

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

疫情拖累经济表现亟需复产政策弥合

——宏观周评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020年04月19日

相关研究

- 1 《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
- 2 《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
- 3 《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
- 4 《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
- 5 《宏观报告: 美元流动性危机暂时缓解, 中长期衰退风险犹存-宏观专题》 2020-03-25

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:

17日中央政治局会议部署防疫和经济工作。16日出版的第8期《求是》杂志将发表习近平的重要文章《团结合作是国际社会战胜疫情最有力武器》。15日, 金融委第二十六次会议召开, 刘鹤主持研判了当前国际国内经济金融形势, 并专题研究了加强资本市场投资者保护问题。15日G20财长与央行行长会议, 财长刘昆表示下一步积极财政政策将更积极有为, 14日, 李克强主持召开国常会, 部署落实落细企业政策, 支持企业渡过难关。

数据:

统计局: 一季度GDP同比下降6.8%, 前值6%; 社零同比下降15.8%, 固定资产投资下降16.1%, 工业增加值下降1.1%。

观点:

- 隔离防疫牺牲一季度经济增速: 当前全球疫情仍不乐观, 蔓延态势没有被完全遏制, 必然拖累全球经济下行, 国内抗疫虽阶段性成果, 但不能放松警惕, 隔离防疫和经济复产之间总有掣肘, 必然存在牺牲和损耗, 一季度经济降至-6.8%也是历史新低, 但却不得不以短痛换长痛, 防疫毕竟是首位。
- 二季度反弹概率增大: 疫情虽有反弹主要在于海外输入, 但国内医疗物资配给和防护措施均已到位, 在防疫经验上也明显积累起来, 叠加政策积极发力, 企业复工缓冲了经济下行的部分压力, 体现出较强的韧性, 从三驾马车的增速修复上不难发现, 趋势向好。
- 高层密集开会首提“六保”: 会议除了2月、3月的抗疫与经济以外, 本次中央政治局会议关于经济运行时, 使用了“前所未有”和“极不寻常”两词, 也突出了降准、降息, 并且在六稳之后, 首次提出“六保”。“保”比“稳”在程度上更加主动, 同时也体现对经济下行的危机意识提高。同时“保”也是为了“稳”, 政策兜底的预期更强。
- 流动性和制度设计两方面助力资本市场: 货币政策合理充裕, 同时加强资本市场打假, 优化制度设计, 保障市场有效性, 更好服务实体经济。
- 投资建议: 短期关注货币政策发力助力金融板块修复, 中期医药、5G等板块仍有动能; 中长期关注大消费和新基建板块。

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 GDP 增速触底反弹概率增大	3
2. “前所未有”特殊时期更要非常举措	4
3. 后市影响与建议	7

图表目录

图 1: 一季度经济增速创新低	3
图 2: 3 月外贸马车降幅收窄	3
图 3: 3 月消费增速跌幅修复	4
图 4: 地产和高技术制造业投资增速修复最快	4
表 1: 货币工具变动表	5
表 2: 近来中央政治局会议关于地产表述	7

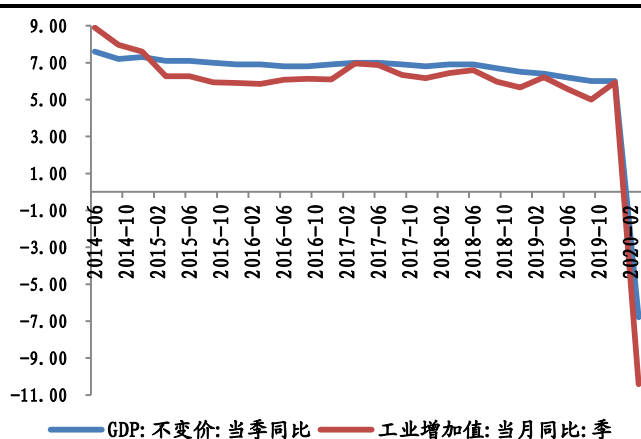
1. 二季度 GDP 增速触底反弹概率增大

疫情对全球经济的影响深远，16 日 IMF 下调全球经济增速预期为-3%，对中国经济增速预测为-1.2%，从 17 日发布的额一季度经济数据看，虽然自 3 月起我们已经结束了武汉保卫战，疫情得到控制，但 3 月的经济数据仍未转正，经济数据负区间在历史上也是鲜有的，但对今年却可能短期都将存在。具体数据来看，有两个特点：

