

当前经济的症结：复工复产 or 宏观政策

摘要

虽然疫情加剧经济下行之后，货币和财政等宏观政策都明显发力，但经济并未出现明显改善。从当前高频数据来看，复工复产缓慢，到目前为止，经济离正常状况依然存在一定距离。复工复产缓慢主要是由于人工、物流以及订单等瓶颈约束，部分地区对外来人员隔离14天，对物流的限制以及海外冲击和国内需求下滑导致订单锐减等，都导致企业复工复产意愿不足，离满负荷生产有相当大的距离。而这些问题并非宏观政策可以解决。如果约束企业复工复产的瓶颈不被解决，即使企业获得资金，也无法进行投资，消费者同样无法充分的去消费，宽松宏观政策释放的资金无法有效转化为经济活动，因而宽松效果大大折扣。因而当前经济的症结是约束复工复产的瓶颈，而非宽松的宏观政策。如果瓶颈未消除，政策宽松将导致资金难以进入实体，更多堆积在金融市场，推动资产价格上涨。而瓶颈消除后，实体经济活动回升，宽松政策释放的资金能够有效转化为投资和消费等经济活动，因而效果将明显体现，金融市场资金也将有效进入实体。

在复工复产瓶颈有效解除前，金融市场流动性将持续宽松，支撑债市和依赖流动性的权益资产走强；但如果复工复产瓶颈解除，实体经济活动快速回升，那么债市将进入调整期，权益市场也将转向基本面回升所支撑的板块。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 联储吹响了全球央行加码宽松的“号角” (2020-03-04)
2. 疫情冲击海外资本市场，这次与之前或不一样 (2020-03-02)
3. 2月已成事实，3月能否快速回升是关键 (2020-02-29)
4. 资金的盛宴，谁会撤走酒杯？ (2020-02-25)
5. 从两次政治局会议对比看政策方向 (2020-02-23)
6. 关于一月金融数据的四个问题 (2020-02-21)
7. 降低成本，定向宽松——2019年4季度《货币政策执行报告》解读 (2020-02-21)
8. 完成全年经济目标，需要多高的基建增速？ (2020-02-18)
9. 基于调研全面评估疫情对1季度信贷影响——2020年1季度银行信贷经理调研 (2020-02-17)
10. 复工加宽松，需求或快速回升——政治局会议与国常会解读 (2020-02-13)

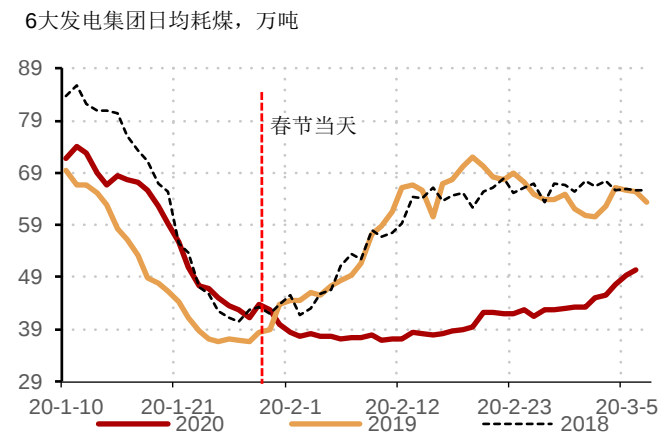
1 三大因素阻碍复工复产，导致经济承压

虽然国内疫情从2月中下旬开始显著改善，但复工复产进度缓慢。全国新增确诊从2月中旬开始回落，疫情进入改善阶段。特别是全国非湖北地区，日新增确诊从2月下旬以来接近个位数，绝大部分省份新增确诊为零。因此，政策从2月中旬开始强调要将防控疫情和复工复产并重，并在此后多次强调有序推进复工复产。但事实上，在疫情防控的惯性政策压力之下，复工复产进度非常缓慢，这导致经济在短期内继续显著承压。

