

疫情打断复苏势头，政策调节加码前置

— 2020年2月宏观经济月报

- **海外宏观：疫情打压复苏势头。**2020年1月全球经济活动实现连续三个月的反弹，达到去年3月以来的最佳水平。1月全球调查数据尚未反映新冠疫情大规模爆发的影响。新冠疫情的迅速扩散令全球经济增添下行风险，国际货币基金组织（IMF）已下调对中国经济和全球经济的2020年增速预测值。美国内部需求回落，疫情短期冲击有限。2019年欧元区经济弱收官，疫情令经济雪上加霜，疫情迅速推升美联储降息预期，美联储最早可能于3月针对疫情风险采取预防性降息。
- **实体经济：疫情冲击初显。**2020年1月受新冠疫情影响，多项宏观数据延期发布。PMI数据显示，1月上中旬在疫情爆发之前，经济的初始状态仍保持弱复苏。但新冠肺炎疫情在春节期间爆发，在假期延长、返工时间推迟等强力防控措施下，全国生产生活“暂停”，2月PMI创下历史新低，服务业和制造业受到明显冲击。1-2月主要经济指标同比增速将出现较大幅度下降。未来随着疫情逐步明朗可控，3月经济将有所改善，改善程度将取决于复工复产进程。
- **物价：CPI高点出现，PPI或陷通缩。**2020年1月CPI同比5.4%，较前值提升0.9个百分点，PPI同比0.1%，较前值提升0.6个百分点。前瞻地看，2月CPI将有所下行，PPI或再度陷入通缩。CPI方面，新冠疫情显著影响出行和复工，食品和医疗用品以外的支出大幅缩减，非食品价格将有所回落，CPI大概率将有所回落；PPI方面，受新冠疫情导致的停工影响，生产与投资均受拖累，叠加石油价格回落，将使得PPI增长承压。
- **货币金融：节奏前置，力度加码。**2020年1月我国新增人民币贷款3.34万亿，新增社融5.07万亿，均超出市场预期；M2同比增长8.4%，低于市场预期。但1月金融数据并未体现疫情的影响，主要是年初集中投放了去年底储备的项目，且专项债发行节奏明显前置。随着逆周期调节持续加码，一季度社融增速仍有望保持稳定。同时，新冠疫情冲击使得货币政策边际宽松，节奏前置、力度加码，“稳增长”仍将是政策立场考量中的决定性因素，且主要通过结构性政策发力。预计一季度政策将处在适度宽松区间，定向降准的概率上升，调整存款基准利率以引导存款利率下行也是可能的政策选项。
- **政策跟踪：防疫进入2.0阶段。**2月21日，中共中央政治局召开会议，部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作。会议认为疫情已经得到“初步遏制”，但全国性拐点尚未到来。经济运行短期受到“明显冲击”，“稳增长”诉求上升，防疫进入2.0阶段。预计未来财政政策将更加积极，货币政策将结构性宽松，政策加快向复工复产倾斜，消费支持政策或将逐步推出，投资继续加快基建补短板，同时也将努力营造更加良好的贸易环境。
- **热点追踪：美国将中国移出反补贴法项下的发展中国家名单。**2月10日，美国贸易代表办公室（USTR）更新了反补贴税法（CVD）项下的发展中国家和最不发达国家名单，其中不包含中国。虽然此次美国调整清单仅影响反补贴法项下的优惠待遇，对我国的反补贴调查并无影响，但此举标志着美国20年来对发展中国家贸易政策的首次变化，或将产生深远影响。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

邮件：zhuotan@cmbchina.com

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

相关报告

1. 中流击水——2020年宏观经济与资本市场展望（2019年12月11日）
2. 稳增长基调不变，逆周期有望加力 - 2019年10月宏观经济月报（10月25日）
3. 逆周期加码，稳增长升级 - 2019年9月宏观经济月报（9月25日）
4. 于未知水域中航行 - 2019年8月宏观经济月报（8月26日）
5. 反弹非反转——7月宏观经济月报（7月23日）

目录

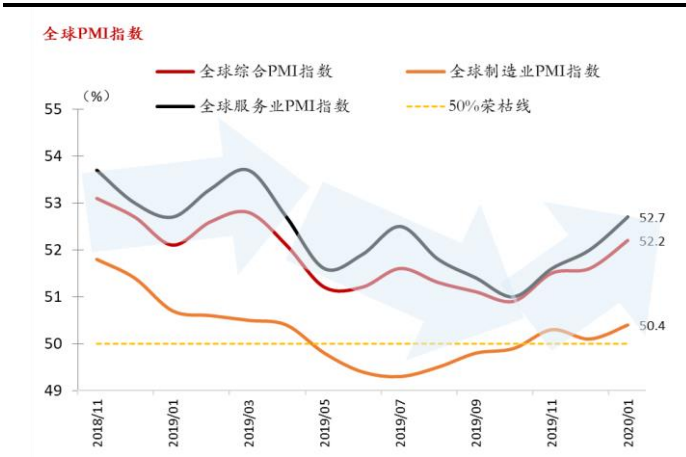
一、海外宏观：疫情打压复苏势头	3
(一) 全球经济：开年现复苏势头，疫情添下行风险	3
(二) 美国经济：内部需求回落，疫情短期冲击有限	4
(三) 欧洲经济：疫情令经济雪上加霜	5
(四) 宏观政策：疫情迅速推升美联储降息预期	6
二、实体经济：疫情冲击初显	7
(一) PMI：创下历史最低	7
(二) 物价：CPI 高点出现，PPI 或陷通缩	11
三、货币金融：节奏前置，力度加码	12
(一) 2月3日 OMO 降息：疫情冲击，央行降息	12
(二) 2月17日 MLF 降息：如期而至	13
(三) 《2019年四季度货币政策执行报告》：结构性宽松可期	14
(四) 1月金融数据：一季度社融仍有望保持稳定	17
(五) 国常会金融政策：结构性政策“精准”发力	19
四、政策跟踪：防疫进入 2.0 阶段	21
(一) 疫情判断：拐点未至，初步遏制	21
(二) 工作重心：统筹做好防疫与“稳增长”	21
(三) 宏观政策：“更加”积极	21
(四) 重点工作：六大方面	22
(五) 小结：防疫进入 2.0 阶段	22
五、热点追踪：风起青萍之末	22
(一) 事件背景：美国对发展中国家地位不满已久	22
(二) 调整依据：美国单方面认定的三大标准	23
(三) 直接影响：在反补贴法项下对中国并无影响	23
(四) 潜在影响：警惕国际谈判和贸易格局新变化	23

一、海外宏观：疫情打压复苏势头

（一）全球经济：开年现复苏势头，疫情添下行风险

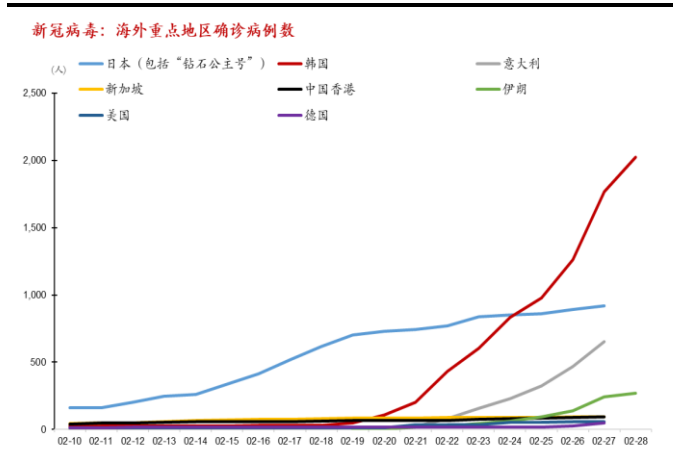
2020年1月全球经济活动实现连续三个月的反弹，达到去年3月以来的最佳水平。自2019年末出现企稳迹象之后，全球经济的弱复苏势头在开年之后持续。全球综合PMI指数在1月继续回升，由前值51.6进一步上升至52.2，巩固了连续三个月的回升势头，商业信心得到提振、新订单数增加、就业前景向好，出口贸易增速逐渐趋稳。1月制造业和服务业均实现稳健增长，其中制造业PMI升至50.4，是连续第二个月处于扩张区域。服务业PMI由去年12月52升至52.7，为去年4月以来的最高值。分经济体看，美国、中国、欧元区、印度、巴西和俄罗斯均实现了经济活动的小幅复苏，而日本和澳大利亚勉强走出经济收缩区间。细分行业而言，汽车及汽车配件、工业产品仍处于快速下滑通道，而生物制药、银行和非银金融、旅游、科技设备、通信服务等行业维持强劲增长。

图1：全球经济于疫情爆发前呈现弱复苏势头



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

图2：海外疫情爆发日益严重



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券（截至2月27日）

然而，1月的全球调查数据未反映新冠病毒疫情大规模爆发的影响。1月20日之后，中国将防疫工作上升到国家层面，至2月下旬疫情在非湖北地区逐渐明朗，但与此同时新冠疫情在海外多个国家和地区，特别是韩国、意大利、伊朗和日本等地，有快速爆发和蔓延的趋势。至2月26日境外新增确诊人数首次超过境内。

新冠肺炎迅速扩散，令全球经济增添下行风险，主要体现在三个方面：一是中国经济短期受阻对其他国家的溢出效应，受影响较大的地区集中在贸易、旅游等领域与中国关连度较高的经济体，包括中国香港、泰国、新加坡、韩国、中国台湾、澳洲等，亚太地区将受到不对称冲击；第二，已爆发疫情或传播风险较高的国家和地区会相应地推行限制出入境、减少人群聚集等防疫措施，不可避免地对当地经济造成拖累；第三方面来自疫情对全球供应链的扰动，原料、中间产品和制成品的生产和运输正常节奏被打乱，生产活动受到不同程度的影响，随着库存的耗尽，该影响也将进一步发酵，由此引发的供应链冲击和重