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。

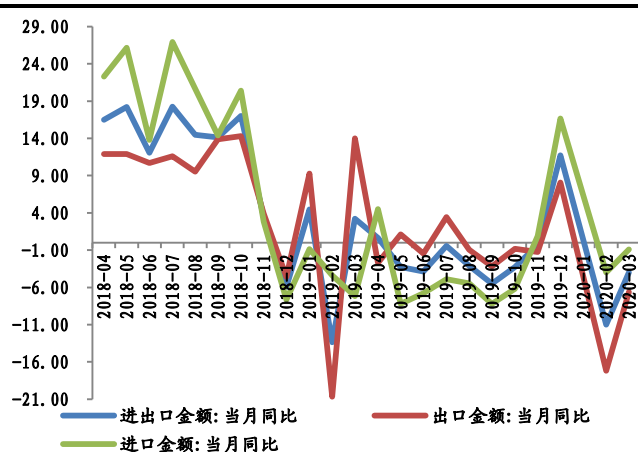
二是，好在 3 月三架马车增速跌幅收窄。消费方面：3 月剔除价格后的实际消费增速从 2 月-23.7%修复到-18.1%。改善型消费减少，必需品消费稳定增长。疫情对餐饮、影视、旅游、健身等聚众消费相关的服务行业影响开始显现，汽车消费成为政策带动的主要抓手，新能源汽车相关税收补贴政策，引导居民增加汽车消费。投资方面：3 月固定资产投资增速为-16.1%（前值-24.5%），基建兜底积极财政空间仍大，会议明确扩大赤字率发行特别国债，都在为基建后续对冲下行蓄积力量。出口方面：3 月修复至-6.6%（前值-17.2%），全球供应链环节上中国制造补上了缺口，也阶段性修复了出口增速，但外需趋弱的大环境没有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

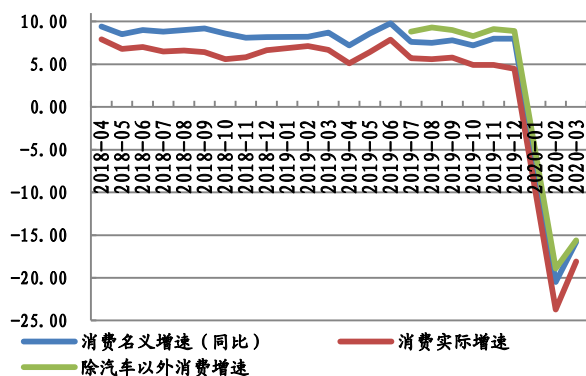


资料来源：中原证券，wind

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，当“利空出尽”却也增加了“否极泰来”的信心。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。

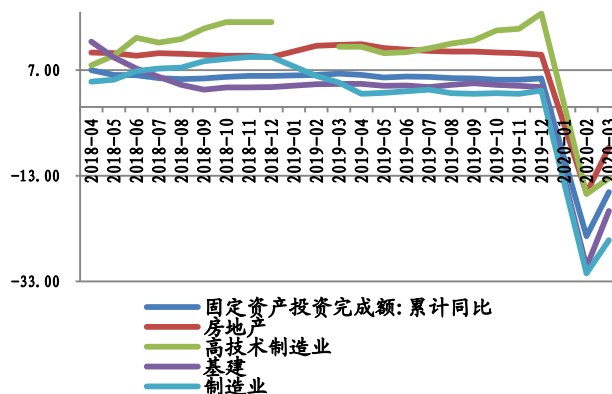
为隔离防疫付出的牺牲将由复产回补。4月高频数据出现改善，例如：4月上旬全社会的发电量保持正增长，高炉开工率和发电耗煤均有改善；再比如，统计数据显示5000万元以上投资入库项目，一季度是11477个，比上年同期增加了144个。国债发行用于基建投资后续的动力将在二季度显现。

图 3：3月消费增速跌幅修复



资料来源：中原证券，wind

图 4：地产和高技术制造业投资增速修复最快



资料来源：中原证券，wind

2. “前所未有”特殊时期更要非常举措

高层密集开会首提“六保”：会议除了2月、3月的抗疫与经济以外，本次中央政治局会议关于经济运行时，使用了“前所未有”和“极不寻常”两词，也突出了降准、降息，并且在六稳之后，首次提出“六保”。“保”比“稳”在程度上更加主动，同时也体现对经济下行的危机意识提高。同时“保”也是为了“稳”，政策兜底的预期更强。具体来看，17日中央政治局会议有五个方面亮点：

一是，经济面临挑战，“六保”任务紧迫。传统每年4月中央政治局会议都会对一季度数据解读总结，并以此为依据设立下一步工作目标，这次会议对一季度经济的定调是：经济展现巨大韧性，但挑战前所未有。一季度由于疫情冲击，GDP增速跌至罕见的-6.8%。针对这一客观现状，会议提出必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作。与往年不同，“六保”成为“六稳”升级版。加大“六稳”工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。从顺序上看，首保就业，也是稳字当头。此外，本次提到粮食能源安全问题，“我国粮食安全有充分保障，要抓好农业生产和重要副食品保供稳价，夯实农业基础。”这既是当前国际环境使然，也是后续工作的方向，民以食为天，粮食的战略地位凸显，能源是工业的血液，保障粮食和能源是稳民生、稳生产的一环。

