

宏观周报

如何理解本次疫情对第三产业的负面影响弱于第二产业？

■ 核心观点

第一，2020 年一季度经济数据显示，第三产业增加值受疫情负面影响程度弱于第二产业，这与市场预期不同。此前市场普遍预期疫情对第三产业的负面冲击更大，原因主要有两点：其一，本次疫情在春节期间集中爆发，短期内服务业负面冲击最大；其二，参考 2003 年非典最为严重期间二季度的经验。

第二，从当前第三产业结构看，占比超过 50% 的金融业、信息技术服务业和其它行业都实现了较高的增长，是拉动第三产业增长的主导因素。导致这三大行业负面冲击较少的核心因素在于这些行业的线上化程度较高，可以实现远程办公。

第三，导致第二产业负面冲击较大的原因主要包括：其一，工业生产线上化程度较低，难以实现远程操作；其二，工业生产的产业链较长，这对协同生产的要求提升；其三，海外疫情蔓延进一步加大工业生产的下行压力。因此，我们看到本次疫情对第二产业的负面冲击要大于第三产业。

第四，非典期间第三产业呈现两个特点：其一，传统服务业，如批发零售、交运仓储邮政业、住宿餐饮业，占比较高将近 40%；其二，线上化程度较低，以及可以实现线上化的行业较少，基本没有信息服务行业。这是第三产业遭受负面冲击较大的主要因素。此外，2003 年我国经济增长动能强劲，外需保持高速增长，叠加疫情并未导致全国停工停产，所以第二产业仍然保持较快增长。因此，我们看到非典对第二产业的负面冲击要小于第三产业。

第五，上述分析可以得到两点启示：第一，分析海外国家受新冠疫情冲击时，要考虑不同国家的经济结构，工业国所受的负面冲击可能更大，如德国遭受的冲击可能会大于英法；第二，在未来经济发展中，要提高经济增长的“技术”含量，提高工业生产的智能化程度，这样有助于增强经济抵抗外生冲击的韧性。

本周市场重点

2020 年一季度经济数据显示，第二产业 GDP 指数同比为-9.6%，相比 2019 年同期下降 15.7 个百分点；第三产业 GDP 指数同比为-5.2%，相比 2019 年同期下降 12.2 个百分点；第三产业受疫情负面影响程度弱于第二产业，这与市场预期不同。

在经济数据公布之前，市场普遍预期疫情对第三产业的负面冲击更大，原因主要有两点：其一，本次疫情在春节期间集中爆发，短期内服务业负面冲击最大，尤其是交通运输、旅游、餐饮、线下零售等行业；其二，参考 2003 年非典最为严重期间二季度的经验，2003 年二季度第三产业相比 2002 年同期下降 0.9 个百分点，而第二产业增速不降反增。那么如何理解本次疫情对第二和第三产业负面冲击的程度不同于 2003 年非典期间呢？

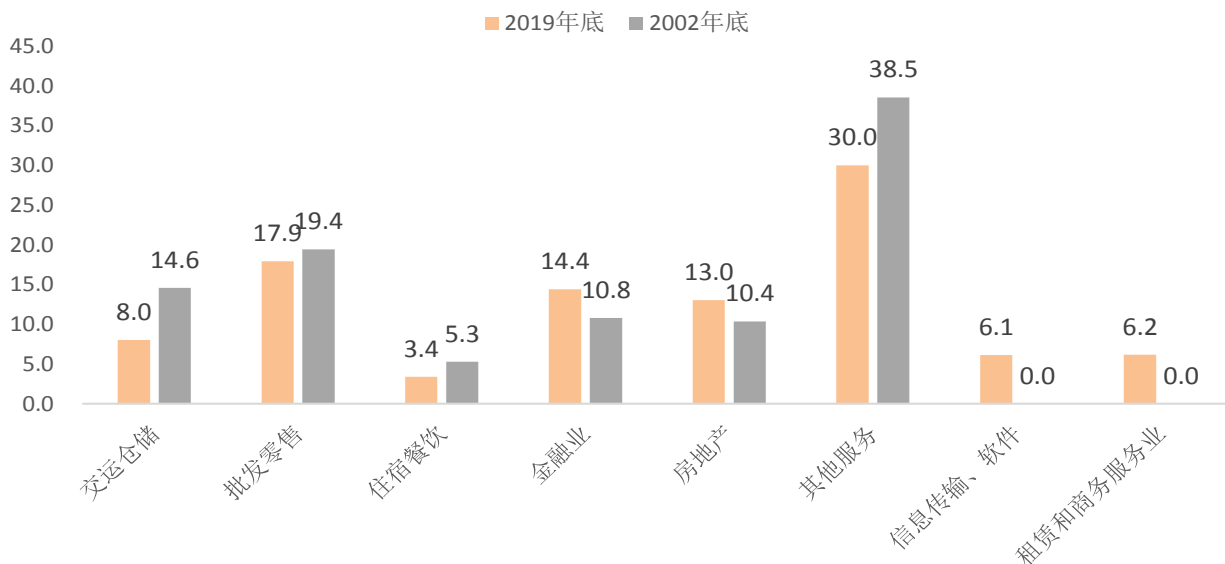
首先，我们分解一下第三产业的构成。第三产业主要包括批发和零售业、交通运输邮政业、住宿餐饮业、金融业、房地产业、信息软件服务业、租赁商务服务业、以及其他行业，占比分为 17.9%、8.0%、3.4%、14.4%、13.0%、6.1%、6.2%、30.0%。2020 年第一季度增速分为-17.8%、-14.0%、-35.3%、6.0%、-6.1%、13.2%、-9.4%、-1.8%。也即是说，占比超过 50%的金融业、信息技术服务业和其它行业都实现了较高的增长，是拉动第三产业增长的主导因素。批发零售、交通运输邮政业、住宿餐饮业受到的负面冲击更大，但占比不到 30%，尤其是住宿餐饮业下降幅度最大，但占比仅有 3.4%。导致金融、信息技术服务和其他服务业（包括医疗行业）负面冲击较少的核心因素在于这些行业的线上化程度较高，可以实现远程办公。

