

宏观研究/动态点评

2020年03月16日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 美联储提前开闸》2020.03
- 2《宏观: 低也别悲观, 高也别乐观》2020.02
- 3《宏观: 中央判断疫情拐点未到》2020.02

坏消息是“挖深坑”,好消息是在好转

2020年1-2月经济数据点评

核心观点

1-2月多项经济指标创新低,即使3月明显好转,预计也难改一季度GDP负增长的局面。同时,较弱经济数据也给逆周期政策继续加码提供了可能,尤其失业率高企至6.2%,GDP目标相对弱化,但仍是稳就业的必要条件。向后看,中国经济正在走出最差时点,但二季度能否快速修复至常态的不确定性增强。财政减收增支,基建力度或受限。监管层仍强调“房住不炒”,短期强刺激政策概率不大。疫情向全球扩散之后,全球总需求萎缩风险明显加大,外需如果大幅放缓,那么国内经济修复的难度增大、时间推后。

工业生产下行幅度超预期, GDP的数字目标弹性可能加大

1-2月工业增加值累计同比-13.5%。工业生产低迷的原因包括全社会需求受疫情冲击下滑,企业缺乏新订单;农民工返城务工受限,开工人手不足;各地疾控政策要求企业压缩生产时长/返工人数等。预计3月各地企业复工复产进度加快,工业增加值增速有望较1-2月显著回升,但一季度累计同比难转正。考虑工业增加值与GDP增速有较强关联性,以及新冠疫情对服务业的冲击程度可能大于工业,今年一季度GDP增速下行压力或明显超出市场预期。GDP的数字目标弹性可能加大,政策重点短期倾向于保就业。

疫情对制造业投资端的冲击可能大于生产端

1-2月制造业投资累计同比-31.5%。结构中,计算机电子设备投资下行幅度相对较小。疫情对制造业投资的冲击持续时间可能超过生产。目前看来疫情有向全球蔓延趋势,尽管国内经济和制造业生产可能从3月开始环比反弹,国内制造业企业的工作重点可能是“求生存”,主动扩张资本开支的意愿较低。我们认为应对疫情对经济负面影响的政策首要发力点可能是货币政策,尤其首要防范大量企业资金链断裂可能引发的信用收缩风险。

基建投资乏力源于用工短板拖慢施工进度

1-2月基建(不含电力)投资累计同比-30.3%。固定资产投资以财务支出法核算,随建筑施工逐步拨付计入。疫情导致建筑业用工不足约束了施工进度,进而严重拖累了基建投资。短期内,专项债前置发行破除资金短板,但反弹节奏主要取决于复工进度,预计3月仍在负增长区间,4-5月赶工有望实现增速转正。为对冲疫情对经济 and 就业的影响,扩大基建投资更显必要和紧迫。我们认为有必要祭出特别国债、与专项债、政策性银行贷款发挥合力扩大基建投资,央行通过降准与PSL提供流动性支持。

楼市销售低迷或引发地产投资陷入负反馈

1-2月房地产开发投资累计同比-16.3%。开发环节看,房企前端投资降幅更大,既存在现金流约束,也意味着房企对后市更偏悲观,地产端投资修复节奏将受制约。到位资金看,销售回款是最大拖累项。销售端的压力若不能及时缓解,后续房企与居民债务风险、房地产投资下滑还可能形成负面反馈。政策层面,供给政策率先落地,融资政策应当积极跟进,需求政策也有边际调整的必要性,以落实“稳房价、稳地价、稳预期”的要求。

线下消费向线上转移, 必选与可选消费显著分化

1-2月社会消费品零售总额累计同比-20.5%,结构呈现三大特征:汽车需求延迟释放;从线下到线上的转移有所增加;必选消费稳定增长,可选消费显著下滑。2月全国城镇调查失业率为6.2%,较1月5.3%上升0.9个百分点。总理在3月12日国常会上提及,“只要今年就业稳住了,经济增速高一点低一点都没什么了不起的”。我们认为,解决目前的就业问题无疑需要一定的经济增速,同时尽早推动复产复工也有利于稳定就业。当然疫情如果演化为持久战,需要提防部分体验式消费行业就业收缩的现实。

