



宏观研究

全年经济数据的“单针底”

2020 年 03 月 16 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《评 2 月官方 PMI：历史低点，3 月将明显修复》2020-02-29

《粤港澳大湾区如何打造国际科创中心——粤港澳大湾区研究系列之 11》2020-03-02

《评 1-2 月进出口：贸易余额可能继续为负》2020-03-07

《对 2 月物价数据的几点思考》2020-03-10

《银行盈利还有多少空间？》2020-03-13

全年经济数据的“单针底”

惨淡的经济数据已经宣告疫情对短期经济增长冲击不小，但今天市场并没有对此做明显反应，因为这已是既定事实。市场预期二季度消费集中释放和赶工，会把一季度的缺失补回来一些，加之为完成全年经济社会发展目标，逆周期政策肯定会积极加码。海外疫情大扩散，也提升了 A 股等人民币资产的相对配置价值，这些共同支撑 A 股要比外盘相对强势一些。

但我们认为，后续需要关注预期差对权益市场的冲击。一是政策的预期差，今年货币和财政双宽松是确定的，但政策需要在短期稳增长和长期防风险之间平衡，逆周期的调节力度可能不及预期。美联储超预期降息至零后，今天中国央行投放 MLF，但利率并没有下调，可能的信号是将维持货币宽松但会保持定力。二是经济的预期差，一季度 GDP 增速大概率会比主流预期的 3% 明显更低，基建能否托底内需有较大不确定性，毕竟 2018 年 7 月就开始稳基建了但效果并不显著，而疫情海外大扩散又加大了中国出口压力。

对债券市场而言，当前的信用利差和套息空间都处于低位，能为组合贡献收益的只有久期策略了。短期可能会由于对国内复工加快经济修复的担忧，以及宽松靴子落地带来的利好出尽影响，会有一定的调整压力。但中期来看，海外疫情还在发酵冲击出口，国内在既要防控隐性债务，又不能放松地产调控的多目标环境下，总需求能否达到市场预期存在较大不确定性，利率依然具有较高的交易价值。

风险提示：经济不及预期



图表目录

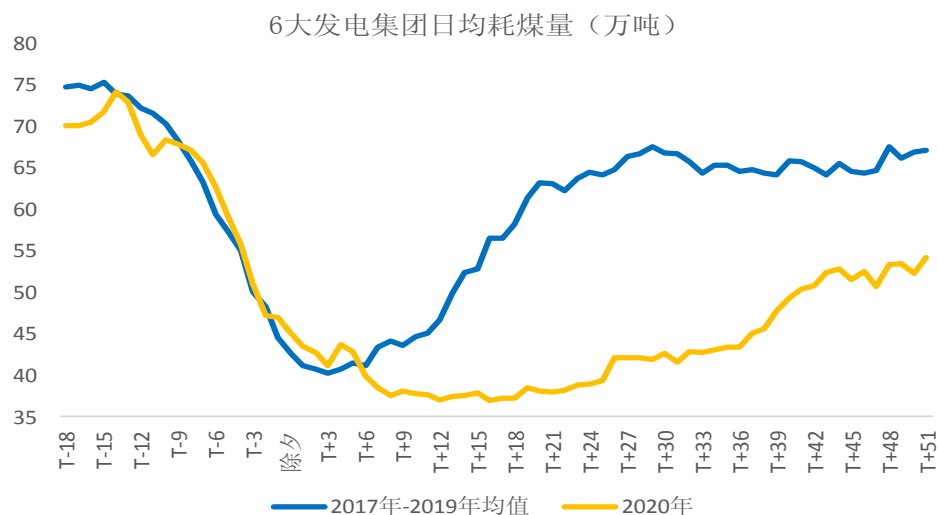
图表 1：今年 2 月，6 大发电集团日均耗煤量大幅低于往年同期.....	3
图表 2：3 月商品房销售回暖，和房企加大促销有关	4
图表 3：我们测算，2016-2019 年全国商品房销售透支了 15.7 亿平方米.....	5
图表 4：当前的信用利差和套息空间都处在低位.....	7



