



太和智库  
Taihe Institute

# 太和财经

中长期稳中向好  
“新基建”暂为辅助

太和智库 2020年3月 刊



关注时代  
On Times We Focus

地址：北京市朝阳区东三环南路顺迈金钻大厦23层  
电话：010-84351977 网址：www.taiheinstitute.org

# 目 录

报告主要观点.....	1
<b>一、中国经济运行评析.....</b>	<b>4</b>
<b>(一) 宏观经济数据评述.....</b>	<b>4</b>
1. 物价走势评述.....	4
2. 制造业 PMI 评述.....	4
3. 工业增加值评述.....	6
4. 固定资产投资评述.....	6
5. 社会消费总额评述.....	7
6. 对外贸易评述.....	7
<b>(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....</b>	<b>9</b>
1. 物价走势分析与预测.....	9
2. 制造业 PMI 分析与预测.....	12
3. 工业增加值分析与预测.....	17
4. 固定资产投资分析与预测.....	20
5. 社会消费总额分析与预测.....	24
6. 进出口数据分析与预测.....	26
<b>二、中国金融数据点评.....</b>	<b>29</b>

(一) 中国金融数据评析.....	29
(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	31
<b>三、全球金融市场走势预判.....</b>	<b>32</b>
(一) 全球股票市场评析.....	32
1. 欧美股市评述.....	32
2. 亚洲股市评述.....	33
3. 全球未来股市走势分析.....	33
(二) 全球债券市场评析.....	36
1. 美国国债市场评述.....	36
2. 中国债券市场分析.....	37
3. 中国债券市场预判.....	38

## 报告主要观点

太和财经对 2020 年 3 月中国经济数据分析如下：

**1.以“食品价格显著通胀，非食品价格温和通胀，PPI 通缩”为特点的价格走势仍将持续。**CPI 同比继续上涨，以猪肉价格为代表的食品价格走高是推高 CPI 同比涨幅的主因；PPI 同比由升转降，主要受石油、天然气等大宗商品价格下降的拖累；剔除食品价格后通胀温和。

**2.上半年 PMI 预计难以恢复至去年同期水平。**虽然我国已率先控制住疫情，但国际新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）尚处于暴发初期，全球需求回落将重创全球产业链，并拖累国内制造业 PMI 复苏及国内经济增速。

**3.工业增加值小幅反弹。**受疫情影响，2 月份工业增加值三大门类均负增长，其中制造业下滑最为严重，3 月份工业增加值将比 2 月有所好转，但幅度不大。

**4.固定资产投资规模不可轻易扩大。**固定资产投资增速因需求疲软而触底，制造业投资和基建投资增速承压最为严重；目前以控债务为主线的投资基调不可轻易放弃，虽然投资方向可变，但投资总量不可轻易扩大。房地产投资增速回落，但仍然呈现出一定韧性。

**5.社会消费大幅萎缩。**受疫情冲击，线下消费和可选类消费大幅下滑，5G等领域未来将成为消费的重要增长点，但短期并不能代替传统消费，需要重视传统领域消费的积极作用。

**6.贸易困难期将持续至下半年。**2020年3月公布的出口与进口无论按人民币计还是按美元计，均由升转降，预计我国进出口将在今年前两季度内持续受阻。

**7.金融整体宽松局面将贯穿全年。**2020年3月公布数据显示非标融资和政府债券拖累社融数据，企业债券融资起到支撑作用，社融增速略低于预期，体现了疫情冲击对实体经济的伤害；M2增速回升，体现逆周期政策的积极作用；针对小微企业和受灾严重行业，财政政策和信贷政策有待进一步完善和细化，以拯救中小企业稳增长、保就业。

太和财经对全球金融市场分析如下：

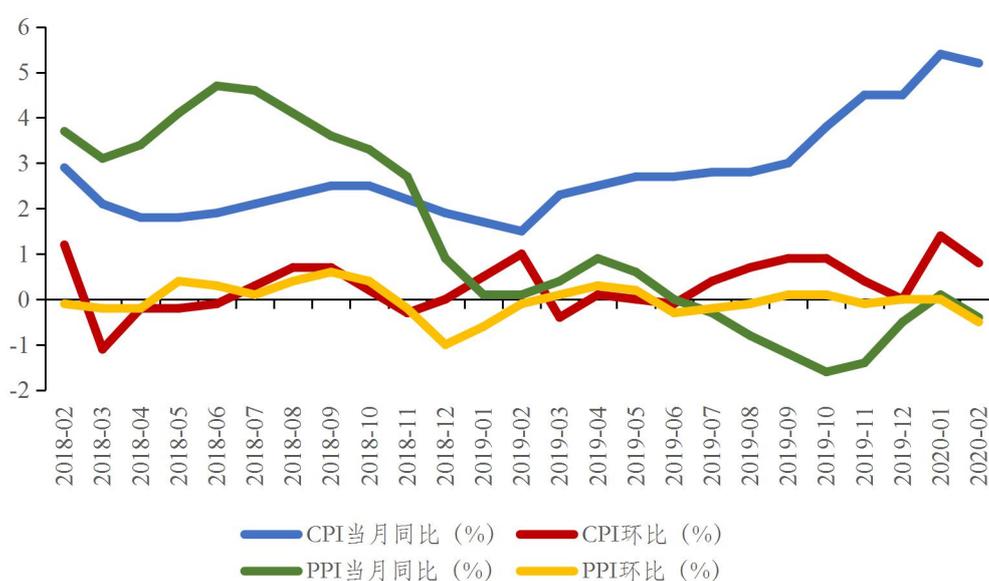
**1.欧美股市风云变幻。**虽然2月中上旬欧美股市整体表现相对平稳，但是进入2月下旬之后，因疫情冲击和欧美自身金融体系的问题，欧美股市大幅震荡下行。美国股市走熊的原因更加复杂，美股暴跌将引发美国新一轮债务危机，甚至是经济危机。中国股市近期下行的主要原因是国外疫情蔓延引发全球经济衰退叠加美国资本市场危机，导致A股短期内难以独善其身；中长期来看，随着中国经济的稳中向好，太和财经对A股之后走出独立行情充满期待。

**2.债市方面，短期内利率债进一步下行的空间有限。**一方面，货币政策短期内进一步宽松的可能性较小，而在流动性较为充裕的环境下，进一步宽松的边际影响也相对较弱。2月份以来，疫情造成的恐慌、经济下行预期以及各国央行的货币政策，成为主导全球债券市场的重要因素。当下内地的债券市场并不具备成规模的投资机会，如想获得超额收益，债券投资者只能下功夫精选高收益个券，或将目光投向海外。预计2020年上半年，中国资本市场的机会在股而不在债。

## 一、中国经济运行评析

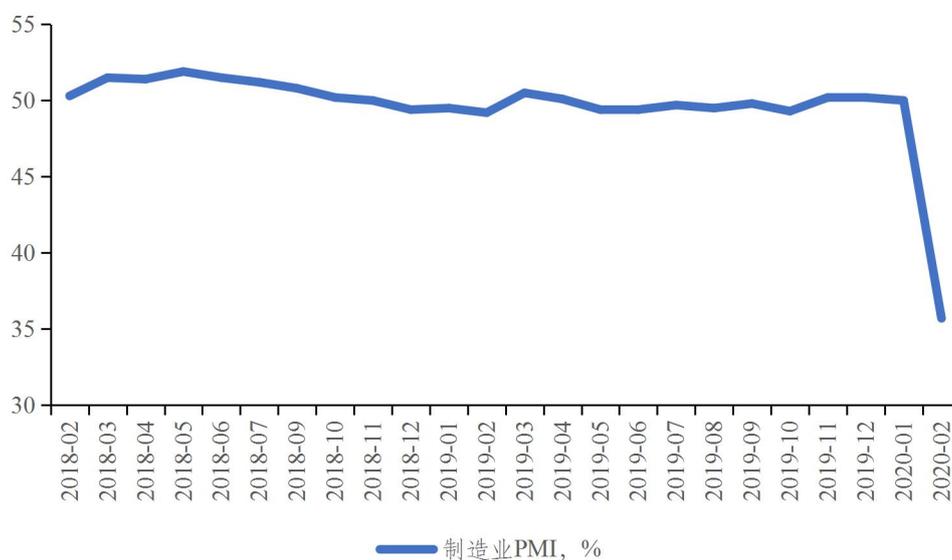
### (一) 宏观经济数据评述

1. 物价走势评述。2020年3月公布数据显示CPI同比上涨5.2%，增幅较上月回落0.2个百分点；环比上涨0.8%，涨幅较2月回落0.6个百分点。PPI同比由升转降，由上涨0.1%转为下降0.4%；环比为下降0.5%。



2. 制造业 PMI 评述。受疫情的影响，今年3月公布的制造业 PMI 受到了非常明显的冲击，较前值下降了 13.4 个百分点，大幅低于荣枯线下。从分项数据看，生产指数为 27.8%，比上月下降 23.5 个百分点，制造业生产放缓明显；新订单指数为 29.3%，比上月下降 22.1 个百分点，制造业市场需求大幅回落；原材料库存指数为 33.9%，比上月下降 13.2 个百分点；从业人员指数为 31.8%，比上月下降 15.7 个百分点。分企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 36.3%、35.5%和 34.1%，比上月下降 14.1、

