

# 旬度经济观察

——供应更快恢复，资产价格重估

韦志超<sup>1</sup> 袁方(联系人)<sup>2</sup>

2020年4月19日

## 内容提要

3月以来供应的恢复显著快于需求，这可能与企业加速消化积压的订单有关。需求端，市场化力量主导的私人投资和居民消费恢复缓慢，与此同时基建和地产投资回升较快。

主动信贷投放的扩张，叠加经济供应相对需求更快的恢复，导致资金流入资产市场，进而表现为股市的触底回升，利率债收益率持续下行以及人民币兑美元维持弱势，预计这一力量短期仍将延续。

美国和日本、欧洲10年国债表现的分化，或许主要是离岸市场美元荒远没有消除所致，汇率和信贷市场也在反映这一压力。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

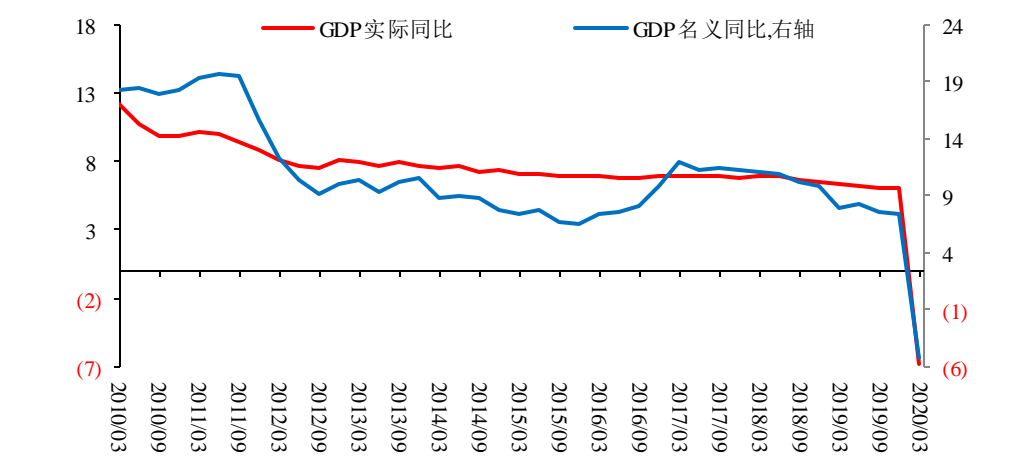
2 yuanyang@essence.com.cn，S1450118080052

## 一、生产快速反弹，消费缓慢恢复

今年1季度，国内GDP实际同比-6.8%，较去年4季度大幅回落12.8个百分点；名义同比-5.3%，较去年4季度回落12.7个百分点。名义和实际GDP增速均创历史新低。

受疫情影响，GDP所有分项均出现下滑。社交疏离政策对住宿餐饮、批发零售、交通运输以及建筑业的冲击最为明显，而农林牧渔、金融业跌幅有限。

图1：GDP实际同比和名义同比，%



数据来源：Wind，安信证券

### 1、工业生产快速恢复

1季度规模以上企业工业增加值同比-8.4%，较去年4季度大幅回落14.3个百分点。疫情对2月的工业生产形成显著冲击，1-2月的工业生产增速大幅下滑20个百分点。3月以来生产快速恢复，单月回升12.4个百分点。

从已经公布的行业数据看，3月运输设备制造业、金属制品业、电气机械、食品制造业等中下游涨幅居前，而前期跌幅较小上游行业，比如电力、热力、水的供应，黑色金属冶炼等涨幅靠后。物量层面，发电量、水泥、钢材、焦炭均有

回升，粗钢小幅回落。整体而言，物量数据的回升的幅度弱于工业增加值。

与此同时，PPI 环比增速大幅回落，石油、有色、黑色、水泥价格均出现不同程度回落，南华工业品价格指数同步走弱。

合并量价数据，随着国内疫情逐步得到控制，3 月份国内生产的恢复显著快于需求，企业加速生产完成疫情期间拖欠的订单，进而表现为出口的超预期回升。

从发电耗煤的高频数据来看，3 月下旬生产恢复至往年 9 成水平以后，基本进入均衡状态，高炉开工率当前也已经恢复至 9 成以上。总体而言，考虑到海内外需求仍然疲弱，生产的恢复已经达到均衡状态。

需求端的恢复相对缓慢，且分化较大。从 30 大中城市商品房成交数据来看，地产销售在 3 月下旬恢复至往年 8 成左右后，基本维持在这一水平。耐用消费品如汽车当前恢复至 7 成，仍处于恢复中，冰箱、空调也远未恢复至均衡水平。

