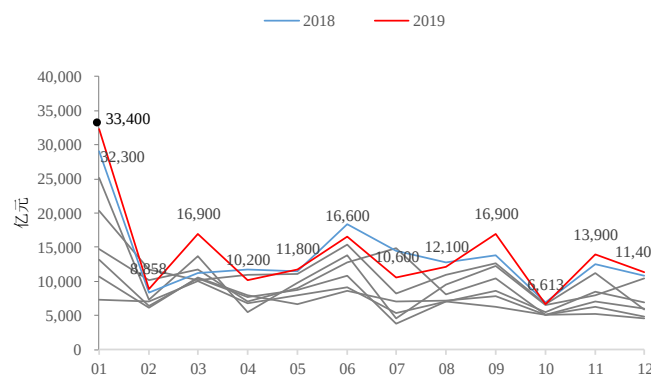
(四) 1月金融數據：一季度社融仍有保持穩定

1月我國新增人民幣貸款3.34萬億，新增社融5.07萬億，均超出市場預期；M2同比增長8.4%，低於市場預期。

1. 信貸：總量季節性回升，結構持續改善

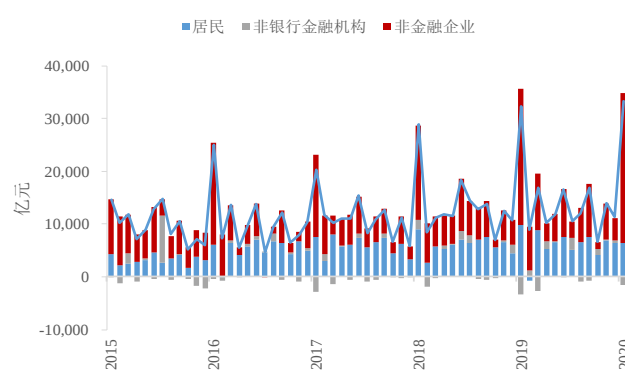
1月新增人民幣貸款33,400億，高於市場預期的28,211億，創下同期歷史新高，信貸結構也延續了去年下半年以來的改善趨勢。其中，1月新增企業貸款同比多增2,800億，環比多增2.44萬億，新增中長貸占比為59.5%，指向逆周期調節的成效持續顯現。1月居民中長貸繼續保持韌性，占新增居民貸款的比重達118%。考慮到疫情後房地產銷售幾乎停滯，或將對2、3月的居民中長貸造成顯著的負面影響。

圖 25：1月信貸超季節性回升



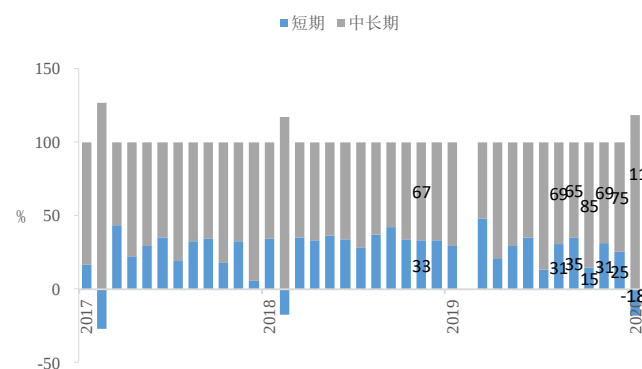
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 26：新增人民幣貸款及構成



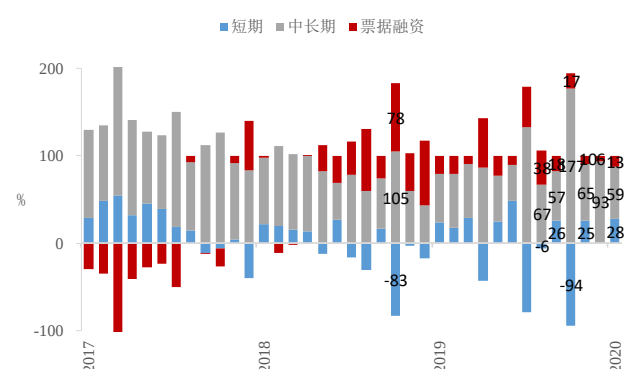
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 27：新增居民貸款構成占比