塑带来的影响更加深远。除此之外，短期内避险情绪对金融市场和商业投资的负面影响也将拖累全球经济。

因疫情影响下调全球经济增速预测。 鉴于疫情的冲击，国际货币基金组织（IMF）在中国经济于今年二季度恢复的基准假设下，于2月22日下调对中国经济2020年增速的预测值0.4pct至5.6%，下调全球经济增速预测值0.1pct至3.2%。世界银行亦表示即将下调经济增速预测。目前，新冠病毒在全球的扩散速度和各国政府的防疫成效还存在高度的不确定性。我们的基准情景假设全球整体疫情在3至4月间得到控制，疫情主要集中在全球个别地区，此情景下将2020年全球GDP增速预测下调0.3pct至2.7%。若防疫进展更为乐观，则预计全球增速为2.8%。而在悲观情境下，即国内的防疫措施贯穿上半年，疫情于全球多个地区蔓延，则全球GDP增速可能降至2.3%以下。

图3：全球主要经济体综合PMI指数：1月除中国外均实现反弹

	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
美国	53.3	52.7	52	50.9	51	50.7	52.6	51.5	50.9	53	54.6	55.5
中国	51.9	52.6	53.2	52	51.9	51.6	50.9	50.6	51.5	52.7	52.9	50.7
欧元区	51.3	50.9	50.6	50.6	50.1	51.9	51.5	52.2	51.8	51.5	51.6	51.9
英国	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

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

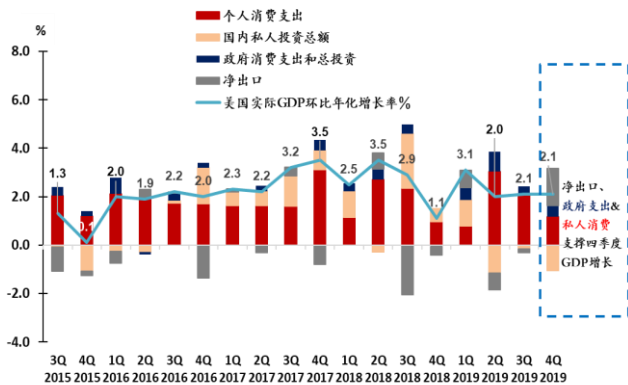
（二）美国经济：内部需求回落，疫情短期冲击有限

2019年第四季度美国经济温和增长，私人消费和企业投资增速放缓。 根据2月27日美国经济分析局发布的修正值，美国2019年第四季度GDP增长2.1%，与前值持平，显示美国经济呈现温和增长态势。经济占比近七成的私人消费，年化增速由前值3.2%降至1.7%，对GDP增速的贡献由2.1pct降至1.2pct，显示美国国内需求转弱。国内私人投资总额下降6%，连续三个季度负增长，拖累GDP 1.06pct，其中反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资下滑2.3%，显示投资端疲弱。出口额增长2%，对外贸易逆差大幅降低，使得净出口拉动GDP 1.53pct。政府支出和总投资增长2.6%，拉动GDP 0.46pct。

预计疫情对美国一季度实体经济的冲击有限。 2019年全年美国GDP增长2.3%，与我们此前预测一致，较2018年2.9%的增速有显著回落。尽管美国整体经济和内需增速边际放缓，但就业增长稳定，1月非农就业超预期增加22.5万个，且消费者信心温和上升，2月密歇根大学消费者信心指数升至100.9，连续第七个月上升，美国谘商会消费者信心指数于2月提升0.3pct至130.7，显示新冠疫情尚未对美国消费者信心产生负面影响，私人消费足以在一季度继续支持经济增长。我们预计第一季度美国GDP增长1.5%，较此前预测下调0.1pct。若美国境内的疫情加重，则带来的经济下行风险将显著加大。全年来看，美国难以对疫情的经济冲击免疫，供给侧将受到不对称冲击。基准情景假设下，我们下调美国2020年全年GDP增速0.2pct至1.6%。

图 4: 净出口、政府支出和私人消费推动美国去年第四季度 GDP 增长 2.1%

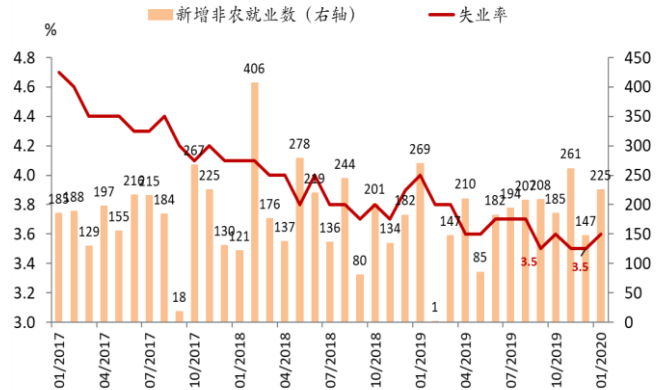
美国GDP增速及其分解项



资料来源：美国经济分析局、招商银行研究院、招银国际证券

图 5: 1 月美国非农新增就业 22.5 万个，仍维持快速增长

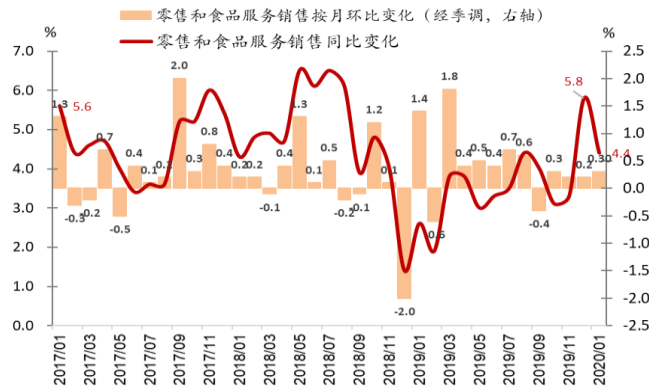
美国新增非农就业数和失业率



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

图 6: 1 月美国零售销量保持较快增长

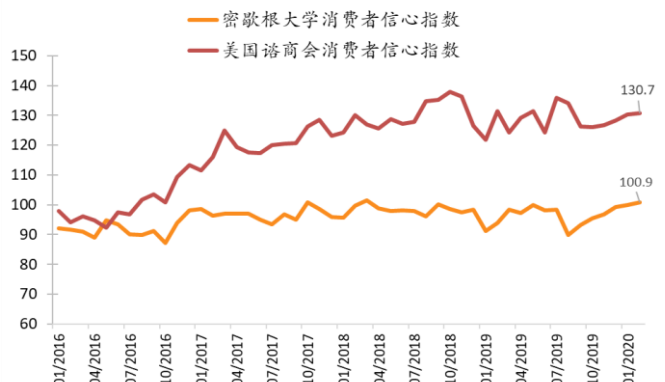
美国零售销量同比和环比增速



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

图 7: 美国消费者信心仍处于高位

美国消费者信心指数



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

（三）欧洲经济：疫情令经济雪上加霜

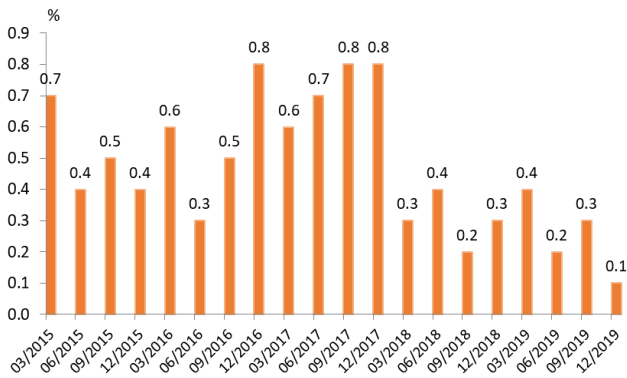
2019 年欧元区经济弱收官。欧元区经济在上年四季度仅环比增长 0.1%，较第三季度的 0.3%更弱，是自 2013 年以来的最差表现，其中法国萎缩 0.1%，意大利萎缩 0.3%，德国增速为零。年初以来欧元区经济前景略有好转，欧元区的综合 PMI 由 1 月的 51.3 升至 2 月的 51.6，其中制造业 PMI 由 47.9 升至 49.1，服务业 PMI 由 1 月的 52.5 升至 52.8。但在疫情冲击下，料复苏势头将被遏制。

经济前景不乐观，视乎疫情蔓延情况。由于欧元区国家和中国在贸易和产业链方面的联系密切，且疫情在意大利等欧元区国家迅速蔓延，欧元区对外的一部分货运已受到影响，2月供应商的交货时间已出现延迟。考虑到德国与中国的经济联系紧密、且德国是欧元区最大经济体，德国疫情的发展对经济前景的判断格外重要。预计疫情对欧元区的影响在一季度就会有所体现，且将持续至二季度。我们预计一季度欧元区 GDP 环比仅增长 0.2%，

二季度增长0.3%，基准情境下全年增速下调0.3pct至0.8%，乐观情景增速下降至0.9%，悲观情景下增速降至0.4%。

图8: 欧元区2019年第四季度GDP环比仅增长0.1%

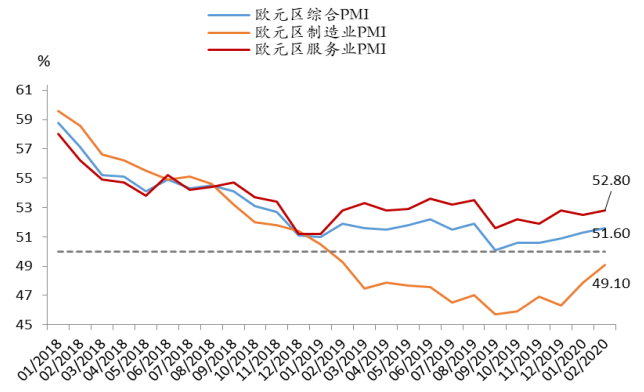
欧元区按季环比GDP增速



资料来源: CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

图9: 欧元区2月服务业和制造业PMI提升, 但预计疫情将造成负面影响

欧元区PMI指数



资料来源: CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

(四) 宏观政策: 疫情迅速推升美联储降息预期

2月中旬以来, 随着避险情绪迅速增强, 海外资本市场价格剧烈波动, 权益市场出现小股灾, 市场对美联储降息的预期在短时间内升温, 联邦基金期货利率显示年内降息至少三次的预测几率已超过80%。其中, 市场预期3月肯定降息。美联储官员的表态, 特别是鲍威尔2月28日的声明, 显示美联储高度重视疫情的影响, 并准备好灵活机动做出政策调整。