14.6 和 14.5 个百分点。非制造业商务活动指数为 29.6%，比上月大幅下降 24.5 个百分点；综合 PMI 产出指数为 28.9%，比上月下降 24.1 个百分点。

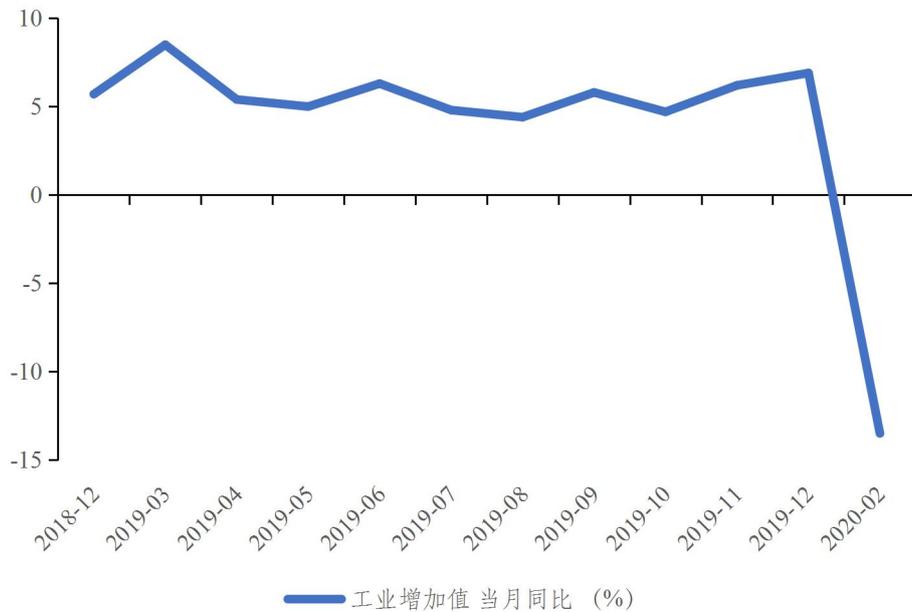


2020 年 3 月公布的制造业 PMI 下滑明显，且大幅低于荣枯线。从各种景气度衡量指标来看，本次疫情对制造业的影响要高于预期，无论是制造业生产活动、市场需求，还是用工水平、原材料库存等指数均高位回落。制造业企业现金流中断的风险难以得到有效规避，特别是对于利润率偏低的小型企业，流动性风险足以导致破产。不同企业规模的指数也显示出制造业问题的严重性。大型企业的规模保护作用在疫情的影响下大幅减弱，而本身就缺乏规模保护的中小型企业则更加生存困难，疫情带来的负面冲击将带来严重的长期影响。

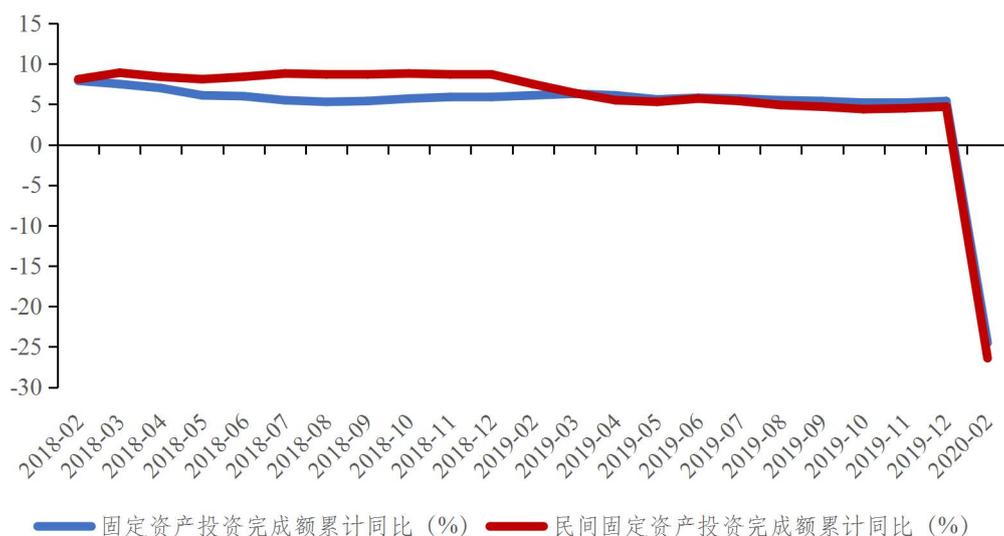
截至 2 月 25 日，全国采购经理调查数据结果显示，大中型企业复工率为 78.9%，其中大中型制造业企业达到 85.6%，国内

生产秩序正在逐渐恢复。尽管如此，仍有两点不容忽视：一是在疫情带来外部性冲击之前，国内需求已经陷入了趋势性疲软；二是其他重要经济体正在不同程度地遭受疫情冲击，外需不确定性再次抬升。因此，短期而言，在内外需求均遭重创的情况下，国内制造业 PMI 指数以及国内经济都将面临严峻的挑战。

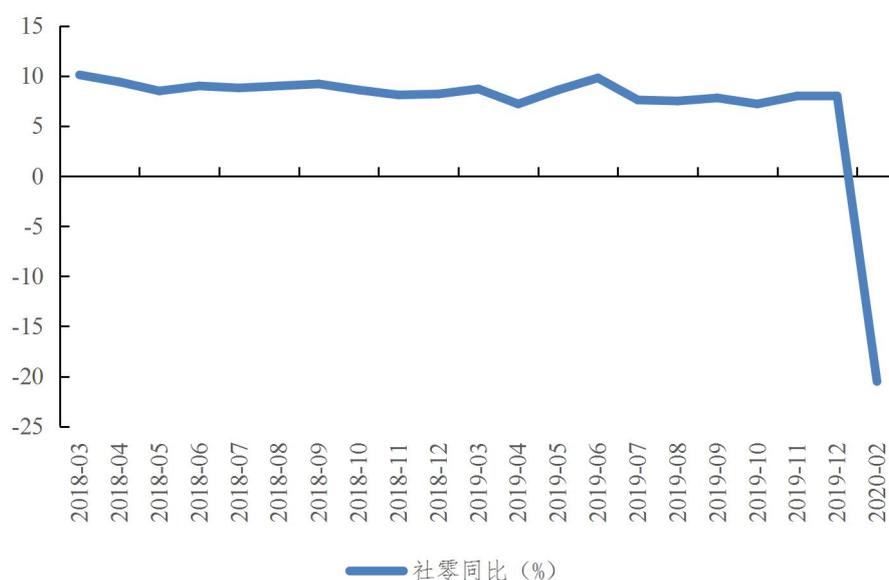
**3. 工业增加值评述。**2020 年 1-2 月份，规模以上工业实际增加值同比下降 13.5%，低于预期。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月下降 26.63%。



**4. 固定资产投资评述。**2020 年 1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）33323 亿元，同比下降 24.5%，其中，民间固定资产投资 18938 亿元，同比下降 26.4%。从环比速度看，2 月份固定资产投资（不含农户）下降 27.38%。

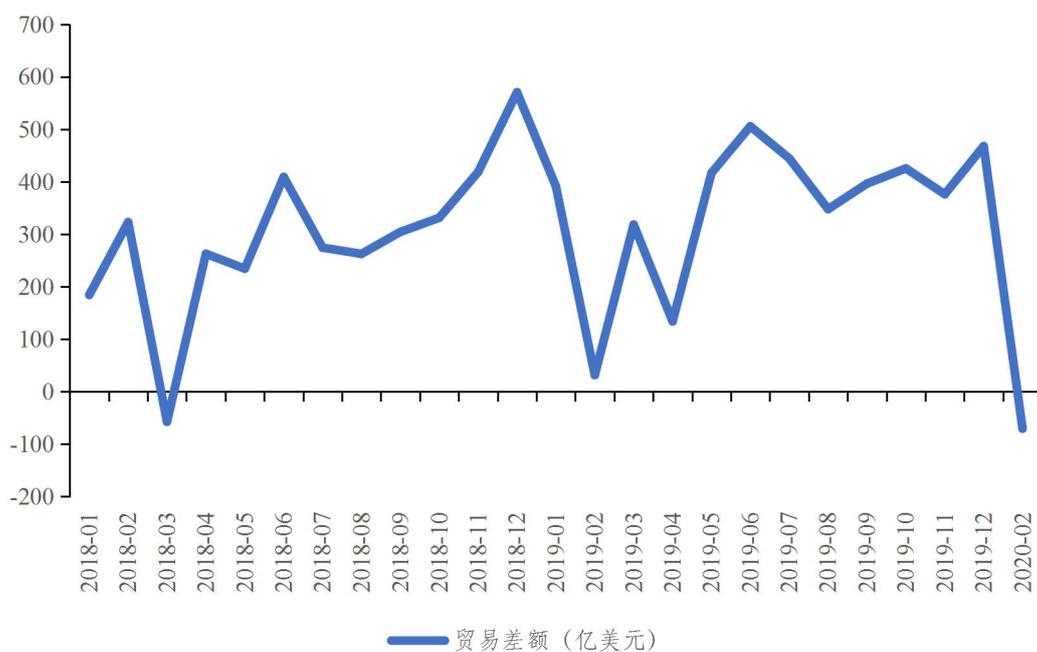
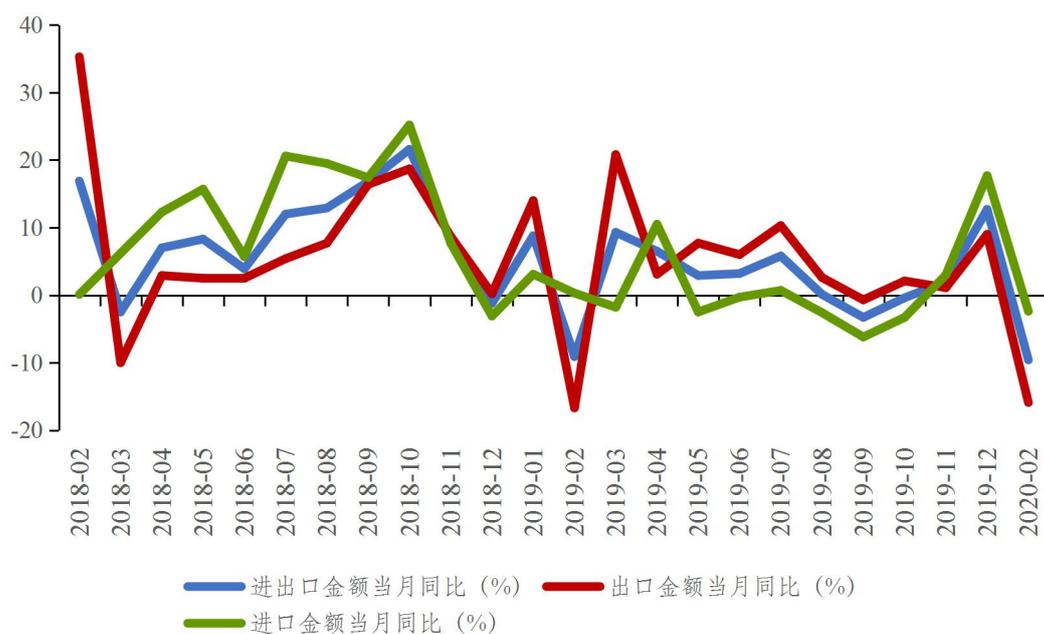