风险提示:海外疫情扩散超预期、全球供应链效率降低约束国内开工。

事件：

2020 年 3 月 16 日，国家统计局发布 1-2 月经济数据：

1-2 月工业增加值累计同比-13.5%（前值 5.7%）；

1-2 月固定资产投资累计同比-24.5%（前值 5.4%），其中制造业投资同比-31.5%（前值 3.1%）、基建投资同比-30.3%（前值 3.8%）、房地产投资同比-16.3%（前值 9.9%）；

1-2 月社会消费品零售总额累计同比-20.5%（前值 8%）；

2 月份全国城镇调查失业率 6.2%（前值 5.3%）。

点评：

1-2 月经济数据普遍创新低，主要原因是疫情下的“休克疗法”导致宏观经济按下暂停键。目前看来，一季度经济“挖深坑”已不可避免，即使 3 月经济数据出现明显好转（截至 3 月 14 日，全国除湖北以外地区复工率已超 95%），预计也难改一季度 GDP 负增长的局面。同时，较弱经济数据也给逆周期政策的继续加码提供了可能，尤其是失业率高企至 6.2%，与 3 月 12 日总理定调“都要把稳就业放在重中之重的位置”有悖。

向后看，中国经济正在走出最差时点，环比大幅改善无悬念，但经济在二季度能否快速向常态修复的不确定性在增强。财政减收增支，基建力度受限于资金来源。监管层不断强调“房住不炒”，房地产短期强刺激政策概率不大。尤其是疫情向全球扩散之后，全球总需求萎缩风险明显加大，外需如果大幅放缓，那么国内经济修复的难度增大、时间推后。

图表1：经济数据概览

宏观指标	20-02	20-01	19-12	19-11	19-10	19-09	19-08	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03	19-02	19-01	18-12
GDP 单季 %			6.0			6.0			6.2			6.4			6.4
工业增加值 单月 %	-13.5		6.9	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5	5.3		5.7
城镇调查失业率 单月 %	6.2		5.2	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3		4.9
投资 累计 %	-24.5		5.4	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3	6.1		5.9
制造业 累计 %	-31.5		3.1	2.5	2.6	2.5	2.6	3.3	3.0	2.7	2.5	4.6	5.9		9.5
基建 累计 %	-30.3		3.8	4.0	4.2	4.5	4.2	3.8	4.1	4.0	4.4	4.4	4.3		3.8
地产 累计 %	-16.3		9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2	11.9	11.8	11.6		9.5
社零 单月 %	-20.5		8.0	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7	8.2		8.2
出口 单月 %	-17.2		7.6	-1.1	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2	-20.7	9.3	-4.57
进口 单月 %	-4.0		16.3	0.3	-6.4	-8.5	-5.6	-5.6	-7.3	-8.5	4.0	-7.6	-5.2	-1.5	-7.63
贸易差额 亿美元	-71.0		467.9	387.3	428.1	396.5	348.3	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5	41.2	395.9	568.4
CPI %	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5	1.7	1.9
PPI %	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1	0.1	0.9
信贷 亿元	9057	33400	11400	13900	6613	16900	12100	10600	16600	11800	10200	16900	8858	32300	10800
社融 亿元	8554	50674	21030	17547	6189	22700	19800	10100	22600	14000	13592	28593	7030	46353	15898
M2 %	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.0	8.4	8.1
M1 %	4.8	0.0	4.4	3.5	3.3	3.4	3.4	3.1	4.4	3.4	2.9	4.6	2.0	0.4	1.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所