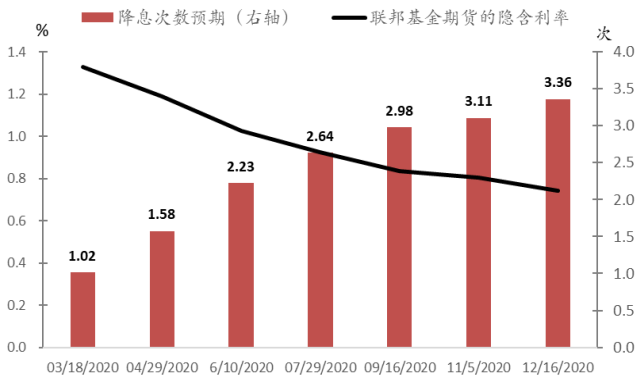
我们认为, 疫情造成的资本市场剧烈回调以及对美国经济的潜在下行压力, 将中断美联储此前维持的观望和“冻息”立场, 美联储在总统大选年受到的政治压力也将空前巨大, 且美债长端利率已降至10年来最低, 均迫使美联储倾向采取更加迅速的行动应对疫情风险。我们此前预计美联储在年中降息一次(25bp), 介于突发疫情的扰动, 美联储有可能将降息时点提前, 最早可能于3月针对疫情风险采取预防性降息, 降息后美债长端利率有望明显修复, 权益市场也可能企稳甚至反弹。值得注意的是, 距离3月17至18号的议息会议还有约半个月的时间, 美联储官员能否来得及一致行动还存在不确定性。后续货币政策与疫情扩散程度密切相关, 若疫情在美国及其他主要的海外地区持续蔓延, 造成更实质的经济影响, 则美联储有可能于上半年再降息一次。当前阶段总体评估, 年内降息两次(共50bp至75bp)的几率较大。

当然, 美国经济的基本面仍然稳健, 疫情对美国经济的可能冲击主要集中在供给侧, 而美联储降息主要旨在提振需求, 因此目前市场对美联储降息的预期有过度之嫌。

欧洲方面, 主席拉加德已表示欧央行正在密切监测疫情的经济影响, 但不会在3月12日的会议上降息。

图 10：联邦基金期货利率显示市场预期年内至少降息三次

美国联邦基金期货隐含的利率变化及降息次数



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券（截至2月27日）

图 11：10 年期美国国债收益率已跌至历史低位

十年期美国国债收益率



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

二、实体经济：疫情冲击初显

（一）PMI：创下历史最低

1月中国制造业采购经理指数（PMI）为50.0，比上月回落0.2；非制造业商务活动指数54.1，比上月回升0.6。由于1月的调查时点在20日之前，调查期间新型冠状病毒感染的肺炎疫情影响尚未在调查中充分显现。因此，1月数据反映了疫情爆发之前经济保持弱复苏的初始状态。

2月新冠肺炎疫情的冲击开始显现，制造业PMI为35.7，较上月大幅回落14.3；非制造业PMI为29.6，较上月大幅回落24.5。制造业PMI和非制造业PMI双双创下2005年1月和2007年1月有数据以来的历史最低。

图 12：1-2 月采购经理人（PMI）指数

	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

资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

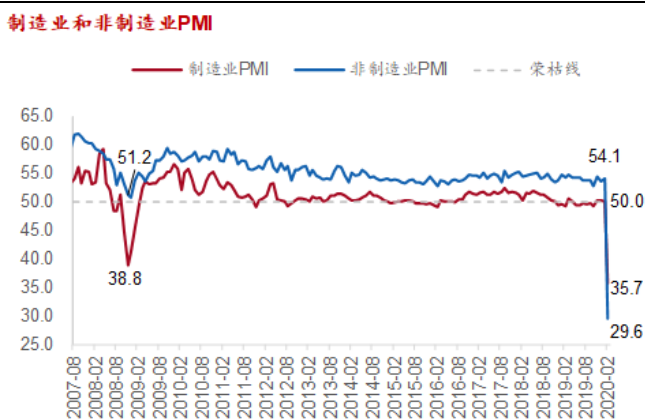
1. 制造业：供需弱复苏态势被打断

1月制造业 PMI 指数比上月小幅回落 0.2，连续 3 个月保持扩张态势。从分项数据看，生产回落，需求和价格小幅回升，三者均继续保持在荣枯线以上，就业指数有所回升。而 2 月数据大幅下滑，各正向指标均达历史最低值。新冠肺炎疫情对我国经济的冲击范围超过了 2008 年次贷危机：2 月制造业 PMI 指数突破了 2008 年 11 月金融危机时 38.8 的历史低位。数据的大幅滑落主要源于全国生产生活的“暂停”，根据中采咨询测算，若简单去除额外停工 14 天的影响，进行再次工作日调整，2 月 PMI 为 45.8，订单指数为 50.8。

值得注意的是，PMI 指数调查的是经济活动环比扩张或收缩，计算方法是扩散指数法。2 月 PMI 35.7 这一水平，意味着保持环比扩张的制造业企业占比加上保持不变的企业占比的一半，两项之和仅为 35.7%。这意味着经济活动环比扩张企业占比仅为三成左右。PMI 指数本身无法说明每个企业经济活动的收缩幅度。从分项数据看，2 月除产成品库存小幅上升外，其余指标均大幅下滑。

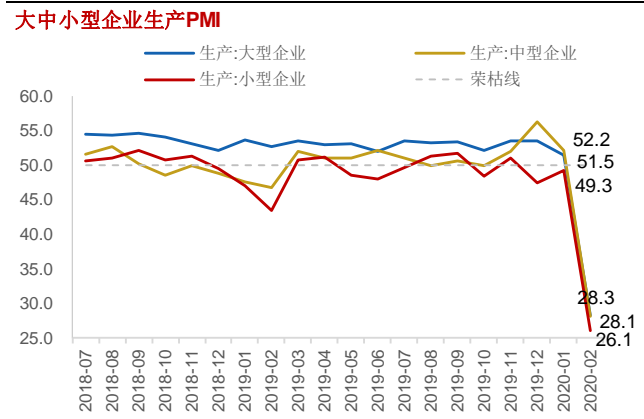
(1) 生产大幅放缓。1 月生产指数受春节假期影响，继上月创新高后回落 1.6 至 51.3，连续 11 个月保持在扩张区间。而受疫情影响，节后复工复产延迟，2 月生产指数较上月继续下降 23.5 至 27.8，逆转了此前的扩张态势。大中小企业生产景气度分别大幅回落 23.2、24.1 和 23.2，至 28.3、28.1 和 26.1。其中，大中型企业生产略高于小型企业，指向疫情后大中企业复工快于小企业。据统计局调查，截至 2 月 25 日大中型制造业企业复工率达到 85.6%；招商银行调查显示，2 月 24 日已复工的小微企业仅为 30%（参见《新冠疫情众生相：招商银行小微企业调查报告》）。

图 13：2 月制造业与非制造业 PMI 达历史最低



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 14：大中小企业生产均大幅下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院

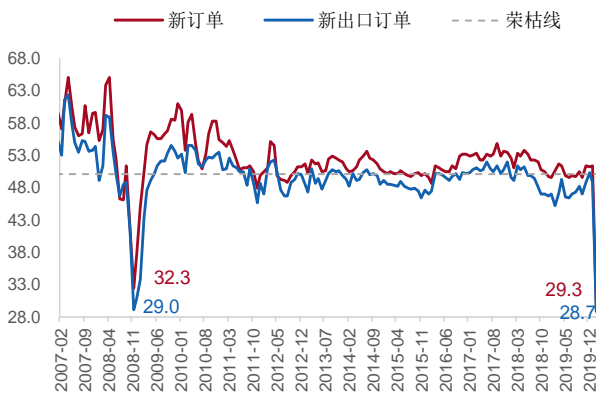
(2) 需求大幅回落。内需方面，1 月新订单指数小幅上升 0.2 至 51.4，连续 3 个月保持扩张，改善好于季节性，表明制造业相关需求逐渐企稳。而 2 月新订单 PMI 较前值下降 22.1 至 29.3，明显低于 2008 年 11 月 32.3 的历史低点。其中，大中小企业分别回落 22.4、22.0 和 21.4 至 30.2、29.3 和 26.8。从下降幅度看，疫情对需求的影响略小于生产。外需

方面，1月新出口订单继上月大幅提升后回落 1.6 至 48.7；2月继续回落至 28.7，略低于 2008年11月的 29.0。疫情对出口订单的影响虽弱于新订单，但每年3月是海外订单高峰，考虑到疫情海外扩散，未来3月新出口订单或受影响，进而影响2季度出口。

(3) 原材料库存大幅减少，产成品去库存趋势放缓。1月原材料库存指数下滑 0.1 至 47.1；2月继续下滑 13.2 至 33.9。其中材料与能源、生产制成品行业原材料指数降幅较大，表明疫情期间原材料采购因物流受限而有所减少，但部分上游企业仍保持生产，使得原材料去库明显。产成品库存指数在荣枯线以下连续 2 月回升至 46.1，反映了终端销售受限产成品去库放缓。