**5. 社会消费总额评述。**2020年1-2月社会消费品零售总额5.21万亿元，同比下降20.5%，增速环比下降28.5个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比下降23.4%。



**6. 对外贸易评述。**2020年1-2月全国进出口总额为4.12万亿元，比去年同期下降9.6%，贸易顺差转为贸易逆差425.9亿元，去年同期为顺差2934.8亿元。其中出口2.04万亿元，同比下降

15.9%；进口 2.08 万亿元，同比下降 2.4%。按美元计，1-2 月，我国进出口总值 5919.9 亿美元，下降 11%。其中，出口 2924.5 亿美元，下降 17.2%；进口 2995.4 亿美元，下降 4%；贸易逆差 70.9 亿美元。



## (二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. 物价走势分析与预测。今年2月全面暴发的疫情对物价走势形成了较为复杂的冲击。2020年3月公布的CPI同比上涨5.2%，食品价格仍然是CPI保持高位的主要原因。值得注意的是，猪肉价格的大幅波动仍然不容小觑，即使在疫情结束后，也将是长时间影响CPI走势的重要因素。具体而言，食品烟酒类价格同比上涨16.0%，影响CPI上涨约4.84个百分点。食品中，畜肉类价格上涨87.6%，影响CPI上涨约3.85个百分点，其中猪肉价格上涨135.2%，影响CPI上涨约3.19个百分点；鲜菜价格上涨10.9%，影响CPI上涨约0.33个百分点；水产品价格上涨2.8%，影响CPI上涨约0.05个百分点；蛋类价格上涨1.0%，影响CPI上涨约0.01个百分点；粮食价格上涨0.7%，影响CPI上涨约0.01个百分点；鲜果价格下降5.6%，影响CPI下降约0.11个百分点。

在非食品方面，七大类价格同比有六涨一降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨4.4%、2.2%和1.0%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别上涨0.5%、0.3%和0.1%；交通和通信价格下降1.6%。尽管非食品类价格受疫情影响后出现涨幅扩大的现象，但相对于食品类价格的连续扩张，差距仍然明显，CPI结构分化十分显著。

环比方面，CPI环比上涨0.8%，涨幅较上月下降0.6个百分点。其中，食品烟酒类价格环比上涨3.0%，影响CPI上涨约

0.99 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 9.5%，影响 CPI 上涨约 0.28 个百分点；畜肉类价格上涨 7.1%，影响 CPI 上涨约 0.53 个百分点，其中猪肉价格上涨 9.3%，影响 CPI 上涨约 0.45 个百分点；鲜果价格上涨 4.8%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；水产品价格上涨 3.0%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；蛋类价格下降 5.8%，影响 CPI 下降约 0.04 个百分点。

受季节和疫情因素影响，一些工业企业停工停产，需求减弱，**全国 PPI 同比由上涨 0.1% 转为下降 0.4%，环比为下降 0.5%。**生产资料价格同比下降 1%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.74 个百分点。生活资料价格同比上涨 1.4%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.38 个百分点。可见，**PPI 分化仍然较为严重，生产资料价格的降幅扩大是 PPI 由升转降的主要原因。**分行业看，由于国际原油价格大幅度下降，石油和天然气开采业价格下跌 0.4%，比上月收窄 17.9 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.8%，收窄 1.6 个百分点。煤炭及其他燃料加工业价格下跌 0.8%；黑色金属冶炼和压延加工业价格下跌 0.9%。煤炭开采和洗选业价格下降 4%，降幅收窄 0.1 个百分点。化学原料和化学制品制造业价格下降 4.3%，与上月持平。

环比方面，生产资料价格环比下降 0.7%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.51 个百分点，生活资料价格环比则继

续均持平。分行业看，下跌幅度扩大的有石油和天然气开采业，下跌 11%；石油、煤炭及其他燃料加工业，下跌 4.4%。同时，黑色金属冶炼和压延加工业与有色金属冶炼和压延加工业持续下降，分别下降 1.4%和 1.5%；非金属矿物制品业，下降 0.3%。煤炭开采和洗选业与上月持平；化学原料和化学制品制造业，下降 0.5%，扩大 0.1 个百分点。实际上，2020 年 3 月 PPI 的下滑除了原材料价格因素外，疫情导致的部分需求下滑也是重要原因。考虑到疫情对国内需求的持续冲击，预计未来 PPI 仍将面临长时间的下行压力。

总体来看，CPI 的走高主要是由疫情的短期冲击造成的，与实际消费需求关联不大。PPI 增速的回落则是在内需疲软的背景下，疫情叠加大宗商品价格下行的结果。

实际上，CPI 数据更多地反映了结构性问题。一方面，扣除食品和能源的核心 CPI 涨幅是 1%，为 2013 年以来的最低水平。居住类、服务类、工业消费品价格尽管出现一定上涨，但并非推动 CPI 走高的主要因素，结构性通胀仍然较为明显。另一方面，国内需求持续疲软的现状并未改变，作为内需重要拉动力的消费水平自然也就不会太有起色，而当前消费不足与 CPI 不断走高已经形成了非常明显的矛盾。值得注意的是，随着近期疫情在国内有向好的态势，消费需求在疫情结束后可能会出现短暂的“报复性”增长，然而，这种增长并不意味着内需改善，反弹后也将大

概率处于稍低于去年同期的水平。同时，以猪肉价格为代表的食品价格仍然是影响 CPI 走向的关键因素，物价结构性压力依然较重。因此，从货币政策的角度来看，这种结构性的通胀并不会对未来货币政策的宽松性方向产生严重制约，但的确会影响货币政策的施展空间。尽管近期央行并没有出台明显的宽松政策，但随着疫情过后，复产复工的同时也不能排除再次降息的可能。因此，预计在未来一段时期内，宽松型货币政策与以“食品价格显著通胀，非食品价格温和通胀，PPI 通缩”为特点的价格走势仍将继续。

PPI 方面，由于石油、天然气等大宗商品价格的走低，PPI 在一定程度上受到了原材料价格的拖累，内需疲软叠加疫情影响，未来 PPI 同比增速能否回暖不仅取决于刺激性政策的落地，同样取决于疫情能否得到有效遏制，以及工业生产秩序的尽快恢复。实际上，太和财经此前提出，**PPI 重回下行以及生产价格和生活价格的结构分化仍是未来一段时间的主要趋势**。尽管近期国际油价暴跌，但这并不是预判未来 PPI 持续下行的根本原因，油价的波动不能成为全球经济复苏困难以及国内经济持续下行的“障眼法”，未来仍需要进一步加强内需变动与 PPI 走势的联系。

**2. 制造业 PMI 分析与预测。**由于疫情已经在全球扩散并影响了多个重要经济体，因此，太和财经结合国内外应对疫情的具体情况展开分析制造业 PMI 以及国内经济的下一步走势。

在国内方面，从目前疫情发展的形势来看，情形正朝向太和财经此前分析的理想状态迈进。然而，即使完全达到理想状态，即3月底全面复工和及时到位的大范围资源配置，也很难将制造业 PMI 指数恢复至 2019 年的同期水平。究其原因，在内部层面，中国经济长期缺乏创新型增长动力，此次疫情无疑会进一步扩大结构性问题。此外，企业债务的多重约束以及实际需求迟迟无法得到提升，而为了追求数据而强行借助短期的刺激性政策提振经济则缺乏有效性。实际上，如果政府仍然坚持依靠基建的老路，短期内大量的刺激性政策就会落地，届时，宏观经济的政策就会失去连贯性。以疫情为契机的补短板并不代表因噎废食、放弃前期改革成果。如果无法通过战略定力与微调抓住新老动能转换的契机，完成发展模式的彻底改变，中国经济则将大概率重蹈低效发展的覆辙。