从高频数据来看，2月经济生产面剧烈收缩，复工缓慢导致3月上旬生产依然疲弱。六大发电集团耗煤量在春节之后恢复缓慢，日均水平近小幅回升至45万吨/天左右，同比依然下跌三成左右。而钢产量等增速在2月下旬也开始有所下滑。虽然部分地区和行业复工率有明显提升，但从耗电量来看，复工不等于复产，整个产出增速恢复速度依然缓慢。2月制造业PMI跌至35.7%的历史低位，其中生产分项同样创下27.8%的历史低位。到3月初，生产面依然未出现显著改善，这意味着复产缓慢对经济的冲击不仅会在2月显著体现，更会影响到3月份的经济状况。

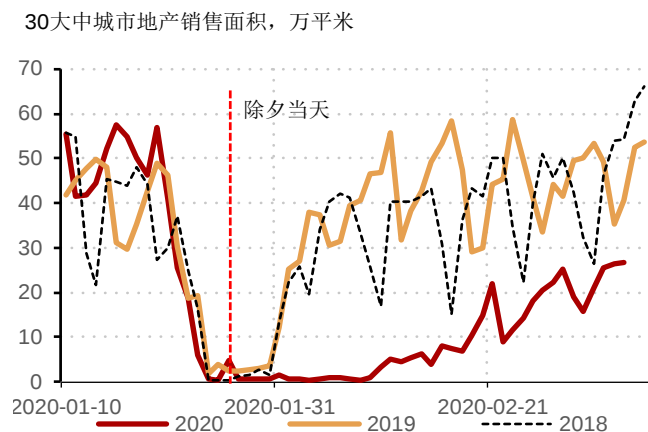
而从需求面看来，经济活动同样持续疲弱。30个大中城市商品房销售面积持续保持低位，虽然近两周有所恢复，但幅度较为有限，同比依然只有去年三四成。而乘用车销量继续在底部徘徊。建筑业PMI及其中新订单分项继续创下历史低位，在2月分别跌至26.6%和23.8%，显示房地产和基建等投资需求并未改善。需求持续底部徘徊显示虽然政策持续宽松，但经济并未呈现出明显改善的迹象。

图1：发电耗煤依然只有去年同期的七成左右



数据来源：wind、西南证券整理

图2：30个大中城市商品房销售面积同样继续保持低位



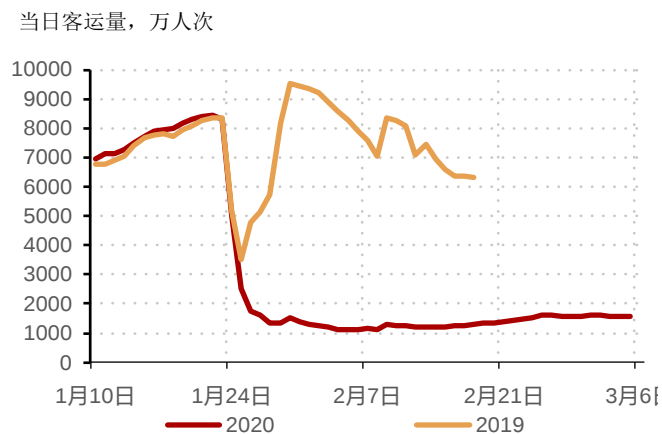
数据来源：wind、西南证券整理

复工缓慢的原因在于关键阻碍没有打通，其中人工、物流和订单是最主要的。虽然疫情已经有了明显缓解，但疫情强力防控并未解除，不少非湖北地区依然保持着外来人口隔离14天的措施，这显著限制了人口的流动。直到3月5日，全国客运量依然同比减少66.3%，其中铁路和民航降幅分别在80.9%和74.8%。人口流动缓慢意味着大量劳动力未到岗，人工成为企业完全复工复产的约束之一。

其次，物流成为企业复工复产的另一约束。由于疫情管控限制，物流并不完全顺畅。这一方面意味着原材料运输会受限，另一方面也意味着企业即使复工复产，产品也不一定能够即使运出，导致库存积压。2月制造业PMI中产成品库存指数小幅回升0.1个百分点至46.1%，

