

往者不谏，来者可追

摘要

疫情冲击之下，开年经济出现明显下行，幅度超过我们与市场的预期。从结构来看，中下游行业受冲击更为明显，而各类投资均有显著下滑，餐饮、汽车等消费显著收缩。但国内疫情从 2 月下旬开始显著改善，然而由于防控政策依然存在，劳动力返程缓慢，物流部分受限，订单依然有限，因而复工复产速度缓慢，同时叠加疫情在全球的快速蔓延，外需可能出现更明显下滑，因而 3 月经济依然疲弱，1 季度 GDP 大概率负增长。目前经济的放缓已经对就业产生影响，1-2 月调查失业率攀升至 6.2% 的高位，是公布调查失业率数据以来最高值，我们估算的失业率数据显示目前失业率与 2000 年高点时相近，就业压力已经显现。因而需要稳定的经济增长来稳定就业，特别是在外需放缓的环境下，内需的重要性更为凸显。目前首要的是打破限制复工复产瓶颈，加速复工复产。然后才能发挥稳增长政策效力，通过财政和货币政策推动需求回升，实现经济平稳。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

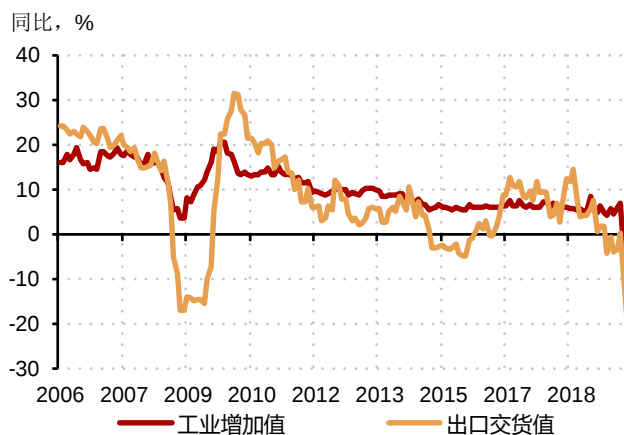
1. 二月金融数据中需要说明的几个问题 (2020-03-12)
2. 通胀无需过度担忧，工业品通缩压力或加剧 (2020-03-10)
3. 外需放缓且前景堪忧，经济更为依赖内需 (2020-03-07)
4. 当前经济的症结：复工复产 or 宏观政策——月度经济预测 (2020-03-06)
5. 联储吹响了全球央行加码宽松的“号角” (2020-03-04)
6. 疫情冲击海外资本市场，这次与之前或不一样 (2020-03-02)
7. 2 月已成事实，3 月能否快速回升是关键 (2020-02-29)
8. 资金的盛宴，谁会撤走酒杯？ (2020-02-25)
9. 从两次政治局会议对比看政策方向 (2020-02-23)
10. 关于一月金融数据的四个问题 (2020-02-21)

1 疫情冲击下开年经济显著放缓

受疫情冲击，1-2 月经济显著放缓。1 月下旬疫情在全国蔓延，而后 2 月在防控政策之下，全国出现了复工复产普遍延迟的情况，导致经济下行压力明显上升。从下行幅度来看，超出了我们与市场的预期（表 1）。从生产面看，工业增加值同比下跌 13.5%，增速较去年 12 月大幅下行 20.4 个百分点。而 3 月高频数据显示，工业生产可能依然偏弱，3 月前半月，六大发电集团耗煤量同比依然有 23.6% 的跌幅。如果假定 3 月工业增加值同比零增长，那么 1 季度工业增加值平均增速将下跌至 -9% 左右，较去年 4 季度下降 14.9 个百分点，这将拉低 GDP 增速约 5.2 个百分点。同时，考虑到服务业也将受疫情冲击有所下行，1 季度 GDP 同比增速负增长基本已成定局。如果金融、信息服务业之外的服务业增速下行与工业相同，那么 1 季度 GDP 同比下行幅度或在 3%-5%。

