

2020 年 3 月 16 日

疫情影响加大，提升需求成为关键

宏观专题

华鑫证券研究发展部

分析师：

曹慈川

执业证书编号：S1050517070001

电话：021-54967586

邮箱：caoxc@cfsc.com.cn

● 经济结构转变，需求成为关键

我们应该认识到目前中国经济结构与总量较 2003 年已发生了巨大的变化。数据已经充分说明目前拉动经济增长的主要动力是服务业、是最终消费，而此次疫情正如 2003 年一样对服务业产生了巨大的影响。目前是中国经济结构转型的关键点，消费、服务业成为拉动经济的主力，疫情冲击的影响或已造成“内伤”对经济的影响可能将更深远。

● 高通胀不意味着需求旺盛

在表面通胀的背后，我们认为一些现象值得关注，如剔除食品及能源后的核心 CPI 进一步走低。除去食品类价格影响后，整体 CPI 增速水平处于近年来的最低值，反映出目前需求并不特别旺盛。同时我们也发现，PPI 同比保持微跌的主要因素在于生活资料、尤其是食品类 PPI 价格涨幅较为明显，而生产资料，尤其是原材料端除煤炭外，表现均转差，显示整体需求并不旺盛，后期 PPI 或延续弱势。

● 寄希望于地产基建刺激需求无异于“饮鸩止渴”

在面对疫情产生的短期困难面前，参照 2003 年的应对部分经济学家提出放开地产、重启基建的想法，我们认为这无异于“饮鸩止渴”，且效果或远不及预期。正如我们此前提到的，目前中国经济缺的不是供给而是需求，大规模的基建或是地产刺激的正是供给端，对短期经济或有一定刺激，但对经济结构转型毫无裨益。这种人为制造需求的结果可能是短期抚平经济波动，但长期来看势必造成又一次产能过剩。

● 海外疫情扩散，稳定需求端是关键

我们认为从疫情对需求端的影响出发，一季度 GDP 增速降幅较大，相当于较往年一季度损失 10-15 个工作日左右，如果复工率没有政府支持下快速攀升，GDP 降幅或超过市场预期。对于全年来说，在不考虑强刺激的背景下，增速可能下行 1.5-2 个百分点。实际上，我们认为此次疫情带来的挑战才刚刚开始，尤其疫情在海外蔓延之后对于需求端可能形成进一步打击。

● 风险提示：宏观经济超预期下行；海外疫情影响超预期。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：http://www.cfsc.com.cn

目录

一、经济结构转变，需求成为关键	3
二、高通胀不意味着需求旺盛.....	4
(一) 核心 CPI 与食品类 CPI 表现不同.....	4
(二) 复工持续攀升但需求仍未明显释放.....	5
三、寄希望于地产基建刺激需求无异于“饮鸩止渴”	6
四、海外疫情扩散，稳定需求端是关键.....	7
五、风险提示.....	8

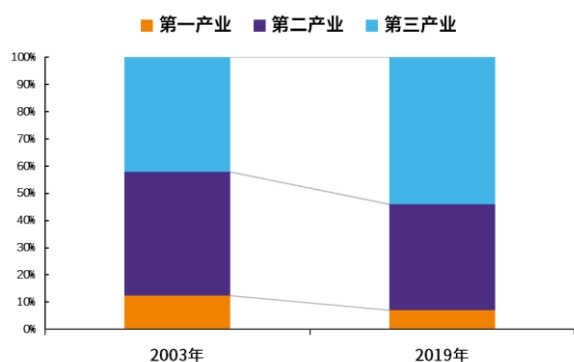
图表目录

图表 1：中国 GDP 三大产业构成占比变化.....	3
图表 2：中国 GDP 三驾马车拉动率变化.....	3
图表 3：GDP 各行业占比变化巨大.....	3
图表 4：CPI 增速情况	4
图表 5：CPI 食品类增速情况	4
图表 6：核心 CPI 增速情况	5
图表 7：CPI 非食品类增速情况	5
图表 8：CPI 八大类 2 月增速情况	5
图表 9：部分 CPI 细分项 3 月涨幅情况	5
图表 10：PPI 增速情况.....	6
图表 11：2 月 PPI 分行业同环比涨跌数量	6
图表 12：六大发电集团日均耗煤量（万吨）（截止 2020 年 3 月 13 日）	6
图表 13：居民贷款增速.....	7
图表 14：截止 2020 年 3 月 15 日全球新冠确诊情况.....	8

