

分析师:王哲

登记编码: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持:白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

援企业、保民生、改革是动力

——宏观点评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020年04月30日

相关研究

- 1 《宏观报告：疫情拖累经济表现亟需复产政策弥合-宏观周评》 2020-04-19
- 2 《宏观报告：抗疫持久战更需要经济修复予以支撑-宏观周评》 2020-04-12
- 3 《宏观报告：定向降准如约而至，新阶段货币战疫打响-宏观点评》 2020-04-03
- 4 《宏观报告：PMI 弹回扩张域，国常会不松懈降息降准在路上-宏观点评》 2020-04-01
- 5 《宏观报告：政策加码支持新阶段抗疫—政治局会议解读-宏观专题》 2020-03-28

联系人：李琳琳

电话： 021-50586983

地址： 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编： 200122

事件：

4月27日习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十三次会议并发表重要讲话，强调要善于运用制度优势应对风险挑战冲击。

4月28日李克强主持召开国务院常务会议，听取2019年全国两会建议提案办理情况汇报；部署加快推进信息网络等新型基础设施建设，推动产业和消费升级。

4月29日主持中共中央政治局常务委员会会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控形势，研究部署完善常态化疫情防控举措，研究确定支持湖北省经济社会发展方案。

数据：

统计局：中国3月规模以上工业企业利润同比下降34.9%，1-2月为下降38.3%。

观点：

- **实体基本面存压力：**3-4月复产以来，生产开始修复，但需求仍弱，3月消费增速-15.8%，PPI跌幅扩大至-1.5%（前值-0.4%），规上工业企业利率的边际改善较为缓慢，即便不考虑幸存者偏差，3月规上企业利润同比增速为-34.9%（前值-38.3%）。实体盈利能力尚需时间改善，宏观经济运行短期仍负区间运行。一季度GDP增速-6.8%（前值6%）。
- **高频数据边际企稳：**政治局会议部署生产全面复产，高频数据企稳，高炉开工率4月延续平稳上行，6大发电厂的发电耗煤量稳步提升，值得关注的是基建项目在地方债和特别国债的激励下对上游原材需求的提振作用，投资增速有望率先修复，承接工业生产复工后的供给增量，共同助推2季度经济的反弹。
- **政策主线“援企业、保民生、稳就业”：**4月21日国常会三管齐下保障民生；27日深改委发挥制度优势应对风险；28日国常会产业消费双升级，数字消费是亮点；29日政治局常委会，常态化抗疫支持湖北经济。稳就业一手刺激内需，一手支援企业生产。
- **投资建议：**短期五一长假消费升级主导，叠加避险资金抱团取暖助支撑抗周期板块以及汽车消费；中长期新基建、5G、人工智能受政策驱动的支持。

风险提示：经济增速下行过快；疫情控制不及预期；中美关系多变

内容目录

1. 二季度经济修复开启，4月高频数据改善	3
2. 政策思路：援企业、稳就业	4
3. 高层会议寻找经济修复突破口	5
3.1. 深改委会议（27号）：从制度改革和体制改革上挖掘动力	5
3.2. 国常会（28号）：从产业和消费双升级上寻找突破	6
3.3. 中央政治局常委会议（29号）：从支持重疫区（湖北）经济修复入手	7
4. 后市影响与建议	9

图表目录

图 1：一季度经济增速创新低	3
图 2：高炉开工率 4 月延续平稳上行	3
图 3：6 大发电厂产能在 4 月明显修复	4
图 4：规模以上工业企业利润增速短期负区间	4
图 5：家具制造、电器机械、纺织业出口跌幅居前	5
图 6：出口贡献落入股底	5
表 1：当前重点地区防疫特点	7
表 2：1-4 月中央政治局及常务会议梳理	8