工业生产下行幅度超预期，GDP 增长的数字目标弹性可能加大

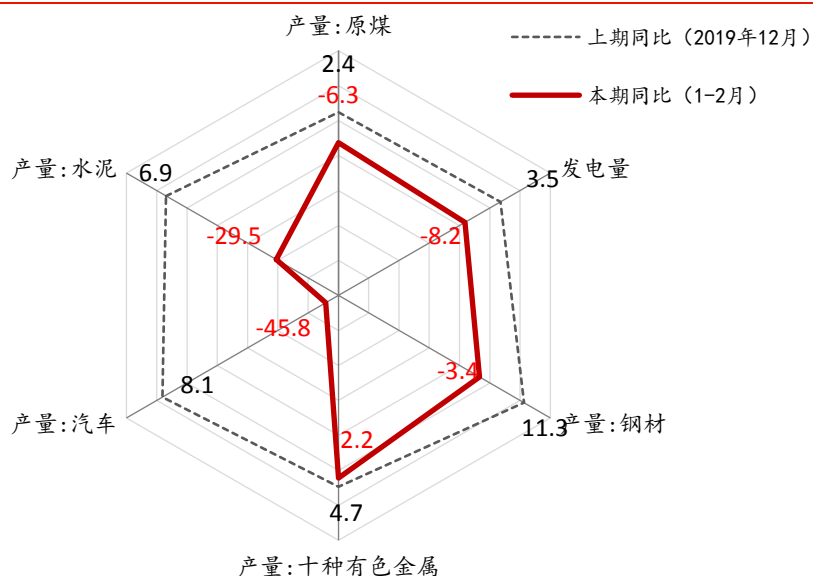
2020 年 1-2 月工业增加值累计同比-13.5%（为剔除价格因素的实际增速，去年同期 5.3%）。2019 年四个季度，工业增加值的季度均值分别为 6.5%、5.6%、5%、5.9%；今年 1-2 月工业生产明显受到了新冠疫情的严重冲击。一般来讲，企业会在正月十五过后逐渐复工，但结合百度迁徙大数据、发电耗煤量、螺纹钢社会库存等数据来看，今年 2 月份各地工业生产较为低迷，原因包括了全社会需求受疫情冲击下滑，企业缺乏新订单；农民工返城务工受限，开工人手不足；各地疾控政策要求企业压缩生产时长/返工人数等。

预计 3 月，随着多地政府改复工“审批制”为“报备制”的边际变化，各地企业复工复产进度加快，工业增加值当月同比增速有望较 1-2 月显著回升，但累计来看，2020Q1 当季同比较难转正。考虑工业增加值与 GDP 增速在历史上有较强关联性，以及新冠疫情对一季度服务业的冲击程度可能还要大于工业，今年一季度 GDP 增速下行压力或明显超出市场预期。另外，考虑工业增加值统计样本针对的是年营业额大于 2000 万元的规模以上工业企业，而政府投放的扶持政策广度不足以覆盖所有中小企业，我们认为稳就业压力也将

同步加大。就业问题关系到社会稳定，考虑李克强总理上周“只要就业好，GDP 增速高一点低一点都可接受”的表态，我们认为 GDP 增长的数字目标弹性可能加大，政策重点短期倾向于保就业。

2020 年 1-2 月采矿业增加值同比下降 6.5%，制造业下降 15.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 7.1%，制造业下降幅度最大，与市场的直观感觉相符。我们主要关注的工业产品：原煤、钢材、汽车、水泥、发电量 1-2 月同比全部转负，其中 1-2 月汽车产量同比-45.8%，负增长幅度最大。3 月份高频数据显示，当前 6 大发电集团煤炭库存仍在高位，日均耗煤量环比较 2 月回升、但同比回落幅度仍大于 2 月份（由于去年 3 月基数较高），螺纹钢价仍处低位。

图表2：主要工业产品产量当期同比（1-2 月）与上期同比（2019 年 12 月）对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