一、经济结构转变，需求成为关键

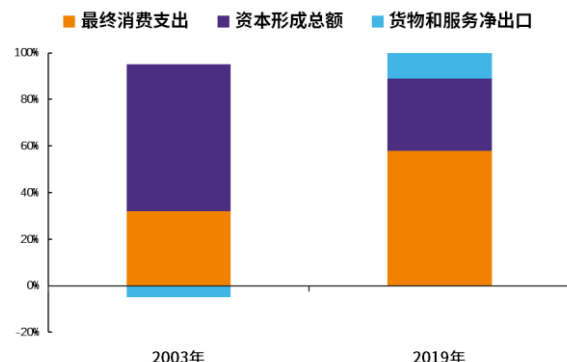
我们应该认识到目前中国经济结构与总量较 2003 年已发生了巨大的变化，2003 年中国全年 GDP 为 13.7 万亿元，而截至到 2019 年末 GDP 总量已达 99.1 万亿元，体量上已有极大差距。2003 年第三产业占比为 42%，最终消费对经济增长的拉动占比仅为 35%，到了 2019 年第三产业占比已达 54%，最终消费对经济增长的拉动占比接近 58%，而投资拉动占比则由 2003 年的 70% 下降至 2019 年的 31%。数据已经充分说明目前拉动经济增长的主要动力是服务业、是最终消费，而此次疫情正如 2003 年一样对服务业产生了巨大的影响。不同的是，2003 年的经济依赖的是工业，可以靠投资拉动，疫情冲击仅是“外伤”对经济影响有限，而目前是中国经济结构转型的关键点，消费、服务业成为拉动经济的主力，疫情冲击或已造成“内伤”对经济的影响可能将更深远。

图表 1：中国 GDP 三大产业构成占比变化



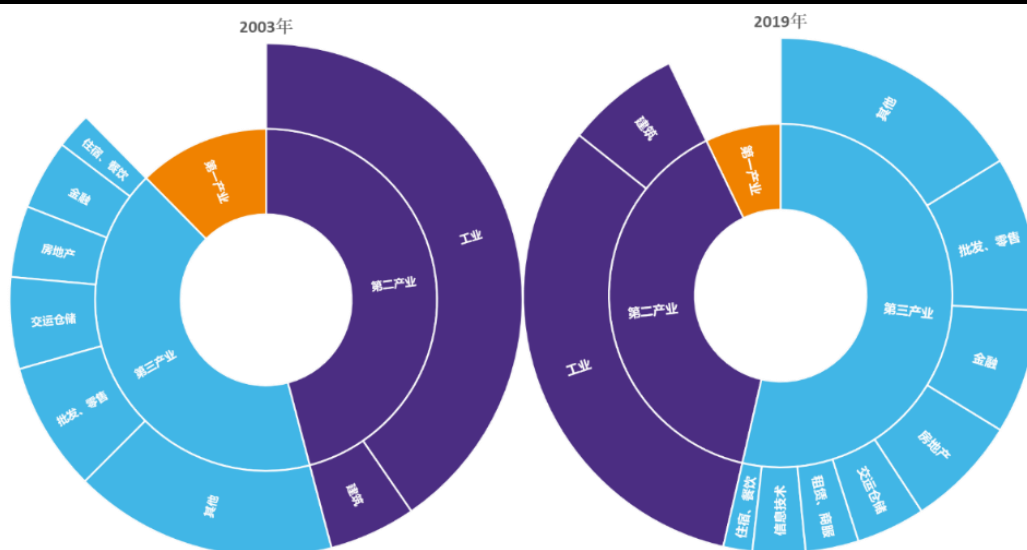
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 2：中国 GDP 三驾马车拉动率变化



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 3：GDP 各行业占比变化巨大



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们通过进一步对行业的梳理也不难发现，03 年中国经济发展严重依赖制造业，服务业还不发达，因而疫情对服务业的影响快速地被投资拉动所缓解。2003 年全年经济依旧能维持较快增长的原因，一是在于政府主导的投资强刺激，二是由于疫情爆发阶段对主导经济的工业影响相对有限。但从目前的经济

