

基本面受冲击明显，后续修复可期

——对2020年1-2月经济数据点评兼债市观点

固定收益简报

◆ 事件

3月16日国家统计局公布数据:2020年1-2月份规模以上工业增加值同比实际下降13.5%;1-2月份全国固定资产投资(不含农户)同比下降24.5%,房地产开发投资同比下降16.3%;1-2月份社会消费品零售总额同比名义下降20.5%。

◆ 点评

短期内经济受疫情冲击明显

工业生产中制造业冲击最大。1-2月份规模以上工业增加值同比实际下降13.5%，采矿业同比下降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%，工业生产中制造业受到的冲击最为明显。

制造业和基建投资下降较快，房地产投资仍有一定韧性。1-2月份，全国固定资产投资同比下降24.5%，制造业投资下降31.5%，狭义基建投资下降30.3%，全国房地产开发投资同比下降16.3%，制造业和基建投资均出现了较大规模下降，而房地产开发投资在疫情冲击下仍具一定韧性。

汽车消费在疫情冲击下相对更加低迷。1-2月份，社会消费品零售总额同比名义下降20.5%，扣除汽车外的消费品零售额同比下降18.9%。

后续基本面有望得到较快修复

SARS疫情时期，对基本面冲击最大的时期在疫情快速蔓延时期，在疫情得到控制后，经济增速快速回升，且后续开始持续走高。此次疫情，快速蔓延期持续的时间整体比SARS疫情更短。目前企业复工复产速度在不断加快，生产生活秩序逐步恢复，高炉开工率和发电耗煤量两项指数均呈持续上升态势，表明工业生产在持续向好，后续国内基本面大概率可得到较快修复。

◆ 债市观点

今年春节以来利率债走出了三个不同的发展阶段，后续国内政策逆周期调节稳经济成为更为确定的方向，下一阶段主导国内债市走势的主线仍将是基本面的变化，政策实施的效果情况则是基本面能否回到正常运行轨道的重要因素。

◆ 风险提示

目前疫情仍在海外快速蔓延，后续对经济的影响有很大的不确定性，尤其是美国经济受疫情的影响尚未完全显现；国内稳增长政策尚未正式出台，出台后实施的效果也需要观察。

分析师

张旭 (执业证书编号: S0930516010001)
010-58452066
zhang_xu@ebscn.com

联系人

李枢川
010-58452065
lishuchuan@ebscn.com

相关报告

CPI 仍处高位, PPI 后续有望修复——对2020年2月CPI和PPI数据点评兼债市观点
..... 2020-3-10

如何看基建资金补短口的四个选项——从政策看利率债系列之五
..... 2020-2-27

疫情推动CPI再创新高——对2020年1月CPI和PPI数据点评兼债市观点
..... 2020-2-12

当前环境下看地方债——从政策看利率债系列之四
..... 2020-2-9

20个重要问题看清专项债——从政策看利率债系列之三
..... 2020-1-14

去库存接近底部, 期限利差后续如何走? ——从基本面看利率债系列之一
..... 2020-1-7

财政2020年如何提质增效? ——从政策看利率债系列之二
..... 2019-12-22

积极的财政政策如何看? ——从政策看利率债系列之一
..... 2019-12-7

事件

2020年3月16日国家统计局公布数据：2020年1-2月份规模以上工业增加值同比实际下降13.5%；1-2月份全国固定资产投资（不含农户）同比下降24.5%，房地产开发投资同比下降16.3%；1-2月份社会消费品零售总额同比名义下降20.5%。

