

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

抗疫持久战更需要经济修复予以支撑

——宏观周评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020 年 04 月 12 日

相关研究

- 1 《宏观报告：油价缓释通胀压力，国常会明确货币抗疫加码-宏观专题》 2020-03-12
- 2 《宏观报告：美党内初选三强逐鹿，对华关系变数犹存-宏观专题》 2020-03-08
- 3 《宏观报告：联储降息利好货币环境改善-宏观点评》 2020-03-04
- 4 《宏观报告：疫情冲击 PMI 跌落荣枯线下方-宏观点评》 2020-02-29
- 5 《宏观报告：多措并举开启复产战“疫”-宏观专题》 2020-02-22

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:

9号,国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》稿,加快市场化改革。

8日,中共中央政治局常务委员会召开会议,听取新冠肺炎疫情防控工作情况和全国复工复产情况调研汇报,分析国内外疫情防控和经济运行形势,研究部署落实常态化疫情防控举措、全面推进复工复产工作。

7日,金融委召开第二十五次会议,总结近期金融支持疫情防控和经济社会发展工作进展,部署下一阶段重点任务。

数据:3月CPI同比4.3%(前值5.2%);PPI同比-1.5%(前值-0.4%)。M2增速10.1%(前值8.8%),社融存量同比11.5%(前值10.7%)

观点:

- 疫情难以短期结束: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,政治局会议强调“外防输入、内防反弹”,抗疫局势步入常态化管理阶段。
- 经济饱受冲击影响深远:联合国经济与社会事务部最新报告显示,疫情若在3季度前不能结束,全球经济增速预期或为-0.9%。高升预测美国失业率二季度将升至15%,年化增速萎缩34%。目前情况看全球疫情结束尚早,抗疫工作长期化常态化是必然选择。
- 8号政治局会议划重点:中央政治局频繁开会实时根据防疫和经济情况制定相应政策。这次会议侧重点在于针对性防疫和加快全面复工。可以看出既然抗疫形势进入新阶段,虽有成果却无法马上结束,后续防疫是结构化的精准防疫,而恢复生产则是全面加码,由于抗疫是场持久战,就不能采用休克疗法,经济社会停摆拼消耗不能长久,只有加快复产才能为抗疫提供有力支撑。
- 抗疫需向改革要动力:7号金稳会定调金融支持:主线是金融救实体,缓解疫情冲击。功能定位是资本市场的枢纽,方法是不断强化基础性制度建设,提升市场活跃度。9号发布“构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见”强调从深入市场化制度改革,激活各要素。
- 总结:抗疫持久战拼的是经济,上层设计靠改革优化基础制度,下层基础靠政策和市场,两只手修复实体。疏通经济血脉,才能持久抗疫。

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. 经济下行压力要靠刺激内需缓解	3
2. 金融数据反映复工信贷改善	4
3. 政策助力经济修复，支撑持久抗疫	6
4. 改革是“良药”，数据要素潜力巨大	7
5. 后市影响与建议	9

图表目录

图 1: 3 月食品项调头或再难走高	3
图 2: 粮食价格平稳，猪价回落，鲜果价格回落	3
图 3: 工业品价格跌幅扩大	4
图 4: PPI 收缩反映需求疲弱，挤压企业利润拖累就业	4
图 5: 企业短期信贷增加明显	5
图 6: 居民信贷长短期均有改善	5
图 7: 信贷、表外、债券合力推升社融	5
图 8: 货币抗疫，信贷扩张与 M2 超预期	5
图 9: 市场化改革激活要素发力	7

表 1: 数据是数字化时代的核心要素	8
--------------------------	---

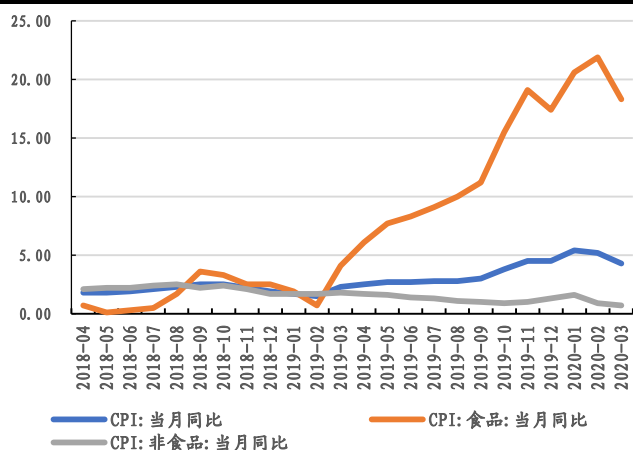
1. 经济下行压力要靠刺激内需缓解

8 日，中共中央政治局常务委员会召开会议，听取新冠肺炎疫情防控工作情况和全国复工复产情况调研汇报，分析国内外疫情防控和经济运行形势，研究部署落实常态化疫情防控举措、全面推进复工复产工作。我们将其解读为：抗疫持久战更需要经济修复予以支撑，复产和防疫不能简单看做此消彼长的对立两方，防疫常态化，持久化的趋势已经明确，因此将需要源源不断的经济支持。