结构看，服务业规模已明显扩大，对消费的依赖程度较高，尤其是在目前存量经济的形势下，疫情对部分服务业的打击是难以恢复的，如餐饮、旅游、住宿、交运等行业营收 1-2 月下滑 50%以上，对经济的影响将较 2003 年明显得多。

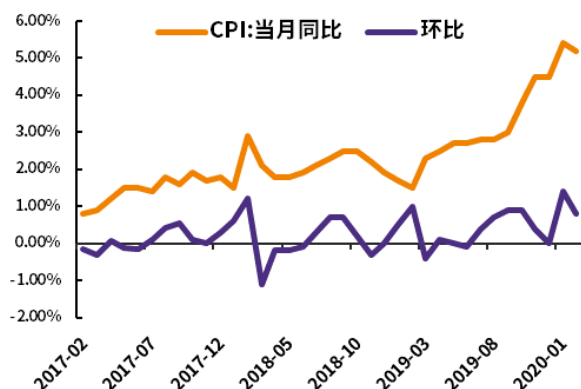
而随着互联网应用的广泛及产业链的完善，疫情对经济的冲击由过往的点状转变成了目前的线状，对产业链上下游均会形成冲击。从近期公布的 1-2 月数据观察，商品销量大多出现下滑，其中汽车销售下滑超 8 成，作为一个长产业链的行业，汽车终端消费的不利将对产业链上游形成巨大的冲击。考虑到产业链影响传导的延迟性，疫情对经济的影响或将比想象中更长。

二、高通胀不意味着需求旺盛

（一）核心 CPI 与食品类 CPI 表现不同

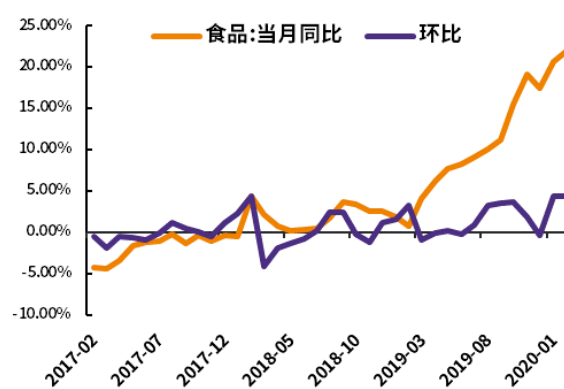
2020 年 2 月 CPI 同比增 5.2%，环比增 0.8%，同比增速连续两个月保持在 5%的增速以上。2 月的 CPI 依旧呈现非常明显的结构性通胀特征，食品类 CPI 受到春节及疫情双重影响，增速较快，其环比增速达到 4.4%依旧保持在相当高的水平上，其中鲜菜、肉类的价格保持了较高的增长速度。食品类价格在 CPI 中占比较高，推动 CPI 整体涨幅扩大。从目前疫情发展情况及生猪生产情况看，食品类价格短期可能维持高位，但中长期将明显下滑，且由于去年同期基数逐步扩大，CPI 的整体增速预计将逐月降低。

图表 4：CPI 增速情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

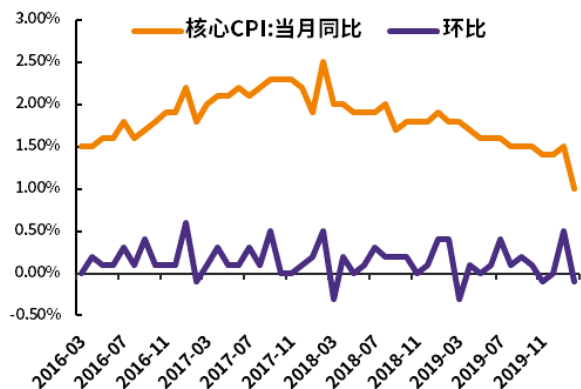
图表 5：CPI 食品类增速情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