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 28：新增非金融企業貸款構成占比

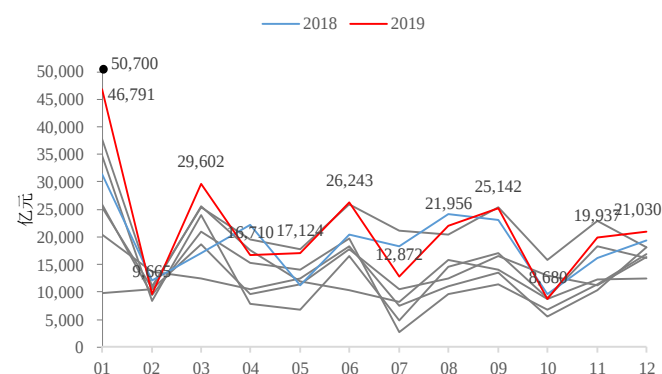


資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

2. 社融：專項債放量發行，非標繼續回暖

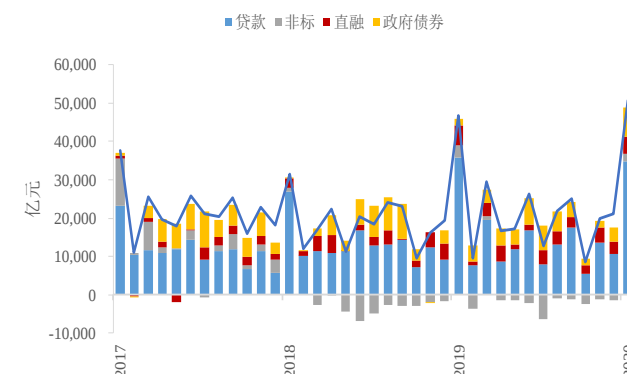
1 月新增社融 5.07 萬億，高於市場預期的 4.29 萬億，創下同期歷史新高，同比多增 3,908 億，主要是受到政府債券同比大幅多增的推動，解釋了新增社融同比多增的 151%，進一步地，幾乎全是地方政府專項債的作用，而貸款、直融（股票+企業債券）均分別同比少增 768 億元和 644 億元。今年以來，財政政策前置發力的力度顯著高於往年。另外，非標中的委托貸款和信托貸款延續修復態勢，自 2018 年以來首次實現兩者合計值的正增長，考慮到資管新規過渡期或將適度延長，非標融資環境將邊際改善。

圖 29：1 月新增社融超季節性回升



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 30：新增社融及構成

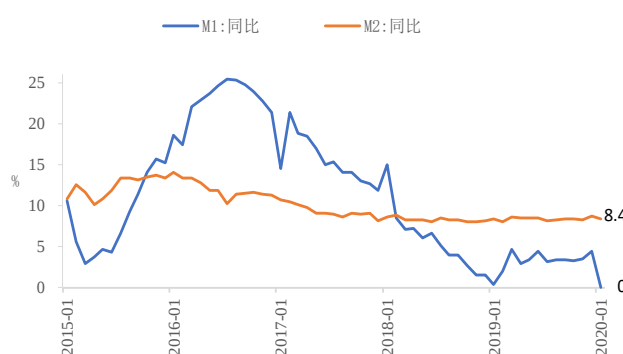


資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

3. 貨幣：M2-M1 剪刀差走闊

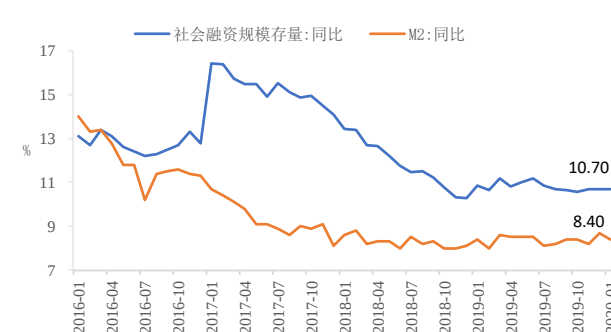
1 月 M2 同比增速環比回落 0.3pct 至 8.4%，低於市場預期 8.6%，M1 同比增速環比下行 4.4pct 至 0。M1、M2 增速放緩主要是受春節錯位和疫情影響，去年春節在 2 月初，今年春節在 1 月末，企業存款發放工資和獎金導致其存款減少，疫情抑制了居民消費，導致居民存款難以回流至企業。而非銀存款同比大幅多增，指向存款資金流向理財產品。