疫情：4 月 11 日全球新冠死亡人数累计超 10 万，联合国经济与社会事务部最新报告显示，疫情若在 3 季度前不能结束，全球经济增速预期或为-0.9%。美国新冠病例确诊累计超 50 万，超 1600 万人失业，高盛预测美国失业率二季度将升至 15%，年化增速萎缩 34%。

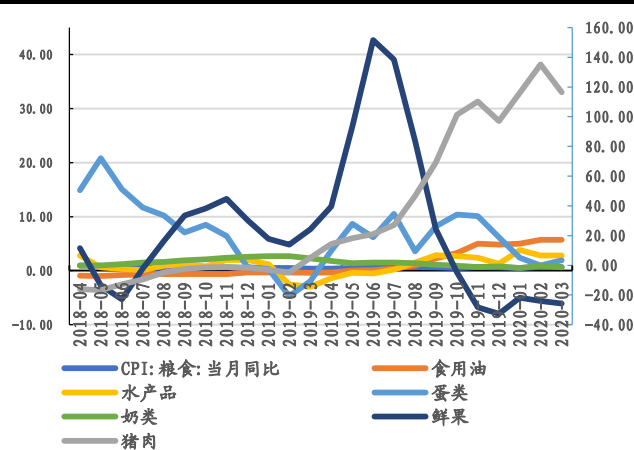
经济面：外需全面走弱，出口增速短期难转正，中国加快复产复工挽救和缓解全球供应链紧张局面，但外贸暂时无法对经济增速产生正向贡献，外需修复尚需时日，全球疫情拐点至少要等到三季度再看；内需疲弱但边际改善，经验上看，汽车消费对内需带动在 21%左右的分量，当前中国乘用车需求预计大幅下跌。在政策对新能源汽车和汽车消费的支持和刺激下，二季度可能是一个重要拐点或对冲部分消费下滑。从物价数据看，需求疲弱的状况仍将持续，3 月 CPI 高位回落 0.9 个百分点，PPI 跌幅扩大降至-1.3%，核心 CPI 报 1.2%为近年来低位。价格反映货币现象，也反映经济表现。3 月物价同比增速下行，是拐点也预示趋势，其背后是需求疲弱。

图 1：3 月食品项调头或再难走高



资料来源：中原证券，wind

图 2：粮食价格平稳，猪价回落，鲜果价格回落

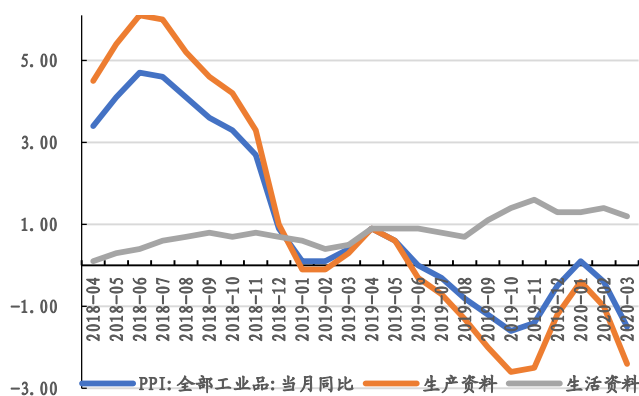


资料来源：中原证券，wind

3 月食品项增速 18.3%（前值 21.9%），对 CPI 的带动作用减弱，其中猪肉价格对 CPI 提振作用从 3.19%回落至 2.79%。食品项增速回落的原因有五：一是，3 月国内疫情得到阶段性控制，封城封路的措施开始松动，物流运输便捷通畅，物资调配更及时，充分缓解供需紧张局面，有效保障居民生活，进而平抑食品价格；二是，季节性因素，天气回暖鲜菜供应增加，3