成为景气指数创历史新低背景下唯一的回升分项。而库存的积累则意味企业资金压力提升，因而在这种情况下，企业开工意愿将下降。

图 3：客运量春季以来回升幅度非常有限



数据来源：wind、西南证券整理

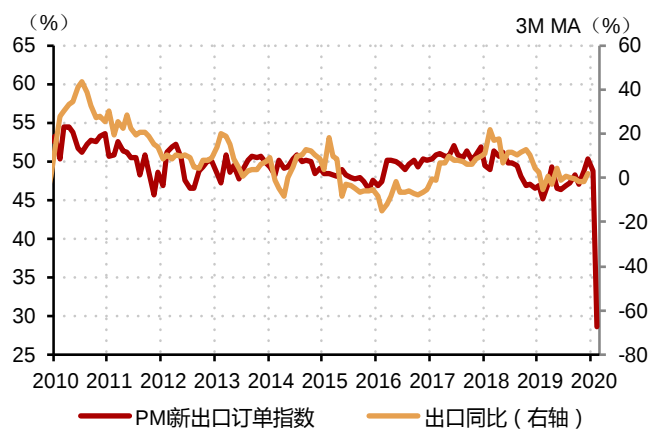
图 4：企业库存被动积累



数据来源：wind、西南证券整理

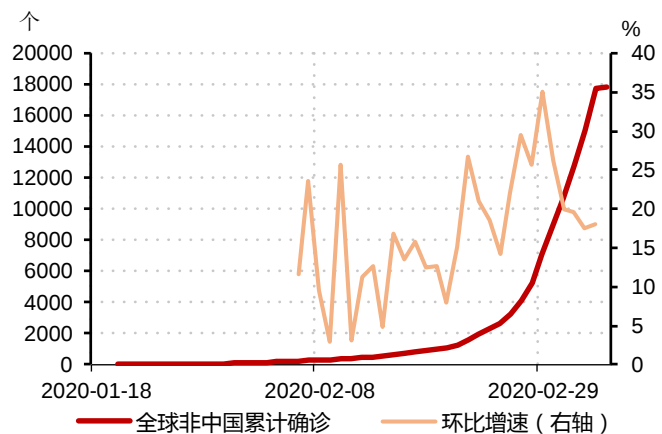
再次，订单下降也导致企业复工复产意愿不足。企业开足马力生产的前提是有足够的需求，否则企业生产将增加自身经营风险。但目前情况下，需求未看到明显回升迹象。全球疫情持续蔓延，外需将呈现显著回落态势。2月制造业PMI中新出口订单下降20.0个百分点至28.7%，显示外需大幅下滑，出口订单锐减。而我们估算的内需新订单指数也仅为29.4%，同样处于历史低位，显示内需也并未改善。房地产、基建等投资尚未改善情况下，企业订单依然有限。由于没有足够的订单在手，企业生产经营积极性就不高，这也导致企业复工复产缓慢。

图 5：出口订单指数放缓可能预示着出口明显下行



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：全球疫情快速蔓延，对外需形成冲击



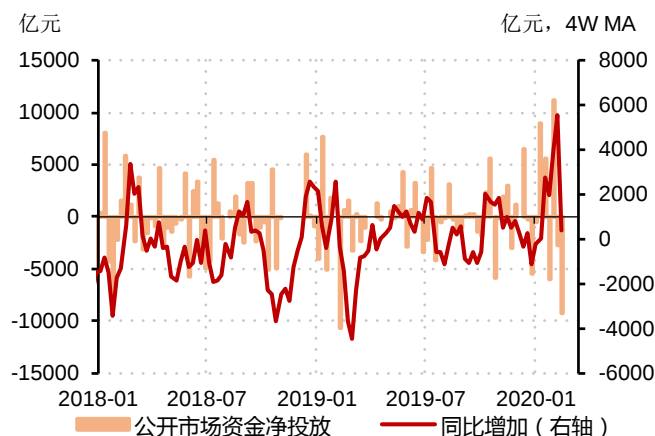
数据来源：wind、西南证券整理

2 在解决复工复产症结之前政策有效性打折，资金堆积在金融市场

目前复工复产的症结在于人工、物流以及订单等瓶颈。如果这些瓶颈不解决，那么宏观政策的有效性将明显打折。虽然近期宽松政策力度不断加大，货币财政等均加大向实体经济投放资金的力度。但由于复工复产障碍的存在，实体获得资金也难以有效转化为经济活动。例如，如果企业没法生产，这是它获得资金也无法转化为经济活动，而个人同样，在无法消费情况下即使获得资金，也无法转化为经济活动。因而在复工复产等症结没有解决的情况下，宏观政策的有效性将显著打折。