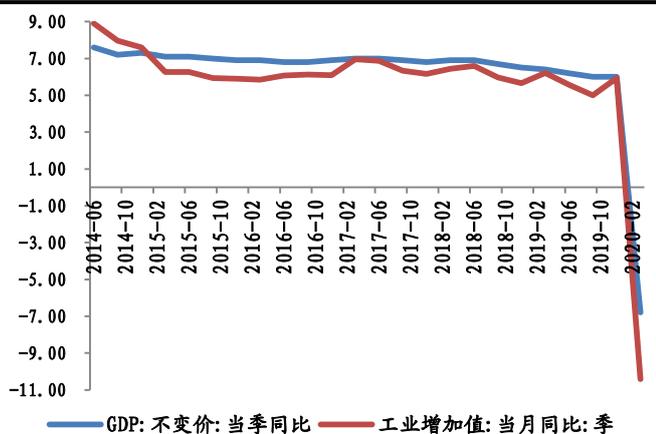
1. 二季度经济修复开启，4月高频数据改善

实体基本面仍存压力：3-4月复产以来，生产开始修复，但需求仍弱，3月消费增速-15.8%，PPI跌幅扩大至-1.5%（前值-0.4%），规上工业企业利率的边际改善较为缓慢，即便不考虑幸存者偏差，3月规上企业利润同比增速为-34.9%（前值-38.3%）。实体盈利能力尚需时间改善，宏观经济运行短期仍负区间运行。一季度GDP增速-6.8%（前值6%）。具体数据来看，有三个特点：

一是，一季度GDP增速创历史最大跌幅，GDP同比下降6.8%，前值6%，下滑幅度为12.8个百分点。主要受1-2月高峰期的冲击，3月复产边际修复却未能转正，例如工业增加值月度数据显示，3月工业增加值同比增速从-25.87%，改善到-1.1%。生产修复在3月有明显的拉动，PMI生产指数也重回扩张域54.1%（前值27.8%），但需求端仍疲弱，经济下行同时也对就业形势带来压力，一季度人均可支配收入为8561元，失业率升至5.9%（前值3%）。收入成长预期和就业环境这对未来消费也产生抑制作用。

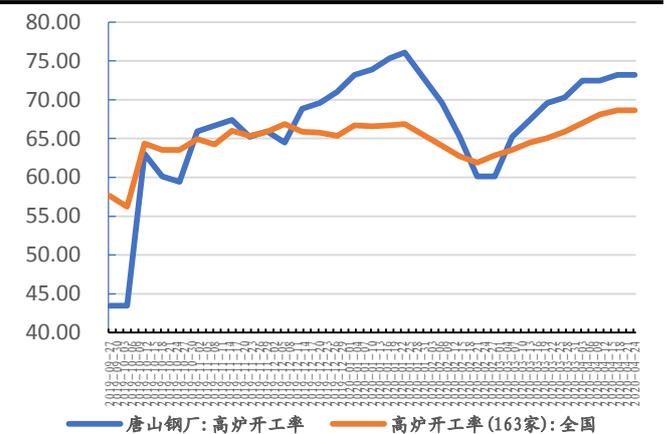
二是，3月三架马车增速跌幅收窄。消费方面：3月剔除价格后的实际消费增速从2月-23.7%修复到-18.1%。改善型消费减少，必需品消费稳定增长。疫情对餐饮、影视、旅游、健身等聚众消费相关的服务行业影响开始显现，汽车消费成为政策带动的主要抓手，新能源汽车相关税收补贴政策，引导居民增加汽车消费。投资方面：3月固定资产投资增速为-16.1%（前值-24.5%），基建兜底积极财政空间仍大，会议明确扩大赤字率发行特别国债，都在为基建后续对冲下行蓄积力量。出口方面：3月修复至-6.6%（前值-17.2%），全球供应链环节上中国制造补上了缺口，也阶段性修复了出口增速，但外需趋弱的大环境没有改变，外贸贡献仍需观察。

图 1：一季度经济增速创新低



资料来源：中原证券，wind

图 2：高炉开工率 4 月延续平稳上行



资料来源：中原证券，wind

三是，高频数据边际企稳。中央高层部署生产全面复产，高频数据企稳，高炉开工率 4 月

延续平稳上行，6大发电厂的发电耗煤量稳步提升，值得关注的是基建项目在地方债和特别国债的激励下对上游原材需求的提振作用，投资增速有望率先修复，承接工业生产复工后的供给增量，共同助推2季度经济的反弹。