国内需求的恢复带动存货去化，当前螺纹钢库存还远未回落至往年水平，存货去化仍在进行。

总体而言，耐用消费品恢复正常，存货去化结束，国内需求带动生产恢复至正常水平，或许会出现在 2 季度后期。

图2: 日均发电耗煤, 万吨



数据来源: Wind, 安信证券

## 2、地产仍是支撑投资的主要力量

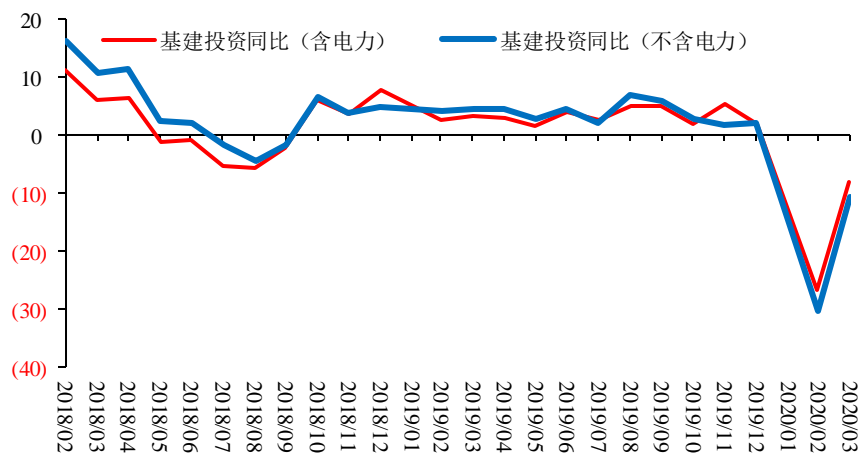
1 季度固定资产投资同比-16.1%，较去年 4 季度大幅回落 21.5 个百分点。受疫情影响，各分项均有下滑，其中制造业投资回落 30 个百分点，是投资最主要的拖累项。

3 月固定资产投资同比-9.5%，较 2 月回升 15 个百分点。固定资产投资的回升主要源于房地产和基建投资，而制造业投资的恢复相对偏慢。

今年以来，专项债提前发行，用于基建的比例提升至 80% 以上，同时其他新旧基建相关政策持续出台，基建投资出现明显恢复。4 月 17 日政治局会议再次表态加强新旧基建投资，与基建相关的增量资金主要源于赤字率的抬升，专项债的扩容以及特别国债的发行。无论是以老旧小区改造、农村基础设施、铁路公路建设为重点的旧基建，还是占比 14%，以 5G、人工智能、工业互联网为代表的新基建，都将是今年对冲经济下行最重要的手段。但当前基建投资面临一些约束，一方面，疫情对地方税收和土地出让收入都形成冲击，地方财政收入整体趋于收缩；另一方面，中央对地方政府的债务约束仍然偏严，地方政府加杠杆的意愿偏弱。

考虑到这些现实约束，今年基建增速或许难出现 2009 年、2012 年时的回升幅度，我们预计今年基建增速可能温和回升至 10% 左右。

图3：基建投资增速，%



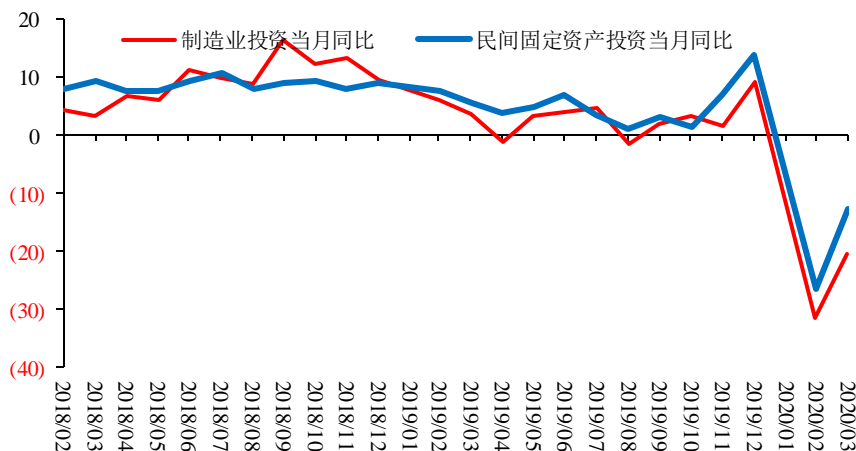
数据来源：Wind，安信证券

制造业投资 1 季度同比-25.2%，较去年 4 季度回落 30 个百分点，其中 3 月当月同比-20.6%，较上月回升 10.9 个百分点。相比基建和地产，制造业投资的回升幅度相对偏弱。分项看，3 月汽车、医药、专用设备和通用设备制造业投资的涨幅居前；有色，化学原料及化学制品制造业等上游行业，以及外需依赖度较高的计算机、通信和其他电子设备制造业涨幅靠后。

在投资的分项中，基建投资更多由政府主导，往往作为逆周期调节的手段；房地产投资受市场化力量影响外，经常与政府调控政策紧密联系；制造业投资的波动更为市场化，融资成本的高低、预期经济的冷暖是企业决定投资的关键因素。