1-2 月主要经济数据已经公布，规模以上工业增加值同比下降 13.5%，固定资产投资同比下降 24.5%，社会消费品零售总额同比下降 20.5%。

工业增加值负增长对市场来说，应该在意料之中，2 月官方制造业 PMI 生产指数掉了 23.5 个百分点，直到 2 月底 6 大发电集团日均耗煤量也不到去年同期的 60%。

图表1：今年 2 月，6 大发电集团日均耗煤量大幅低于往年同期



资料来源：wind、粤开证券研究院

那么，疫情是如何影响工业生产的呢？

1) 疫情冲击冷却了原有的经济活动，库存被动累积，需求没有恢复前企业想的是如何把过剩的库存处理掉，没有生产的积极性；

2) 物流不畅和人员返工周期被拉长，原材料价格和人工成本上涨挤压了生产利润，生产不赚钱，也影响了复工进度。

目前国内疫情防控已经取得了积极成效，3 月工业产出明显恢复是确定的，高频数据也显示这样，但不确定的是后续工业产出反弹的高度。

暂且不考虑对复工环节的一系列政策支持，我们先从客观条件上看复工的难点在哪里：

1) 如果复工，一旦有员工被感染，经济损失搞不好比不复工更大。目前海外输入性病例不少，不排除有这种可能性；

2) 复工之后，是需要产业链上下游配合的。如果上游没复工，或者物流受阻，上游的货供应不来，即使复工也坚持不了多久。相应地，如果下游没复工，生产出来的货物卖给谁呢？

当然，如果企业预期疫情控制后总需求会明显恢复，复工早的企业无疑会占据更多的市场份额，所以部分资金雄厚的大企业会选择复工，但中小企业则不一定具备复工的条件，也耗不起，这就是为什么复工环节会出现明显的“二八”分化现象。

值得注意的是，海外确诊病例数已经超过了国内，而且有加速的趋势。它加剧了当前和未来总需求的不确定，而总需求的预期又决定了复工的强度。因此，在疫情防控得力、物流运输和人员返程问题逐步解决后，适度扩大总需求，扭转企业部门对总需求的



悲观预期是非常重要的，这决定了后续工业生产反弹的高度。

再来看固定资产投资，整体和三大分项的增速均大幅回落。

我们在 2019 年四季度曾预判制造业投资会低位企稳，但疫情冲击后，此前预判制造业企稳的几个前提条件（基建企稳、出口修复和房地产投资维持韧性）均不复存在，今年 1-2 月制造业投资增速再下台阶，回落至-31.5%。

制造业投资扩张的前提条件是企业预期的回报率高于当期实体融资成本，再考虑到企业产能扩张有滞后性（厂房的建设周期可能需要 1-3 年时间），可以推断只有在实体总需求处于上升周期且对未来相当长一段时间的总需求有一定信心的时候，企业才敢放心大胆的投资扩产能。

疫情打乱了正常的经济活动，出口、基建和房地产投资均受到了较为明显的冲击，无论是刚性成本支出还是库存积压均使企业面临着不小的流动性压力，不少企业连复工都不是很顺利，更别谈企业扩大投资规模了。