图 15：需求大幅回落

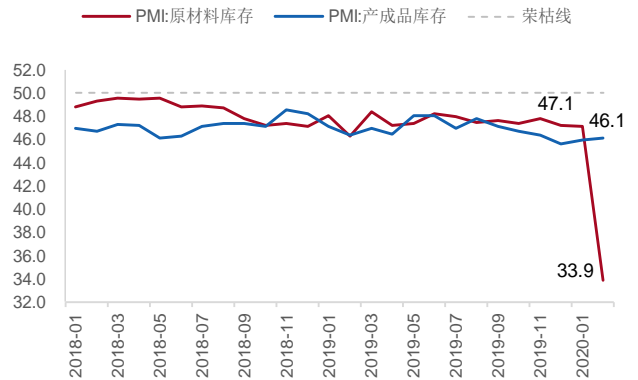
新订单新出口订单PMI



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

图 16：原材料去库存加快

制造业库存PMI



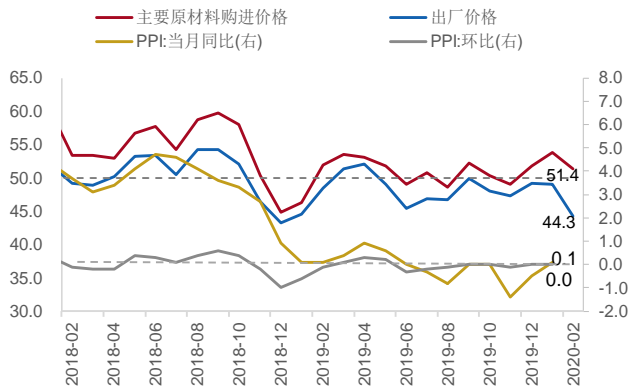
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

(4) 工业生产价格下降。1月制造业主要原材料购进价格回升 2.0 至 53.8，2月则下降 2.4 至 51.4。原料价格回落，使得 PPI 增长承压。出厂价格指数 1 月小幅回落 0.2 至 49.0，2 月继续下滑 4.7 至 44.3。考虑到原材料价格连续 3 个月保持在荣枯线上方，而出厂价格持续收缩，未来企业盈利或受拖累。

(5) 制造业就业压力较大。1月制造业从业人员指数小幅反弹 0.2 至 47.5。2月人员流动受限，使得制造业从业人员指数下滑 15.7 至 31.8。返工人员仍面临隔离 14 天的要求，叠加部分企业延迟或取消招聘，未来就业将面临较大压力。

图 17: 工业生产价格下降

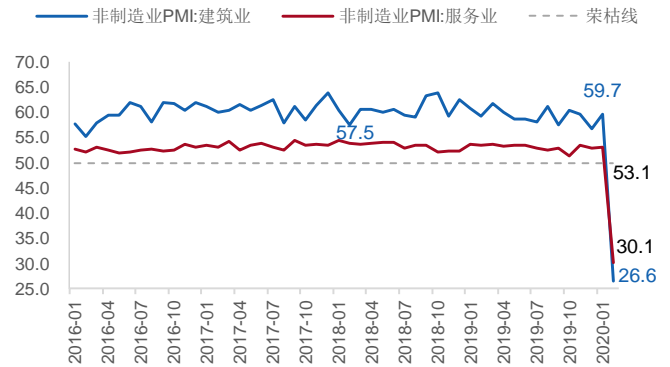
制造业原材料和出厂价格PMI



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际证券

图 18: 服务业、建筑业均受到明显冲击

非制造业PMI



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际证券

2. 非制造业: 服务业、建筑业均受到明显冲击

1月非制造业商务活动指数为54.1, 比上月回升0.6, 主要受到建筑业的带动; 2月非制造业商务活动指数为29.6, 下滑24.5。与制造业相比, 非制造业受疫情冲击更大, 服务业、建筑业均受严重冲击。2月建筑业PMI较前值下滑33.1至26.6, 受复工延迟冲击逆转了疫情之前的高景气。服务业商务活动指数为30.1, 较上月下降23.0。春节期间本是餐饮、旅游、娱乐等服务业旺季, 因此居民出行受限遭受重创。考虑到服务业是吸纳我国就业人员的主要行业, 疫情冲击下就业压力或进一步上升。

3. 展望: 经济恢复取决于复工进程

疫情对经济弱复苏形成冲击。1月上中旬在疫情爆发之前, 经济仍保持弱复苏的状态。制造业生产保持扩张, 需求和价格边际改善, 非制造受建筑业高景气带动有所反弹。而新冠肺炎疫情在春节期间爆发, 在假期延长、返工时间推迟等强力防控措施下, 全国生产生活“暂停”, 2月PMI创下历史新低。服务业和制造业受到明显冲击。

1-2月主要经济指标同比增速将出现较大幅度下降, 而随着疫情逐步明朗可控, 3月经济将有所改善, 改善程度将取决于复工复产进程。根据招商银行的调查, 疫情严重打压了企业复产的意愿, 复工后的隔离要求和防疫成本增加, 或使得实际产能的恢复滞后于复工进程。政策仍然任重道远。

总体来看, 一季度经济增长可能出现负增长。2月21日政治局会议也指出, 防疫2.0阶段的工作重心是统筹防疫与“稳增长”。未来逆周期调节将加大力度对冲疫情影响, 更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策或贯穿全年。

(二) 物价：CPI 高点出现，PPI 或陷通缩

2020年1月CPI同比5.4%（市场预期4.8%），前值4.5%。PPI同比0.1%（市场预期0.2%），前值-0.5%。

1. CPI：猪肉鲜菜驱动增速上行

1月CPI同比5.4%，较前值提升0.9个百分点，环比0.4%。（1）食品项涨幅扩大驱动CPI同比增速上行。1月食品分项同比涨幅由前值17.4%上升至20.6%，拉动CPI同比增速4.1个百分点（较前值提升0.7个百分点）。其中首要驱动因素是猪肉，受猪周期及基数效应影响，1月猪肉同比涨幅由上月的97%上升至116%。第二驱动因素是鲜菜，受季节因素、新冠疫情及基数效应影响，1月鲜菜同比涨幅由上月的10.8%上升至17.1%。（2）非食品项涨幅扩大对CPI上行起到推动作用。1月非食品项同比涨幅由前值1.3%上升至1.6%，拉动CPI同比增速1.3个百分点（较上月提升0.2个百分点）。其中受春节前人口流动影响，交通工具用燃料分项当月同比增速上行6.6pct至7.2%，旅游分项当月同比涨幅扩大3pct至4.2%。受新冠疫情影响，1月医疗保健产品价格同比增速上升0.2个百分点至2.3%。

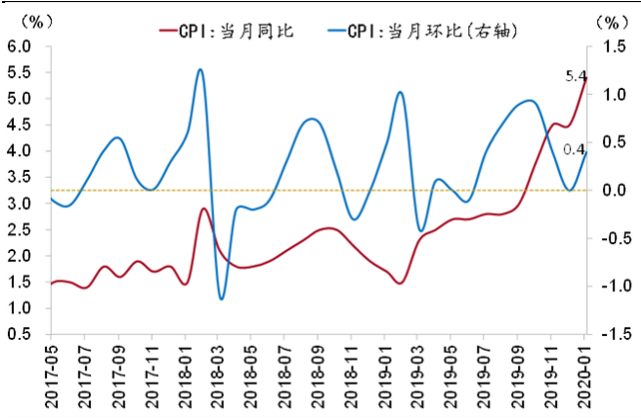
2. PPI：石油化工带动增速上行

1月PPI同比0.1%，较前值提升0.6个百分点。其中，生产资料价格同比-0.4%，较前值上行0.8个百分点；生活资料价格同比1.3%，较前值持平0.0。PPI环比0.0%，较前值持平0.0。其中，生产资料环比持平0.0，生活资料环比上行0.2个百分点。

1月PPI同比增速较前值提升主要受石油化工行业产品价格增速提升影响。从前几大影响行业来看，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼和压延加工、石油和天然气开采、化学原料和化学制品、有色金属冶炼和压延加工行业对PPI同比增速的拉动分别上升0.34、0.11、0.11、0.08、0.08个百分点。

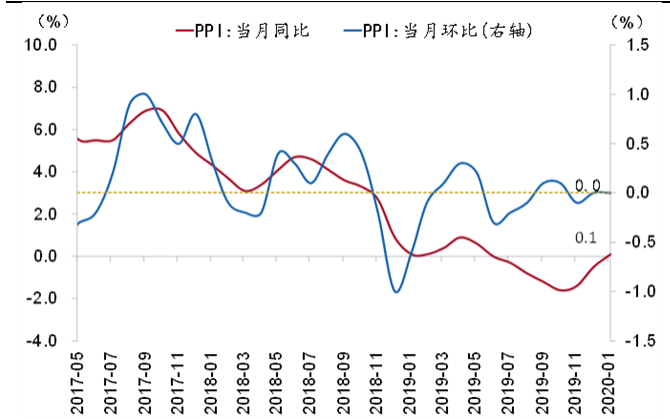
前瞻地看，2月CPI将有所下行，PPI或再度陷入通缩。CPI方面，新冠疫情显著影响出行和复工，食品和医疗用品以外的支出大幅缩减，非食品价格将有所回落，CPI大概率将有所回落；PPI方面，受新冠疫情导致的停工影响，生产与投资均受拖累，叠加石油价格回落，将使得PPI增长承压。

图 19: CPI 同比增速有所上行



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际证券

图 20: PPI 同比增速走出通缩



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际证券

三、货币金融：节奏前置，力度加码

(一) 2月3日 OMO 降息：疫情冲击，央行降息

2020年2月3日，央行开展了1.2万亿元逆回购操作。其中，9,000亿元7天逆回购中标利率为2.40%，较前值2.50%下降10bp；3,000亿元14天逆回购中标利率为2.55%，较前值2.65%也下降10bp。