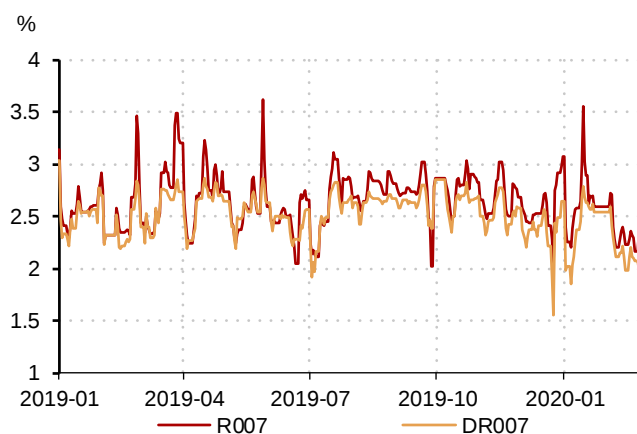
如果复工复产症结不打通，那么资金将继续堆积在金融市场。复工复产缓慢情况下，一方面，经济下行压力上升，央行需要保持流动性宽松；另一方面，实体融资需求疲弱，资金难以转化为实体消费和投资等经济活动，而是更多的堆积在金融市场，导致流动性非常充裕，以及资本市场的流动性泛滥。虽然近两周央行开始公开市场回笼货币，但由于实体融资需求疲弱，资金依然保持极为宽松状况，短端利率继续下行，并与外部利率下行共同驱动长端利率进一步下行。

图 7：近两周央行转为资金回笼



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：短端利率持续保持低位

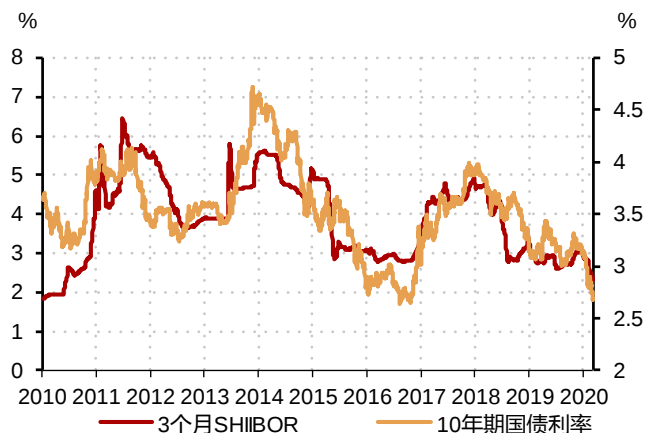


数据来源：wind、西南证券整理

2月信贷社融基本平稳，但这不是目前经济走势的关键。虽然复工复产缓慢导致2月融资需求疲弱，但考虑到央行再贷款等政策直接向实体经济投放信贷，目前公布再贷款与再贴现规模8000亿元，同时，低利率环境下票据融资可能保持较高水平，因而2月信贷或不会大幅收缩，考虑到去年2月春节影响下基数较低，今年2月信贷或与去年持平为8500亿元左右。而考虑到政府债券和信用债在2月发行的放量，2月社融预计在1.5万亿左右，较去年同期多增5000亿元以上。但信贷社融在复工复产瓶颈未解决之前，并不是经济走势的关键，因为如果企业不复工复产，即使信贷社融增加，也不会转化为投资等经济活动。

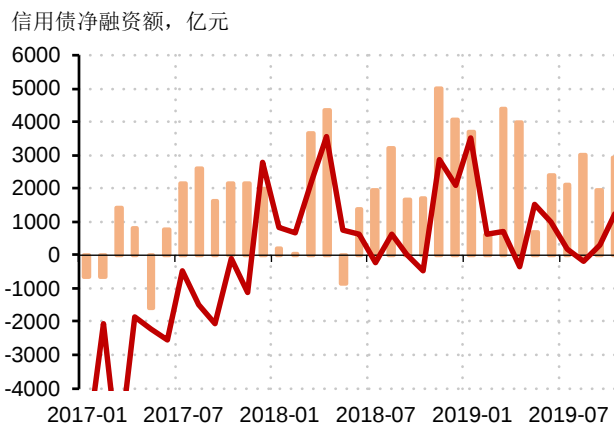
而如果人工、物流以及订单等复工复产瓶颈打通，政策的有效性将明显提升，实体经济活动和融资活动都将明显上升。复工复产瓶颈打通直接意味着经济活动的改善，经济将向正常状况回归。同时，经济活动上升也将带动融资需求改善，前期投放的资金也将随之进入实体经济，开始推动投资、消费等经济活动增加。宏观政策的有效性将明显提升。而资金进入实体也意味着金融市场资金堆积状况的改善，流动性难以保持如此宽松的状况。