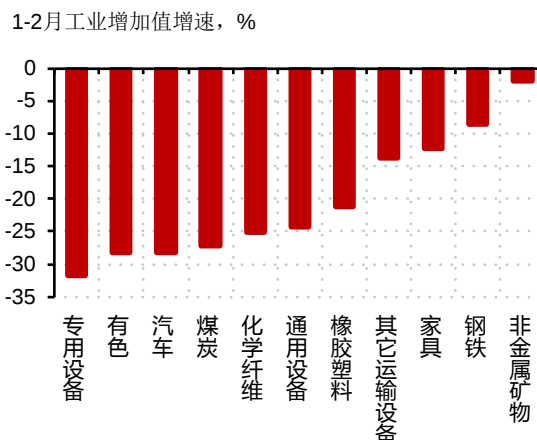
从结构来看，疫情对中下游行业冲击较大，而上游库存则被动积累。中下游劳动力密集行业由于对劳动力依赖较为显著，因而受疫情冲击较大。1-2 月纺织、橡胶和塑料制品、设备制造、汽车等行业工业增加值都有 20% 以上的跌幅。而上游行业对劳动力依赖较低，在疫情冲击之下开工率并未明显下降，因而工业增加值跌幅相对有限。1-2 月钢铁、有色等行业工业增加值同比跌幅仅为 2.0% 和 8.5%，显著小于其他行业。但面对中下游需求下降，上游产出平稳也导致上游库存被动积累，这为未来留下隐患。如果复苏缓慢，上游积累的库存将对上游企业形成不小的压力。

图 1：工业生产大幅收缩



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：中下游行业产出收缩明显，上游行业产出收缩有限

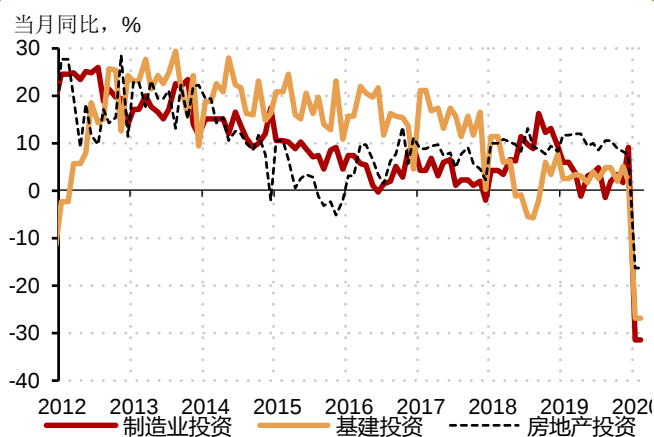


数据来源：Wind，西南证券整理

疫情对投资影响同样显著，各类投资普遍出现明显收缩。1-2 月固定资产投资同比下跌 24.5%，增速较去年下降 29.9 个百分点。其中制造业投资同比下跌 31.5%，各行业均有较大幅度的下跌。而基建投资（含电力）同比下跌 24.1%，复工延迟导致基建投资未能有效发挥稳增长作用。而房地产投资同样同比下跌 16.3%，主要是停工和销售放缓带动投资下降。受疫情防控影响，2 月房地产销售低位运行，1-2 月房地产销售面积和销售额分别同比下降 39.9% 和 35.9%，到位资金同比下跌 17.5%。3 月房地产销售虽然有所恢复，但到目前为止，30 个大中城市商品房销售依然低于去年同期水平，同比依然下跌 44.7%，预计 3 月商品房销售、投资依然可能继续保持负增长态势。

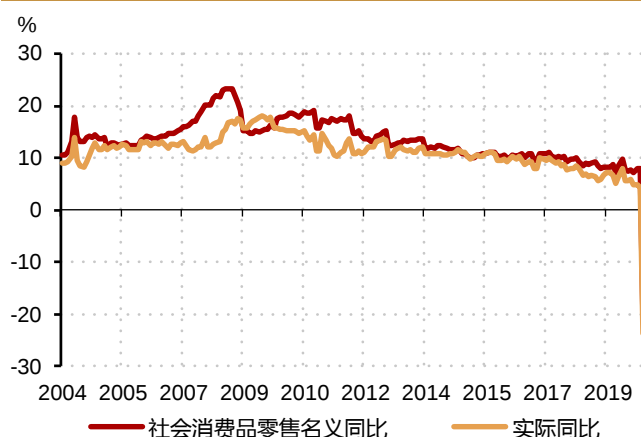
餐饮、汽车消费显著下降，带动整体消费明显收缩。1-2月社会消费品零售总额同比下跌20.5%，其中餐饮、汽车消费下降最为显著。餐饮收入同比下跌43.1%，汽车销售同比下跌37.0%。家电、家具、服装鞋帽和建筑装饰等行业零售业也有较大幅度的下跌。而疫情下药品需求和囤积食品需求上升，导致中西医药品和粮油食品、饮料等分项消费同比增长0.2%、9.7%和3.1%，是社零中为数不多的正增长行业。

