

3月：从“负增”到“复增”

证券研究报告
2020年03月14日

作者

经济方面，疫情对实体经济冲击较大，PPI 重回通缩，CPI 在食品价格推动下保持高位，金融数据在政策的积极对冲下表现尚可，预计 1-2 月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额、商品房销售面积等均出现负增长。

政策方面，国内疫情逐步得到控制，政策重心逐渐从疫情防控和复工复产“两手抓”转向全面复工复产和稳增长。当前全行业复工水平可能恢复至 7 成左右，3 月底有望恢复到 9 成。央行定向降准有助于在经济活动恢复过程中促进信用扩张，也有利于在海外资本市场大幅动荡的情况下维护国内市场流动性。

市场方面，海外疫情加速蔓延叠加 OPEC 减产谈判失败，全球资本市场进入避险模式。全球央行降息潮可能阶段性重新推升风险资产价格，但疫情蔓延带来的衰退预期将推动风险资产二次下跌。

对于国内，海外市场的大幅调整加速了 A 股风格的再平衡，一方面低估值价值股的防御属性增强，另一方面复工复产加速和稳增长政策出台将带来行业基本面的修复预期；成长股内部出现分化，核心将是契合中长期产业方向且有业绩预期的公司。

风险提示：国内稳增长政策力度不及预期；疫情冲击导致全球经济衰退

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告



2月，新冠疫情贯穿始终。经济数据方面，疫情对实体经济冲击较大，2月官方制造业 PMI 35.7 甚至低于 2008 年金融危机时期的最低点。PPI 重回通缩，CPI 在食品价格推动下保持高位。金融数据在政策的积极对冲下，依靠企业部门信贷和非金融企业、政府的债券融资，表现尚可。实体数据方面，**预计 1-2 月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额、商品房销售面积等均出现负增长。**

政策应对方面，疫情爆发期一系列抗疫情、保民生、救企业的相关措施先后落地，央行下调 MLF/OMO 政策利率 10BP，随后 1 年期 LPR 调降 10BP、5 年期 LPR 调降 5BP，先后设立再贷款再贴现共 8000 亿支持中小微企业，银行间流动性始终保持超常规充裕；财税部门为再贷款提供贴息，为部分受疫情影响较大行业、小规模纳税人等阶段性减免增值税，为中小微企业和大型企业差异化阶段性减免社保公司缴费等。

2 月下旬以来，国内疫情逐步得到控制，政策重心逐渐从疫情防控和复工复产“两手抓”转向全面复工复产和稳增长。从相关高频数据来看，进入 3 月之后复工进度持续加速提升，**当前全行业复工水平可能恢复至常规情形的 7 成左右，至 3 月底有望恢复到 9 成。**3 月 13 日，央行宣布将于 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，释放长期资金 5500 亿元，既有助于在经济活动恢复过程中促进信用扩张，也有利于在海外资本市场大幅动荡的情况下维护国内市场流动性。

市场方面，海外疫情加速蔓延叠加 OPEC 减产谈判失败，全球资本市场进入避险模式。**目前来看，海外股市的冲击可能尚未结束：**一是美国经济本就不乐观，疫情蔓延进一步加剧了全球经济衰退的担忧；二是美国金融体系中存在信用市场泡沫和中小企业债务等脆弱点，疫情有可能引发美国中小企业债务危机；三是美股此前技术层面已经超买，静态估值偏离度较高，积累了较大的调整风险。**全球央行降息潮可能阶段性重新推升风险资产价格，但疫情蔓延带来的衰退预期将推动风险资产二次下跌。**

对于国内，海外市场的大幅调整加速了 A 股风格的再平衡，一方面低估值价值股的防御属性增强，另一方面复工复产加速和稳增长政策出台将带来行业基本面的修复预期；成长股内部出现分化，核心将是契合中长期产业方向且有业绩预期的公司。对于利率债，当前资金价格和短端利率已经处于较低水平，但期限利差处于历史较高分位数，如果后续避险模式延续，利率曲线短期可能走向牛平。

