

【华西固收研究】增长压力确认，增长目标弱化，债市牛平还是熊平？

——3月经济数据点评 20200417

事件概述：

4月17日，统计公布2020年3月及一季度经济数据。一季度，国内生产总值20.65万亿元，实际GDP增速为-6.8%，第一、二、三产业增加值分别下降3.2%、9.6%、5.2%；全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资（不含农户）累计同比分别下降8.4%、19.0%、16.1%。3月当月，全国规模以上工业增加值同比下降1.1%；社会消费品零售总额同比下降15.8%。

分析与判断：

► 生产端改善显著，需求端仍然疲软。

1) 工业增加值：复工复产推动环比改善超预期。

工业增加值3月尽管仍然为负增长，但降幅较1-2月大幅收窄12.4pct，且3月环比增速录得32.13%，显著超出市场预期，说明3月份复工复产政策效果显著，疫情对生产端的冲击已经得到了有效的改善。根据我们跟踪的交通运输数据来看，当前已经基本接近完全复工，产能有望恢复至疫情前水平。分门类来看，采矿业3月同比增速已经由负转正，较去年同期增速仅低0.4pct，恢复显著快于制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业。42个细分行业中，有16个实现同比正增长，较1-2月多14个行业；其中医药制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业3月增速最高，分别为10.4%和9.9%，前者主要受益于本次疫情对需求的提振，后者则体现出高新技术行业增长动能的韧性。汽车制造业仍然是下降程度最大的行业，3月增加值同比下降22.4%，而汽车总产量、新能源汽车产量分别下降43.0%、43.9%，需警惕汽车生产数据反映的终端需求疲软问题。分企业类型看，3月份私营企业增加值仅下降0.5%，降幅低于国有控股企业。

2) 社零：必选及医药消费保持正增长，日用品、办公用品、通讯器材消费增速转正。

与1-2月相比，3月共有6个品类（粮油食品、饮料、药品、日用品、文化办公品、通讯器材）的消费同比实现正增长，其中日用品、办公用品、通讯器材增速由负转正。此外，15个主要品类中，除服装鞋帽外，同比增速较1-2月均有不同幅度的提升，居民的消费意愿正在逐渐恢复。而服装鞋帽消费的降幅扩大了3.9pct，可能与当前疫情防控状态下居民外出次数仍然较少有一定关系。

3) 固投：基建、地产投资恢复速度快于制造业。

地产投资、施工端有所改善，但库存压力仍在增加。投资端，1-3月，全国房地产开发投资完成额累计下降16.3%，根据累计数据测算，3月当月地产投资同比增长1.15%；土地成交显著回暖，土地成交价款当月同比转为正增长，录得6.6%，而1-2月则为-36.2%。施工端，新开工、竣工面积当月同比分别下降10.45%、0.89%，降幅较1-2月分别收窄34.45、22.01pct；但施工面积则有所下降，3月同比录得-3.48%，较1-2月下月滑6.38pct。销售端，商品房销售面积和销售额略有回暖，但改善幅度有限，同比降幅仍然超过20%。在销售端弱改善的情况下，库存压力有所提升，商品房待售面积累计同比2.1%，较1-2月提升0.7pct。

基建投资的改善幅度也较为明显，1-3月基建投资（不含电力）累计同比下降19.7%，降幅收窄10.6pct，改善幅度高于地产和制造业，近期中央相关的基建支持政策成效显著。

制造业投资的恢复偏弱，1-3月累计同比下降25.2%，降幅仅收窄6.3pct。其中13个细分行业中，除医药制造业、有色金属冶炼和压延加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业外，其他行业的降幅均大于制造业整体水平。

4) 整体来看，生产端恢复快于需求端，产需错位预计仍将延续。

3月份，工业增加值的恢复程度明显快于投资和消费，产能在复工复产政策的助力下得到了快速的修复。但需求尤其是非政府需求对政策的敏感性较差，受预期收入、宏观经济的影响较大，恢复程度较慢。我们认为，产需错位的情况在4月份仍将延续，需要警惕需求疲软对生产以及价格的拖累。

► **全年增长压力得到确认，增速目标或可适当淡化。**

在一季度实际 GDP 增速为-6.8%的情况下，后三季度所面临的增长压力较大。假设全年仍要实现 5.62%的“翻一番”GDP 增速目标，则需要后三季度平均每季实现 9.15%的实际 GDP 增速，相对我国当前潜在经济增长动能偏离程度过高，实现难度较大。若全年实现 2%-3%的实际 GDP 增速，则后三季度平均需要实现 4.50%-5.78%，与我国目前潜在经济增速匹配程度较高，也在政策合理对冲的范围之内。