一季度经济数据不及预期，但也如实反映了客观现状，与全球其它国家的经济表现相比仍有韧性。那么二季度经济是否能够底部企稳？从上述的数据分析中可以看到3月比1-2月有明显的边际改善，经济的底在2月，一季度整体不理想但好转的趋势开始酝酿，尤其是财政货币都更积极，政策投放到效果释放存在一定传导时滞，若能保证疫情不反弹、不反复，二季度实现改善是大概率事件，但改善的高度仍需看内需的修复程度。

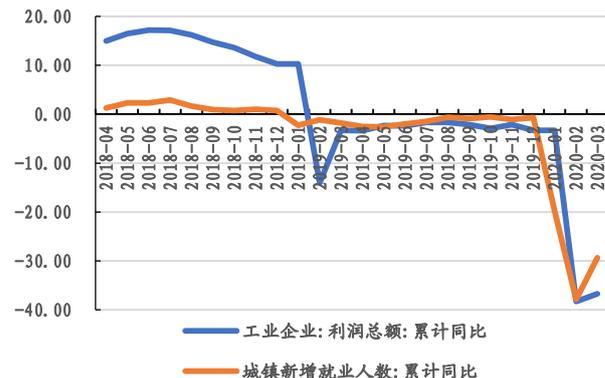
为隔离防疫付出的牺牲将由复产回补。4月高频数据出现改善，例如：4月上旬全社会的发电量保持正增长，高炉开工率和发电耗煤均有改善；再比如，统计数据显示5000万元以上投资入库项目，一季度是11477个，比上年同期增加了144个。国债发行用于基建投资后续的动能将在二季度显现。

图3：6大发电厂产能在4月明显修复



资料来源：中原证券，wind

图4：规模以上工业企业利润增速短期负区间



资料来源：中原证券，wind

2. 政策思路：援企业、稳就业

保障民生是六稳重点：4月21日国常会三管齐下保障民生，27号深改委会议再提“六保”以及29日中央政治局常委会确定支援湖北经济措施均聚焦民生。梳理其路径有三：居民部门上，加大对贫困人口、低保人员和失业人员的帮扶保障力度；企业部门上，帮助服务业小微企业和个体工商户缓解房租压力的措施；信贷部门上，决定提高普惠金融考核权重和降低中小银行拨备覆盖率，促进加强对小微企业的金融服务。三条路径一个逻辑，即“金融服务企业，保企业就是保就业，稳就业才会有持续的内需提振空间”。

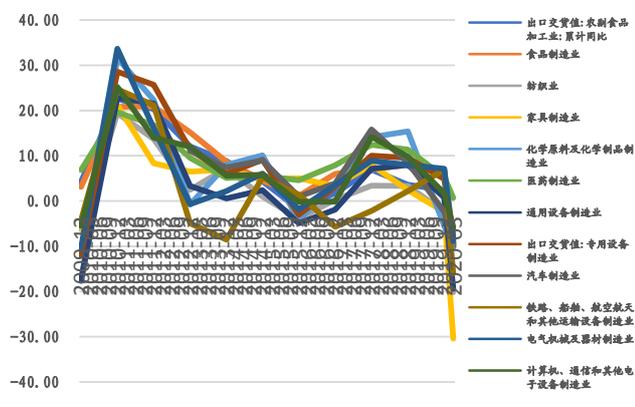
疫情冲击带来后遗症，考虑时滞效果，对经济影响具有惯性，尤其是在生活服务业、传统制造业和餐饮旅游业等领域，二季度全面复产的效果释放或对工业产能回补，但终端消费仍是软肋，此外，全球疫情峰值来临，是否能出现拐点关键看防疫措施落实和疫苗研发的进度，