疫情对制造业投资端的冲击可能大于生产端

2020 年 1-2 月制造业投资累计同比-31.5%（2019 全年 3.1%）。结合 2 月末显著悲观的 PMI 数据、以及 1-2 月超预期下行的工业生产和投资数据，我们认为新冠疫情对制造业的冲击同时体现在开工生产和资本开支意愿两方面，且对投资数据的冲击持续时间可能超过生产数据。1-2 月制造业投资结构中，食品、纺织、汽车制造、设备机械类投资下行幅度都较大；相对而言，计算机电子设备投资下行幅度较小。

对于 1-2 月制造业投资的超预期下行，疫情蔓延、各地启动疾控响应机制，公共场所活动明显下降，居民短期内购物意愿降低，可能削减非必需品消费，相关产品（服装、玩具、家具等）的新增订单或将受到负面影响，这将负面影响对应企业的生产和补库存，中小企业现金流可能进一步趋紧，偿债压力、现金周转压力都可能加大。

目前看来疫情有向全球蔓延的趋势，尽管国内经济和制造业生产可能从 3 月份开始出现环比反弹，但海外疫情不确定性仍较大，可能在未来两到三个季度内进一步冲击外需。这种环境下，国内制造业企业的工作重点可能是“求生存”，主动扩张资本开支的意愿较低。

我们认为应对疫情对经济负面影响的政策首要发力点可能是货币政策，尤其首要防范大量企业资金链断裂可能引发的信用收缩风险。货币政策可能选择继续加大专项再贷款投放，为中小企业提供流动资金贷款，帮助中小企业度过难关。

图表3：制造业投资分行业表现

变动(pct)	(37.2)	(18.5)	(42.3)	(45.9)	(39.5)	(37.2)	(26.2)	(25.1)	(30.2)	(31.4)	(35.1)	(30.5)	(34.2)
制造业投资	上游		中游						下游				
累计同比 (%)	化学制品	有色加工	通用设备	专用设备	汽车制造	运输设备	电气机械	通信电子	农副食品	食品制造	纺织业	医药制造	金属制品
2020-02	-33.0	-17.3	-40.1	-36.2	-41.0	-39.7	-33.7	-8.3	-38.9	-35.1	-44.0	-22.1	-38.1
2019-12	4.2	1.2	2.2	9.7	-1.5	-2.5	-7.5	16.8	-8.7	-3.7	-8.9	8.4	-3.9
2019-11	4.6	-1.3	1.4	9.5	-0.4	-5.7	-6.8	13.8	-9.3	-4.8	-8.7	7.8	-3.8
2019-10	6.6	-1.3	0.9	9.8	-0.3	-5.9	-7.5	13.6	-10.1	-3.8	-8.5	7.9	-3.3
2019-09	7.6	-2.6	1.6	8.7	1.8	-8.3	-7.6	11.6	-10.8	-3.0	-8.2	7.0	-4.5
2019-08	7.9	-4.3	1.2	6.6	1.5	-10.7	-8.0	11.1	-9.4	-2.2	-5.0	7.4	-3.5
2019-07	9.4	-3.8	2.1	7.2	1.8	-10.4	-7.5	10.5	-7.6	-1.4	-2.6	6.9	-5.2
2019-06	9.3	-3.4	2.8	7.2	0.2	-10.5	-8.1	8.5	-7.4	0.4	-0.3	8.4	-5.2
2019-05	7.4	-9.7	1.4	6.2	-0.1	-8.6	-5.9	6.2	-7.4	-1.0	1.6	8.1	-4.8
2019-04	5.5	-11.7	1.8	8.2	-1.4	-8.2	-6.5	6.7	-6.3	0.2	0.8	10.4	-6.1
2019-03	11.3	-17.1	6.8	9.3	-1.0	-8.7	-3.1	5.5	-6.7	4.4	9.0	9.7	2.7
2019-02	8.1	-10.6	12.7	16.3	8.1	-9.7	-2.2	-2.6	-4.4	3.0	17.8	10.5	6.4

