



宏观研究

关注外需收缩

2020 年 04 月 17 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

近期报告

《赤字、特别国债与消费驱动》

2020-03-27

《52 的 PMI 意味着经济复苏吗》

2020-03-31

《深圳如何建设先行示范区——粤港澳大湾区研究系列之 14》2020-03-31

《防范通缩风险》2020-04-10

《评 3 月进出口数据：贸易余额可能再度转负》2020-04-14

关注外需收缩

一季度 GDP 同比-6.8%，前值 6.0%。1-3 月主要经济数据都已经公布，3 月规模以上工业增加值同比-1.1%，社会消费品零售总额同比-15.8%，1-3 月固定资产投资同比-16.1%，相比于 1-2 月的数据都明显回升。

疫情海外扩散，成为下一阶段影响国内经济的核心变量。截至北京时间 4 月 17 日 13:00，除中国外累计确诊新冠肺炎病例数达 210 万例，从日新增确诊病例看还没有出现明确的拐点，海外疫情通过出口和产业链渠道对中国经济的影响可能会持续整个二季度。

出口依赖度较高的企业和行业，如果长期没有现金流，将会影响到它们的生产。疫情海外持续的时间越久，积累的问题越严重。海外需求减弱后，除了直接影响到出口外，还会通过收入和利润渠道，拖累消费和制造业投资，增加就业压力。出口转内销拉低消费品价格，劳动力从可贸易部门向服务业转移，也会拖累服务价格，加剧通缩压力。

无论是托底经济，还是稳就业和防范信用风险，都需要提振总需求。但逆周期调节应该以消费和基建为重点，而不是大规模搞基建、全局性放松地产调控，否则可能出现房价和房租上涨，进一步挤压制造业投资和居民消费，低增长和高失业并存，金融体系也会面临更高的信用风险。

因此，我们认为下一步逆周期调节，应该从消费和新基建上发力。一方面，通过发放消费券、加大对受疫情影响严重的特定地区、特定行业和特定人群的定向支持，提振消费需求。另一方面，加快新基建项目的审批和落地，在环保、公共卫生服务和应急物资保障等传统基建领域加快补短板。

风险提示：海外疫情失控



图表目录

图表 1：必选品零售好于可选消费品	4
-------------------------	---



一季度 GDP 同比-6.8%，前值 6.0%。1-3 月主要经济数据都已经公布，3 月规模以上工业增加值同比-1.1%，社会消费品零售总额同比-15.8%，1-3 月固定资产投资同比-16.1%，相比于 1-2 月的数据都明显回升。

3 月复工复产加快推进，规模以上工业增加值环比增长 32.1%，生产情况已经和去年同期基本持平。在内需逐步修复的同时，1-2 月制造业企业停工停产所积压的订单在 3 月生产，3 月出口交货值同比增长 3.1%，创下 2019 年 5 月以来新高，这也是推动 3 月工业增加值同比增速超预期的核心支撑。

三大门类中，3 月制造业增加值增速改善幅度最大，从-15.7%大幅回升到-1.8%。主要产业中医药制造业增加值同比最高，达到 10.4%，可能和疫情之下口罩、呼吸机等医疗物资企业加大生产有关。下游的计算机、通信和其他电子设备制造业 3 月增加值增速为 9.9%，它的对外依存度高，和 3 月出口交货值增速明显回升的趋势一致。一季度只有黑色金属冶炼和压延加工业的增加值同比增速为正，可能和相关工业品的生产具有连续性有关。

再看需求端。一季度固定资产投资-16.1%，相比于前值回升 8.4 个百分点，基建、制造业和房地产投资这三大分项的增速均明显回升。

一季度基建投资同比-19.7%，前值-30.3%。作为今年逆周期调节的主要抓手之一，后续在推进新基建项目建设的同时，还会继续推出大项目，投向上也将向环保、公共卫生服务和应急物资保障等领域倾斜。稳基建的工作重点也会延续今年一季度开始的思路，即缓解融资难题，假定今年新增专项债额度 4 万亿、投向基建的比例为 70%，那么相比于 2019 年，专项债投向基建的资金将有 2.2 万亿增量。

一季度制造业投资同比-25.2%，前值-31.5%，虽有所回升但仍然低迷。分行业看，符合经济转型方向的计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速相对较高，为-10.2%；医药制造业的投资增速从-22.1%大幅反弹到-11.9%，增速也相对较高，主要原因是疫情海外扩散后，口罩、呼吸机等医疗物资企业加大了新产能投资。

制造业企业以民企为主，预期回报率是影响制造业投资意愿的关键因素。再考虑到制造业产能扩张具有滞后性，企业扩大投资规模需要满足以下三个条件：一是总需求先恢复；二是总需求恢复后顺利带动企业去库存，让企业能够回笼现金流；三是总需求恢复的强度能达到扭转改善企业悲观的程度。

目前内需并不强劲，受限于高杠杆率逆周期调节空间也有限，疫情海外扩散通过出口和产业链两个渠道影响制造业企业的需求和生产，制造业投资内生性企稳的动力并不足。

3 月地产数据多数回升。在经历 2 月份的销售冰封后，3 月销售开始回暖，1-3 月销售面积增速从-39.9%反弹至-26.3%，销售金额增速从-35.9%反弹至-24.7%。复工复产加快后，地产投资也明显修复，新开工面积增速从-44.9%回升到-27.2%，投资增速从-16.3%回升到-7.7%。地产施工面积增速从 2.9%回落到 2.6%，可能的原因一是高基数，二是房屋竣工加快后，这部分面积不再纳入施工面积统计中，对施工面积增速有一定拖累。