表 1 不同全年增速目标下，2020 年 Q2-Q4 平均 GDP 增速测算

全年增速目标	5.62%	5.50%	5.00%	4.50%	4.00%	3.50%	3.00%	2.50%	2.00%
Q2-Q4 所需平均增速	9.15%	8.99%	8.35%	7.71%	7.07%	6.42%	5.78%	5.14%	4.50%

资料来源：Wind，华西证券研究所

考虑本次疫情爆发的特殊性，我们认为不宜再用 GDP 是否“翻一番”来衡量全面建成小康社会的完成情况，就业、脱贫等与居民切身感受更加密切的指标或许更有参考价值。此外，我们仍然认为“稳就业”是政策发力的下限，而“不走老路”则决定着政策发力的上限。当前稳定短期经济秩序和就业压力是更加紧急的任务，但转型发展、高质量发展才是决定长期国力的重要任务。“救急”固然有必要，但不应以牺牲“重要”战略方向为前提。我们认为当前或可适当淡化经济增速目标，更加侧重就业、脱贫、小微企业纾困、预防系统性风险等有助于稳定经济基本盘的目标，以避免强刺激对长期战略转型的负面扰动。

► **政策展望：财政政策发力加码，货币政策保持宽松。**

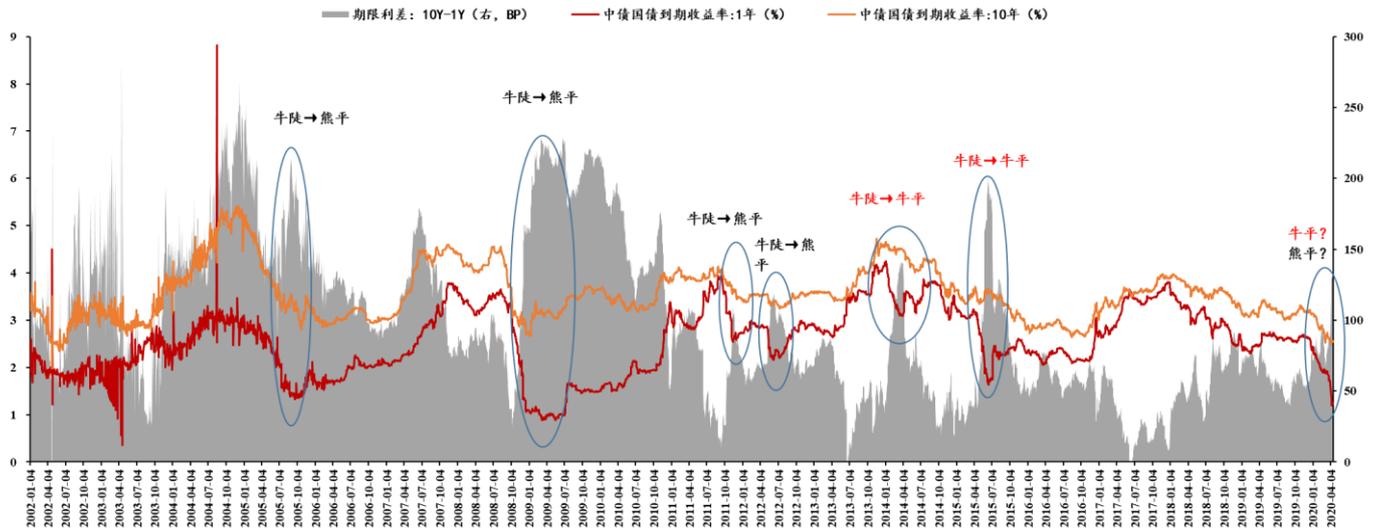
具体而言，出于“救急”，我们认为基建增速仍然有必要进一步提升，以对冲外需和消费需求的放缓，要求财政政策更加积极有为，是应对冲疫情的主要发力点。财政赤字率预计 3.6%左右，专项债预计全年新增 3.75 万亿元，较去年增加 1.6 万亿元，特别国债预计发行 1 万亿左右。此外，专项债的使用将更加聚焦于基建投资；专项债做资本金的约束也有望进一步放松：一方面项目中专项债资本金的比例或将边际提升，另一方面对专项债资本金不得投放公益性项目的限制也有望边际放松。