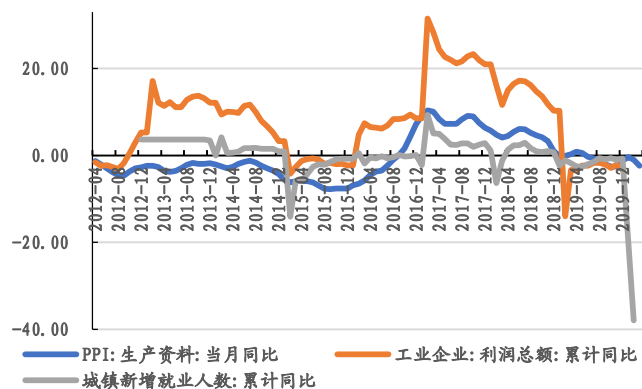
月鲜菜价格同比-0.1%(前值 10.9%); 三是, 调用冷库库存释放生猪供给, 猪肉价格同比 116.4%(前值 135.2%), 环比降 8.2%; 四是, 面对疫情越南等国限制粮食出口, 但我国粮食储备充裕, 粮价表现平稳同比 0.7%持平上月; 第五, 经济下行叠加疫情冲击, 企业利润和就业承压, 居民消费放缓, 内需对价格很难持续支撑, 通胀趋势回落, 这与 1.3%的核心 CPI 低增速相印证。

图 3: 工业品价格跌幅扩大



资料来源: 中原证券, wind

图 4: PPI 收缩反映需求疲弱, 挤压企业利润拖累就业



资料来源: 中原证券, wind

疫情下生产放缓, 3 月起复产加快, 但需求尚不能快速填补订单缺口, 企业生产链和资金链运转最终受下游需求阻滞的影响, PPI 收缩价格层面上挤压企业边际收益, 市场风险提升导致企业补库扩产意愿不强, 对劳动力市场的需求减弱, 就业压力也进而增大。因此复产加快但由于没有订单, 最终仍会拖累生产。扩内需是关键, 经济下行和内外外部风险增大, 需要政策刺激对冲。内需主要是 (消费+投资), 借助积极财政, 政府购买产品创造订单需求或政府投资基建, 为企业产能的释放开拓空间, 发行特别国债和地方政府专项债募集资金, 继续推进减税降费, 企业和个人减负, 激发企业活力, 进而创造出更多就业机会。稳健货币政策, 保障流动性合理充裕, 降低融资成本, 降低企业融资的门槛, 支持实体并激发投资活力。

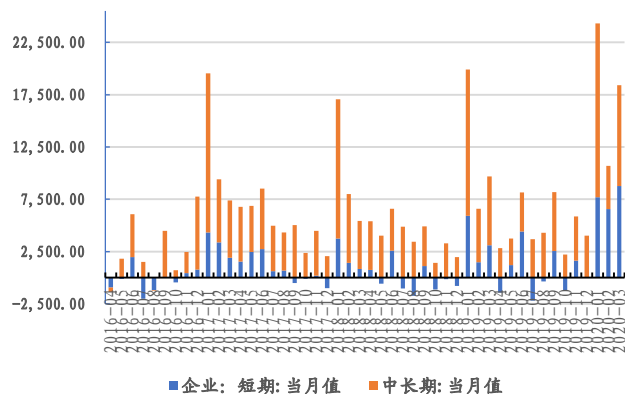
2. 金融数据反映复工信贷改善

3 月信贷扩张主要用于复产修复。经济受疫情冲击的当下, 金融支持尤为重要, 经济数据和金融数据会产生暂时背离, 主因在于政策引导, 属于逆周期政策的一个结构。3 月新增人民币信贷 2.85 万亿, 增量扩张是肯定的, 超预期是在于增幅。

具体从信贷结构上看: 首先, 企业短期信贷增多。3 月企业部门短期贷款新增 8752 亿 (前值 6549 亿)、中长期贷款新增 9643 亿 (前值 4157 亿), 企业获取资金用于暂时缓解开工支出, 而获取资金的渠道更为广泛, 尤其民企小微可借助短期资金修复资金链; 第二, 居民中长期贷款受楼市需求带动增幅扩大。主要原因有三: 一是疫情阶段性控制后, 挤压的刚需补偿性反弹; 二是央行降准趋势降低了房贷成本; 三是全球当前宽松的货币格局, 其抗通胀属性对于不动产的配置偏好提高; 最后, 3 月居民短期信贷转正, 复工后居民消费的增长对于短期信贷的需求