房地产今年将继续是支撑经济的终端需求，但不会出现全局性放松，“房住不炒”的调控基调不会变。各城市的地产调控会因地制宜、因城施策，放松政策会集中于土地购置和房地产预售环节，比如降低购置土地首付比例、延长土地缴款期限、尽快发放预售证等，一是为缓解房企流动性压力，二是为后续基建蓄能。预计房地产融资端的信贷支持也会适当放松。

最后来看消费数据。社会消费品零售总额名义增速从-20.5%回升至-15.8%，实际增

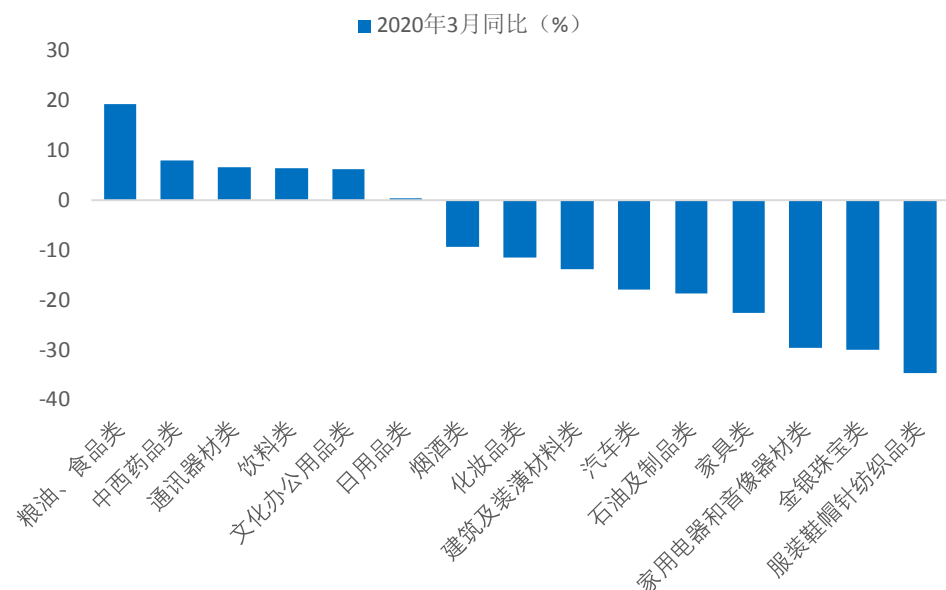


速从-23.7%回升至-18.1%。名义增速回升幅度更小，显示实物性消费品的通胀压力缓和。与此同时，商品零售价格指数同比从 4.2%下降至 2.8%，背后主要是物流梗阻打通和天气回暖带动食品价格下降。

疫情期间，部分消费活动转移到线上，一季度实物商品网上零售额同比增长 5.9%，远好于同期整体社消的增速-19.0%。

分行业看，必需品零售好于可选消费品。3 月粮油和食品类同比增长 19.2%、饮料类同比增长 6.3%，由于疫情中西药品类同比增长 8.0%。对比之下，3 月家用电器和音像器材类同比-29.7%、家具类同比-22.7%，油价下跌后石油及制品类同比-18.8%，也表现低迷。

图表1：必选品零售好于可选消费品



资料来源：wind、粤开证券研究院

疫情逐步好转后，消费需求短期可能会集中释放，但如果没有强有力的稳消费政策出台，这种报复性消费难以持续。一是疫情结束后复工先行，没有春节长假的集中消费窗口。二是实体经济下行对居民部门消费能力滞后的传导效应。三是当前家庭部门面临着较大的偿债压力，在对未来预期悲观的情况下，持续消费的意愿不足。

疫情海外扩散，成为下一阶段影响国内经济的核心变量。截至北京时间 4 月 17 日 13:00，除中国外累计确诊新冠肺炎病例数达 210 万例，从日新增确诊病例看还没有出现明确的拐点，海外疫情通过出口和产业链渠道对中国经济的影响可能会持续整个二季度。

出口依赖度较高的企业和行业，如果长期没有现金流，将会影响到它们的生产。疫情海外持续的时间越久，积累的问题越严重。海外需求减弱后，除了直接影响到出口外，还会通过收入和利润渠道，拖累消费和制造业投资，增加就业压力。出口转内销拉低消费品价格，劳动力从可贸易部门向服务业转移，也会拖累服务价格，加剧通缩压力。

无论是托底经济，还是稳就业和防范信用风险，都需要提振总需求。但逆周期调节应该以消费和基建为重点，而不是大规模搞基建、全局性放松地产调控，否则可能出现房价和房租上涨，进一步挤压制造业投资和居民消费，低增长和高失业并存，金融体系也会面临更高的信用风险。



因此，我们认为下一步逆周期调节，应该从消费和新基建上发力。一方面，通过发放消费券、加大对受疫情影响严重的特定地区、特定行业和特定人群的定向支持等，提振消费需求。另一方面，加快新基建项目的审批和落地，在环保、公共卫生服务和应急物资保障等传统基建领域加快补短板。

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_5759