货币政策方面，我们认为今年全年仍将保持稳健偏宽松的基调。今年以来，央行已经进行了 3 次降准，合计释放增量资金 1.75 万亿元，两次下调逆回购和 MLF 利率，并下调了超额存款准备金利率以降低利率走廊下限，货币政策已经先于财政政策进行了一轮发力。对后三季度而言，适度宽松的货币政策环境是支持经济修复的重要条件，流动性宜松不宜紧。同时当前通胀压力已经进入释放通道，PPI 存在通缩的风险，海外央行均实行宽松的货币政策，为我国货币政策打开了操作空间。

投资策略：下一阶段的债市是熊平还是牛平？

对债券市场投资者而言，当前收益率曲线的变化方向或是最核心的关注点之一。在清明节前后央行超预期下调超额存款准备金利率的驱动下，短端无风险利率出现了快速的下行，从而导致收益率曲线逐渐陡峭化，走出了一波“收益率下行+收益率曲线陡峭化”的牛陡行情。我们复盘了自 2002 年以来的债市变化，不包括本次，共有 6 次类似的牛陡行情：2005.05-2005.09、2008.09-2009.06、2011.09-2011.11、2012.02-2012.06、2014.01-2014.03、2015.04-2015.08，其中前四次衍变成为熊平，后两次则衍变成为了牛平。

图 1 2002 年以来，不包含本次，共出现 6 次“收益率下行+曲线陡峭化”的牛陡行情



资料来源：Wind，华西证券研究所

1) 什么情况会产生“收益率下行+收益率曲线陡峭化”的组合？

从历史情况来看，这种组合一般出现在经济基本面受到冲击的前中期，由两方面的因素共同导致：一是货币政策往往反应较快，在经济受到冲击时便开始进行宽松，但实体经济风险加大使得信用有所收紧，货币市场流动性往往在这个期间内持续充裕，短端利率因此快速下行；二是财政政策受制度约束较大，反应速度慢于货币政策，因此市场对下一阶段的经济预期不够明确，在长端利率的投资方面存在观望情绪，导致长端利率的下行速度较慢。

2) 什么情况下牛陡会衍变为熊平？

从基本面来看，通常是此前市场较为悲观的经济预期发生了扭转，从而改变了债市的基本运行方向。如 2009 年，在“四万亿计划”等超预期的对冲政策出台之后，经济的下行风险得到了扼制，市场对长期经济基本面的预期从悲观转向了谨慎乐观。从政策端来看，如果财政政策与货币政策在发力节奏及力度上有错位，如货币政策的宽松力度在后期有所减弱或财政政策后来居上，超预期发力，大概率将导致债市转向熊平。

3) 什么情况下牛陡会衍变为牛平？

与转为熊平的情况相反，牛陡衍变为牛平则需要满足三个条件：一是经济基本面的持续偏弱；二是财政政策弱发力；三是持续宽松货币政策和充裕的流动性。而这三个条件反映到债市，则体现为债市投资者预期的明朗化，消除观望情绪，从而推动长端利率对短端利率的跟随。

4) 下阶段债市是熊平还是牛平？——牛平概率较大，建议关注长端利率债投资机会。

一方面，经济基本面预期全年将保持偏弱的格局，而考虑到对冲疫情影响的需求，货币政策大概率将保持宽松态势。另一方面，基于上文的分析，尽管财政政策将通过政府加杠杆的方式进行发力，或将小幅超出市场预期，但强刺激的可能性较小，一是不符合长期战略转型方向，二是当前的财政空间也不支持力度过大的强刺激。综合来看，我们认为今年的经济、政策环境将更加支持债市衍变为牛平，建议投资者关注在收益率曲线平坦化过程中长端利率的投资机会。从历史情况来看，即使最终债市转变为熊平，也是主要通过短端利率回升的方式实现，长端利率的回调程度小于短端利率，因此从风险角度考量，当前长端利率相比而言更具性价比。此外，建议关注 3 年及 5 年期铁道债投资机会。