图 9：短端利率下行带动长端利率下行



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：信用债融资增加支撑社融



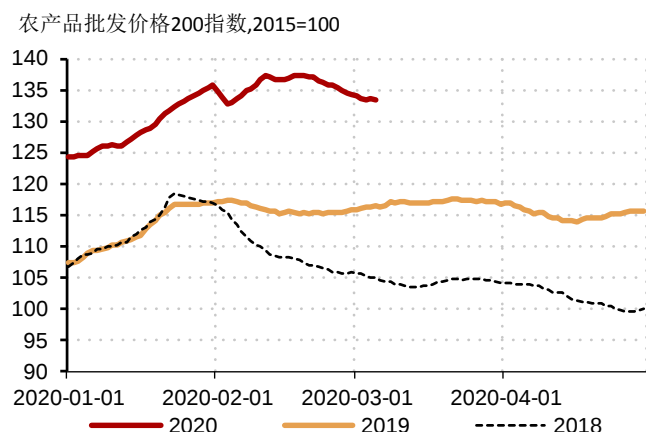
数据来源：wind、西南证券整理

3 通胀保持高位但压力有限，工业品价格有所回落

疫情冲击下春节后食品价格降幅缓慢，通胀将继续保持高位。疫情冲击之下，春节后食品价格并未如往年一样出现明显回落，而是基本平稳，知道2月中下旬才缓慢回落。这导致食品价格同比增速进一步攀升。虽然非食品价格在春节之后有所回落，特别是油价下跌更是加大其下行幅度。但食品价格高涨推动通胀继续保持高位，预计2月CPI同比增速为5.2%，较1月小幅回落0.2个百分点，依然保持较高水平。

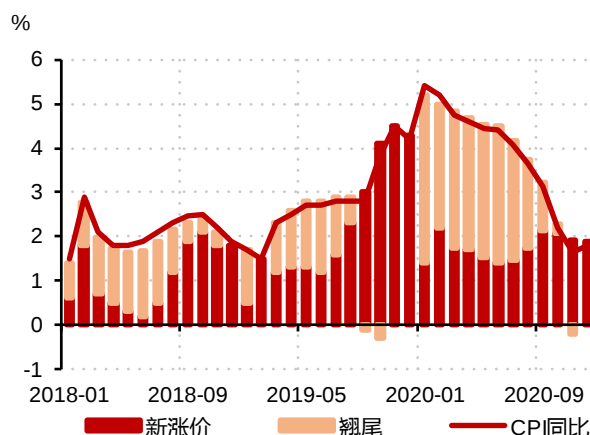
但通胀总体压力有限。一方面，虽然春节后食品价格下行缓慢，但总体处于下行态势。另一方面，去年猪肉价格上涨形成的高基数效应将在未来几个月内逐步加强，这将导致CPI同比增速进入持续回落区间。因此，通胀同比下行的趋势并未改变，只是疫情冲击之下，通胀下行的速度较之前有所放缓而已。