观察外部环境，刚刚出现复苏势头的全球经济受到了疫情的重创，而与中国积极应对疫情相比，一些国家甚至发达经济体对疫情的应对则不尽如人意。以美国为例，在美国疾病防控机构的不断催促下，美国政府才开始考虑应对疫情，并从卫生与公众服务部调拨大约 1.4 亿美元用于抗击疫情，但当下的拨款与特朗普政府承诺的约 25 亿美元的预期相差甚远。如果疫情在美国进一步扩散，其对美国本土经济以及全球经济造成的影响不容忽视。太和财经在《2020 年度经济、金融市场回顾与展望》中就提出，

以美国为首的发达经济体的经济结构性问题已经十分固化，债务存量的问题尤为突出，作为“黑天鹅”事件的疫情将进一步推动美联储出台更加宽松的货币刺激政策。然而，盲目的宽货币政策并非提振经济的有效出路，经济结构难以调整的现状表明西方的某些经济制度在疫情的冲击下显示出诸多不适应，甚至阻碍了经济的正常发展。一旦国际需求再次出现低迷，我国制造业出口将随之受到影响。届时，即使我国已经走出疫情，国际需求的回落也会拖累国内制造业 PMI 以及国内经济的增速。

疫情是一把“双刃剑”，它既影响了短期内我国经济发展的速度，也给我国经济转型创造了契机。我国应当及时抓住机会，对不够合理的机制、体制进行调整，从而获得发展的“核心竞争力”，利用第一季度甚至第二季度经济停摆的特殊时期来深化经济、政治体制机制等多个方面的改革，使得经济重回正常发展的轨道上，实现真正的“凤凰涅槃”。

首先，本次疫情的确对我国当前经济产生了极为不利的影响，这一点需要有客观的认识。正如 PMI 数据所反映的情况，大量的中国企业正面临着巨大的困境。其中，制造业企业面临的问题更为深刻而复杂。由于我国经济正处于结构调整阵痛期，前期的去杠杆政策也较为严格，重资产的制造业企业很多已经处于负债率高、现金流紧张的困局中，而本次疫情更是沉重打击了这些企业。当前，大多数制造业企业产需两不旺，物流成本增高，现金

流枯竭，但工人工资、房租等刚性支出却无法避免。同时，疫情还冲击了我国企业在全球供应链中的重要地位。2019年，中国是世界130个左右国家的最大贸易伙伴，也是绝大多数国家的原料、零部件和基础机械设备的出口国和进口国。国内一个多月的生产停摆对全球供应链的运转造成了巨大影响，多个行业的海外厂商库存告急。目前，已有汽车企业要求供应商加速将生产线转移至越南等东南亚基地。

其次，疫情对全球其他重要经济体已经造成了较大的负面影响。与国内稳中向好局面形成鲜明对比的是，经过了一个多月的发酵，早早就被预警的疫情却在多国暴发。世界卫生组织总干事谭德塞于2月28日在日内瓦宣布，将疫情全球风险级别由此前的“高”上调至“非常高”。值得指出的是，近日国际市场陷入了“卖出一切”的高度不确定感，而当前的国内疫情虽然严重，但已经进入混乱后秩序再造的过程。

最后，在疫情在国际蔓延的同时，国内出现了许多积极的因素，尤其是中央政府、地方政府一揽子措施逐渐开始发挥正面作用。在货币政策的精准发力下，银行间市场利率走势平稳，股市、债市、汇市运行正常。多家重点保供企业在获得了优惠利率贷款和财政贴息后，企业实际融资成本平均为1.3%。银行业也普遍响应中央号召，加大金融支持力度，对小微企业不盲目抽贷、断贷、压贷，努力降低小微企业的融资成本。财政政策方面，财政

拨款、贷款贴息、个人财政补助、税收减免等措施对企业起到了有力的支持作用。国开行等政策性银行已经开始在发挥准财政政策的作用。同时，地方政府也因地制宜，推出多项政策以支持企业快速复工，减少企业负担。以广东省为例，省政府先后出台了“复工复产 20 条”“税务 10 条”“金融暖企 18 条”和“促进就业九条”2.0 版等。目前，广东已有 4.85 万家规模以上工业企业复工，复工率超过九成。东莞、中山、佛山等珠三角制造业重镇规模以上企业复工率更是接近 100%。可以说，经过一个多月的努力，中国经济已经走出最为困难的时期，向积极的方向发展。

因此，这次疫情使人们更加清醒地认识到中国的制度优势和道路优势。疫情最早在中国暴发，中国政府采取了果断而及时的防控措施，展现了强大的动员能力，一声令下，执法部门严格防范，当地基层工作人员摸排检查，数以万计的医务工作者奔赴湖北，14 亿中国人居家防护，尽可能早地把疫情限制在可防可控的范围内，得到了世界卫生组织的高度赞扬。相比之下，以西方发达国家为代表的外国政府的表现却不尽如人意。虽然中国政府已经早早预警，但是西方制度的漏洞导致政策落实效率低下，政府动员民众能力不足，被神话的西方资本主义医疗体系也在现实面前露出了原形。

由此不难看出，面临困境，中国不断改变自己，适应发展，适应需求，甚至创造需求。而中国发展的核心动力正是来自于这

种不断对自己的剖析和改革的勇气。相比于全球其他经济体，中国的改革勇气与魄力是未来发展的“核心竞争力”。发达经济体的体制用褒义词来形容是“稳定”，但是从辩证唯物主义的角度来看，“稳定”的另一面却是“固化”。通过“疫情”这面镜子，不难看出，西方某些制度出现了不适应，甚至是阻碍发展的一面，但是西方政府往往缺乏改革的勇气与手段，导致其发展必然受到制约，这是历史发展的必然规律。

回到国内现实，面对当前的经济现状，太和财经认为至少需要做一到两个季度低增长的准备，切不可因为疫情而因噎废食，放弃前期改革的成果而重回加杠杆的老路。在新旧动能转换，甚至是发展模式全球引领权争夺的关键时期，需要的是战略定力与微调，通过深化经济、政治体制的全面改革来实现真正的“凤凰涅槃”。

3. 工业增加值分析与预测。分三大门类看，采矿业、制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业均为负增长。其中，采矿业增加值同比下降 6.5%，制造业下降 15.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 7.1%。三大门类中制造业下滑最为严重，是因为疫情对制造业的冲击最为直接，尤其疫情之下春节之后的近一个月多地生产活动接近停滞。考虑到 1-2 月我国服务业也受到本次疫情的严重冲击，我国一季度 GDP 增速很可能非常不乐观。

分经济类型看，国有控股企业增加值同比下降 7.9%；股份制企业下降 14.2%，外商及港澳台商投资企业下降 21.4%；私营企业下降 20.2%。整体来看，各经济类型均大幅下滑，而国有控股企业表现稍好，其主要原因在于有较多国企涉及民生、医疗等行业。随着国内疫情逐渐得到控制，各地的复工复产正在快速展开，预计 3 月开始，我国工业生产有望触底回升。但值得指出的是，一方面，一个多月的停产停工对企业的现金流产生了毁灭性打击，而且短期内内需也很难立刻恢复；另一方面，随着国外疫情日趋严重，欧美股市和正常经济生活都处于混乱状态，外需将大幅度下滑。在这种情况下，今年 3 月份的工业增加值有望反弹，但是反弹力度和速度还有待观察。

分行业看，2020 年 1-2 月份 41 个大类行业中仅有 2 个行业增加值保持同比正增长。在 39 个工业增加值下滑的行业中，一向表现良好的通用设备制造业、专用设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业降幅靠前，分别下降 28.2%、24.4%和 13.8%，电力、热力生产和供应业下降 7.3%。从以上数据可以看出，疫情对产业链的整体冲击非常明显，基本上所有行业增速都在下滑。

分地区看，所有地区增加值都为负增长，东部地区、中部地区、东北地区均为两位数负增长。1-2 月，东部地区增加值同比下降 16.9%，中部地区下降 16.7%，西部地区下降 7.6%，东北地

区下降 11.5%。

无论是分行业、分地区，还是分门类、分经济类型来看，2020年 1-2 月工业增加值数据都非常惨淡。工业增加值增速的回落主要是供给端出现了困境。受疫情影响，各地制造业企业普遍推迟复工，各地交通物流也不通畅。这些都对工业生产的供给形成了巨大压力。随着 2 月中下旬开始，各地积极开展复工复产工作，企业停摆的局面在 3 月份得到了有效改善，但是后续工业企业将面临“后疫情”时期的新困境。

目前，制造业面临的问题是错综复杂的，其中有三点问题值得关注。首先，在疫情和国外资本市场的双重冲击下，国外的生产活动将受到严重影响。当全球产业链出现断裂，国内企业将面临缺订单、缺市场的局面，也很难独立完成生产，国内部分行业势必受到明显的影响。其次，受影响较大的行业，特别是这些行业中的小微企业面临的不仅仅是现金流断流的问题，还面临着短期内盈利困难的问题。当前的支持政策可能还不够，进一步的减税、退税政策还有待推出。最后，当外需内需都出现一定程度滑坡的时候，积极的财政政策提升总需求，对经济起到托底作用是非常必要的，但是力度也要适中。