风险提示

疫情存在因境外输入而二次扩散的可能。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-59775359

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

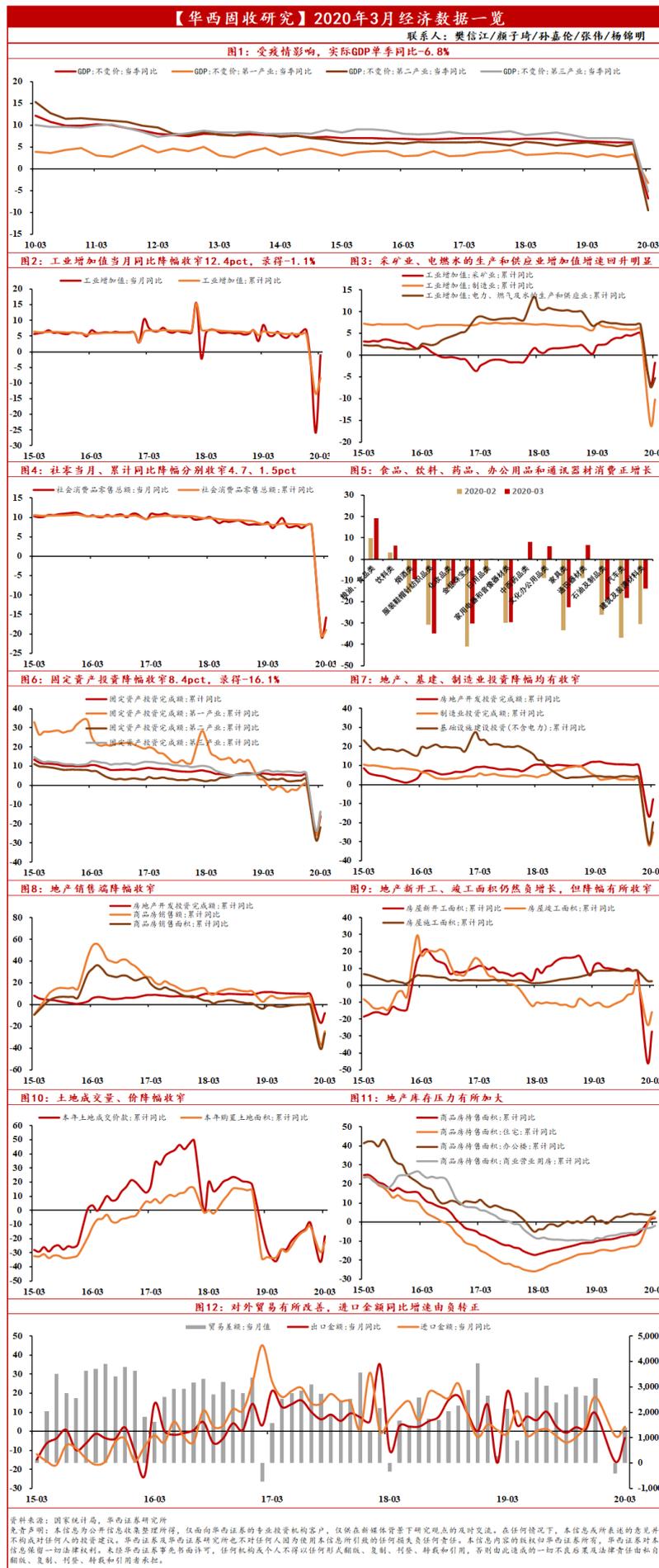
邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334



请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

【华西固收研究】2020年3月经济数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

指标	同比增速 (%)			增速变化 (pct)	
	1-2月 (19Q4)	3月	1-3月 (20Q1)	当月 (季)	累计
国内生产总值 (季度数据)	6.00	-	-6.80	-12.80	-
第一产业	3.40	-	-3.20	-6.60	-
第二产业	5.80	-	-9.60	-15.40	-
第三产业	6.60	-	-5.20	-11.80	-
工业增加值	-13.50	-1.10	-8.40	12.40	5.10
采矿业	-6.50	4.20	-1.70	10.70	4.80
制造业	-15.70	-1.80	-10.20	13.90	5.50
电力、热力、燃气及水生产和供应业	-7.10	-1.60	-5.20	5.50	1.90
社会消费品零售总额	-20.50	-15.80	-19.00	4.70	1.50
固定资产投资 (不含农户)	-24.50	-10.87	-16.10	13.63	8.40
房地产开发投资完成额	-16.30	1.15	-7.70	17.45	8.60
土地购置面积	-29.30	-12.14	-22.60	17.16	6.70
土地成交价款	-36.20	6.60	-18.10	42.80	18.10
商品房销售额	-35.90	-14.57	-24.70	21.33	11.20
新开工面积	-44.90	-10.45	-27.20	34.45	17.70
施工面积	2.90	-3.48	2.60	-6.38	-0.30
竣工面积	-22.90	-0.89	-15.80	22.01	7.10
制造业投资额	-31.50	-	-25.20	-	6.30
基建投资额	-30.30	-	-19.70	-	10.60
货物出口总额 (人民币计价)	-15.90	-3.50	-11.40	12.40	4.50
货物进口总额 (人民币计价)	-2.40	2.40	-0.70	4.80	1.70
贸易差额 (人民币计价)	-114.51	-34.64	-80.60	79.87	33.91

数据来源：国家统计局，华西证券研究所
注：除国内生产总值外，其余均为月度数据

免责声明：本信息为公开信息收集整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

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_5737