图3：各类投资均剧烈收缩



数据来源：Wind，西南证券整理

图4：社会消费品零售总额同样显著回落



数据来源：Wind，西南证券整理

2 虽然疫情状况明显改善，但三月数据尚难回升到疫情前水平

国内疫情从2月中旬已经开始改善，目前已经进入收官阶段。国内新增确诊人数从2月中旬开始回落，目前日新增量已经多日在20人左右运行，而且逐步以输入型病例为主，显示包括湖北在内的国内疫情已经得到有效控制。但由于为巩固疫情防控成果，同时海外疫情加剧也增加输入风险，因而部分疫情防控措施依然存在。这导致复工复产相对缓慢，从高频数据来看，3月经济或依然保持同比零增长或负增长态势，经济依然难以回到疫情前水平。

从高频数据看，经济依然疲弱。六大发电集团耗煤量显示，3月工业生产依然疲弱，同比跌幅虽然有所收窄，但依然保持较大跌幅。虽然复工复产有所推进，但能够恢复到去年末水平依然需要到4月。而从需求面来看，30个大中城市商品房销售面积同比同样下跌，虽然跌幅有所收窄，但同比下跌的态势并未改变。同样恢复到去年同期水平需要到4月初左右。乘用车销量同样延续同比下跌态势，回升速度缓慢。因而3月经济数据尚难恢复但疫情前水平，可能继续在零增长附近波动。这意味着，疫情冲击之下整个1季度内需都将保持疲弱态势。

而另一方面，海外疫情蔓延导致外需下降风险明显加大。1-2月我国出口放缓主要由于国内疫情加剧，导致海外对我国产品检验检疫力度加大，以及停工停产导致供给不足。但2月开始疫情在全球快速蔓延，这将对全球需求带来显著的收缩压力。考虑到美国、德国、法国等发达国家核心国疫情均呈现快速蔓延态势，预计近期外需将出现明显收缩，这将进一步加剧短期经济放缓压力。因而也更为凸显内需稳定的重要性。