截至 3 月上旬，有 13 个省市区发布了 2020 年重点项目投资计划清单，共包括 10,326 个项目，总投资额共计 33.83 万亿元。预计新老基建会对经济起到较好的信心提振作用。自 2018 年以

来,我国为控制债务问题出台了一系列政策,也做出了较大牺牲,虽然疫情所带来的问题依然严峻,但不能因噎废食,需要保持一定的政策定力,不可过度举债,要保证整体债务在合理的范围内增长。后续随着CPI数据从高位回落,货币政策空间有望进一步打开,货币政策可以起到更为积极的作用,稳健偏宽松的货币政策可以加大力度,保持流动性宽松以压降货币市场利率引导企业融资成本进一步下行的同时,努力实现对企业的精准滴灌。

**4. 固定资产投资分析与预测。**考虑到疫情带来的影响,2020年1-2月的投资也大幅下滑,可谓已经跌落谷底。分产业看,第一产业投资558亿元,同比下降25.6%;第二产业投资9158亿元,同比下降28.2%;第三产业投资23607亿元,同比下降23.0%。

第一产业在疫情到来之前就已经表现出颓势,且降幅持续扩大。叠加产业周期和疫情带来的严重影响,三者共同导致了1-2月份第一产业固定投资的滑落。随着国内疫情的进一步遏制以及春季农业生产的到来,预计第一产业投资数据会逐渐得到改善,但很难在短期内达到同期水平。

在第二产业方面,太和财经在《非典VS新冠——疫情影响特别篇》已经指出,第二产业投资增速回暖的持续性是存疑的,本次由于疫情导致的停产停工使得第二产业受到的影响最大。分项来看,采矿业投资下降3.8%;制造业投资下降31.5%;电力、热力、燃气及水生产和供应业投资下降6.4%。由于我国早就处

于内需疲软、外部不确定性大的环境，疫情令第二产业的投资积极性雪上加霜。此外，随着冬季结束，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资也将季节性下滑。制造业投资总体增速的急速下滑印证了太和财经先前的观点，与此同时，第二产业内部分化也在持续。化学原料和化学制品制造业，尤其是医药制造业在短期内走高；而金属制品业、电气机械和器材制造业，特别是运输设备制造业的投资则受疫情的影响较大从而在短期内走低。

**第三产业投资下降幅度为三者最低，但基建投资进一步承压。**具体来看，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 30.3%。其中，水利管理业投资下降 28.5%；公共设施管理业投资下降 32.1%；道路运输业投资下降 28.9%；铁路运输业投资下降 31.7%。**基建投资下滑的幅度超过平均水平，表明本次疫情对于基建投资影响严重，而疫情过后的基建反弹现象则是未来需要重点关注的内容。**

**分地区看**，全国各地均出现明显下滑，以湖北为代表的中部地区承压最为严重。其中，东部地区投资同比下降 20.2%；中部地区投资下降 32.7%；西部地区投资下降 25.0%；东北地区投资下降 18.9%。**分经济类型来看**，内资企业固定资产投资同比下降 24.8%；港澳台商企业固定资产投资下降 23.4%；外商企业固定资产投资下降 16.0%。

**房地产开发投资增速回落，各项细分指标均下滑明显。1-2**

月份，全国房地产开发投资 10115 亿元，同比下降 16.3%。其中，住宅投资 7318 亿元，下降 16.0%。具体而言，房屋新开工面积下降 44.9%；房屋竣工面积增长 2.9%，远远不及预期。企业土地购置面积同比下降 29.8%；土地成交价款下降 29.3%。商品房销售面积同比下降 39.9%。2 月末，商品房待售面积 53004 万平方米。国房景气指数为 97.39。同时，房地产企业融资环境较为恶劣，到位资金同比下降 17.5%。

房地产投资数据虽然下滑明显，但房地产投资数据的下滑低于整体，在疫情影响正常经济活动的特殊时期继续呈现出一定的韧性，无论是房屋竣工面积还是土地购置面积，又或是商品房待售面积，其增速回落的幅度均不如预期回落严重。考虑到央行近期实施的新一轮定向降准，叠加先前实行 LPR 定价方式以及下调 MLF 等措施的落地，势必会释放大量流动性，而房地产显示出的“韧性”很有可能使得资金在疫情结束后流入增大。事实上，近几次的政治局会议已经反复强调了不以房地产投资作为刺激经济的手段。然而，在整体经济不景气叠加肺炎疫情的背景下，房地产投资的韧性仍然较大，其对于企业信贷以及居民贷款造成的挤压效应很难在短期内得到改善，不排除在疫情结束后持续成为一个经济增长点。

为防控疫情，经济活动受到严重影响，**2020 年 1-2 月固定资产投资增速触底，制造业投资和基建投资增速承压最为严重。当**

然，本次数据受外生冲击的影响较高，如此高速的下滑应为短期现象。伴随疫情“拐点”的到来，国内抗击疫情的形势整体向好，随着中央一系列稳投资政策的落地实施，投资力度将不断加大，投资增速将逐渐恢复到正常水平。尤其值得注意的是，本次高新技术产业的投资降幅低于平均值，如果能够借此契机，找到除房地产以及基建投资之外的经济增长点，预计疫情过后相关投资的增长势头会逐渐凸显。财政方面，考虑到央行正在采取多项措施释放流动性，加大逆周期调节力度，预计进入四月后，固定资产投资增速将逐步回升，但是结构性变化将大概率出现。另外值得注意的是，“新基建”的市场规模还未达到独当一面的程度；另一方面，考虑到无论是新还是旧，其本质并未发生根本性变化，因为无论什么基建投资，其都是建立在量入为出的基础上的。如果“新基建”投资仍然重蹈“放水”覆辙，那么即使能够在短期内起到一定程度的刺激作用，但长期来看，如果杠杆运用过剩，“新基建”也将无法避免高杠杆和低效率的桎梏。因此，目前以控债务为主线的投资基调不可轻易放弃，虽然投资方向可变，但投资总量不可轻易扩大。

房地产方面，2020年1-2月房地产投资增速下滑低于平均水平，但表现出一定的韧性。实际上，政府已经反复强调“房住不炒”的核心理念，房地产投资的居高不下对于国内经济资源的挤占已经到了十分明显的地步，无论是人民币中长期贷款的增多、

居民消费的缩小还是工业的持续下行，都是对房地产挤占流动性的反映。就未来而言，一方面，央行宽松型货币政策释放的流动性有再次回归房地产的可能；另一方面，政府对房地产行业的管控也将继续加大。因此，预计未来房地产投资的韧性仍然存在，尽管太和财经在前期预判房地产投资会出现震荡下行的趋势，但不能排除这种趋势会因疫情的影响而出现变化。

**5. 社会消费总额分析与预测。受疫情影响，社会消费大幅萎缩。**2020年1-2月社会消费品零售总额同比增长-20.5%，较上月增速下降28.5个百分点。其中，城镇消费品零售额录得4.49万亿，同比增长-20.7%；乡村消费品零售额录得0.7万亿，同比增长-19%。从消费类型上看，食品、饮料类增长较为稳定，同比增长分别为9.7%和3.1%。疫情之下，生活必需品消费表现得较为有韧性，而可选类消费增速则大幅下滑。1-2月，服装鞋帽类、金银珠宝类、家用电器和音响器材类、家具类、汽车类，以及建筑及装潢材料类同比降幅均超过30%。

线下消费大幅下降的同时，网上消费仅出现小幅萎缩。1-2月份，全国网上零售额13712亿元，同比下降3.0%。其中，实物商品网上零售额11233亿元，增长3.0%，占社会消费品零售总额的比重为21.5%；在实物商品网上零售额中，食品类和家用类商品分别增长26.4%和7.5%，穿类商品下降18.1%。防疫隔离所提倡的“宅”生活方式，使得网上消费进一步对线下实体消费产

生替代作用。

1-2 月份各维度消费数据的萎缩，实际上反映了疫情从消费需求 and 供给两方面对社会活动、商品流通均产生了较大限制。一方面，居家隔离，影响了消费者餐饮、实体消费需求，而企业开工与物流配送的推迟，也造成了消费供给的相对短缺。在**疫情已经得到初步控制的情况下，如何促进消费，将成为下一步工作的重点**。2020 年 3 月 13 日，国家发展改革委等 23 个部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，从市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境六个方面提出共十九条意见，促进消费扩容。在未来，消费领域将呈现出“新老并重”的局面。一方面，在“新基建”下，未来 5G 网络等基础设施建设将提速，5G 应用等新兴消费，未来将成为重要的新兴消费增长点。另一方面，在疫情下，要重视传统大宗消费的积极作用。今年 2 月中央政治局常委会会议提出，要积极稳定汽车等传统大宗消费，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额，带动汽车及相关产品消费。2 月中下旬后，广州深圳等地陆续出台落实了汽车消费补贴、放宽摇号等政策。从数据上来讲，在积极的促消费政策下，疫情过后消费数据有望迎来一波“报复性”反弹，但从长期来看，居民消费仍受制于居民部门杠杆高、高房价挤出、可支配收入增长缓慢等因素影响。消费是经济的支柱，也是经济增长的反映，**从长期来看，消费能否稳步增**