圖 31：1 月 M2-M1 剪刀差走闊



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 32：社融存量與 M2 存量同比增速



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

4. 前瞻：逆周期調節持續加碼，社融增速有望保持穩定

總體來看，1 月金融數據的全面超預期並未體現疫情的影響，主要是年初集中投放了去年底儲備的項目，且專項債發行節奏明顯前置。就 2 月而言，春節疊加疫情衝擊將對金

融數據有所擾動，但考慮到2019年的低基數，政策對疫情防控領域的有力支持，**社融增速仍有望保持穩定**。截至2月14日中午12時，銀行業金融機構為抗擊疫情提供的信貸支持金額超過5370億元。後續隨著企業陸續復產復工，融資需求有所修復，或將帶動社融增速進一步回升。

（五）國常會金融政策：結構性政策“精準”發力

2月25日，國務院常務會議確定了按市場化、法治化原則加大對中小微企業復工復產的金融支持措施。對此我們點評如下：

1. 政策內容：四大舉措支持中小企業“寬信用”

此次會議的金融政策可歸納為四個方面：

一是**增加再貸款、再貼現額度5,000億元**，重點用於中小銀行加大對中小微企業信貸支持，並下調支農、支小再貸款利率25BP至2.5%。6月底前，對地方法人銀行新發放不高於貸款市場報價利率（大概率為1年期LPR報價4.05%）加50BP的普惠型小微企業貸款，允許等額申請再貸款資金。

二是**政策性銀行將增加3,500億元專項信貸額度**，以優惠利率向民營、中小微企業發放。

三是國有大型銀行上半年普惠型小微企業貸款餘額同比增速要力爭不低於30%；鼓勵引導全國性商業銀行加大對小微企業信貸投放力度，**努力使小微貸款利率比上年有明顯下降**。

四是鼓勵金融機構對符合條件、流動性遇到暫時困難的中小微企業包括個體工商戶貸款本金，給予臨時性延期償還安排，付息可延期到6月30日，並免收罰息；**湖北省境內各類企業都可享受上述政策**。

2. 政策影響：小微融資“量增價減”，商業銀行息差承壓

政策積極加大對小微企業信貸需求的定向支持力度，小微企業融資成本仍將繼續下行。數量上，本次新增再貸款再貼現和專項信貸額度合計達8,500億元，考慮此前的專項再貸款3,000億元，央行和政策性銀行已主動擴表1.15萬億元，額度增量為近年來之最，可見此輪貨幣政策寬鬆有明顯的結構性特徵，一方面支持防疫抗疫相關企業，另一方面支持中小微企業和個體工商戶。價格上，2月以來7天和14天逆回購利率、1年期MLF利率、1年期LPR均下行10bp，以引導實體經濟融資成本下行；針對疫情防控重點保障企業的“定向降息”落地，確保其實際融資成本低於1.6%；此次進一步下調支農支小再貸款利率25BP與小微貸款利率，仍是具有結構性特徵。

此次政策踐行了“商業銀行讓利於實體經濟”理念，商業銀行息差普遍收窄，其中中小銀行的息差壓力更為顯著：

中小銀行方面，作為服務中小企業的主力軍，此次的再貸款再貼現也主要給到中小銀行，綜合考慮小微貸款利率上限4.55%和再貸款成本2.5%，中小銀行可獲得的利差為

205BP，較正常時期的 355BP 下降 150BP（大致等於 2019 年新發放普惠型小微企業貸款平均利率 6.7% 減去 1 年期 MLF 利率 3.15%）。且後續隨著 LPR 下行，中小銀行的利潤空間還會進一步壓縮。

大型銀行方面，今年上半年國有大型銀行發放的小微信貸需滿足與 2019 年一致的增速要求，但考慮到 2019 年國有行小微信貸的實際增速“超額”達到 47.9%，基數效應導致今年完成目標的難度上升。**全國性商業銀行將繼續發揮“頭雁”作用**，促進小微貸款利率進一步下行。2019 年新發小微貸款平均利率較 2018 年下降 69BP，綜合融資成本降幅超 1%，預計 2020 年降幅或將超過 69BP。