然后，我们看一下第二产业的结构，第二产业主要包括工业和建筑业，占比分别为 82.1%和 17.9%。2020 年第一季度增速分别为-8.5%和-17.5%，二者皆受到较为严重的负面冲击。导致第二产业负面冲击较大的原因主要包括：其一，工业生产线上化程度较低，难以实现远程操作；其二，随着社会分工的精细化，工业生产的产业链较长，这对协同生产的要求提升；其三，本次疫情在 2 月底已经开始在全球蔓延，外围环境的变化进一步加大工业生产的下行压力。因此，我们看到本次疫情对第二产业的负面冲击要大于第三产业。

最后，我们将上述结构与非典期间进行对比。非典期间第三产业主要包括六大类，分别为批发和零售业、交通运输邮政业、住宿餐饮业、金融业、房地产业、以及其他行业，占比分为 19.4%、14.6%、5.3%、10.8%、10.4%、38.5%，呈现两个特点：其一，传统服务业，如批发零售、交通运输邮政业、住宿餐饮业，占比较高将近 40%；其二，线上化程度较低，以及可以实现线上化的行业较少，如基本没有信息服务行业。非典期间第三产业负面冲击较大的原因可能如下：第一，第三产业传统服务业占比较高，整体线上化程度较低；第二，经济增长动能强劲，外需保持高速增长，叠加疫情并未导致全国停工停产，第二产业仍然较快增长。因此，我们看到非典对第二产业的负面冲击要小于第三产业。

上述分析可以得到两点启示：第一，分析海外国家受新冠疫情冲击时，要考虑经济结构，工业国所受的负面冲击可能更大，如德国遭受的冲击可能会大于英法；第二，在未来经济发展中，要提高经济增长的“技术”含量，提高工业生产的智能化程度，这样有助于增强经济抵抗外生冲击的韧性。

图表1 不同时期第三产业具体构成对比（%）



资料来源:WIND、平安证券研究所

上周市场动态

■ 4月LPR报价出炉

事件：4月20日，LPR报价出炉：1年期品种报3.85%，上次为4.05%，5年期以上品种报4.65%，上次为4.75%。

点评：针对此次LPR报价下调，我们有如下观点：1) LPR利率下调符合市场预期，此前3月30日7天逆回购利率下调20BP，4月15日MLF操作下调20BP，整体符合央行“逆回购-MLF-LPR”引导资金成本下行的操作模式。2) LPR利率下调意味着货币政策已经向信贷传导，以满足实体中长期资金需求，为企业融资提供支持，逆周期政策力度加码。3) 此外，主要面向居民住房贷款的5年期LPR利率也下调了10BP，这与4月17日中央政治局会议再度提及的“房住不炒”并不矛盾。受疫情影响，住房消费受到了较大冲击，五年期LPR报价利率的下调更多是支持居民住房刚需，带动房地产及建筑业、制造业等相关部门的消费和投资。4) 鉴于国际疫情形势依然严峻，预计货币宽松力度还有进一步提升的空间，其重点还是加大对实体经济的支持力度。