资料来源：Wind，华泰证券研究所

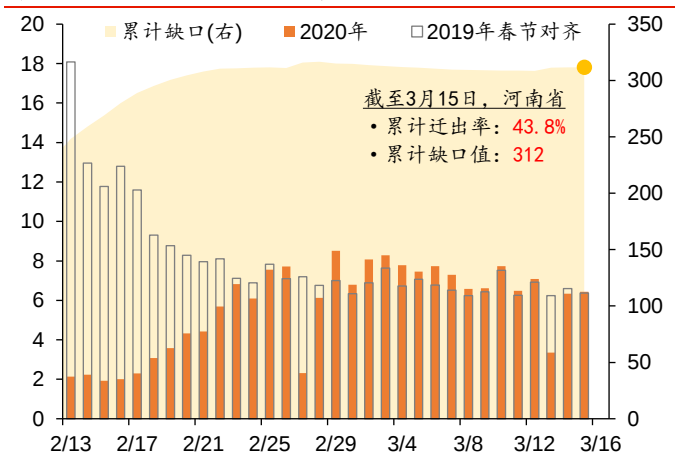
基建投资乏力源于用工短板拖慢施工进度

2020 年 1-2 月基建（不含电力）投资累计同比-30.3%（2019 全年 3.8%）。固定资产投资以财务支出法核算，随建筑施工过程购进并消耗原材料而逐步拨付计入。建筑业属于劳动密集型行业，疫情导致用工不足约束了施工进度，进而严重拖累了基建投资。据国务院联防联控机制，截至 3 月 8 日，全国房屋建筑和市政基础设施工程复工率仅达 58.2%。

短期内，专项债前置发行已破除资金短板，但基建反弹节奏主要取决于复工进度。虽然国内疫情已基本控制，但返工难问题依然严峻。据百度慧眼，截至 3 月 14 日，河南、山东两大劳务输出省，春节后累计迁出人口规模仅达去年四成左右。主要城市还有社区隔离两周的要求，更在客观上约束了复工率的快速提升，即便已复工的工程项目也难以满产，这将拖累短期内基建反弹的力度。预计 3 月基建投资仍在负增长区间，4-5 月赶工有望实现增速转正。

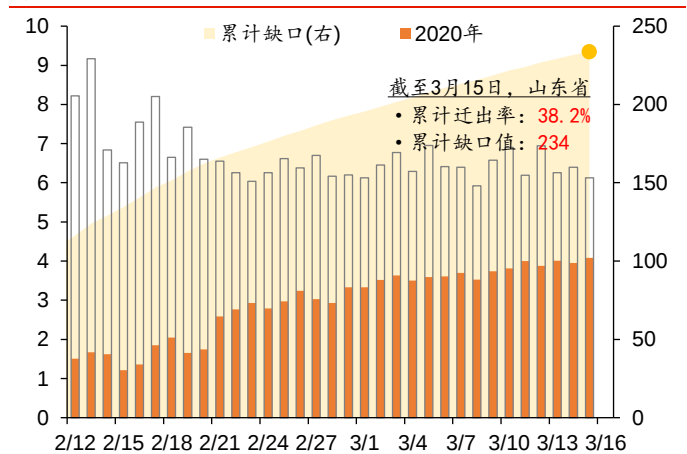
为对冲疫情对经济的“挖坑”、对就业的冲击，扩大基建投资更显必要和紧迫。据我们测算，全年每拉动 1 个百分点的实际 GDP 需要增量投资 1.8 万亿元。从 1-2 月数据来看，一季度 GDP 恐难以实现正增长，同时海外疫情扩散导致的外需收缩、供应链断裂压力较大，我们认为有必要祭出特别国债、与专项债、政策性银行贷款发挥合力扩大基建投资，央行通过降准与 PSL 提供流动性支持。投资方向上，传统基建仍占大头，更注重补短板、惠民生，以及决胜脱贫攻坚攻坚战领域。而 5G 等七大领域新型基建更受益于政策导向与资金青睐。