1. 政策利率曲线全面下移

2019年11月以来，货币政策实际上已转入边际宽松区间。数量上，2019年的最后两月合计净释放流动性约8,330亿元。2020年初，全面降准0.5%落地，释放长期资金约8,000亿元。价格上，政策利率曲线全面小幅下移，1年期MLF利率、1年期LPR和5年期LPR均实现5bp的小幅调低，考虑此次OMO降息后，7天逆回购利率、14天逆回购利率累计下调15bp。资金面呈现宽松态势，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 降息实质：疫情冲击下“稳增长”迫在眉睫

本次投放净释放的资金量有限，值得关注的是，降息幅度10bp超过以往的5bp。今日1.2万亿元的逆回购投放较今日到期量1.05万亿元多1,500亿元，较2月5日前的到期量1.18万亿元仅多200亿元。

参考SARS经验，新冠疫情将显著冲击一季度经济，特别是第三产业和居民消费，“稳增长”目标的权重进一步上升。而目前的经济基本面与SARS时期不可同日而语。其时我国甫入WTO，经济快速增长，国际收支持续双顺差，外汇大量流入，央行并未进行降息降准操作，反而发行央票回收银行体系过剩的流动性。当前内外矛盾交织下经济增长本就承压，疫情冲击下，基准情形下一季度GDP增速降至4.4%。此时OMO降息彰显了央行稳定市场的决心，有助于稳定及提振市场信心。

3. OMO 降息影响：有效推动“降成本”，金融更好支持实体

首先，金融体系对实体的支持力度不断加大，充足的流动性是前提与保障，预计一季度流动性有望保持充裕。政策正加大对疫区和疫情防控相关产业的货币信贷支持力度，致力于保障企业和居民的金融服务需求。继1月26日银保监会发文后¹，2月1日央行会同有关部门联合印发《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》。

其次，全面降准难以引导 LPR 下行，OMO 降息是合理选择，后续 MLF 降息有望跟进。1 月份 1 年期 LPR 报价继续持平于 4.15%，全面降准释放的 8,000 亿元远不及 1 月约 3 万亿元的流动性缺口，并未有效降低商业银行的资金成本。OMO 降息将带动银行间市场的同业负债成本下行，为贷款利率下行打开空间。

4. 前瞻：货币政策边际宽松

总体来看，新冠疫情冲击将使得货币政策边际宽松，节奏前置、力度加码。支撑货币政策立场的因素包括：一是 2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，“稳增长”目标至关重要；二是目前由供给冲击导致的结构性通胀并不构成掣肘；三是外部均衡压力已有所缓解，全球货币宽松带动中美利差走阔至 125BP，显著高于 80-100bp 的“舒适区间”。

(二) 2月17日 MLF 降息：如期而至

2020年2月17日，央行开展了2,000亿元中期借贷便利（MLF）操作和1,000亿元7天期逆回购操作。其中，MLF 中标利率为 3.15%，前值 3.25%。这次 MLF 降 10bp，是上次降逆回购利率的系列操作第二步，下一步是 20 号调降 LPR 利率。

1. 货币政策量价齐松

今年2月3日开市以来，货币政策操作上量价齐松。数量上，近两周（2.3-2.14）合计净释放流动性约 2,400 亿元。价格上，政策利率曲线全面小幅下移，7 天逆回购利率、14 天逆回购利率、1 年期 MLF 利率相继下调 10bp，幅度大于以往的 5 bp。资金面呈现宽松态势，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%。考虑到节前取现的资金逐渐回归银行体系，今日央行虽实现净回笼 7,000 亿元，流动性依然充裕。

2. 疫情防控 2.0 阶段：“稳增长”重要性继续上升

随着前期疫情防控措施的成效有所显现，各地陆续复工复产，政策亦从“高度关注疫情防控”转入“统筹协调疫情防控与经济增长”的 2.0 阶段，逆周期调节政策仍会持续发力以支撑

¹ 1月26日银保监会发布《关于加强银行业保险业金融服务配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》，2月1日央行还发布了《坚定信心 同舟共济 做好金融对疫情防控和实体经济的支持工作》。

经济企稳。疫情爆发后共召开3次政治局常委会会议（1月25日、2月3日和12日），首次会议内容全部与疫情防控相关，第二次会议进一步提出“要继续为实现今年经济社会发展目标任务而努力”，第三次会议对“稳增长”做出更细致全面地部署，新增“努力把新冠肺炎疫情影响降到最低，保持经济平稳运行和社会和谐稳定，努力实现党中央确定的各项目标任务”、“要加大宏观政策调节力度”、“要积极扩大内需、稳定外需”等表述。

3. 关注后续两个“超预期”：LPR 报价和存款基准利率

本次 MLF 下调的时点和幅度均符合市场预期，本月 1 年期 LPR 报价同步下行 10 bp 已是大概率事件，5 年期 LPR 或仅将小幅下调 5bp。“房住不炒”导向下 5 年期 LPR 下调空间显著低于 1 年期 LPR，但从降低刚需购房者的购房成本、稳定合理购房需求的角度看，5 年期 LPR 的小幅下调有助于对房地产投资形成支撑、稳定房地产市场运行。

此外，需关注近期存款基准利率的调降有望落地，预估幅度为 5-10bp。目前存款成本较为刚性仍是制约贷款利率下行的主要因素，而在存款利率定价自律机制和存款基准利率尚存的背景下，政策利率的变动难以传导至存款利率，调整存款基准利率是合理选项。且与各期限政策利率的下调相比，存款利率下调对商业银行综合负债成本的影响更为显著。截至 2019 年 12 月，商业银行存款在负债端地占比高达 62.2%，对央行、其他存款性公司、其他金融性公司的负债与债券发行的占比仅为 23.9%。

（三）《2019 年四季度货币政策执行报告》：结构性宽松可期

2月19日晚，央行发布《2019年四季度货币政策执行报告》（下文简称《报告》）。2月20日，1年期LPR下行10bp至4.05%，5年期LPR下行5bp至4.75%，均符合我们此前的预期。

1. 宏观经济：疫情冲击下亟待“稳增长”

国际方面，“世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期”：一是央行认为“全球经济虽然有企稳迹象，但下行压力仍较大”，且“政策支持空间逐渐收缩”；二是需警惕“近期贸易摩擦风险有所缓和，但不确定性犹存”。

国内方面，央行对经济的总体判断为“下行压力仍然较大”，并重提“三期叠加”影响持续深化”。新冠肺炎疫情短期内将对经济增长造成冲击，央行认为“主要体现在消费减少、企业复工较晚等方面”，应对之策为“释放国内市场需求潜力”。央行还在专栏四中提到“缓解结构性就业压力，促进实现充分就业”，指向“稳就业”亦是政策的着力点。

物价方面，短期内，央行认为应密切监测“新冠肺炎疫情等因素可能对物价形成的扰动”，长期来看，央行继续表示“我国不存在长期通胀或通缩的基础”。回顾 2019 年，由猪周期推动的结构性通胀一度引发市场对货币政策方向的争议，但随后被 11 月以来的政策操作证伪。显示短期供给冲击导致的结构性通胀不会成为货币政策的掣肘因素。

简而言之，海内外的经济下行压力叠加短期疫情冲击，确定了未来货币政策边际宽松的大方向。

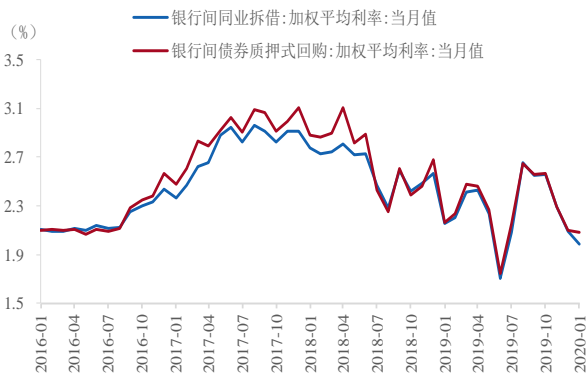
2. 政策基调：边际宽松节奏前置、力度加码

今年作为全面建成小康社会目标任务和“十三五”规划的收官之年，政策本就有“圆满收官”的重任，叠加突如其来的疫情冲击，央行进一步强调“将疫情防控作为当前最重要的工作来抓”。基于此，《报告》新增了货币政策要“守正创新、勇于担当”，继续“加强逆周期调节”，强调“科学稳健把握逆周期调节力度”，从而“确保经济运行在合理区间”。指向“稳增长”仍是当前货币政策的首要任务。此外，新增“促进经济金融良性循环”，结合专栏二，在支持小微企业、推动“降成本”的过程中，央行对商业银行提出“适当降低对短期利润增长的过高要求，向实体经济让利”。

央行在专栏一中对“科学稳健把握逆周期调节力度”做出解读：一是总量上的着力点在于“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基本匹配”，且央行认为这一机制兼顾了宏观杠杆率过快上升可能导致的风险；四季度的 M2 和社融增速略高于名义 GDP 增速，体现了强化逆周期调节，在此框架下，我们可判断一季度的金融数据有望保持平稳。二是要进一步发挥结构性政策精准滴灌的作用。三是进一步深化利率和汇率市场化改革。