图 5：高频数据显示工业生产恢复缓慢

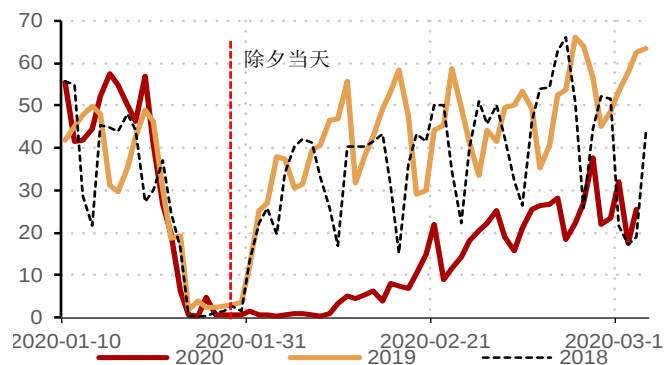
6大发电集团日均耗煤，万吨



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：高频数据同样显示房地产需求恢复缓慢

30 大中城市地产销售面积，万平方米



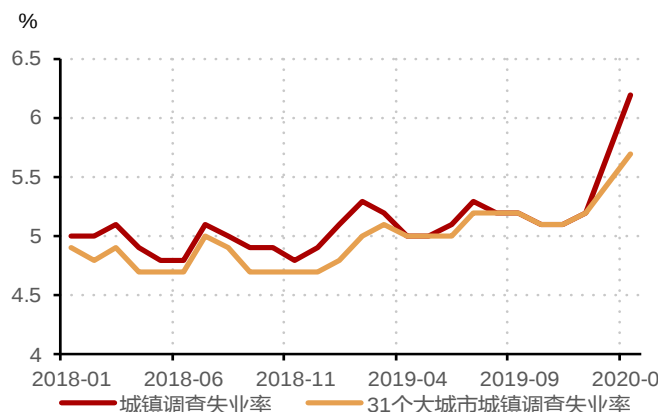
数据来源：Wind，西南证券整理

3 警惕短期冲击产生中长期影响

虽然疫情冲击下 1-2 月数据显著收缩，但这已经成为过去，关键避免对经济长期走势产生影响。1-2 月经济明显下滑，但国内疫情从 2 月下旬开始明显改善，因而相应的经济应该逐步恢复。如果疫情冲击被局限在 1 季度，避免对经济长期走势产生影响，那么疫情可以认为是对经济短时的冲击，疫情冲击过后，经济将恢复到正常水平。但其中的关键在于需要减少疫情冲击下企业破产和失业数量，这是保障经济组织稳定存续，疫情过后生产经营恢复的基础。

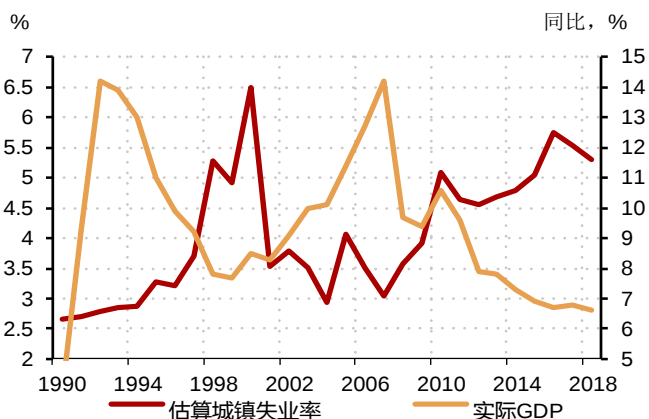
但目前来看，需要警惕复工复产缓慢，带来失业上升的风险。1-2 月调查失业率上升至 6.2%，较去年 12 月上升 1 个百分点，这是有调查失业率数据以来的最高水平。根据我们用经济活动人口和就业人口推算的失业率数据，6.2% 的失业率与 2000 年高点前后相当，显示我国当前失业压力并不低。同时，由于春节后复工复产延迟，返程速度缓慢，大量农民工并未返程。2.9 亿农民工滞留农村并不反映为城镇失业，但却从另一个侧面反应了就业压力的上升。因为农民工未返程意味着工资收入下降，2.9 亿农民工返程晚一个月，按 3000 元/月的平均工资估算，将减少约 9000 亿的工资性收入，这将通过减少消费等因素对经济产生相对中长期的影响。