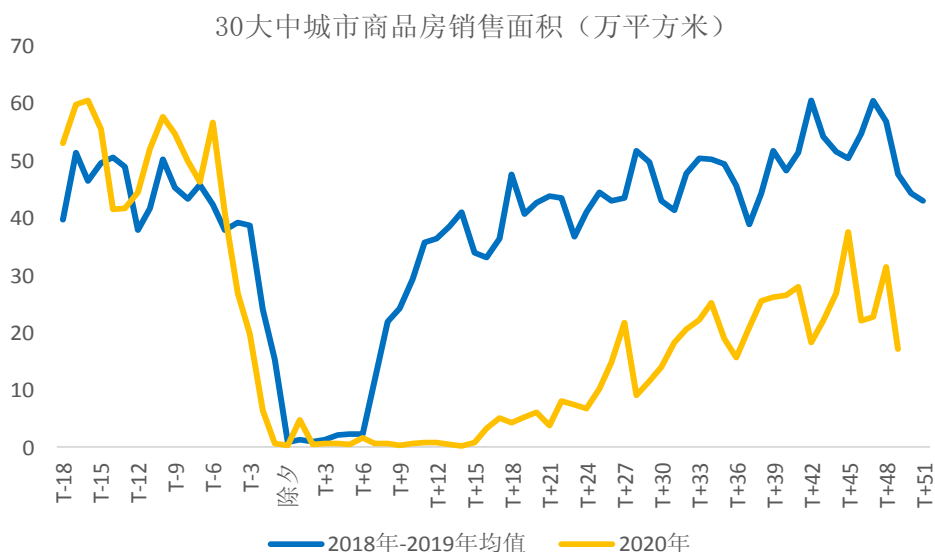
制造业投资修复何时开启需要以下几个条件：1）总需求先恢复；2）总需求恢复后顺利带动企业去库存，让企业能够回笼现金流；3）总需求恢复的强度能达到扭转改善企业悲观的程度。

三个条件同时具备才能看到制造业投资的拐点，在现在这个时点还是先观察下何时能去库存吧。

居家隔离和减少聚集性活动防止疫情扩散的需要，2 月房地产销售市场几乎冰封，从数据来看，1-2 月的房地产销售面积同比下降 39.9%，销售金额同比下降 35.9%。

此前房企在融资约束与扩大规模的要求下，纷纷采取了快周转战略，主要是依靠预售，快速回笼现金流，然后支撑其拿地和新开工行为。在这种战略下，房地产销售产生的现金流是不少房企的生命线，数据显示房地产销售回款占房地产融资的比例将近一半。因此不难理解为什么会有部分房企愿意大幅降价促销，它也带动了 3 月房地产市场销售的反弹。

图表2：3 月商品房销售回暖，和房企加大促销有关



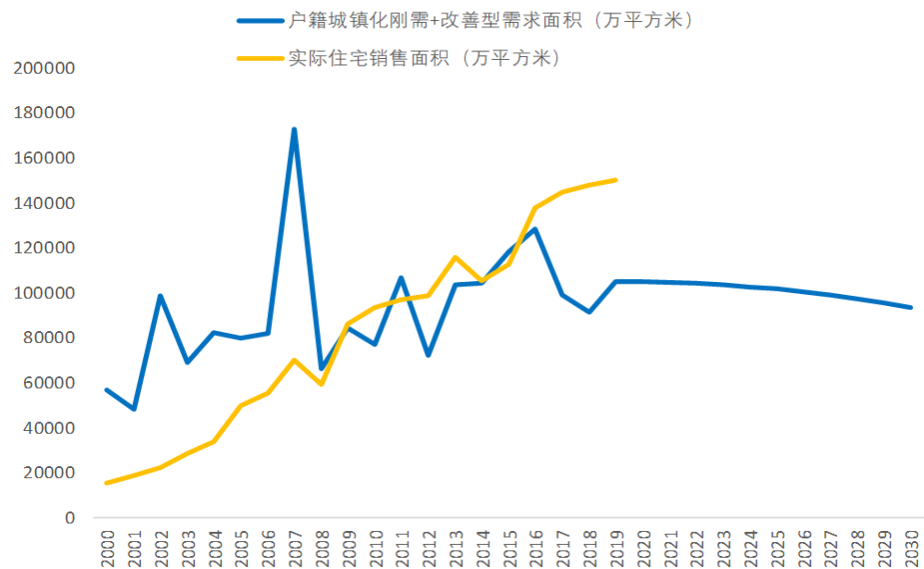
资料来源：wind、粤开证券研究院



房企流动性紧张再加上防疫的需要，拿地、新开工以及建筑施工行为自然也受到了明显的冲击，1-2月房屋新开工面积同比下降44.9%、土地购置面积同比下降29.3%，施工面积同比增速也从8.7%下滑到2.9%。

在居民杠杆率高位的下，“房住不炒”调控大基调转向的可能性较低。根据我们测算，2016-2019年国内商品房销售透支了15.7亿平方米，因此即使是全局性的限贷限购政策放开，居民部门再度加杠杆拉动销售大幅好转的概率也不高。