二是，更多政策对冲，降息降准在路上。将金融手段作为会议内容，明确降息、降准、再贷款，货币政策稳健中性逐步走灵活充裕的趋势更加明显，经济数据反映出当前实体经济的困

难局面“前所未有”，疫情非常时期，各国央行均采用宽松政策，中国目前的最紧要问题是稳定，首先就是要稳就业，中小微民营企业吸收了 80%的就业人口，即便不考虑“幸存者偏差”，单看 5.9%的失业率创近年新高，无论盈利能力，仅就稳定大局考虑，金融需要此时增大对实体经济尤其是民营小微的“供血”功能，当然这无可避免的要使得金融机构承担一定的信用风险，所以央行一方面精准并提高贷款便利度，为商业银行节约成本，另一方面国家财政还要出资建立担保基金，兜底可能出现的坏账损失。15 号央行已经在 OMO 操作时下调了政策利率，1 年期中期借贷便利（MLF）中标利率为 2.95%，较上期下降 20 个基点。这是今年以来 MLF 利率第二次下调，也是 3 年来首次跌破 3%。年内第一次下调是在 2 月 17 日，上次降 10BP，这次降 20BP，方向不变力度翻倍。据此推断 20 日即将发布的 LPR 也将大概率下调，至此传导市场利率下行。

表 1: 货币工具变动表

时间	政策工具	调整幅度	当月同比 CPI	当月猪肉分项 CPI
2020 年 1 月 1 日	标准准备金 13% 降至 12.5%	全面降准 50BP		猪价同比增速继续上涨
2020 年 1 月 20 日	1 年期 LPR 为 4.15%，5 年期以上 LPR 为 4.80%	持平上月	1 月 CPI 报 4.5%持平 12 月 (4.5%)	
2020 年 2 月 3-4 日	2 月 3 日开展 1.2 万亿元公开市场逆回购操作投放资金，比去年同期多 9000 亿元。2 月 4 日以利率招标方式开展了 5000 亿元逆回购操作。			
2020 年 2 月 10 日			发布 1 月 CPI 报上涨至 5.4%	216% (前值 110.2%)
2020 年 2 月 17 日	开展 2000 亿元 MLF 操作和 1000 亿元 7 天期逆回购操作。1 年期 MLF 利率为 3.15% (前值 3.25%)。	1 年期 MLF 中标利率下调 10BP		
2020 年 2 月 20 日	LPR 报价 1 年期 4.05%；5 年期 4.75%	LPR 报价下调 1 年期 10BP，下调 5 年期 5BP		
2020 年 3 月 10 日	国常会抓紧出台普惠金融定向降准措施，并额外加大对股份制银行的降准力度 (近期或降准)		发布 2 月 CPI 为 5.2%	食品项增速 21.9% (前值 20.6%)，猪肉同比增速 135.2% (前值 116%)
2020 年 3 月 16 日	按 2019 年考核定档，对达标银行原有基础上定向降准 0.5-1 个百分点；针对股商行额外优惠 1 个百分点	释放长期资金 5500 亿，其中 4000 亿达标所有银行，1500 亿达标股商行。节约银行资金成本 85 亿		
2020 年 3 月 20 日	LPR 报价 1 年期 4.05%；	LPR 报价保持不变		

	5 年期 4.75%		
2020 年 3 月 27 日	中央政治局会议定调疫情冲击下，“稳健的货币政策要更加灵活适度”		
2020 年 3 月 30 日	央行通过 OMO 当日释放 500 亿逆回购	7 天逆回购利率 2.2%,较前次下调了 20bp	
2020 年 3 月 31 日	国常会“抓紧出台普惠金融定向降准措施，并额外加大对股份制银行的降准力度”	“定向降准+降息”正在路上，降息幅度或为 10BP，时间或在 4 月初。	
2020 年 4 月 3 日	央行定向降准 1 个百分点，超准率 35BP	中小银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。4 月 7 日超准率 12 年来首次下调 35BP	
2020 年 4 月 15 日	OMO 的 2000 亿 MLF 操作下调 1 年期中标利率为 2.95%，较上期下降 20 个基点	降 20BP（上次 2 月 17 日降 10BP）	3 月 CPI 回至 4.3%（前值 5.2%） 食品项 18.3%（前值 21.9%），猪肉同比 116.4%（前值 135.2%）

资料来源：中原证券，wind

三是，传统基建仍有投资空间。会议要求财政政策更加积极，“以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券。”任何政府都有控制赤字率降低宏观杠杆率的诉求，但是在“极不寻常”的环境下，赤字财政必不可少。除了继续减税降费，还将延续转移支付“确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会”。本次会议提出“抗疫特别国债”的表述更引人关注，积极财政“出师有名”。积极财政的着力点在哪些领域？此次会议则专门提到了加强传统基础设施投资。会议强调，要积极扩大国内需求。要释放消费潜力，做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资。促进传统产业升级 扩大战略性新兴产业投资

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_5727