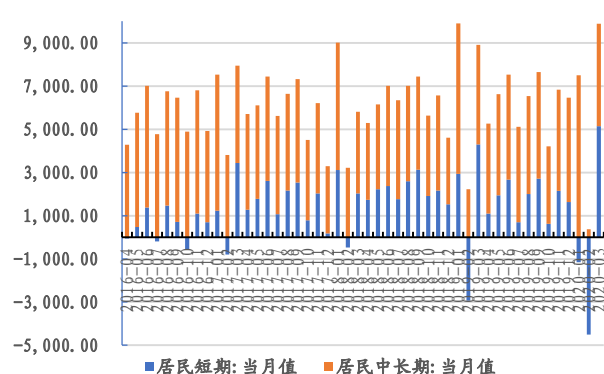
增强。同时也不可忽视，1-2 月隔离期间对居民收入产生的冲击，若家庭尚存在贷款，家庭资金变得紧张，也催生对短期信贷的需求。

图 5：企业短期信贷增加明显



资料来源：中原证券，wind

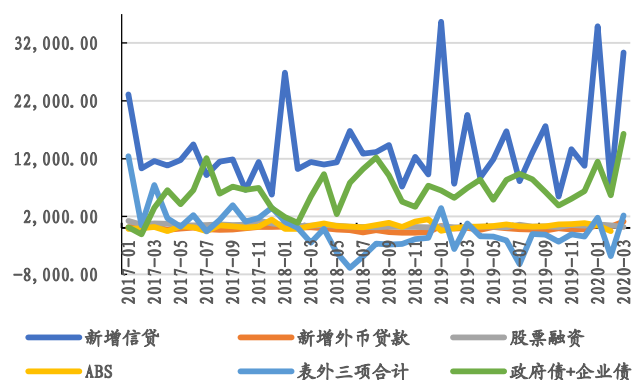
图 6：居民信贷长短期均有改善



资料来源：中原证券，wind

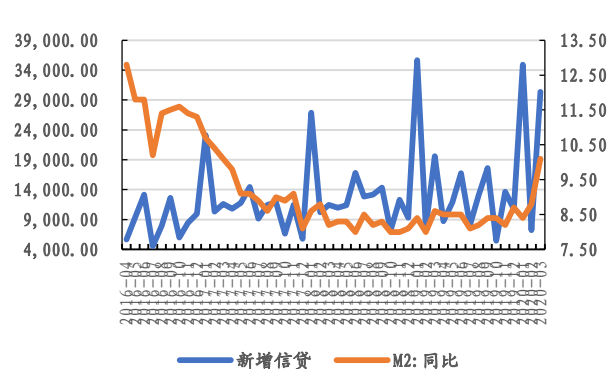
社融的增量规模上看，3 月社融 5.16 万亿，较 1 月的 5.06 万亿进一步扩张。这其中信贷融资占社融比重为 58.83%（前值 84.19%），反映出 3 月社融超预期不仅源于银行信贷部门的贡献，直接融资也提高到了 4 成。具体来看，宏观政策发力对于 3 月金融数据超预期具有关键性作用，表现最为突出的是债券融资增量的释放，3 月政府债新增 6363 亿（1 月 7613 亿），企业债创单月历史峰值新增 9953 亿（1 月 3887 亿）合计占社融贡献的 31.6%。从动态结构上看，债券从政府部门到企业部门传导，带动信用扩张和民间资金的高效利用。对疫情冲击下的企业存继和发展提供了资金支持。

图 7：信贷、表外、债券合力推升社融



资料来源：中原证券，wind

图 8：货币抗疫，信贷扩张与 M2 超预期



资料来源：中原证券，wind

3 月 M2 增速超预期反弹至 10.1%（前值 8.8%），M2 增速行至 2017 年 3 月水平，为近 3 年来最高，在 2018-2019 年为控制金融风险，下调宏观杠杆率，要求 M2 增速与名义 GDP 增速保持一致，步入 2020 年受疫情冲击，货币政策灵活适度，货币工具逆周期调节力度增大，M2 从 1-3 月不断超市场预期，利率市场化进程加快，LPR 引导市场利率下行，为支持复产复

工，央行借助 OMO、LPR 降息或直接降准备金率和超额准备金率，此外定向普惠金融加码，缓解企业融资压力。

在抗疫阶段，M2 增速持续反弹已有预期，上行幅度为 1.3 个百分点，远超预期。主要原因有三：一是实体企业刚复工，资金链紧张，央行货币灵活适度，保障了信贷投放增量，2020 年 1 季度信贷投放增量较去年同期明显扩张。信贷与 M2 表现方向一致；二是特殊时期，政策引导疏通金融资本注入实体，因此无法完全参考名义经济增速来衡量 M2 表现。金融数据改善通常早于实体经济修复和经济数据的改善；三是凯恩斯主义在危机时期提倡积极财政发力。从 3 月政府与企业债的发放增量上看，更积极的财政政策仍将助推 M2 增速维持高位。因此如果抗疫常态化，经济下行趋势短期难以扭转，那么金融的对冲机制将会一直运作，为经济实体注入活力。金融数据与宏观经济数据的暂时偏离，恰体现了发挥资本市场的枢纽功能的重要性。