■ 财政部发布2020年一季度财政收支数据：一般公共预算收入同比下降14.3%

事件：4月20日，财政部发布2020年一季度财政收支数据：1~3月累计，全国一般公共预算收入45984亿元，同比下降14.3%；全国一般公共预算支出55284亿元，同比下降5.7%。在1~3月全国一般公共预算收入45984亿元当中，中央一般公共预算收入21157亿元，同比下降16.5%；地方一般公共预算本级收入24827亿元，同比下降12.3%。全国税收收入39029亿元，同比下降16.4%；非税收入6955亿元，同比增长0.1%。

点评：为对冲疫情影响，积极的财政政策更加积极有为，但当前财政收支平衡压力有所加大。1) 从全国一般公共预算收入来看，受疫情影响，部分行业收入大幅下滑导致税收缩减，其中增值税、消费税及企业所得税分别下降23.6%、16.4%以及12.8%，餐饮住宿、交通运输、文体娱乐等行业，税收分别下降33.2%、27%、19.6%。此外减税政策的翘尾因素进一步拉低税收增速。2) 从全国一般公共预算支出的角度看，部分领域支出下滑幅度较大，一季度科学技术支出、城乡社区支出、交通运输支出以及节能环保支出降幅超10%，分别下滑26.4%、23.6%、16.5%以及15.1%。潜在的财政支出需要还未得到充分反映，后续保基本民生、保工资就业、保运转工作方面支出压力加大。3) 政府性基金收支方面，全国政府性基金预算收入同比下降12%，支出同比增长4.6%。中央政府性基金预算本级支出同比下降33.6%；地方政府性基金预算支出同比增长5.2%，其中，国有土地使用权出让收入相关支出同比下降26.7%。此外，财政部近期拟再提前下达1万亿元地方政府专项债券额度，加大基建领域财政支出力度，以对疫情后需求恢复形成支撑。

■ 国务院常务会议提高普惠金融考核力度

事件：4月21日，国务院常务会议决定，为促进金融机构更好服务小微企业，将普惠金融在银行业金融机构分支行综合绩效考核指标中的权重提升至10%以上；将中小银行拨备覆盖率监管要求阶段性下调20个百分点，释放更多信贷资源，提高服务小微企业能力。

点评：本次国常会对普惠金融考核的相关调整，主要是通过金融机构的差异化考核加大对中小银行倾斜力度，提升金融机构服务小微企业的能力：1) 现阶段全球疫情仍在蔓延，实体企业整体承压，面临订单削减、资金链断裂等风险，与实体经济相关联的银行体系也受到波及。为了控制银行潜在风险、提升信贷投放能力，国外监管部门已经采取了推迟巴塞尔协议Ⅲ执行、下调逆周期资本缓冲要求以及取消银行派息等措施。2) 我国的外贸企业、中小企业在疫情冲击下脆弱性凸显，而与此同时部分中小银行的拨备以及资本充足率都已处于监管临界水平，严重影响了对中小企业的信贷投放能力。3) 以往城商行、农商行在银行绩效考核上注重拉存款、提高银行利润，而在普惠金融增加对中小企业的扶持力度方面存在不足。此次提升普惠金融考核力度、阶段性降低中小银行拨备率监管要求有利于释放更多的信贷资源，提升中小银行服务小微企业的能力，同时有利于促使银行及时处置核销不良贷款，避免风险在银行体系积聚，减轻中小银行监管达标压力。

重要数据跟踪

图表2 重要高频指标跟踪

	最新值	本周均值		周均涨跌		月均涨跌
	(2020.04.24)	最新值分位	(2020.04.20-04.24)	本周均值分位		
R001	0.92	66.6%	0.95	66.4%	-1.84	-32.12
R007	1.56	61.6%	1.47	60.6%	-5.19	-48.79
SHIBOR:3M	1.40	73.7%	1.39	73.7%	-5.00	-60.67
1 年期国债收益率	1.13	64.4%	1.15	64.3%	-7.72	-57.45
10 年期国债收益率	2.51	63.5%	2.55	63.6%	0.07	-10.41
1 年期国开债收益率	1.20	63.6%	1.21	63.5%	-8.91	-66.59
10 年期国开债收益率	2.80	63.7%	2.83	63.6%	-0.71	-21.00
美元兑人民币:中间价	7.08	72.9%	7.08	72.9%	0.50%	0.70%
美元指数	100.24	70.6%	100.25	68.0%	2.30%	3.60%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_5595