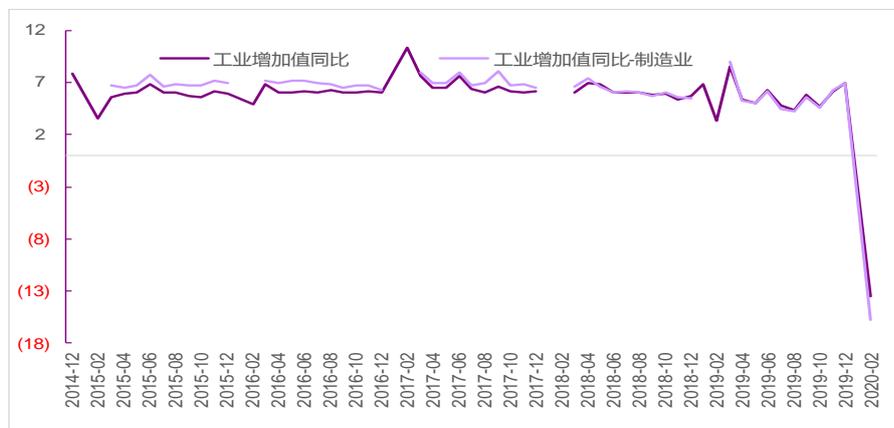
点评

1、短期内经济受疫情冲击明显

工业生产中制造业冲击最大

2020年1-2月份，规模以上工业增加值同比实际下降13.5%。而从三大门类看，1-2月份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%，工业生产中制造业受到的冲击最为明显，其中通用设备制造业下降28.2%，专用设备制造业下降24.4%，汽车制造业下降31.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降28.2%，电气机械和器材制造业下降24.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降13.8%，下降幅度均较大。而在2019年四季度，制造业是推动工业增加值持续向好的主要动力，2019年12月制造业生产增长7.0%，比同年11月加快0.7个百分点。

图1：工业生产中制造业受冲击最大

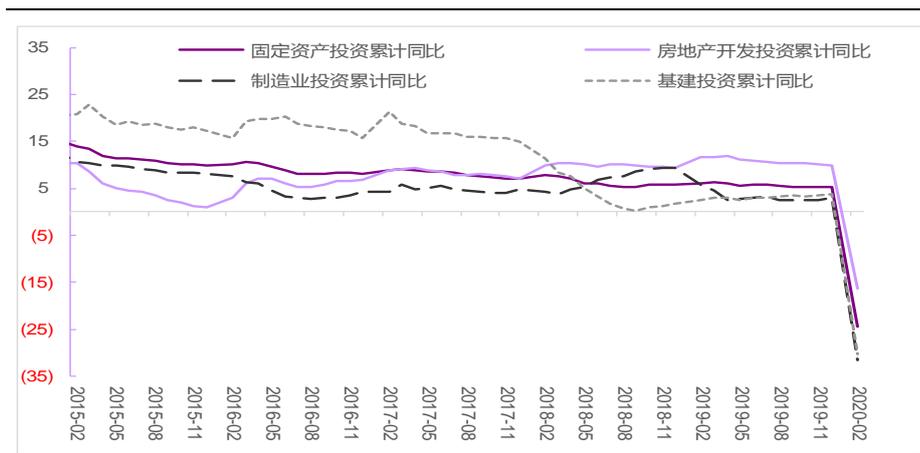


资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

制造业和基建投资下降较快，房地产投资仍有一定韧性

2020年1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）33323亿元，同比下降24.5%。从主要行业来看，制造业投资下降31.5%，狭义基建投资下降30.3%，全国房地产开发投资同比下降16.3%，制造业和基建投资均出现了较大规模下降，而房地产开发投资在疫情冲击下仍具一定韧性。

图 2： 房地产投资在疫情冲击下仍有一定韧性



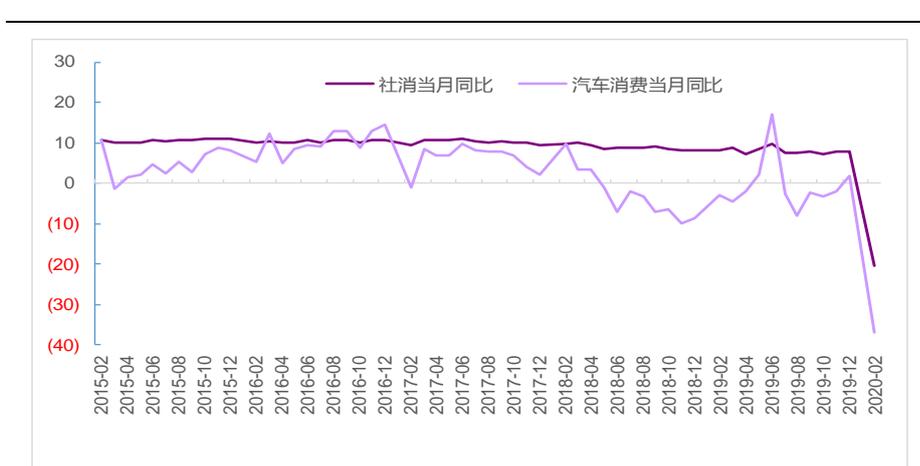
资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