群体免疫所需上百年，不适用当下，国内防疫成果显著，5月各大城市毕业班学生陆续开学，但海外输入仍是主要风险点，内防反弹的任务不能松懈。

何时就业状况能改善，需要企业利润修复确认，此间则需要政策来兜底，方式有三：一是经济拉动就业；二是财政创造岗位；三是高校扩招、延缓、补贴就业。疫情下的就业政策有新的特点，财政创造就业为辅，保住存量企业为主。信贷资金支援企业，输血救企业，再传到至“企业活，就业稳”。扶植不能持久，市场化的机制是主要规律，最终要回到企业利润改善，需求修复，这条主线上。此外，货币环境持续优化，央行下调银行拨备率有三个方面的意义：一是提高央行对商业银行的坏账容忍度，在处于拨备率红线边缘的中小银行而言，可以不必为达标拨备而强制压低分母上的坏账率，这对疫情下的中小银行的企业信贷业务环境有明显缓解作用；二是对于部分资金实力雄厚，且拨备率有较大安全边界的大行而言，央行下调硬性标准有助于银行补充一级核心资本金，这对尚未上市的银行尤其明显，而对于已经上市的银行，下调拨备也能影响二级资本，提高该类银行的投资价值；三是作为信贷环节承接货币政策传导的任务，在5月全国两会期间货币和财政组合将协同发力，在地方债和特别国债发行期间，也会相应释放流动性中和资金面，使其保持平稳充裕，降低银行拨备率是经济下行过程中重要的措施。

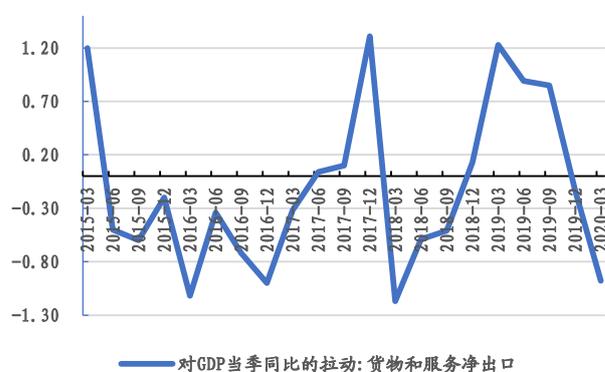
从中我们也能发现，对于就业“首稳”，政策面选择缓解银行压力，进而缓解企业融资困境，并最终传导至就业环境的改善。救企业，才能稳就业。

图 5：家具制造、电器机械、纺织业出口跌幅居前



资料来源：中原证券，wind

图 6：出口贡献落入谷底



资料来源：中原证券，wind

出口企业在中国走出去战略中贡献巨大，且民营中小企业居多，对就业有较强的吸附能力，但近年来我们对比各行业的出口货值累计增速，不难发现纺织、家具制造和电器机械等出口明显回落，叠加疫情冲击，传统制造业出口企业承压，中小企业就业面临更大风险，预计年内外需走弱继续向国内传导，出口企业的就业吸附能力受抑制。

3. 高层会议寻找经济修复突破口

3.1. 深改委会议（27号）：从制度改革和体制改革上挖掘动力

习近平 4 月 27 日下午主持召开中央全面深化改革委员会第十三次会议并发表重要讲话。他强调，我国疫情防控和复工复产之所以能够有力推进，应归功于善于运用制度优势应对风险挑战冲击。

疫情对全球经济带来的冲击，需要持续的政策组合拳来应对，深改委会议重点在于制度体制改革优化，深改委会议提出了三个方面的内容：

一是借助医疗保障体系打赢抗疫战。会议认为确保抗疫顺利进行的关键保障有两个：**首先**，医疗物资保障是基础，各部门之间的协调至关重要，在组织架构上，会议提出要围绕打造医疗防治、物资储备、产能动员“三位一体”的物资保障体系；**其次**，制度保障医保基金充分发挥作用。会议指出医保基金是人民群众的“看病钱”、“救命钱”，医疗体系保障一方面侧重于医疗物资储备和运输建设，是物的建设；另一方面侧重医保基金的建设，则属于资金池建设。本次疫情中，我国在拓展医保范围，保障人民群众的就医上，体现了社会主义制度的优越性。