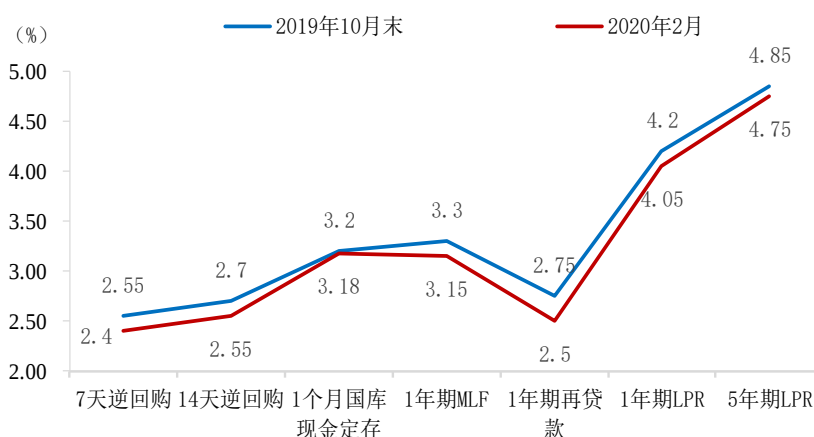
政策性銀行方面，其新增的 3,500 億元專項信貸或將以“轉貸”中小銀行的形式落地，再由中小銀行貸給中小企業，有助於將政策性銀行的資金成本優勢與中小銀行的渠道優勢進一步融合。

3. 結論：結構性政策“精準”發力

總體來看，綜合考慮今年貨幣政策進一步寬鬆、而實體經濟風險上升，“利率雙軌”問題或再次凸顯。央行將進一步加大結構性貨幣信貸政策力度，通過降息（以及對稱降息）、再貸款+財政貼息、MPA 考核等方式降低實體經濟融資成本，另外也將避免銀行間市場流動性過於寬鬆。此外，為促進中小銀行發揮支持中小微企業的優勢，疊加流動性分層與疫情衝擊加劇了中小銀行風險，政策亦會加大對中小銀行的流動性支持力度，定向降准的概率進一步上升，調整存款基準利率以引導存款利率下行也是可能的政策選項。

前瞻地看，預計一季度貨幣政策將處在適度寬鬆區間。價格型操作上，未來仍需下調 MLF 利率以降低實體經濟融資成本，MLF 降息可能在 3 月再次落地，幅度 5-10bp，各期限政策利率或將同步下調；存款基準利率有望下調，但可能會低於貸款利率下降幅度。數量型操作上，定向降准、再貸款、再貼現、MPA 等結構性政策工具的重要性進一步上升，一季度流動性有望保持充裕。待結構性政策落地後，後續的普遍性政策可能需要等待財政政策發力，貨幣政策進而再通過（全面）降准和降息予以配合。

圖 33：各期限政策利率全面下移



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際證券

四、政策跟踪：防疫進入2.0階段

2月21日，中共中央政治局召開會議，部署統籌做好疫情防控和經濟社會發展工作。

（一）疫情判斷：拐點未至，初步遏制

針對疫情發展，會議認為“全國疫情發展拐點尚未到來”，不僅強調了湖北形勢嚴峻，還點名了北京。自疫情爆發以來，中央政治局常委會先後共召開了四次會議（1月25日、2月3日、12日和19日），19日常委會會議決定“將有關意見提請中央政治局會議審議”（2月21日）。疫情發生後，中共中央政治局高度關切，會議頻度前所未有。

從四次會議的表述來看，疫情逐步從“加快蔓延”（1月25日）、“全國蔓延”（2月3日）到“出現積極變化”（2月12日）並得到“初步遏制”（2月21日）。雖然拐點未至，但會議確認疫情穩步改善，肯定了防疫政策取得的階段性成效。

在經濟方面，會議指出，我國經濟運行受到了“明顯影響”，要“把疫情影響降到最低”。在疫情得到“初步遏制”的前提下，這意味著“穩增長”的訴求上升。長期來看，會議強調我國“經濟有巨大的韌性和潛力，長期向好的趨勢不會改變”，與去年末的中央經濟工作會議一致。

（二）工作重心：統籌做好防疫與“穩增長”