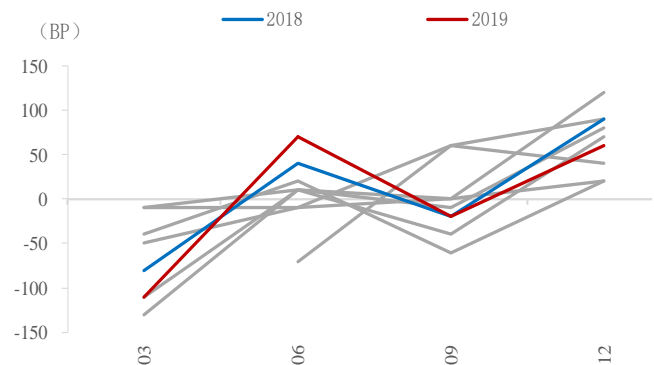
四季度以来，银行体系的流动性整体充裕，边际上有所改善。超储率方面，2019年12月末金融机构超额存款准备金率为2.4%，环比增加60bp，同比持平于2018年，属于历史同期的中上水平。货币市场利率方面，四季度以来银行间同业拆借加权平均利率和银行间质押式回购加权平均利率分别由三季度末的2.55%和2.56%下行至2020年1月末的1.99%和2.08%，显示资金面边际宽松。

图 21：四季度货币市场利率大幅下行



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

图 22：超储率的季节性



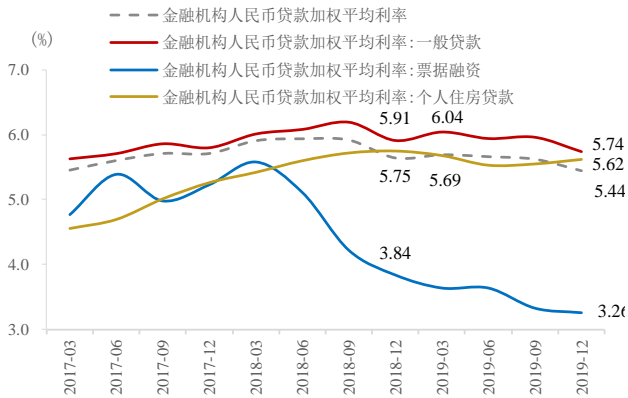
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

3. 政策重点：“降成本”效果显现

《报告》显示，四季度以来，实体经济融资成本有所下行，且下行幅度超过同期 LPR 降幅。2019年四季度，MLF 利率调降 5bp，带动 1 年期 LPR 于 11 月同步下降 5bp；截至 2019 年 12 月末，一般贷款加权平均利率为 5.74%，较 9 月末下降 22bp。短期内，疫情冲击下，央行“降息”的速度明显加快、且幅度加码，2020 年 2 月 OMO、MLF 利率、1 年期 LPR 相继下行 10bp。

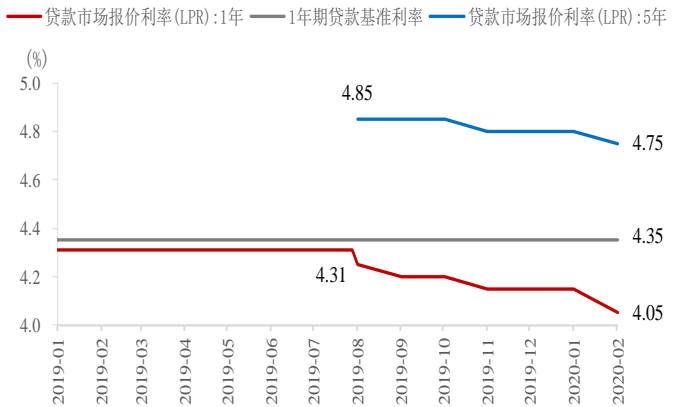
长期来看，“降成本”的核心在于利率并轨，《报告》提到“健全基准利率和市场化利率体系”，指向央行后续将明确基准利率以向市场释放可信而健全的价格型调控信号；央行未来会继续推动银行运用 LPR 定价，转变传统定价思维，坚决打破贷款利率隐性下限，疏通货币政策传导。我们预计 2020 年 1 年期 LPR 利率或将进一步下行至 3.90%。

图 23：四季度以来实体经济融资成本有所下降



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

图 24：2 月 LPR 报价有所下降



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

4. 政策难点：流动性分层与信用分层仍待疏解

2019 年以来，流动性分层加剧了中小银行风险，央行提到“在信用风险加快暴露情况下，部分中小金融机构风险偏好下降”。对此，央行会“继续做好重点领域高风险机构的‘精准拆弹’工作”，目前正积极推进恒丰银行、锦州银行改革重组，央行还将“拓宽永续债投资主体”。

针对中小企业的融资困境，在第三季度的“增强调控前瞻性、针对性和有效性”的基础上，《报告》新增“精准性”，指向后续结构性政策的使用力度将进一步加大。近期政策不断强化对中小企业的货币信贷支持力度，包括针对受困企业定向调低贷款利率、专项再贷款与财政贴息捆绑发力等。央行后续将“建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制”，政策工具在以往的“定向降准、再贷款、再贴现”基础上新增“宏观审慎评估”。在专栏三中，央行提出“更多发挥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，央行还将“研究出台商业银行服务乡村振兴考核办法”、“优化创业担保贷款政策”。

5. 结论：货币政策的结构性宽松可期

总体来看，我们认为经济下行压力叠加短期疫情冲击，“稳增长”仍将是政策立场考量中的决定性因素，且主要通过结构性政策发力。当前货币政策的根本问题仍在于传导机制不畅，“降成本”效果虽初步显现，但金融体系的流动性分层与实体经济的信用分层仍待疏解，是未来政策的难点。

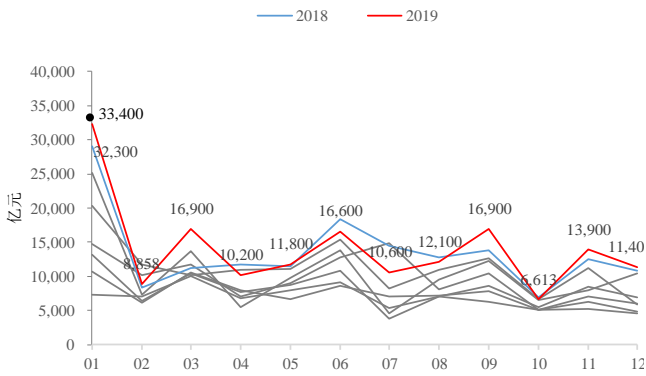
(四) 1月金融数据：一季度社融仍有望保持稳定

1月我国新增人民币贷款3.34万亿，新增社融5.07万亿，均超出市场预期；M2同比增长8.4%，低于市场预期。

1. 信贷：总量季节性回升，结构持续改善

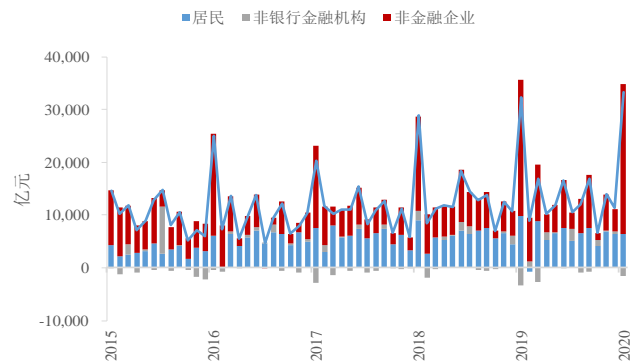
1月新增人民币贷款33,400亿，高于市场预期的28,211亿，创下同期历史新高，信贷结构也延续了去年下半年以来的改善趋势。其中，1月新增企业贷款同比多增2,800亿，环比多增2.44万亿，新增中长贷占比为59.5%，指向逆周期调节的成效持续显现。1月居民中长贷继续保持韧性，占新增居民贷款的比重达118%。考虑到疫情后房地产销售几乎停滞，或将对2、3月的居民中长贷造成显著的负面影响。

图 25：1月信贷超季节性回升



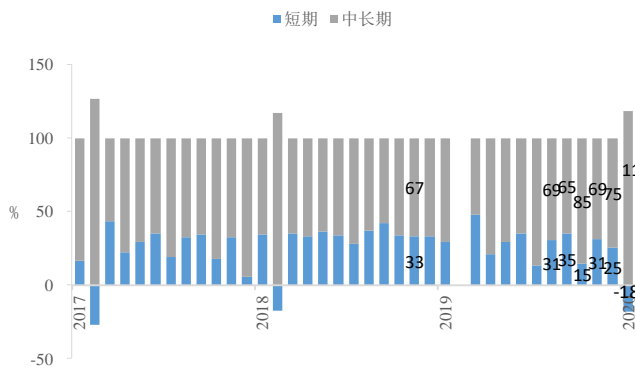
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

图 26：新增人民币贷款及构成



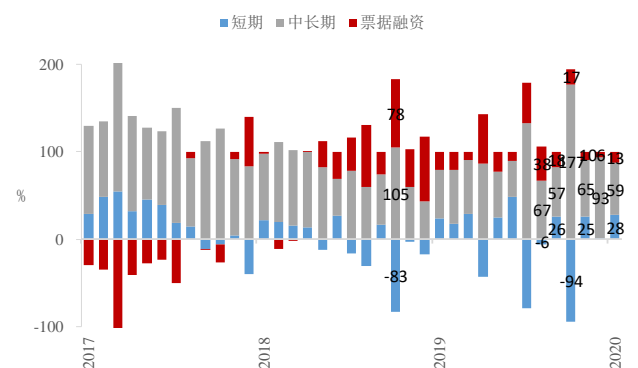
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