图 11：农产品批发价格 200 指数



数据来源：wind、西南证券整理

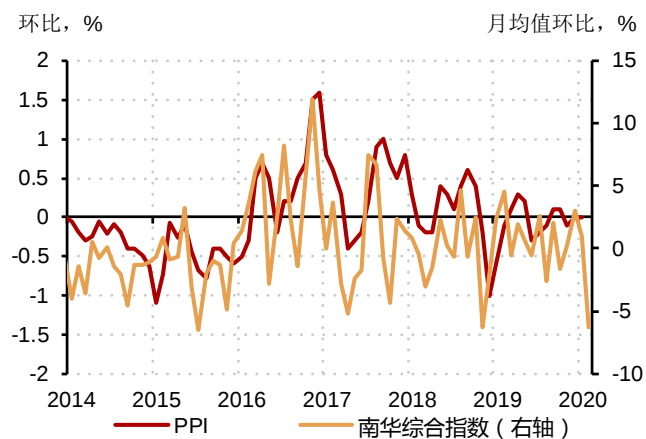
图 12：CPI 走势预测



数据来源：wind、西南证券整理

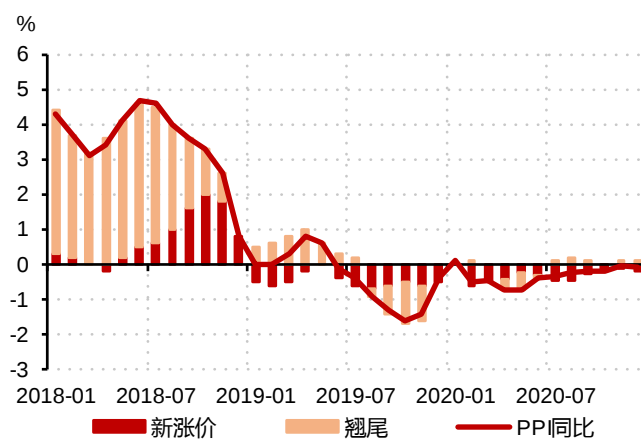
工业品价格有所回落，PPI 同比或再回通缩。受疫情冲击，需求下行带动工业品价格有所回落，高频数据显示水泥、钢铁等主要工业品价格都有不同程度的回落。2 月 PPI 环比将再度转负，根据南华商品指数来看，2 月 PPI 环比可能下跌 0.6% 左右，带动 PPI 同比再度进入通缩区间，预计为 -0.5%。未来工业品价格何时回升取决于需求回升节奏，但近期复工复产缓慢，需求疲弱，工业品价格短期可能延续弱势。

图 13：南华综合指数与 PPI 环比



数据来源：wind、西南证券整理

图 14：PPI 走势预测



数据来源：wind、西南证券整理

4 资本市场短期反映流动性逻辑，复工复产加速后反映基本面逻辑

在复工复产缓慢情况下，资本市场继续反映流动性逻辑。复工复产进展缓慢，意味着宽松货币政策提供资金不会有效进入实体，而是更多堆积在金融市场，推动流动性宽松和较为以来流动性的资产价格上涨，因而资本市场短期继续反映流动性逻辑。宽松的流动性将继续支撑债市走强，对股市来说，也将对较为依赖流动性的资产形成支持。

但复工复产加速推进后，资本市场将更多反映基本面逻辑。复工复产加速之后，实体经济活动回升，融资需求增加，资金将从金融市场进入实体。因而金融市场宽松的流动性环境将得到改变。实体融资增加将对金融市场流动性形成挤压。基本面的改善与流动性的挤压将共同推动债市进入调整阶段，而对股市来说，机会也会更多的转向受益于基本面改善的基建、房地产等板块。

海外利率持续下行增加资金流入，但并非国内资本市场主导因素。疫情冲击下海外货币当局进入降息期，海外利率大幅度下行。中外利差拉大带动资本流入，这对股市和债市都形成利好。但这并非决定国内资本市场的主要逻辑，主要是海外资金波动相对与国内资金供给波动依然有限，国内基本面决定的资金流向才是决定资本市场走势的主要力量。因而关注国内资金流向，特别是复工复产进度才是判断资本市场走势的关键。