图表3：我们测算，2016-2019年全国商品房销售透支了15.7亿平方米



资料来源：wind、粤开证券研究院

因此，即使疫情控制住后，除非彻底放松房企融资端的约束，否则房地产投资也不会修复得太快，毕竟对房企来说，销售活动恢复后，抓紧回笼流动性才是第一要务。

综上，关于未来的房地产市场，我们可以有以下推论：

- 1) 各城市的购房市场放松会“因地制宜”，在首付比例、限贷、限售和限价等措施方面略有松动，但不会出现全国层面上的政策明显放松；
- 2) 主要的房地产市场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；
- 3) 房地产融资端的信贷支持会适当放松。

防疫是1-2月各级政府的主要工作重点，基建投资不免也会受到冲击，1-2月基建全口径投资同比下降26.9%，打乱了四季度以来的基建投资企稳的节奏。

一季度经济活动冻结无疑增加了全年社会经济发展目标达成的难度。如果一季度GDP零增长，后面三个季度GDP平均增速需达到7.1%，全年增速才能到5.6%实现两个翻一番，确实存在较大压力。完成全年经济发展任务对应的基建投资增速至少要在15%以上，这还是相对保守的估算。

此外，无论是复工、缓解企业部门的信用风险、去库存、激活企业信心、扩大制造业投资，都需要总需求加码来做支撑，减税降费、金融支持、租金减免只能起到减负的作用，真正能拯救企业的还得靠订单，也就是实体经济的总需求，而当前唯一可以由各



级政府调节的总需求阀门就是基建投资了。

因此，一旦疫情被控制住，各级政府的工作目标大概率将从防疫调整为保复工和稳增长，这个过程预计从3月份就开始陆续启动了。主要抓手是新基建（5G基站、大数据中心、人工智能、特高压、充电桩、城际铁路和轨道交通、工业互联网等），以提升对新经济和高技术产业的正向溢出效应。从资金来源看，1-2月专项债已发行近万亿，其中近七成都流向了基建，后续大概率还可以看到PSL加码和企业部门中长期信贷放量。

最后来看看消费数据。疫情显著限制了居民外出活动，各类线下消费受到的冲击首当其冲，从消费同比下降20.5%可以看出这一点。

即使部分消费活动可以转移到线上，想对冲消费下行是远远不够的，因为大件消费支出不是通过线下可以解决的，比如汽车消费，不去线下体验不太现实，汽车消费额约4万亿，占整个限额以上零售数据的28%左右，汽车类消费同比下降37%会显著拖累消费数据；比如去电影院看电影、外出旅游，都是典型的群聚性活动，不可避免的会受到疫情影响；再比如大件的家具、家电购买和安装，也无法做到完全的线上无接触。

另外一个打击较大的是石油制品的消费，总金额约为2万亿，占整个限额以上消费盘子的15%左右，由于封城、物流受阻、出行受限和外出旅游冻结影响，这块的消费同比下降26.2%。

分行业消费数据中，不多的亮点是医疗物资产品消费，1-2月中西药品类同比增长0.2%。

尽管疫情结束后，我们可以看到消费需求的集中释放，但有些损失是无可追回的，一是因为疫情结束后复工先行，没有春节长假的集中消费窗口，二是因为实体经济下行对居民部门消费能力滞后的传导效应。

考虑到加码稳增长的诉求，刺激耐用品消费需求释放也将是一个非常重要的抓手。后续可以关注的两条主线：

- 1) 房地产销售需求释放和房地产竣工周期下的消费产业链，高端家具、家电需求有望放量；
- 2) 汽车政策刺激措施（部分一线城市放松汽车摇号和竞拍指标、推迟实施国六排放标准）带动汽车消费反弹。

惨淡的经济数据已经宣告疫情对短期经济增长冲击不小，但今天市场并没有对此做明显反应，因为这已是既定事实。市场预期二季度消费集中释放和赶工，会把一季度的损失补回来。此... 加力完成全年经济社会发展目标，逆周期政策肯定会更加积极，海...

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_6505