长，取决于能否改善经济发展模式、能否促进产业升级、能否深化减税降费。

**6. 进出口数据分析与预测。**在疫情于全球范围内进一步扩散的前提下，太和财经从短期与长期两个维度，分别分析疫情对出口和进口的影响。一方面，本次出口受疫情影响十分明显，出口数据也显示出全面萎缩。首先，尽管我国相关企业尤其是劳动密集型产业的复工率已经接近90%，但需要提及的是复工并非等于复产，全国范围的复工并不能及时地将企业的产能恢复至正常水平，企业需要综合考虑停工期间的成本以及复工后上升的交通运输成本。同时，考虑日本、欧盟、英国与美国等重要贸易伙伴地区已经出现疫情进一步扩散的趋势，这将大概率拖累外需，从而限制出口。

另一方面，进口数据稍好于出口数据，其中食品进口数据表现较好。就进口产品结构来看，2020年2月铁矿砂、原油、天然气、大豆等商品进口量增加，大宗商品进口的价格则涨跌互现。其中，1-2月我国进口铁矿砂1.8亿吨，增加1.5%，进口均价为每吨631.8元，上涨17.5%；原油8608.8万吨，增加5.2%，进口均价为每吨3405.8元，上涨10.9%；煤6806万吨，增加33.1%，进口均价为每吨515.9元，下跌4%；天然气1780.2万吨，增加2.8%，进口均价为每吨2764.6元，下跌16.9%；大豆1351.4万吨，增加14.2%，进口均价为每吨2828.5元，下跌7.2%。

分国别来看，1-2月并未完全延续以往趋势，贸易结构出现一定变化。对欧盟、美国和日本等传统贸易伙伴的进出口下降，对东盟、“一带一路”沿线国家的进出口同比有所增长。1-2月，东盟为我国第一大贸易伙伴，我国与东盟贸易总值5941.1亿元，增长2%，占我国外贸总值的14.4%。其中，对东盟出口3090.8亿元，同比下降3.6%；自东盟进口2850.3亿元，同比增长9%；对东盟贸易顺差240.5亿元，同比收窄59.3%。欧盟（不含英国）为我国第二大贸易伙伴，与欧盟贸易总值为5574.2亿元，同比下降14.2%，占我国外贸总值的13.5%。其中，对欧盟出口3160.6亿元，同比下降17.1%；自欧盟进口2413.6亿元，同比下降9.9%；对欧盟贸易顺差747亿元，同比收窄34.1%。美国为我国第三大贸易伙伴，中美贸易总值为4225亿元，同比下降19.6%，占我国外贸总值的10.2%。其中，对美国出口3001亿元，同比下降26.5%；自美国进口1224亿元，同比增长4.3%；对美贸易顺差1777亿元，同比收窄38.9%。日本为我国第四大贸易伙伴，中日贸易总值为2749.5亿元，同比下降15.3%，占我国外贸总值的6.7%。其中，对日本出口1187.4亿元，同比下降23.3%；自日本进口1562.1亿元，同比下降8%；对日贸易逆差374.7亿元，同比扩大1.5倍。同期，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口1.31万亿元，同比增长1.8%，高出全国整体增速11.4个百分点，占我国外贸总值的31.7%，比重提升3.5个百分点。事实上，考

考虑到前期中美贸易争端、全球需求疲软以及当今疫情等因素的影响，我国贸易结构可能在一定程度上出现根本性的逆转，并且在长期内得以延续。

受疫情和春节因素的双重影响，无论是按人民币计还是按美元计，我国 1-2 月的出口与进口均受到了不同程度的影响，一改 2019 年末的上升趋势，再次由升转降。考虑疫情在全球扩散，预计外部需求在 2020 年的前两季度将出现持续性的疲软，我国进出口将在前两季度内将持续受阻。此外，本次疫情将对我国在全球供应链中的地位造成明显的影响和冲击，从而完成全球产业链的重塑。一方面，南亚、东南亚国家是否可能会因本次疫情冲击我国供应链下游从而进一步蚕食我国原有的劳动密集型产业，尚有待随着疫情走势进一步观察；另一方面，考虑到疫情或将对西方下游国家的需求造成影响，同时也在对发达国家产业链构成影响，我国是否能从中高端制造业中多分一杯羹，从而弥补我国相对短板的中高端市场高附加值产业链条，也值得探究。我国的供给侧结构性改革已经持续多年，此次疫情带来的产业链结构的不确定性，对于我国来说既是一次良好的契机，又是一次严峻的挑战。如果中国抓住本次机会从而改变原有全球产业链中较低的地位，叠加前期改革的成果，用时间换空间，则中国经济将更上一层楼。反之，如果未能及时抓住本次契机，则中国不仅错失提升在全球产业链中地位的机会，其他替代国家对我国原有出口价

值的挤压甚至将令中国失去原本的位置，而前期改革的成果也可能付之一炬。

综上所述，疫情在全球范围内的扩散重创了经济全球化的发展进程，局部区域化或许在短期内会代替全球化，但全球化的历史车轮并不会因此而停摆。对于我国经济发展而言，这是一次重要的转型机遇。在外需疲软、出口不景气的背景下，一方面，由政府投资推动的产业升级方向是否合理，退潮之后是否具有持续盈利的能力仍然有待观察。另一方面，决策者是否可以通过政策“组合拳”来恢复市场信心，从消费、投资、新兴产业发展等诸多方面积极扩大内需，从而完成产业链升级进程也同样值得关注。

## 二、中国金融数据点评

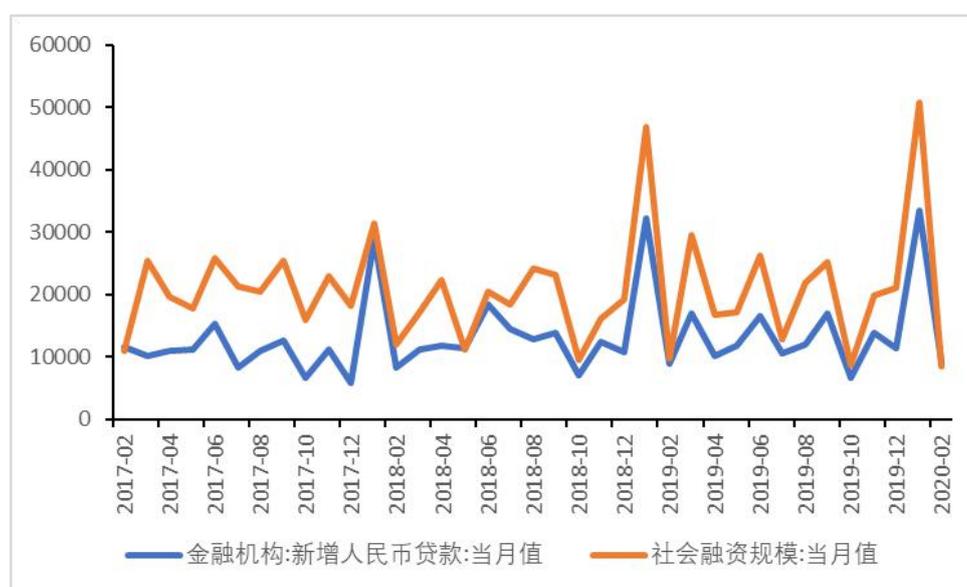
### （一）中国金融数据评析

2020年2月新增社会融资规模8554亿元，较去年同期少增1111亿元；金融机构新增人民币贷款增加9057亿元，同比多增199亿元。2月M2货币供应同比增长8.8%；M1货币供应量同比增长4.8%。

非标融资和政府债券拖累社融，企业债券融资起到支撑作用，社融增速略低于预期。一方面，非标融资中未贴现的银行承兑汇票、信托融资金额减少幅度较大，分别同比多减858亿和503亿元。同时，由于“抗疫”工作占用了地方财政部门的人力，政府发债速度受到影响，政府债券净融资1824亿元，同比少2523亿元。

另一方面，企业债券融资受疫情影响较小，净融资 3860 亿元，同比多增 2985 亿元。而其他融资渠道数据较为平稳：对实体经济发放的人民币贷款和外币贷款合计同比多增 357 亿元；企业债券净融资 1622 亿元，同比多增 99 亿元；非金融企业境内股票融资 449 亿元，同比多增 330 亿元。

2020 年 3 月公布的金融数据充分体现了疫情对实体经济的冲击。一方面是在疫情冲击之下，居民部门新增贷款明显减少。疫情之下，国内经济的不确定性增强，居民收入面临下滑的风险，再叠加房地产线下销售渠道基本停摆，居民部门的贷款暂时受到了很大冲击。居民部门贷款减少 4133 亿元，其中，短期贷款减少 4504 亿元，中长期贷款虽然增加 371 亿元，但是同比少增 1855 亿元。另一面，相比于居民部门，企业部门更是处于水深火热之中。2 月企业贷款增长以短贷为主，企业短期贷款同比多增 5069 亿元，但企业中长期贷款同比少增 970 亿元。



M2 增速、M1 增速双升。M1 余额同比增长 4.8%，M2 余额增长 8.4%，比上月分别提高 4.8 个百分点和 0.4 个百分点。其中，M2 增速的回升体现了逆周期政策的作用，2 月财政存款仅新增 208 亿元，比去年同期少增 3004 亿元，体现了积极的财政政策在发挥作用。