表 1：西南证券月度宏观数据预测

		2019-1	2019-2	2019-3	2019-8	2019-9	2019-10	2019-11	2019-12	2020-1	2020-2	2020-3	预测误差及修正		市场预期	
													2019-1F	2020-2F	2020-2F	2020-3F
CPI	同比%	1.7	1.5	2.3	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.9	0.6	1.2	4.7	4.6
PPI	同比%	0.1	0.1	0.4	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	0.1	-0.5	-0.4	0.0	-0.6	-0.3	-0.5
工业增加值真实增速/1	同比%		5.3	8.5	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9		0.0	4.0		-5.0	2.7	4.8
固定资产投资名义增速/1	同比%		6.1	6.3	5.5	5.4	5.2	5.4	5.4		0.0	3.5		-3.3	2.8	4.7
消费品零售名义增速/1	同比%		8.2	8.7	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0		-1.0	7.0		-5.5	2.6	6.0
新增人民币贷款	亿人民币	32300	8858	16900	12100	16900	6613	13900	11400	33400	8500	25000	7400	0.0	13000	16500
社会融资总额	亿人民币	46791	9665	29602	21956	25142	8680	19937	21030	50700	15000	35000	5700	2000.0	30500	
M2增速	同比%	8.4	8.0	8.6	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.4	8.5	-0.2	-0.5	8.4	8.5
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.0	0.0	1.50	
出口名义增速（美元计价）	同比%	9.1	-20.7	14.2	-1.0	-3.2	-0.9	-1.1	7.6		-5.0	0.0		-11.0	-6.0	
进口名义增速（美元计价）	同比%	-1.5	-5.2	-7.6	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3		0.0	5.0		-6.0	-11.2	
贸易顺差	亿美元	391.6	41.2	326.5	348.3	396.5	428.1	387.3	467.9		237.9	231.2		205.6	316.6	
人民币兑美元汇率（月末值）	人民币/美元	6.70	6.69	6.72	7.09	7.14	7.04	7.03	6.99	6.92	7.01	7.00	-0.02	0.01		
存款准备金率（月末值）	%	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	12.5	12.5	12.5	0.0	0.5		

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

1/ 1、2月份数字为1-2月累计增速

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

表 2：西南证券季度宏观数据预测

		17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1F	20Q2F	预测误差及调整	
																20Q1F	20Q2F
GDP同比增速	同比%	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.0	6.0	0.0	6.2	-3.0	0.2
CPI（季度平均）	同比%	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	1.8	2.3	2.2	1.8	2.6	2.9	4.3	5.2	4.4	1.1	0.6
PPI（季度平均）	同比%	7.5	5.8	6.2	5.9	3.7	4.1	4.1	2.3	0.2	0.5	-0.8	-1.2	-0.3	-0.2	-0.5	-0.5
工业增加值实际增速	同比%	6.8	6.7	6.3	6.2	6.7	6.6	6.0	5.7	6.5	5.6	5.0	5.9	2.0	6.3	-3.0	0.5
固定资产投资名义增速	同比%	9.2	8.6	7.5	7.2	7.5	6.0	5.4	5.9	6.3	5.8	5.4	5.4	3.5	6.0	-1.9	0.0
消费品零售名义增速	同比%	10.0	11.0	10.2	9.9	9.8	9.0	9.0	8.3	8.3	8.5	7.6	7.7	2.0	8.0	-3.5	0.0
新增人民币贷款	万亿人民币	4.2	3.8	3.2	2.4	4.9	4.2	4.1	3.0	5.8	3.9	4.0	3.2	6.7	3.9	0.4	0.0
M2增速（季末值）	同比%	10.6	9.4	9.2	8.2	8.2	8.0	8.3	8.1	8.6	8.5	8.4	8.7	8.5	8.8	-0.1	0.0
一年期定存（季末值）	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.00	0.0
出口名义增速（美元计价）	同比%	7.7	9.3	7.0	10.0	17.6	12.2	12.2	5.5	1.4	-1.0	-0.3	1.9	-10.0	-5.0	-4.2	0.0
进口名义增速（美元计价）	同比%	25.0	14.6	14.4	13.1	19.2	20.5	20.5	5.6	-4.8	-3.9	-6.5	3.4	-5.0	7.0	-4.3	0.0
贸易顺差	十亿美元	66.0	121.6	117.1	133.1	49.1	94.8	87.6	135.8	76.3	105.1	119.5	128.3	46.9	112.6	-11.1	0.0
人民币兑美元汇率（季末值）	人民币/美元	6.90	6.77	6.64	6.53	6.29	6.62	6.88	6.87	6.72	6.87	7.04	6.99	7.00	6.90	0.10	0.0
存款准备金率（季末值）	%	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	15.5	15.5	14.5	13.5	13.5	13.0	13.0	12.5	12.0	0.5	0.0

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

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_6759