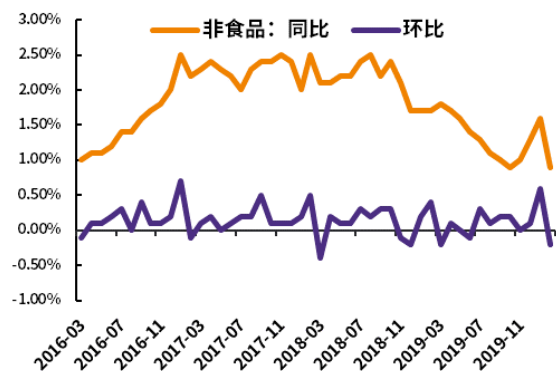
实际上，在表面通胀的背后，我们认为一些现象值得关注，如剔除食品及能源后的核心 CPI 进一步走低，其单月同比增速已降至 1%是 13 年至今的最低值，非食品类同比增速降至 0.9%，位于近五年来的绝对低值。以上数据反映出，除去食品类价格影响后，整体 CPI 增速水平处于近年来的最低值，反映出目前需求并不特别旺盛，市场对通胀的担忧并不必要。因此在食品类价格企稳回落之后，CPI 将出现快速下降。

图表 6：核心 CPI 增速情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

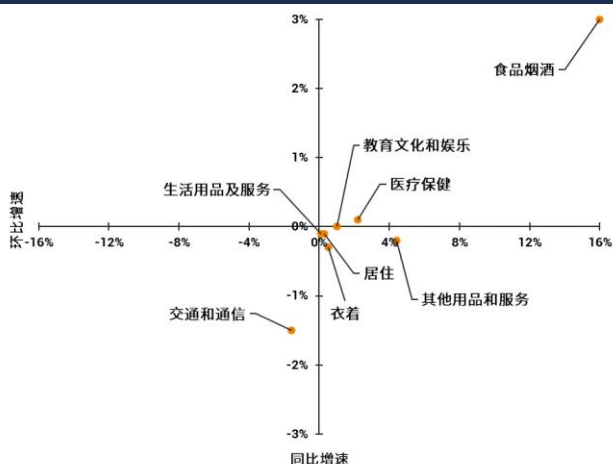
图表 7：CPI 非食品类增速情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

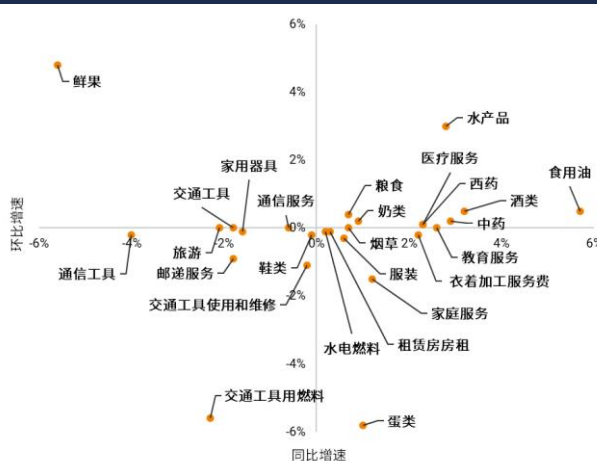
我们进一步对 CPI 细分项进行分析，受到国际原油价格下跌及需求大幅减少的影响交通和通讯类 CPI 价格出现明显回落，受疫情影响医疗保健类 CPI 保持稳定，畜肉类及鲜菜鲜果价格受到供需不平衡问题的影响价格持续上涨。除此之外，有相当多的 CPI 细分项在 2 月出现了环比下滑，且同比增速较 2019 年同期及 2020 年 1 月数据下降，环比下滑的原因中疫情因素占有很大的比重，但同比持续放缓的原因可能就在于整体需求并不旺盛。

图表 8：CPI 八大类 2 月增速情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 9：部分 CPI 细分项 3 月涨幅情况