汽车消费在疫情冲击下相对更加低迷

2020 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 52130 亿元，同比名义下降 20.5%。扣除汽车外的消费品零售额同比下降 18.9%。

3 月 12 日中汽协发布了 2020 年 2 月份汽车产销数据，2 月国内汽车产销量分别完成 28.5 万辆和 31 万辆，环比均下降 83.9%，同比分别下降 79.8% 和 79.1%。2020 年 1-2 月，汽车产销分别完成 204.8 万辆和 223.8 万辆，分别同比下降 45.8% 和 42%。汽车消费在疫情的影响下更加疲弱，后续是否持续拖累消费数据需要持续观察。

图 3： 汽车消费在疫情冲击下相对更加低迷



资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

2、后续基本面有望得到较快修复

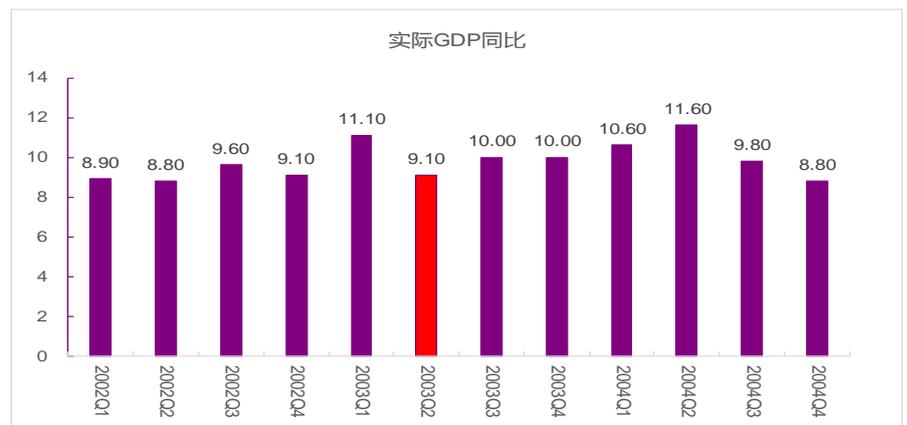
春节前疫情快速蔓延，国家开始实施非常严格的防控措施，经济活动受到了明显限制。3 月 12 日国家卫健委新闻发布会称，总体上我国本轮疫情流行高峰已经过去，新增发病数在持续下降，疫情总体保持在较低水平。疫情的防控取得了阶段性成果，后续则需在稳固战果的同时加快恢复生产。

我们通过对比 2003 年 SARS 疫情时的情况来观察后续基本面的走势。2003 年 SARS 疫情主要分为三个阶段。第一阶段是扩散期，时间段为 2002 年

12月至2003年3月。第二阶段是快速蔓延期，持续时间为2003年4月至2003年5月，其中全国大规模公开防治就在4月17日正式推动。第三阶段是疫情控制及治疗收尾期，持续时间为2003年5月至2003年7月，其中到6月后大规模公开防治已经进入尾声。SARS疫情从快速蔓延到得到控制持续时间2-3个月左右时间。

SARS疫情时期，对基本面冲击最大的时期在疫情快速蔓延时期，2003年第二季度经济增速比一季度明显下降，下降了2个百分点。在7月疫情得到控制后，三季度经济增速得以回升，比二季度增加1个百分点，且后续开始持续走高。

图4：2003年疫情对基本面冲击最大时发生在快速蔓延期

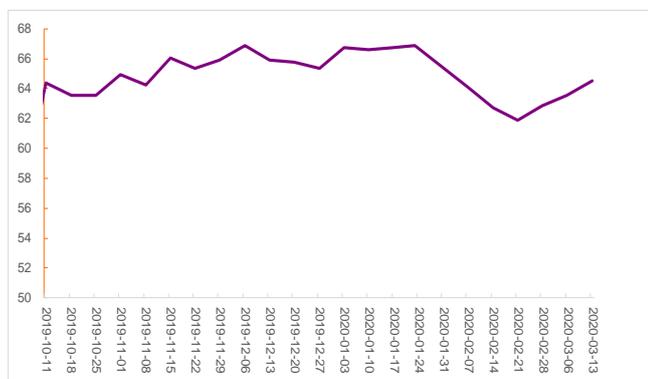


资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

此次疫情，从1月中下旬快速扩散到3月上旬得到控制，快速蔓延期持续的时间整体比SARS疫情更短。虽然目前疫情还在海外快速蔓延，但是在一定防输入措施下，预料不会再次出现疫情快速扩散的情况。