## （二）中国货币及金融政策走势预判

受疫情影响，2020 年 3 月公布的社融略低于预期。但是，自 2 月中下旬以来，全国的实体经济活动陆续进入复苏阶段，各地政府也在出台政策，为复工复产保驾护航。疫情发生以来，财政政策积极参与防控。其主要形式有财政拨款、贷款贴息、个人财政补助、税收减免等，同时，准财政也开始发力。国开行等政策性银行已经开始在发挥准财政政策的作用，更是在春节假期前就完成了第一批湖北抗疫紧急贷款的发放工作。同时，央行也采取释放流动性、结构性货币政策等方式，加大逆周期调节的强度，保持流动性合理充裕，为实体经济提供良好的货币金融环境。实体经济活动恢复明显加快，全面复工复产可期，这将有力提升短期的实体经济融资需求，同时 3 月的地方专项债发行也有望加快。因此，预计整体 3 月社融有望恢复。

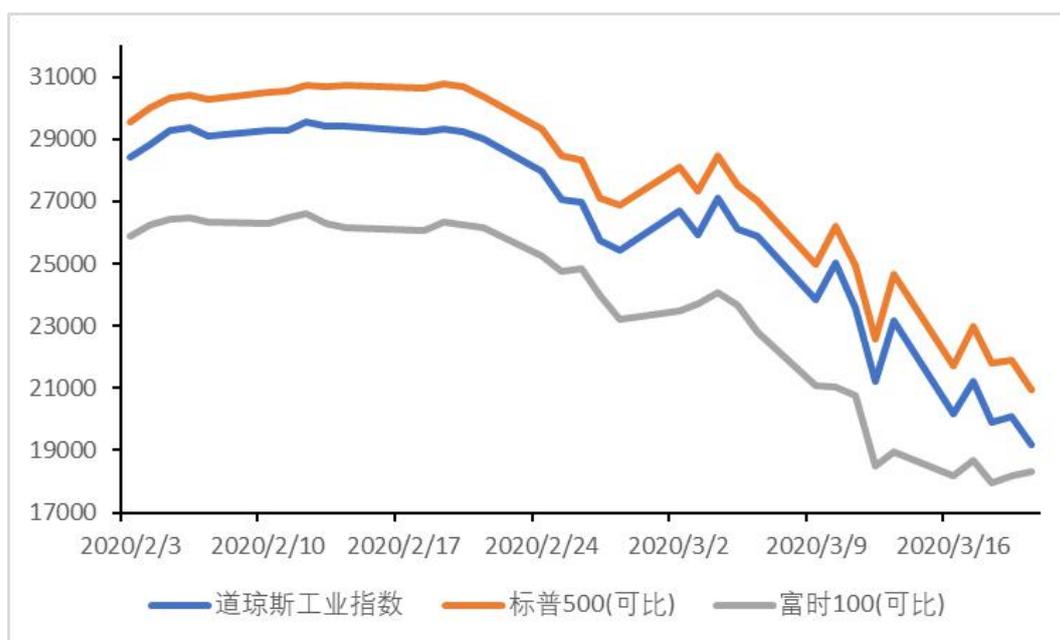
但是，针对小微企业和部分受冲击严重的行业，当前的扶持政策仍然不够。国内疫情影响内需，而国外疫情持续暴发则严重影响中国的内、外需，再加上 1-2 月疫情期间大量企业只有支出，

没有收入，这些企业依然面临着巨大困境。虽然在监管部门的号召下，银行做了续贷处理，但是这些企业面临的不仅仅是现金流问题，更多是短期内无法盈利甚至亏损的问题。因此，针对小微企业和受灾严重行业，财政政策和信贷政策有待进一步深化和细化，以拯救中小企业稳增长、保就业。

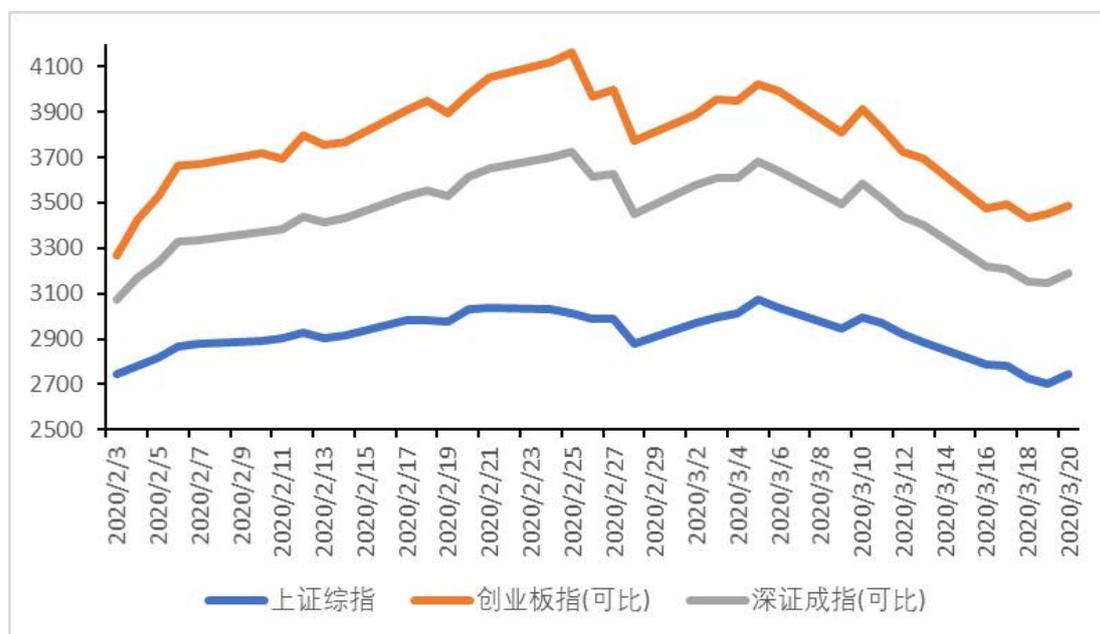
### 三、全球金融市场走势预判

#### (一) 全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。2020年2月至3月中旬，欧美股市风云变幻，其中2月中上旬欧美股市整体表现相对平稳，但是进入2月下旬之后，因疫情冲击和欧美自身金融体系的问题，欧美股市急转直下，一路震荡下行。截至3月20日，道琼斯工业指数、标普500和富时100分别收于19173.98、2304.92和5190.78点，较2月初分别下跌32.49%、29.06%和29.15%。



**2. 亚洲股市评述。**2020年2月至3月中旬，中国股市整体走势受到欧美股市的影响，呈现先涨后跌的走势。A股在2月初至2月底走出一段小行情，整体处于震荡上行的态势。随后，受监管收紧、疫情席卷全球、国外金融市场剧烈震荡的影响，A股于2月底开始一路震荡下行。截至3月20日，上证A指、创业板指、深证成指分别收于2745.62点、2069.22点、10150.13点，相较于1月初，分别变化-5.45%、12.90%和2.6%。



**3. 全球未来股市走势分析。**2020年2月下旬开始，全球股票市场纷纷进入了下行阶段。但是，中美股市下行背后的逻辑是完全不同的。中国股市近期下行的主要原因在于外因，即国外疫情蔓延引发全球经济衰退叠加美国资本市场危机。而美股2月下旬以来的暴跌表面是疫情打击经济基本面的结果，深层次的原因在于美国债务问题所导致的金融体系脆弱性。

正如太和财经前期预判，疫情对国内资本市场的冲击较为有限，经历过2月3日的大跌以后，中国股市震荡上行，开始了一段小行情。这主要得益于国内的高效抗疫，让投资者普遍认为疫情仅仅是一次短期冲击，而非长期影响。另外，针对疫情，货币政策、财政政策联合发力，宽松的流动性和政策支持力度加强，由于A股对政策和流动性非常敏感，因此疫情之后市场的风险偏好得到提升。再加上年前和疫情之后有较多基金发售，大量资金进入股市，为股市的上涨提供了有力的“子弹”。但是，尽管国内疫情逐渐消退，国外疫情却日渐严重，A股也逐渐开始调整。3月初，市场开始传闻监管部门对科技类基金的审查趋于严格。之后，部分基金公司相关产品的规模又低于市场预期，于是A股进入调整期。再之后，由于国外疫情日趋严重，美股流动性也出现严重问题，美股暴跌对A股产生一系列负面作用。一方面，美股的暴跌引发国内投资者的风险偏好下降，国内投资者对疫情短期冲击经济的担忧逐步转换为疫情引发全球性经济衰退乃至金融危机的担忧。另一方面，因为美股暴跌，美国资本市场出现流动性危机，大量机构投资者为了维持自身流动性，不得不减持在A股的投资，导致大量资金通过深港通、沪港通、港股流出中国，流回美国。因此，美股暴跌在资金面和预期层面对A股造成了双重打击，这是本轮A股下跌的主要原因。

相比于A股，美国股市走熊的原因更加复杂，美股暴跌或

是美国金融危机的前兆。实际上，自2月下旬开始，受到疫情影响，美股一改之前的迅猛涨势，已经进入调整期。之后，由于“欧佩克+”组织和俄罗斯谈判破裂，沙特报复性调低原油价格，这对美国页岩油公司造成巨大冲击，美股因此熔断，并从此进入“跌跌”不休的状态。究其原因有以下几点：**首先**，不断蔓延的疫情加上美国政府早期的消极防疫态度，导致市场对未来经济基本面的预期不断恶化。**其次**，原油价格暴跌使得美国的页岩油产业濒临破产，而油气公司是美国高收益债券的主要发行方。**再次**，疫情之下，美国企业沉重债务的可持续性极低，市场对美债问题的担忧愈发严重。**最后**，美国股市长期的虚假繁荣，让大量机构投资者采取高杠杆投资的策略，当资产端出现大幅缩水时，资金拆出方融出资金的意愿大幅下滑，进而造成整个市场的流动性出现严重问题。