图表4：百度迁徙规模指数：河南（迁出）



资料来源：百度慧眼，华泰证券研究所

图表5：百度迁徙规模指数：山东（迁出）



资料来源：百度慧眼，华泰证券研究所

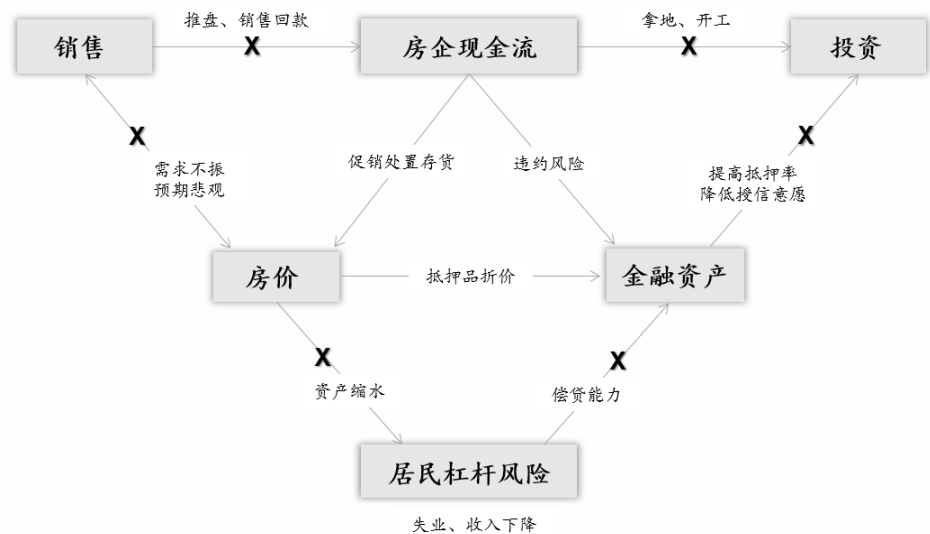
楼市销售低迷或引发地产投资陷入负反馈

2020 年 1-2 月房地产开发投资累计同比-16.3% (2019 全年 9.9%)。开发环节看，房企前端投资降幅更大，既存在现金流约束，也意味着房企对后市更偏悲观，地产端投资修复节奏将受制约。其中土地购置面积同比-29.3%、新开工面积同比-44.4%、竣工面积同比-24.3%。到位资金看，销售回款是最大拖累项，定金及预收款同比-23.9%。因疫情影响，春节期间多地售楼处关闭、看房购房活动受限导致房地产销售近乎停滞，并且因防疫、用工不足拖延开工进度，也影响到房企推盘节奏。

销售端的压力若不能及时缓解，后续房企与居民债务风险、房地产投资下滑还可能形成负面反馈。首先，房企库存可能不断积累，进而拿地、开工等前端投资的意愿持续受抑；其次，销售回款在房企资金来源中占比近半，其他渠道难以弥补，这部分收缩将导致房企债务偿还压力加大，更缺乏投资能力；此外，房企可能通过降价处理库存来缓解现金流压力，房价下跌导致居民资产负债表受损，购房能力与意愿更将低迷，进而出现负反馈压力。

政策层面，供给政策率先落地，融资政策应当积极跟进，需求政策也有边际调整的必要性。节后多地陆续出台了房地产扶持政策，但 2 月底驻马店被省政府约谈后收回购房刺激措施，3 月 4 日，央行等三部委重申坚持房住不炒和不将房地产作为短期刺激经济的手段，可以看出政策层面仍不愿释放刺激房地产的信号。为了稳住投资，供给端率先调整，自然资源部 3 月 7 日公告，盘活批而未供和闲置土地，按双口径要求合理增加住宅用地供应量。然而供地“治标不治本”，房企现金流压力眼下更为紧迫，融资政策有必要积极跟进以防范触发房企债务风险，需求端政策也应边际调整以落实“稳房价、稳地价、稳预期”的要求。