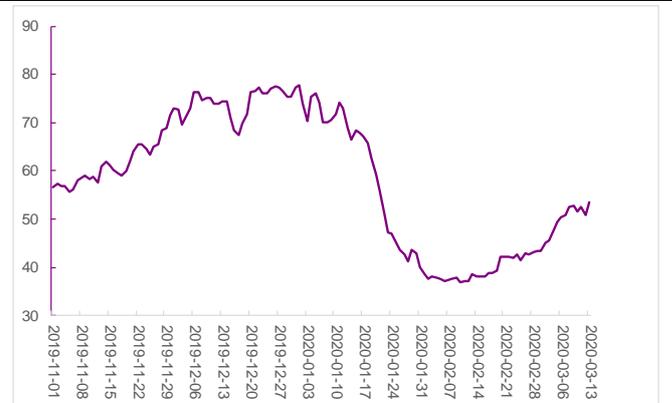
截至3月13日，全国高炉开工率达到64.50%，日均发电耗煤量52.20万吨，均呈现持续呈上升趋势。两项指数均呈持续上升态势，表明工业生产在持续向好。目前，企业复工复产速度在不断加快，生产生活秩序逐步恢复，我们认为，后续国内基本面可得到较快修复。

图5：高炉开工率本月持续上升



资料来源：wind，光大研究所整理 纵轴：%

图6：日均发电耗煤量同样持续上升



资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：万吨

3、债市观点

春节以来，债市大致走出了三个不同的发展阶段。第一阶段是春节前至春节后开市后一周（2月7日），此时随着疫情的发酵引发市场避险情绪，债券市场收益率出现快速下行，10年期国债收益率触及2016年以来收益率低点至2.8%左右。

第二个阶段是2月11日至3月3日，此时随着市场避险情绪的释放和疫情逐步控制的消息不断确认，债券市场进入观望震荡阶段。

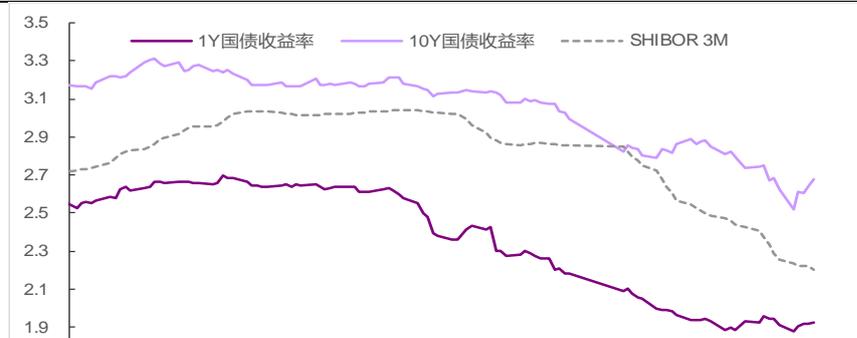
第三个阶段则是从3月4日至今，疫情在海外快速蔓延以及油价的暴跌加剧了市场的避险情绪，债市收益率在经历一周快速下降后稍微企稳。

全球经济本身的脆弱在疫情冲击下一览无余，这就使得后续国内政策逆周期调节稳经济成为更为确定的方向。

货币政策预计会维持流动性合理充裕。本周日（3月15日）美联储突然宣布降息至零，并启动了一项规模达7000亿美元的大规模量化宽松计划。3月16日定向降准正式实施，释放长期资金5500亿元。同时，央行开展MLF操作1000亿元，中标利率维持3.15%不变，在美联储大幅降息的情况下，我国并没有出现降息情况。

财政政策方面，今明两年赤字率采用动态平衡方式的概率在快速提升，2020年赤字率大概率提高至3.2-3.5%，地方政府专项债新增规模也有较大概率提升至3.5万亿左右，通过专项债扩容推基建是稳增长比较确定的选项。我们认为，未来主导国内债市走势的主线仍将是基本面的变化，而政策实施的效果情况则是基本面能否回到正常运行轨道的重要因素。

图7：春节以来，债市大致走出了三个不同发展阶段



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_6496