二是从资本市场基础制度改革中挖掘动力。推进创业板改革并试点注册制，提升金融服务实体的能力，需要从制度上着手，科创板注册制在上海敲锣已满一年，在市场化定价、信息披露、交易和退市方面取得了显著的成果。此时将已有经验在创业板复制并应用已具有相当基础，此外，提升多层次资本市场多元化配置功能，需要在学习科创板制度的基础上，充分结合板块自身的特点实现错位发展，进而形成各有侧重、相互补充的适度竞争格局，最终提升资本市场的配置效率帮助企业从疫情的冲击下尽快恢复。

三是从科技创新体制改革中要动力。一方面肯定党的十八届三中全会以来，科技体制改革的成果。另一方面指出当前科创体制的**四大不足**：任务落实还不平衡不到位；改革推进步伐不够快；领域改革协同不足；一些深层次制度障碍未根本破除。**改革方向上**：**首先**，提升**科技创新体系化能力**，查找和对比国内外技术差距“补短板、强弱项、堵漏洞”；**其次**，提高科技成果转化效率，打通产学研创新链、产业链、价值链。第三是强化基础制度保障。包括在“经费管理、科研评价、科技伦理、作风学风建设”等方面落实。

3.2. 国常会（28号）：从产业和消费双升级上寻找突破

供给侧改革的步伐不能停止，寻找促进经济持续发展的新动能，源于供给端的产业升级和需求端的消费升级。双升级是一组组合拳又是一对矛盾体。经济下行压力增大，低增速是新常态，高质量则依托供给侧的结构性升级。

供给端的产业升级：拒绝经济存量优化，拓展新动能增量。28号国常会将产业升级的着力点聚焦在“**加快信息网络等新型基础设施建设**”上，做增量。提出要以“一业带百业”，既助力产业升级、培育新动能，又带动创业就业，利当前惠长远。“新基建”的培育模式“市场投入为主，支持多元主体参与建设”，金融支持上，鼓励金融机构创新产品强化服务；政府服务上，为投资建设提供更多政策便利。国际合作上，“深化国际开放和合作、互利共赢”。

需求端的消费升级：没有内需支持的生产是无法持续的。外部环复杂，挖掘“新内需”，会议突出了“数字消费”的市场潜能，即“网上办公、远程教育、远程医疗、车联网、智慧城市”等数字应用消费，供给创造需求，需求助力供给，对应于进一步带动“产业升级和智能制造”的供给创造。在挖掘“数字消费”的配套环境方面，会议指出通信相关行业双向开放、平台参与者互促共赢、保障个人隐私和网络、数据安全等。

28号的国常会部署将“新基建”和“数字消费”作为升级产业和消费的重点突破领域，值得市场关注。预示着未来关于5G、人工智能、工业互联网等信息化数字化领域的政策支持力度有望进一步加大。相关行业的就业岗位也将更多被创造。

3.3. 中央政治局常委会议（29号）：从支持重疫区（湖北）经济修复入手

不同阶段的抗疫特点演进：从打赢武汉保卫战，到全国范围内抗疫，再到常态化持久战，直到现在的“抓好重点地区、重点群体疫情防控工作”，随着国内抗疫取得阶段性进展，抗疫的方略也不断调整，从全面到重点，从广到深，抗疫政策发力的精度也在提升。

武汉湖北是我国新冠疫情最早爆发的城市和省份，受灾最早，程度最重，经济冲击最大。29号的中央政治局常委会议聚焦湖北经济，明确将从财政税收、金融信贷、投资外贸等方面合力支持湖北经济。

表 1：当前重点地区防疫特点

重点地区	抗疫要求描述	阶段特点	支持经济举措描述
湖北武汉	继续加强社区防控，完善应急预案，加强对治愈患者的关心和帮助	本土防疫的震中	财政税收、金融信贷、投资外贸
黑龙江	完善和加强防控工作措施，抓紧排查漏洞、补齐短板，特别是加强医院感染防控，全力以赴做好医疗救治。	输入性防疫	
北京	要继续落实重点防控任务	防御性防控	

资料来源：中原证券，政府官网

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5516