具体来看：

1. 工业生产：1-2 月大概率负增长，1 季度有望转正

春节叠加疫情停工导致工业生产明显减弱，1-2 月六大发电集团发电耗煤量同比增长 -15.5%。发电耗煤大致反映了工业品产量，从投入产出表中总产出与增加值的关系来看，产值转化为增加值的比率较高的行业主要是资本密集型的中上游行业和生活必需品的生产行业，例如采矿业、食品加工业、电力热力水的生产和供应业等，且这部分行业复工较早、复工程度较高，因此实际的工业增加值表现可能稍好于发电耗煤量。

另外，根据国家发改委相关领导 2 月 24 日表示，“全国规模以上工业企业复工率逐步提高，其中浙江已超过 90%，江苏、山东、福建、辽宁、广东、江西已超过 70%”，由此估计整个 2 月规模以上工业企业复工率大概率不到 70%。参考 2 月制造业 PMI 生产指数仅 27.8，预计 1-2 月工业增加值同比增长 -5% 左右。

2019 年底的工业产能利用率为 77.5%，因此工业生产强度的理论上限为常规情形的 129%（1/77.5%）。3 月多数省份新增确诊人数清零，返程率和复工率较快提升，工业企业从 3 月中下旬开始赶工，1 季度工业增加值有转正的希望。复工之后，对工业生产仍然存在持续负面影响的主要是两个方向，一是消费和建筑业等内需恢复较慢，二是海外疫情蔓延导致外需继续走弱。

2. 固定资产投资：1-2 月大概率负增长，基建复工相对较早

2 月以来，螺纹钢和热轧卷板等主要钢材品种大幅补库，下游建筑业和制造业需求疲弱。由于劳动密集型的建筑业和一般下游制造业的复工复产时间整体晚于资本密集型的中上

游制造业和高端制造业，因此制造业投资情况可能稍好于基本停工的建筑业，预计在-5%~-10%。

对于建筑业，基建投资情况可能稍好于房地产业。今年新增地方专项债发行时间早、资金到位早，1月已有一定施工量，政策对于复工的支持力度也更大，根据国家发改委3月5日的消息，全国各省重点项目复工率已经达到79%，预计基建投资增速在-10%左右。

对于房地产业，春节之后基本处于停工状态，因此建安投资可能大幅负增长，但房地产开发投资中占比32%的土地购置费除部分地区允许缓缴之外可能还需正常缴纳，将部分对冲建安投资的大幅下滑。预计房地产投资增速在-10%~-15%。**总的来看，预计1-2月固定资产投资增长-7~-12%。**

3. 房地产市场：疫情冲击显著，同比下滑约4成

商品房市场受疫情冲击显著，1-2月30大中城市商品房成交面积同比下降39.6%，其中一线城市下降34%、二线城市下降39%、三线城市下降43%，因此**1-2月全国商品房销售面积同比增速可能在-40%左右。**

土地市场也受到疫情冲击，1-2月100大中城市成交土地建筑规划面积同比下降31.6%，但成交土地总价仅下降5.2%，**主要原因是地价上涨较多**，近期成交土地溢价率回升至10%以上，或与今年以来资金面充裕、房企融资环境好转有关。

4. 消费：1-2月大概率负增长，汽车销量降幅达4成

1-2月乘联会乘用车零售销量同比下滑41%，国际原油均价同比下跌4.4%。限额以上零售消费中，汽车类消费占比约28%，石油及制品类消费占比约14%，这将使1-2月社零负增长3%-4%。

线下消费品如服装鞋帽、家具、建筑装潢材料、文体娱乐以及餐饮类消费可能出现大幅下滑。上述实物消费占限额以上零售消费的20%，餐饮占社零的11%，如果此类消费1-2月同比下滑50%，将使1-2月社零负增长12%左右。

另外，疫情不会影响粮油食品和日用品等必需消费和线上消费品，也对中西药品等消费有一定促进作用，相关消费品受疫情影响的涨价可能进一步推升名义消费金额，上述消费占限额以上零售消费的27%。**总的来看，预计1-2月社零消费同比负增长10%左右。**

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

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_6524