图 27：新增居民贷款构成占比



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

图 28：新增非金融企业贷款构成占比

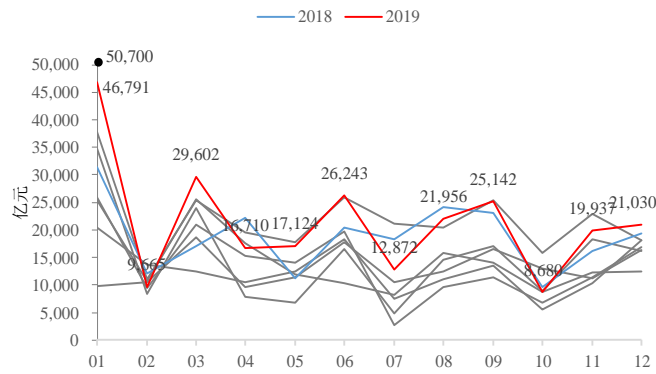


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

2. 社融：专项债放量发行，非标继续回暖

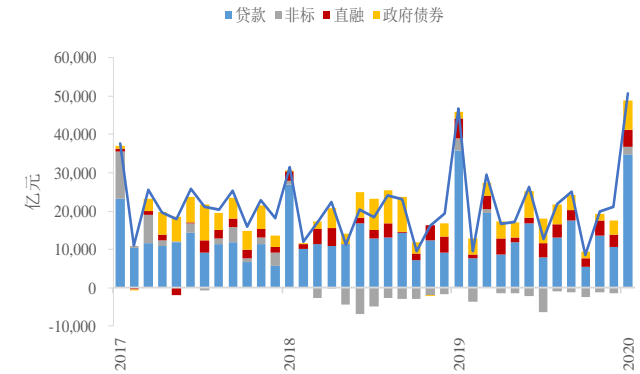
1月新增社融5.07万亿，高于市场预期的4.29万亿，创下同期历史新高，同比多增3,908亿，主要是受到政府债券同比大幅多增的推动，解释了新增社融同比多增的151%，进一步地，几乎全是地方政府专项债的作用，而贷款、直融（股票+企业债券）均分别同比少增768亿元和644亿元。今年以来，财政政策前置发力的力度显著高于往年。另外，非标中的委托贷款和信托贷款延续修复态势，自2018年以来首次实现两者合计值的正增长，考虑到资管新规过渡期或将适度延长，非标融资环境将边际改善。

图 29：1月新增社融超季节性回升



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

图 30：新增社融及构成

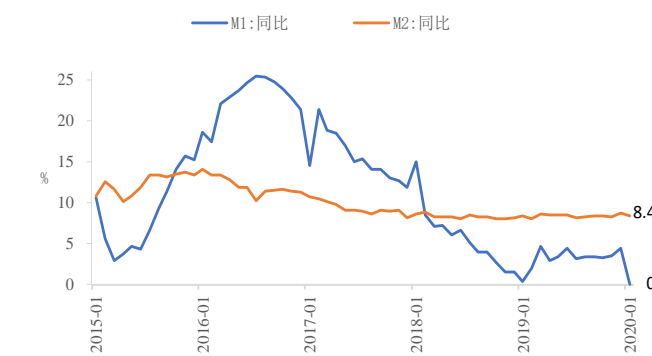


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

3. 货币：M2-M1 剪刀差走阔

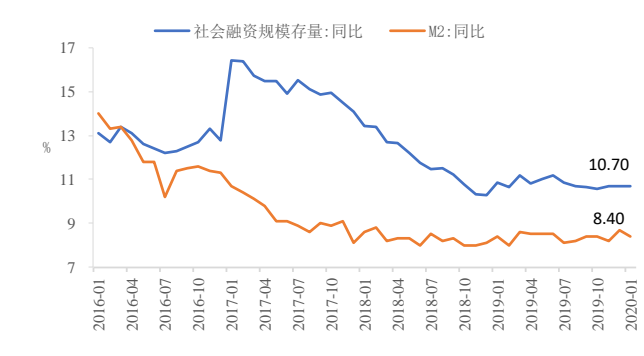
1月M2同比增速环比回落0.3pct至8.4%，低于市场预期8.6%，M1同比增速环比下行4.4pct至0。M1、M2增速放缓主要是受春节错位和疫情影响，去年春节在2月初，今年春节在1月末，企业存款发放工资和奖金导致其存款减少，疫情抑制了居民消费，导致居民存款难以回流至企业。而非银存款同比大幅多增，指向存款资金流向理财产品。

图 31：1月 M2-M1 剪刀差走阔



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

图 32：社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

4. 前瞻：逆周期调节持续加码，社融增速有望保持稳定

总体来看，1月金融数据的全面超预期并未体现疫情的影响，主要是年初集中投放了去年底储备的项目，且专项债发行节奏明显前置。就2月而言，春节叠加疫情冲击将对金

融数据有所扰动，但考虑到2019年的低基数，政策对疫情防控领域的有力支持，**社融增速仍有望保持稳定**。截至2月14日中午12时，银行业金融机构为抗击疫情提供的信贷支持金额超过5370亿元。后续随着企业陆续复工复产，融资需求有所修复，或将带动社融增速进一步回升。

(五) 国常会金融政策：结构性政策“精准”发力

2月25日，国务院常务会议确定了按市场化、法治化原则加大对中小微企业复工复产的金融支持措施。对此我们点评如下：

1. 政策内容：四大举措支持中小企业“宽信用”

此次会议的金融政策可归纳为四个方面：

一是**增加再贷款、再贴现额度5,000亿元**，重点用于中小银行加大对中小微企业信贷支持，并下调支农、支小再贷款利率**25BP至2.5%**。6月底前，对地方法人银行新发放不高于贷款市场报价利率（大概率为1年期LPR报价4.05%）加50BP的普惠型小微企业贷款，允许等额申请再贷款资金。

二是**政策性银行将增加3,500亿元专项信贷额度**，以优惠利率向民营、中小微企业发放。

三是国有大型银行上半年普惠型小微企业贷款余额同比增速要力争不低于30%；鼓励引导全国性商业银行加大对小微企业信贷投放力度，**努力使小微贷款利率比上年有明显下降**。

四是鼓励金融机构对符合条件、流动性遇到暂时困难的中小微企业包括个体工商户贷款本金，给予临时性延期偿还安排，付息可延期到6月30日，并免收罚息；**湖北省境内各类企业都可享受上述政策**。

2. 政策影响：小微融资“量增价减”，商业银行息差承压

政策积极加大对小微企业信贷需求的定向支持力度，小微企业融资成本仍将继续下行。数量上，本次新增再贷款再贴现和专项信贷额度合计达8,500亿元，考虑此前的专项再贷款3,000亿元，央行和政策性银行已主动扩表1.15万亿元，额度增量为近年来之最，可见此轮货币政策宽松有明显的结构性特征，一方面支持防疫抗疫相关企业，另一方面支持小微企业和个体工商户。价格上，2月以来7天和14天逆回购利率、1年期MLF利率、1年期LPR均下行10bp，以引导实体经济融资成本下行；针对疫情防控重点保障企业的“定向降息”落地，确保其实际融资成本低于1.6%；此次进一步下调支农支小再贷款利率25BP与小微贷款利率，仍是具有结构性特征。

此次政策践行了“商业银行让利于实体经济”理念，商业银行息差普遍收窄，其中中小银行的息差压力更为显著：

中小银行方面，作为服务中小企业的主力军，此次的再贷款再贴现也主要给到中小银行，综合考虑小微贷款利率上限4.55%和再贷款成本2.5%，中小银行可获得的利差为

205BP，较正常时期的355BP下降150BP（大致等于2019年新发放普惠型小微企业贷款平均利率6.7%减去1年期MLF利率3.15%）。且后续随着LPR下行，中小银行的利润空间还会进一步压缩。

大型银行方面，今年上半年国有大型银行发放的小微信贷需满足与2019年一致的增速要求，但考虑到2019年国有行小微信贷的实际增速“超额”达到47.9%，基数效应导致今年完成目标的难度上升。**全国性商业银行将继续发挥“头雁”作用**，促进小微贷款利率进一步下行。2019年新发小微贷款平均利率较2018年下降69BP，综合融资成本降幅超1%，**预计2020年降幅或将超过69BP。**

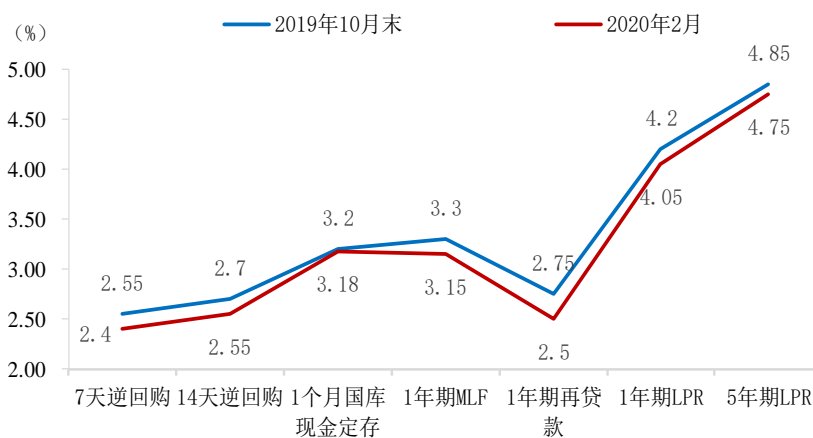
政策性银行方面，其新增的3,500亿元专项信贷或将以“转贷”中小银行的形式落地，再由中小银行贷给中小企业，有助于将政策性银行的资金成本优势与中小银行的渠道优势进一步融合。

3. 结论：结构性政策“精准”发力

总体来看，综合考虑今年货币政策进一步宽松、而实体经济风险上升，“利率双轨”问题或再次凸显。央行将进一步加大结构性货币信贷政策力度，通过降息（以及对称降息）、再贷款+财政贴息、MPA考核等方式降低实体经济融资成本，另外也将避免银行间市场流动性过于宽松。此外，为促进中小银行发挥支持中小微企业的优势，叠加流动性分层与疫情冲击加剧了中小银行风险，政策亦会加大对中小银行的流动性支持力度，定向降准的概率进一步上升，调整存款基准利率以引导存款利率下行也是可能的政策选项。