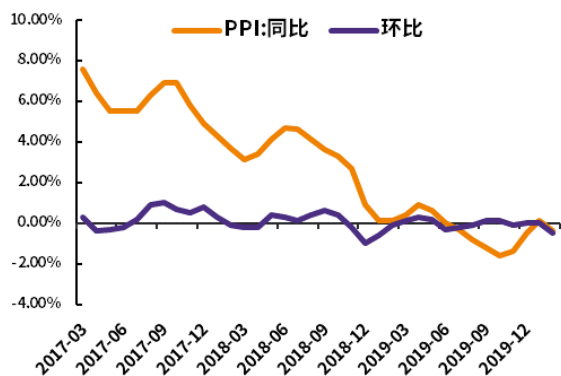


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

(二) 复工持续攀升但需求仍未明显释放

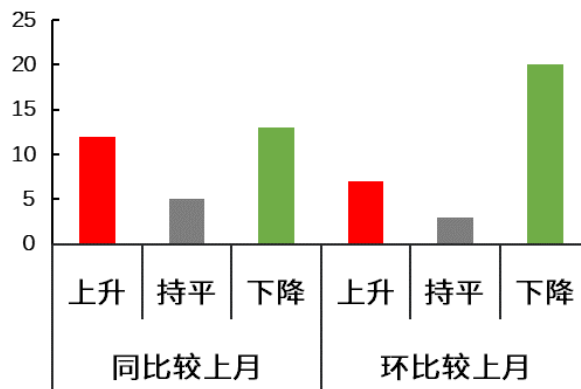
此次疫情由于在春节期间发生，对于整体需求影响较大，尤其是节后复工进展缓慢。2 月的 PPI 也充分显示了这个问题，2 月 PPI 同比、环比增速均为负值，且从行业上看受国际油价大跌影响，石油相关产业 PPI 同比环比均出现大幅下滑，从 2 月 PPI 同比、环比下降的行业数量均多于上升的行业，也显示出目前在制造业中，需求不振带来的价格下降较为明显。

图表 10：PPI 增速情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

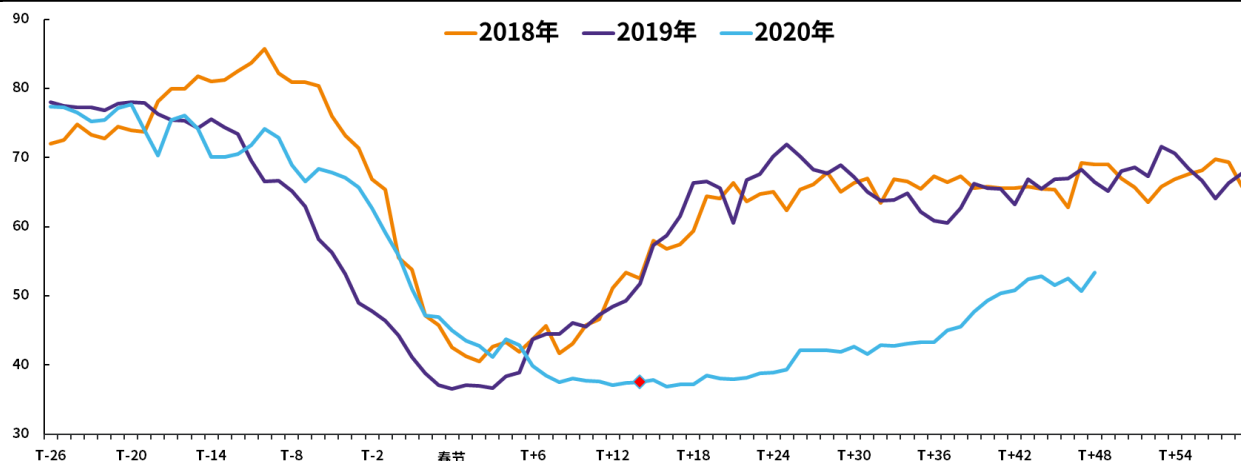
图表 11：2 月 PPI 分行业同环比涨跌数量



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

同时我们也发现，PPI 同比保持微跌的主要因素在于生活资料、尤其是食品类 PPI 价格涨幅较为明显，而生产资料，尤其是原材料端除煤炭外，表现均转差，显示整体需求并不旺盛，后期 PPI 或延续弱势。事实上，在疫情开始之初，中国经济正处于传统春节的“小憩”阶段，而疫情防控措施的加大，使得中国经济一下子进入“半昏迷”状态。央行及财政部等各部委给予的扶持政策，如专项贷款、贴息贷款、减税降费等等，相当于政府给经济上了 ECMO，但经济能否恢复乃至复苏。尤其是正月十五之后，企业复工速度远低于同期。从较具有代表性的六大发电集团耗煤量数据分析，往常春节期间，企业往往于春节后一个月恢复正常生产，此次疫情相当于将复工时间推迟一个月，且复工斜率小于同期，以目前复工效率看，可能恢复正常状态需要延迟到 3 月底。