會議要求“統籌做好疫情防控和經濟社會發展工作”，並在2月3日之後會議的基礎上再次強調了總體的目標任務，即“決勝”全面建成小康社會、“決戰”脫貧攻堅目標任務、完成“十三五”規劃。

緊跟疫情發展，四次政治局常委會也對工作重心實時動態調整，經濟工作的重要性持續上升。除第一次外，後三次會議均涉及經濟工作，且篇幅和重要程度也逐步提升：本次通稿中有7段涉及經濟工作，而2月3日和12日分別僅有1段和3段。事實上，在當前情勢下，強調經濟工作不僅是為了“穩增長”，更是為了防範和化解系統性風險。

（三）宏觀政策：“更加”積極

財政政策方面，會議的表述從2019年中央經濟工作會議的“大力提質增效”變為“更加積極有為”，預示今年財政政策基調將更為積極，赤字率、新增專項債規模或進一步上調。疫情爆發以來，財政政策為應對疫情已經推出了社保減免（2月-6月）、為疫情相關行業提供3,000億再貸款補貼以及降低擔保和再擔保費用等措施。此次會議提出要“發揮好政策性金融作用”，預計可能通過重啟PLS進一步支持基建等重點領域。

貨幣政策方面，本次會議的定調更為積極，在“靈活適度”前多了“更加”兩字。新冠疫情衝擊使得貨幣政策邊際寬鬆，節奏前置、力度加碼，2月政策利率全面超預期下調10BP。預計未來政策仍將處在適度寬鬆區間。價格上，MLF降息或將在3月再次落地，幅度為5-10BP，存款基準利率也可能調降；數量上，信貸將強化對中小企業和重點行業的“精準”支

持，包括住宿餐飲、文體娛樂、交通運輸、旅遊以及農業，定向降准、再貸款、再貼現、MPA等結構性政策有望進一步發力，對中小銀行的定向降准可期。

（四）重點工作：六大方面

會議對六大方面的重點工作提出具體要求，包括（1）有序推動復工復產；（2）打好三大攻堅戰；（3）加大宏觀政策調節力度；（4）積極擴大有效需求；（5）深化對外開放和國際合作；（6）加大民生托底保障力度。

在返崗復工方面，政策的思路延續2月12日會議“分區分級”的精准防控思路，並強調交通運輸是“先行官”。

在三大攻堅戰方面，脫貧攻堅仍保持在第一位，強調“確保”“如期全面完成”；第二位的污染防治，針對最新疫情的影響，增加了“加快補齊醫療廢物、危險廢物收集處理設施方面短板”；而防風險方面“守住不發生系統性金融風險底線”的前綴從“牢牢”改成了“堅決”，進一步強調底線思維。

對於消費、投資和貿易“三駕馬車”，會議通稿中將消費擺在首位，足見其在“穩增長”中的重要性。針對疫情影響，會議特別強調促進消費“回補和潛力釋放”。投資方面，會議繼續強調了此前兩次會議（2月3日、12日）中提到的“新投資項目”和“在建項目”，並將“在建項目”的措辭從“積極推進”改為“加快”，表明基建托底的力度將進一步加強。重點領域包括生物醫藥、醫療設備、5G網絡、工業互聯網等領域。貿易方面，會議對穩定外需的部署更加細化，在“儘快復工復產”的基礎上，明確要“維護全球供應鏈穩定”。疫情發生後的政治局會議並未提及房地產。

（五）小結：防疫進入2.0階段

總體來看，221政治局會議對於疫情防控和經濟工作部署，驗證了招商銀行首席觀點《新冠病毒防疫的公共經濟學分析》的判斷，隨著疫情逐漸明朗，政策開始有序地向平衡防疫和復工的2.0階段過渡。預計未來財政政策將更加積極，貨幣政策將結構性寬鬆，政策加快向復工復產傾斜，消費支持政策或將逐步推出，投資繼續加快基建補短板，同時也將努力營造更加良好的貿易環境。

五、熱點追蹤：美國將中國移出反補貼法項下的發展中國家名單

2月10日，美國貿易代表辦公室（USTR）更新了反補貼稅法（the Countervailing Duty Law，以下簡稱CVD）項下的發展中國家和最不發達國家名單，其中不包含中國。