图 7：失业率显著攀升



数据来源：Wind，西南证券整理

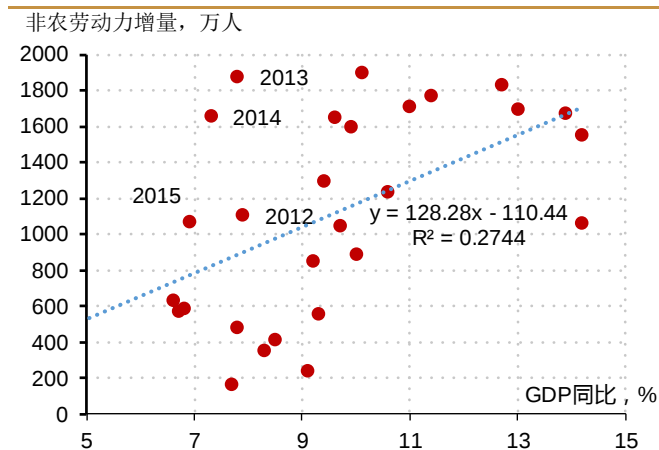
图 8：估算城镇失业率与经济增速



数据来源：Wind，西南证券整理

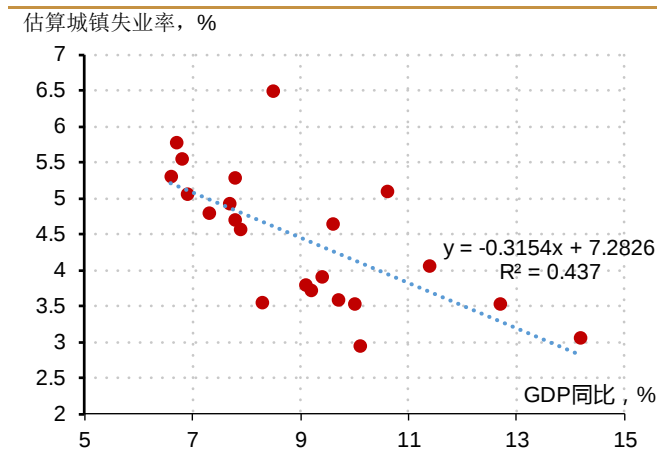
就业的稳定离不开经济的增长。在宏观经济学中，短期就业量和经济增长率具有正相关关系，被称为奥肯定律。对于中国来说，这种相关性不仅表现在城镇失业和经济增长上，也表现在劳动力转移速度和经济增长上。也就是说，我国不仅需要一定的经济增速来保障城镇失业率保持在相对平稳的水平，而且需要一定的经济增速来创造新增就业，吸纳从农村转入的劳动力。从历史对应关系来看，5%的经济增速是保障城镇失业率在5.7%以下，非农劳动力增量在531万人以上的前提。考虑到1季度已成定局，2-4季度就业稳定需要2-4季度平均经济增速不低于5%。

图 9：非农劳动力增量与经济增速相关性



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：估算城镇失业率与经济增速相关关系



数据来源：Wind，西南证券整理

4 复工复产节奏需要加快，尽快推动经济增速回归正常

1-2 月经济数据显示经济短期面临较大压力，未来避免短期冲击长期化，应该加快复产复工，推动经济增速早日回归正常水平，保障就业稳定。从 3 月高频数据来看，复工复产依然缓慢，考虑到目前大多数省份新增确诊为零，存量确诊是个位数甚至清零，应该更大程度的加大复工复产力度。目前来看，复工复产速度缓慢主要在于约束复工复产的瓶颈并未解除，一方面是对人员流动的限制导致劳动力返程缓慢；另一方面，对物流的限制导致原材料供给和产品运输受限；同时，终端需求不足导致订单下降，也一定程度上减缓了复工复产速度。

目前最为重要的是降低对复工复产的约束，部分疫情显著减轻地区应该解除约束瓶颈，加快复工复产速度。只有复工复产速度程度提高，生产经营活动正常化，宏观政策才能发挥作用。实体融资需求才能提升，宽松货币政策投放的货币才能转为投资、消费等经济活动，而财政政策也将发挥更大的撬动作用。因此，需要继续密切关注复工复产进度，当前复工复产依然较为缓慢，需要关注未来是否会加快。

表 1：我国宏观经济指标预测

		2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-10	2019-11	2019-12	2020-1	2020-2	西南预测 2020-2F	市场预测 2020-2F
CPI	同比%	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	5.2	4.8
PPI	同比%	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	0.1	-0.4	-0.5	-0.3
工业增加值真实增速	同比%		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9		-13.5	0.0	1.9
固定资产投资名义增速	同比%		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4		-24.5	0.0	1.9
消费品零售名义增速	同比%		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0		-20.5	-1.0	2.2
新增人民币贷款	亿人民币	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	6613	13900	11400	33400	9057	8500	12333
M2增速	同比%	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	8.4	8.5
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.1	7.6		-17.2	-5.0	-7.3
进口名义增速(美元计价)	同比%	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3		-4.0	0.0	-7.8
贸易顺差	亿美元	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	428.1	387.3	467.9		-70.9	237.9	339.1
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.14	7.04	7.03	6.99	6.92	6.97	7.01	6.95
存款准备金率	%	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	12.5	12.5	12.5	

数据来源：CEIC, Wind, 西南证券。注：市场预测为Wind 调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

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_6450