图表6： 房地产领域负反馈风险



资料来源：华泰证券研究所

线下消费向线上转移，必选与可选消费显著分化

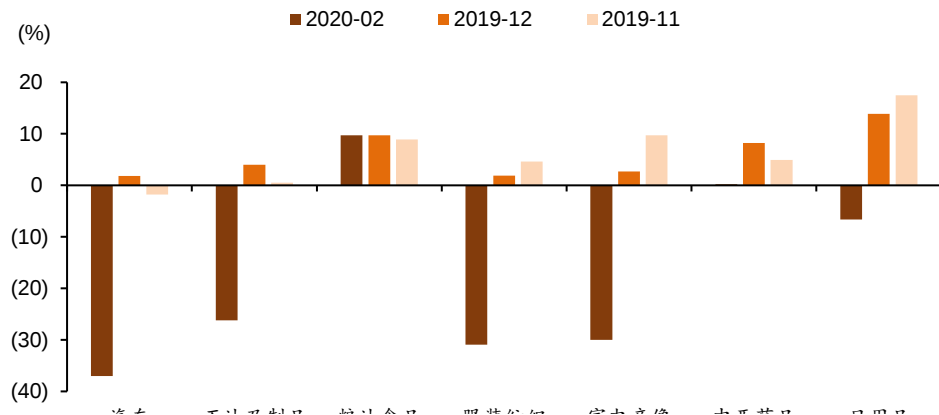
2020 年 1-2 月社会消费品零售总额累计同比-20.5%。为防控新冠肺炎疫情，微观主体的物理隔离对应宏观上的休克疗法，消费行业是首当其冲。1-2 月的消费数据呈现三大特征：

第一、受疫情期间居家隔离影响，汽车需求延迟释放，2 月汽车销售增速明显放缓，汽车同比增速从 12 月的 1.8% 滑落至 -37%。我们认为，3 月汽车消费将因需求延迟释放而有明显回补，但居民收入增长存在压力，后续仍待政策提振。供给方面，3 月 10 日国常会表示将进一步开放汽车行业外商投资准入负面清单，有利于促进汽车竞争互补，完善国内汽车供给。需求方面，日前发改委等 23 部委印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，要求促进汽车限购向引导使用政策转变，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌限额。随着各地方具体刺激措施落地，或对汽车消费存在托底效果。

第二、从线下到线上的转移有所增加。在消费重挫的背景下，实物商品网上零售额实现同比正增长 3.0%，占社会消费品零售总额的比重为 21.5%，比上年同期提高 5.0 个百分点。2 月线下消费遭到重创，多数大型商场、购物中心、专卖店等线下门店关闭或仅保留超市业务，客流量大幅下滑。大量餐饮门店暂停营业或缩短营业时间，营收严重受损。在疫情防控的关键阶段以及恐慌导致的抢购潮考验下，线下采购逐渐转为线上，尤其是生鲜电商业务明显增加。

第三、疫情短期内改变消费结构，必选消费稳定增长，可选消费显著下滑。与居民生活密切相关商品呈现增长态势，粮油食品类，饮料类和中西药品类商品分别增长 9.7%、3.1% 和 0.2%。相比之下，可选消费品受疫情拖累明显，金银珠宝、家具、服装鞋帽等消费被压制，同比增速分别为 -41.1%、-33.5%、-30.9%。但随着疫情逐步得到控制，生产生活回归正轨，可选消费或将迎来反弹。

图表7： 疫情短期改变消费结构，必选消费保持稳定，可选消费显著下滑



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_6457