图表 12：六大发电集团日均耗煤量（万吨）（截止 2020 年 3 月 13 日）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

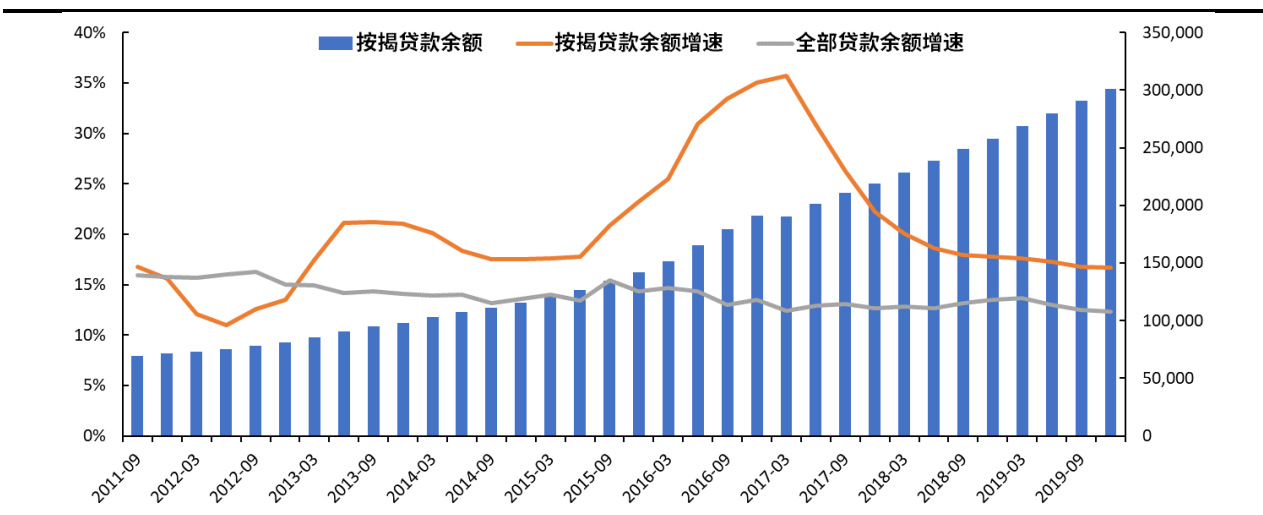
复工不充分对 PPI 有较大的负面影响，整体需求并不好，叠加目前愈演愈烈的海外疫情发展，我们认为结合 2 月 CPI 与 PPI 的表现，目前结构性的通胀较为明显

三、寄希望于地产基建刺激需求无异于“饮鸩止渴”

在面对疫情产生的短期困难面前，参照 2003 年的应对部分经济学家提出放开地产、重启基建的想法，我们认为这无异于“饮鸩止渴”，且效果或远不及

预期。正如我们此前提到的，目前中国经济缺的不是供给而是需求，大规模的基建或是地产刺激的正是供给端，对短期经济或有一定刺激，但对经济结构转型毫无裨益。这种人为制造需求的结果可能是短期抚平经济波动，但长期来看势必造成又一次产能过剩。尤其是房地产，目前的地产泡沫尚未消化完毕，如近期河南驻马店政府放松地产的政策并不明智，若再刺激房地产既不符合政府延续稳定地产政策的初衷，也将通过房贷进一步压缩居民的消费能力，长期看反而是个弊大于利的选择。而即便再放松房地产政策，居民购房能力已经相对有限，再寄希望于出现一次 2016 年式的居民加杠杆已不切实际。

图表 13：居民贷款增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

此外，大规模基建的问题也是如此，我们从不认为大规模基建对于中国经济是一件坏事，但是从目前政府负债情况看，大规模基建并不现实，地方政府的杠杆率已经处于高位，即便年内更大规模发行地方政府专项债，也没有办法缓解减税降费带来的地方财政吃紧问题，失去政府资金引导，基建规模很难大幅上升。即便如近期反复提出的“新基建”，我们认为政府只是有意识的将未来 1-2 年的计划提前推进，而且从方向上我们认为更多的将投入到服务业，也是服务于经济的战略转型。

四、海外疫情扩散，稳定需求端是关键

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_6521