由此不难看出，**短期内，中美股市走势的关键在于美国**。疫情冲击之下，美国债务问题的爆发或将无法挽回，美国市场大概率通过债务危机，实现市场的出清。**首先**，美联储目前的三大举措和2008年金融危机采取的举措基本相同，但是很难取得同样的效果。货币市场共同基金流动性便利（MMLF）、商业票据融资机制（CPFF）、一级交易商信贷机制（PDCF）奏效的前提是资金借入方拥有基本的偿债能力。但是，无论是债台高筑的美国企业还是对冲基金，面临市场的急剧恶化和疫情冲击之后，自身

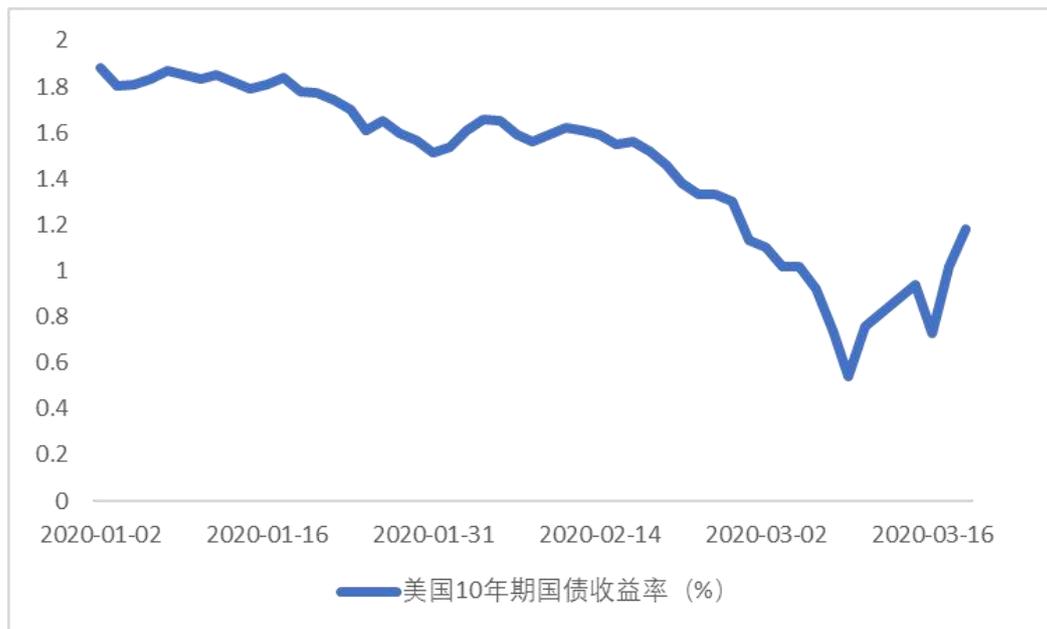
的现金流和偿付能力明显不足。**其次**，本轮危机中，美联储的货币政策空间也较小，其货币政策工具大多已经使用，剩下的货币市场投资者融资工具、期限抵押证券信贷工具等短期内也很难奏效。**最后**，金融的根基在于实体。美国自 2008 年金融危机以来，实体的生产效率并没有得到明显提升，基本面并没有偿付如此高额负债的能力。

综上所述，在疫情冲击之下，美国资本市场自身的矛盾被完全暴露，出现债务危机的可能性较大。在全球经济衰退和美国债务危机的预期下，A 股短期内难以独善其身，大概率会随美股一同下跌。但是，也要看到，中美处于不同的经济周期，中国股市的股指也处于低位，A 股中长期来看有着自己的逻辑。因此，**短期看**，A 股的调整尚未完成，在美股下跌的冲击下，A 股仍有下跌的空间。但是，**中长期来看**，随着中国经济的稳中向好，太和财经对 A 股之后走出独立行情充满期待。

## **(二) 全球债券市场评析**

**1. 美国国债市场评述。**2 月 20 日至 3 月 20 日，美国 10 年期国债收益率呈现低位“V”字形态，表现可谓跌宕起伏。一方面，受疫情影响，美国市场恐慌情绪飙升，10 年期国债收益率大幅下行。另一方面，美联储重启大规模货币宽松，紧急降息至 0-0.25%，并下调了美联储贴现窗口利率，重启 PDCF 和 CPFF。此外，美联储再度重启购买长期国库券计划，将于未来不限量购

买国债和政府抵押支持债券（MBS）。一系列的货币宽松政策，引导美债收益率维持低位。自2月20日起，美国十年期国债收益率基本维持在1.5%以下，最低触及0.54%，随后缓慢升至1%以上。与此同时，短端收益率也被大幅压缩，1月期国库券收益率最低达到0.04%。



**2. 中国债券市场分析。**在货币政策和市场流动性方面，2-3月，中国债券市场维持总体宽松。不过从货币政策上来看，在全球货币政策宽松的浪潮中，央行确实保持了“以我为主”的政策独立性。在春节后疫情初期，央行2月份的1年期贷款基准利率（LPR）的确出现了10BP的降低，但3月LPR维持不变，相较于外围市场的大幅降息，央行降息幅度极为克制。而在数量工具方面，央行在3月进行了一次定向降准，释放了约5000亿人民币的流动性。

自2月起，受疫情下经济增速下滑的预期以及央行相对宽松的货币政策影响，利率债收益率再次步入下行轨道。自2月3日复工后首日国开债活跃券190215单日常下行19BP后，收益率基本在3.3%附近徘徊整理。此后，受海外疫情暴发及宽松货币政策预期的影响，收益率又下降至3.1%以下。自1月初3.59%高点起，不到一个季度的时间，10年期国开债收益率下行幅度高达55BP。一级市场上，收益率下行趋势中的交易需求与年后活跃的券换券因素共振，国开债发行较为火爆。



**3. 中国债券市场预判。**在短期内，利率债进一步下行的空间较为有限。一方面，货币政策短期内进一步宽松的可能性较小，而在流动性较为充裕的环境下，进一步宽松的边际影响也相对较弱。2月份以来，疫情造成的恐慌、经济下行预期、以及各国央行的货币政策，成为主导全球债券市场的主要因素。从央行方面

来看，目前中国央行表现较为“淡定”。自疫情开始后，二月 LPR 一年期基准仅下降了 10BP。三月份通过降准，适当的释放了 5000 亿人民币的流动性，但并未进一步调降基准利率。在美联储祭出 100BP 的基准利率调整，启动 7000 亿美元的国债购买计划，并搭配了 PDCF 等紧急流动性预案的情况下，中国央行并未选择立即跟随，利率“以我为主”的调控原则被进一步印证。由于市场流动性已比较充裕，且央行对政策空间较为珍惜。因此，在国内疫情已得到有效控制的情况下，短期内进一步大规模宽松的可能性较小。

另一方面，积极财政下逐步的复工复产，一定程度上提振了经济复苏的预期。目前情况下，经济恢复首先取决于政府和货币当局的政策，其次则是本次疫情能否得到有效控制。从财政政策角度考虑，目前中国各级政府正在推动积极财政政策，努力组织复工复产。截至 2020 年 3 月 22 日，已提前下达新增地方政府债券 18480 亿元，其中已完成发行 14079 亿元，提前下达的专项债将全部用于基础设施建设。3 月 21 日，财政部和国家税务总局宣布将于今年 3-5 月下调小规模纳税人增值税率至 1%。积极财政主导下的大规模基础设施建设（含“新基建”）叠加减税降费政策，将切实有效地促进社会经济恢复。货币政策虽然宽松幅度不及美国，但在结构上，央行货币政策仍坚持向民营经济、中小微企业倾斜。从表现上看，这极有利于支持疫情之下民营企业捉襟

见肘的现金流。不过，在商业银行“去政策化”的当下，货币政策的有效性，既取决于央行的决心，也在一定程度上取决于商业银行的市场行为。在经济增速放缓、金融机构信用收缩的背景下，货币政策能否有效传导至民营企业，仍然存在一定的不确定性。或许，在经济面临重大危机时，仅考虑短期的刺激效果，财政政策比货币政策来得更加简单直接。不过，需要投资者警惕的是，3月以来的全球疫情大暴发，有通过全球产业链条，反噬中国经济的风险。

信用债方面，2月以来各机构配置压力引发的信用债配置热潮，在3月中旬以后逐渐降温。但在相对高等级信用债利差已被压缩至历史低点的情况下，信用债的配置吸引力并不明显。需要注意的是，春节后机构对于房地产债和城投债的青睐，一方面是由于对收益率的考量，另一方面也反映了机构对于财政刺激方向的预期。此外，在交易所严查可转债交易的声明发布之后，近期颇为吸睛的可转债市场，大概率也将逐步趋于稳定。当下内地的债券市场并不具备成规模的投资机会，如想获得超额收益，债券投资者只能下功夫精选高收益个券，或将目光投向海外。

**2020上半年，中国资本市场的机会在股而不在债。**

作者：太和智库研究员、新声代经济学者 张 超  
太和智库研究员 张家瑞  
太和智库研究员 欧阳睿

## 免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。