3. 政策助力经济修复，支撑持久抗疫

8 号政治局会议划重点：中央政治局频繁开会实时根据防疫和经济情况制定相应政策。这次会议侧重点在于针对性防疫和加快全面复工。可以看出既然抗疫形势进入新阶段，虽有成果却无法马上结束，后续防疫是结构化的精准防疫，而恢复生产则是全面加码，由于抗疫是场持久战，就不能采用休克疗法，经济社会停摆消耗不能长久，只有加快复产才能为抗疫提供有力支撑。

疫情控制不是一个国家就能实现的，没有人生活在孤岛上，外部环境对我们产生持续的影响，具体有三个方面：一是全球疫情增速加快并且尚未看到拐点；二是全球经济衰退波及外需，冲击全球供应链，因此必然影响我国经济；三是不确定性因素增多。国际关系更加复杂，对其它国家转移国内社会矛盾的做法提高警惕。

如何做？政治局会议提出四个亮点，一是，定位“持久战”，发起总动员。会议要求准备长期应对多种外部冲击，“要坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备”；二是，下达全面复工指令。恢复生产和疫情防控两手抓，防疫不再一刀切，“采取更有针对性和实效性的防控措施”，经济发展是抗疫持久战的物质保障；三是，防输入，补短板。加强陆海口岸疫情防控，加快补齐外防输入的薄弱环节，构建危机防火墙。四是，抓紧春季农业生产，保障粮食供给，稳定物价，做好民生工作。

8 号政治局会议明确了抗疫“常态化”的新形势。同时指出这场持久战，需要加码经济。这是未来工作的一个方向，要配合经济恢复，离不开资金支持，这与 7 号的金融稳定委员会对金融供给的部署措施相辉映。

7 号金稳会第二十五次会议安排了四个方面重点工作：

一是加大逆周期调节力度。指出“稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复

发展放到更加突出的位置。”结合已经发布的物价数据看，通胀未来压力会逐步减弱，核心 CPI 处于低位，PPI 跌幅扩大，这反映经济仍需要货币灵活合理充裕，再看新增城镇就业累计增速加快收缩，就业压力也需要货币持续发力。

二是支持企业复产。在金融支持实体方面，突出要加强对民企小微的支持力度，除了全面的降息降准和定向普惠金融外，还有配套政策支持，例如：央行方面实施 3000 亿元抗疫专项再贷款，以及 5000 亿元再贷款再贴现支持企业复工复产，以及国务院常务会议提出新增 1 万亿元再贷款再贴现。各种举措目标在于帮中小微和民企脱困。同时，金融支持实体也需要政策对金融机构予以支持，金稳会指出“采取多种有效方式加大中小银行资本补充力度，增强抵御风险和信贷投放能力。”

三是，强化资本市场枢纽功能。着力点在于基础制度改革，优化市场环境。通过不断强化基础性制度建设，打击各种造假和欺诈行为，放松和取消不适应发展需要的管制，提升市场活跃度。近日，证监会颁布《关于修改部分证券期货规章的决定》。其中，《上市公司重大资产重组管理办法》进一步明确了上市公司控股股东、实际控制人违法违规行为的法律责任，明确了发行股份购买资产存在欺诈行为的法律责任，依法扩大证券支付工具范围，对证券交易所相应板块授权规定作出了概括性调整，为深化市场化改革预留空间。

四是，建设防火墙，防止外部风险传导。疫情对全球金融的冲击和影响深远，近日美国、日本等国要求本国企业撤离中国回归本土，也对资金的逆向流出带来不确定，中国经济在全球供应链中的作用十分重要，受疫情冲击下的逆全球化将对我国的金融环境产生不利影响。

4. 改革是“良药”，数据要素潜力巨大

外部环境不确定，内部需求修复尚需时间，未来经济转型升级的动力在哪里？靠“改革”，从上层建筑入手。2020 年 4 月 9 日，党中央、国务院印发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》（下文简称《意见》），这是我国进一步推进要素市场化改革的纲领性文件，激发要素贡献效能，提升市场化配置机能，助力我国经济质量的升级，驱动经济加快渡过 L 型底部区。具体内容涉及，一个目标：完善要素市场化配置，推动经济高质量发展。五大要素：

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_5895