前瞻地看，预计一季度货币政策将处在适度宽松区间。价格型操作上，未来仍需下调MLF利率以降低实体经济融资成本，MLF降息可能在3月再次落地，幅度5-10bp，各期限政策利率或将同步下调；存款基准利率有望下调，但可能会低于贷款利率下降幅度。数量型操作上，定向降准、再贷款、再贴现、MPA等结构性政策工具的重要性进一步上升，一季度流动性有望保持充裕。待结构性政策落地后，后续的普遍性政策可能需要等待财政政策发力，货币政策进而再通过（全面）降准和降息予以配合。

图 33：各期限政策利率全面下移



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际证券

四、政策跟踪：防疫进入 2.0 阶段

2月21日，中共中央政治局召开会议，部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作。

（一）疫情判断：拐点未至，初步遏制

针对疫情发展，会议认为“全国疫情发展拐点尚未到来”，不仅强调了湖北形势严峻，还点名了北京。自疫情爆发以来，中央政治局常委会先后共召开了四次会议（1月25日、2月3日、12日和19日），19日常委会会议决定“将有关意见提请中央政治局会议审议”（2月21日）。疫情发生后，中共中央政治局高度关切，会议频度前所未有的。

从四次会议的表述来看，疫情逐步从“加快蔓延”（1月25日）、“全国蔓延”（2月3日）到“出现积极变化”（2月12日）并得到“初步遏制”（2月21日）。虽然拐点未至，但会议确认疫情稳步改善，肯定了防疫政策取得的阶段性成效。

在经济方面，会议指出，我国经济运行受到了“明显影响”，要“把疫情影响降到最低”。在疫情得到“初步遏制”的前提下，这意味着“稳增长”的诉求上升。长期来看，会议强调我国“经济有巨大的韧性和潜力，长期向好的趋势不会改变”，与去年末的中央经济工作会议一致。

（二）工作重心：统筹做好防疫与“稳增长”

会议要求“统筹做好疫情防控和经济社会发展工作”，并在2月3日之后会议的基础上再次强调了总体的目标任务，即“决胜”全面建成小康社会、“决战”脱贫攻坚目标任务、完成“十三五”规划。

紧跟疫情发展，四次政治局常委会也对工作重心实时动态调整，经济工作的重要性持续上升。除第一次外，后三次会议均涉及经济工作，且篇幅和重要程度也逐步提升：本次通稿中有7段涉及经济工作，而2月3日和12日分别仅有1段和3段。事实上，在当前形势下，强调经济工作不仅是为了“稳增长”，更是为了防范和化解系统性风险。

（三）宏观政策：“更加”积极

财政政策方面，会议的表述从2019年中央经济工作会议的“大力提质增效”变为“更加积极有为”，预示今年财政政策基调将更为积极，赤字率、新增专项债规模或进一步上调。疫情爆发以来，财政政策为应对疫情已经推出了社保减免（2月-6月）、为疫情相关行业提供3,000亿再贷款补贴以及降低担保和再担保费用等措施。此次会议提出要“发挥好政策性金融作用”，预计可能通过重启 PLS 进一步支持基建等重点领域。

货币政策方面，本次会议的定调更为积极，在“灵活适度”前多了“更加”两字。新冠疫情冲击使得货币政策边际宽松，节奏前置、力度加码，2月政策利率全面超预期下调10BP。预计未来政策仍将处在适度宽松区间。价格上，MLF降息或将在3月再次落地，幅度为5-10BP，存款基准利率也可能调降；数量上，信贷将强化对中小企业和重点行业的“精准”支

持，包括住宿餐饮、文体娱乐、交通运输、旅游以及农业，定向降准、再贷款、再贴现、MPA等结构性政策有望进一步发力，对中小银行的定向降准可期。

（四）重点工作：六大方面

会议对六大方面的重点工作提出具体要求，包括（1）有序推动复工复产；（2）打好三大攻坚战；（3）加大宏观政策调节力度；（4）积极扩大有效需求；（5）深化对外开放和国际合作；（6）加大民生托底保障力度。

在返岗复工方面，政策的思路延续2月12日会议“分区分级”的精准防控思路，并强调交通运输是“先行官”。

在三大攻坚战方面，脱贫攻坚仍保持在第一位，强调“确保”“如期全面完成”；第二位的污染防治，针对最新疫情的影响，增加了“加快补齐医疗废物、危险废物收集处理设施方面短板”；而防风险方面“守住不发生系统性金融风险底线”的前缀从“牢牢”改成了“坚决”，进一步强调底线思维。

对于消费、投资和贸易“三驾马车”，会议通稿中将消费摆在首位，足见其在“稳增长”中的重要性。针对疫情影响，会议特别强调促进消费“回补和潜力释放”。投资方面，会议继续强调了此前两次会议（2月3日、12日）中提到的“新投资项目”和“在建项目”，并将“在建项目”的措辞从“积极推进”改为“加快”，表明基建托底的力度将进一步加强。重点领域包括生物医药、医疗设备、5G网络、工业互联网等领域。贸易方面，会议对稳定外需的部署更加细化，在“尽快复工复产”的基础上，明确要“维护全球供应链稳定”。疫情发生后的政治局会议并未提及房地产。

（五）小结：防疫进入2.0阶段

总体来看，221政治局会议对于疫情防控和经济工作部署，验证了招商银行首席观点《新冠病毒防疫的公共经济学分析》的判断，随着疫情逐渐明朗，政策开始有序地向平衡防疫和复工的2.0阶段过渡。预计未来财政政策将更加积极，货币政策将结构性宽松，政策加快向复工复产倾斜，消费支持政策或将逐步推出，投资继续加快基建补短板，同时也将努力营造更加良好的贸易环境。

五、热点追踪：美国将中国移出反补贴法项下的发展中国家名单

2月10日，美国贸易代表办公室（USTR）更新了反补贴税法（the Countervailing Duty Law，以下简称CVD）项下的发展中国家和最不发达国家名单，其中不包含中国。

（一）事件背景：美国对发展中国家地位不满已久

美国对WTO框架下发展中国家地位以及与之相关的特殊和差别待遇问题不满已久。2019年7月26日，白宫就发布过《改革世界贸易组织发展中国家地位备忘录》，认为包括中国在内的部分国家，利用发展中国家身份获得了国际贸易领域不公平的优势（unfair advantages）以及WTO规则和谈判中的灵活性（flexibilities）。

在WTO的多边贸易框架下，发展中国家与发达国家承担不同的义务：如更长时间的实施保障措施、更宽松的过渡期、更温和的关税削减、争端解决的程序优势、某些出口补贴的保有等规则优势。具体来看，发展中国家享有的“特殊和差别待遇”（special and differential treatment）广泛涉及WTO协定/协议中的155个条款，包括（1）增加贸易机会，如提供非互惠的普遍优惠制（GSP，零或低进口关税）；（2）利益保障，如更高的反补贴、反倾销调查门槛；（3）承诺、行动和政策工具使用的灵活性，如允许农业投资补贴、服务业有限度开放；（4）较长过渡期；（5）技术援助，如在制定技术条例、标准和合格评定程序时避免给发展中国家带来进出口障碍等；（6）有关最不发达国家的额外优惠，如免除市场开放、农业进口关税减让等义务。

（二）调整依据：美国单方面认定的三大标准

WTO并没有“发达国家”和“发展中国家”的明确界定，成员国自行宣布他们的发展中国家立场。美国在此前的白宫备忘录中要求WTO重新厘清其有关发展中国家自我认定的标准，受到中国、印度等发展中国家的反对。在本次修改中，USTR明确了美国单方面认定“发展中国家”的标准：（1）人均国民总收入（GNI）低于\$12,375；（2）在全球商品贸易的份额占比不高于0.5%；（3）其他因素，包括非欧盟成员、非经合组织（OECD）成员、非G20成员等。而我国虽人均GNI符合其标准（2018年\$9,460），但在全球贸易中的份额占比（11.75%）远高于0.5%，且属于OECD和G20成员国。此外，美国还列出了中国香港、韩国、印度、泰国、越南、马来西亚等27个国家地区不享受发展中国家待遇。

（三）直接影响：在反补贴法项下对中国并无影响

USTR此次更新的清单仅影响反补贴法项下的优惠待遇，即发展中国家享受比发达国家更高的反补贴调查门槛：对出口产品补贴不超过2%（从价），或者补贴产品数量不超过进口国4%时，应立即终止反补贴税调查；而发达国家的这两项指标分别为1%和3%。

本次清单修改对美国针对中国的反补贴调查并无影响，媒体对此存在误读。美国的反补贴调查一直以来按照1998年版本的清单执行。而中国并不在此清单中，1998年中国还不是WTO成员不享受此项优惠待遇；而此后美国也并未更新过名单。因此，美国对中国的反补贴调查始终按照发达国家的标准执行，修改前后并无变化。

（四）潜在影响：警惕国际谈判和贸易格局新变化

虽然此次美国调整清单对我国实质影响不大，但此举标志着美国20年来对发展中国家贸易政策的首次变化，或将产生深远影响：

一是对WTO体系产生冲击，或将带来全球贸易格局变化，进一步提高全球贸易成本。目前，在美国的压力下WTO上诉机构和整个争端解决机制已经停摆，美国通过不断发起贸易摩擦，重塑美国与其他国家的贸易规则。二是影响未来WTO谈判。发达国家和发展中国家义务不同，在WTO的乌拉圭回合和多哈回合谈判中都有体现；而在全球气候谈判中，我国也主张“共同但有区别的义务”。美国此次单方面规定“发展中国家”的认定标准，事实上向打破我国参与国际事务时提出的“共同但有区别的责任”主张走出了第一步，需要警惕影响进一步延伸至其他领域。三是关注WTO其他成员国态度。欧盟也在推动WTO改革，其方案

与美国有相似内容，明确提到在规则上推动公平竞争，解决所有经济部门的市场准入、歧视和监管障碍等。**四是或将影响我国出口。**未来美国可能会增加对印度、泰国、越南等反补贴调查和处罚，或将影响我国通过这些国家向美国的出口。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律义务。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。