（一）事件背景：美國對發展中國家地位不滿已久

美國對WTO框架下發展中國家地位以及與之相關的特殊和差別待遇問題不滿已久。2019年7月26日，白宮就發布過《改革世界貿易組織發展中國家地位備忘錄》，認為包括中國在內的部分國家，利用發展中國家身份獲得了國際貿易領域不公平的優勢（unfair advantages）以及WTO規則和談判中的靈活性（flexibilities）。

在WTO的多邊貿易框架下，發展中國家與發達國家承擔不同的義務：如更長時間的實施保障措施、更寬鬆的過渡期、更溫和的關稅削減、爭端解決的程序優勢、某些出口補貼的保有等規則優勢。具體來看，發展中國家享有的“特殊和差別待遇”（special and differential treatment）廣泛涉及WTO協定/協議中的155個條款，包括（1）增加貿易機會，如提供非互惠的普遍優惠制（GSP，零或低進口關稅）；（2）利益保障，如更高的反補貼、反傾銷調查門檻；（3）承諾、行動和政策工具使用的靈活性，如允許農業投資補貼、服務業有限度開放；（4）較長過渡期；（5）技術援助，如在制定技術條例、標準和合格評定程序時避免給發展中國家帶來進出口障礙等；（6）有關最不發達國家的額外優惠，如免除市場開放、農業進口關稅減讓等義務。

（二）調整依據：美國單方面認定的三大標準

WTO並沒有“發達國家”和“發展中國家”的明確界定，成員國自行宣布他們的發展中國家立場。美國在此前的白宮備忘錄中要求WTO重新厘清其有關發展中國家自我認定的標準，受到中國、印度等發展中國家的反對。在本次修改中，USTR明確了美國單方面認定“發展中國家”的標準：（1）人均國民總收入（GNI）低於\$12,375；（2）在全球商品貿易的份額占比不高於0.5%；（3）其他因素，包括非歐盟成員、非經合組織（OECD）成員、非G20成員等。而我國雖人均GNI符合其標準（2018年\$9,460），但在全球貿易中的份額占比（11.75%）遠高於0.5%，且屬OECD和G20成員國。此外，美國還列出了中國、香港、韓國、印度、泰國、越南、馬來西亞等27個國家地區不享受發展中國家待遇。

（三）直接影響：在反補貼法項下對中國并無影響

USTR此次更新的清單僅影響反補貼法項下的優惠待遇，即發展中國家享受比發達國家更高的反補貼調查門檻：對出口產品補貼不超過2%（從價），或者補貼產品數量不超過進口國4%時，應立即終止反補貼稅調查；而發達國家的這兩項指標分別為1%和3%。

本次清單修改對美國針對中國的反補貼調查并無影響，媒體對此存在誤讀。美國的反補貼調查一直以來按照1998年版本的清單執行。而中國并不在此清單中，1998年中國還不是WTO成員不享受此項優惠待遇；而此後美國也并未更新過名單。因此，美國對中國的反補貼調查始終按照發達國家的標準執行，修改前後并無變化。

（四）潛在影響：警惕國際談判和貿易格局新變化

雖然此次美國調整清單對我國實質影響不大，但此舉標志著美國20年來對發展中國家貿易政策的首次變化，或將產生深遠影響：

一是對WTO體系產生衝擊，或將帶來全球貿易格局變化，進一步提高全球貿易成本。目前，在美國的壓力下WTO上訴機構和整個爭端解決機制已經停擺，美國通過不斷發起貿易摩擦，重塑美國與其他國家的貿易規則。二是影響未來WTO談判。發達國家和發展中國家義務不同，在WTO的烏拉圭回合和多哈回合談判中都有體現；而在全球氣候談判中，我國也主張“共同但有區別的義務”。美國此次單方面規定“發展中國家”的認定標準，事實上向打破我國參與國際事務時提出的“共同但有區別的责任”主張走出了第一步，需要警惕影響進一步延伸至其他領域。三是關注WTO其他成員國態度。歐盟也在推動WTO改革，其方案

與美國有相似內容，明確提到在規則上推動公平競爭，解決所有經濟部門的市場准入、歧視和監管障礙等。**四是或將影響我國出口。**未來美國可能會增加對印度、泰國、越南等反補貼調查和處罰，或將影響我國通過這些國家向美國的出口。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。