站在当下，尽管国内疫情已经得到基本控制，但海外疫情仍在持续蔓延，2 季度将是海外经济的低点。考虑到疫情在年内难以完全消除以及美国经济存在的结构脆弱性，海外经济的恢复将相当缓慢。外需 2 季度的塌方以及随后缓慢的恢复将对我国制造业投资形成压制。

图4：制造业投资和民间投资同比，%

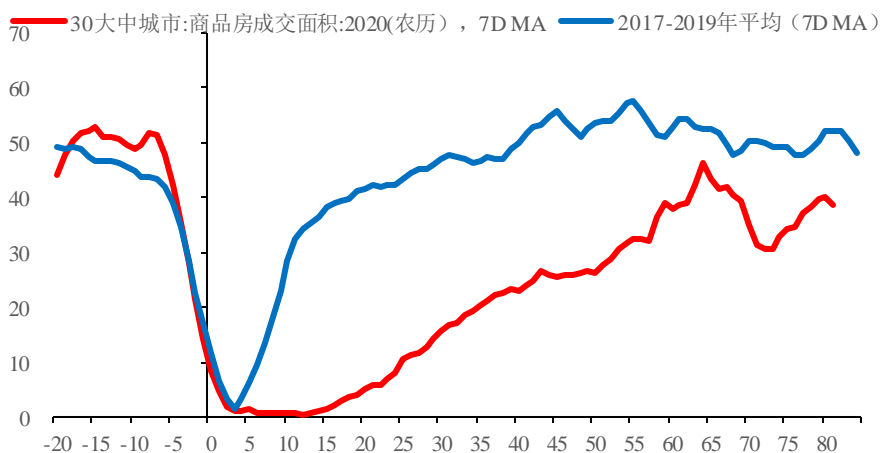


数据来源：Wind，安信证券

1 季度房地产投资同比-7.7%，较去年 4 季度回落 15.9 个百分点。3 月房地产投资同比 1.2%，较上月大幅回升 23 个百分点。房地产是支撑投资的主要力量。3 月商品房销售与新开工也出现显著回升，房价缓慢爬升。

3 月房地产市场的快速回暖可能与春节购房需求的滞后释放有关。观察高频数据，地产市场的恢复还在延续，这一恢复的动能并非来源于政策的刺激，而是市场均值回归的力量，4、5 月份的地产数据有望维持积极。从近期政治局的表态来看，地产政策整体基调没有发生变化，限购、限贷以及融资层面政策调整的可能性偏低。

图5: 30大中城市商品房成交面积, 万平方米



数据来源: Wind, 安信证券

0点为除夕

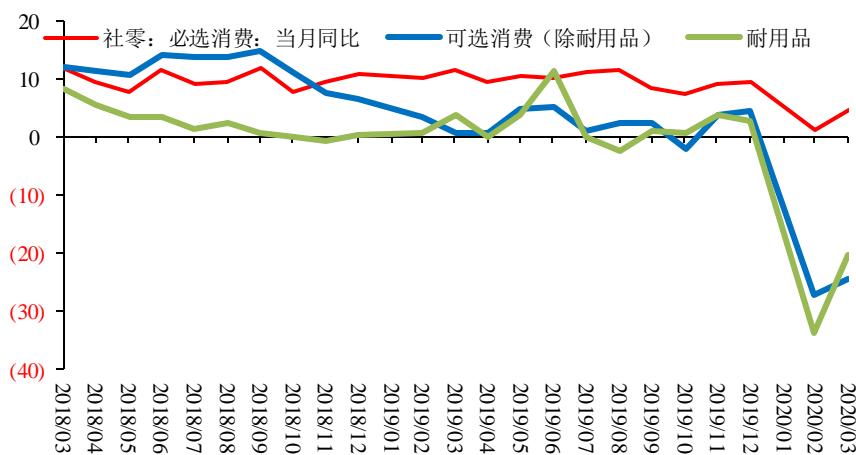
### 3、消费缓慢恢复

1 季度, 社会消费品零售名义同比增长-18.2%, 较去年 4 季度回落 26 个百分点。3 月社会消费品零售名义同比增长-15.8%, 较上月回升 4.7 个百分点, 消费的恢复比生产显著更慢。

分项来看, 耐用消费品, 如汽车、建筑及装潢材料、通讯器材、金银珠宝、家具回升幅度靠前, 服装、化妆品类可选消费恢复偏弱。

总体而言, 消费的恢复在缓慢展开。必选消费由于疫情期间下滑幅度小, 未来还需一两个月的时间可以恢复正常, 而可选消费或许仍需两三个月的时间来恢复。值得注意的是, 1 季度外出农民工月收入增速出现大幅下滑, 家庭服务及加工维修价格的同比增速也在回落, 显示劳动力市场面临较大压力。尽管劳动力市场在逐步回暖, 但外需塌方无疑会延缓其恢复的节奏, 进而对消费的均衡水平形成压制。

图6: 必选、可选和耐用品消费同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

综合来看, 受疫情影响, 1 季度经济数据出现全面下滑。3 月以来供应的恢复显著快于需求, 这可能与企业加速消化积压的订单有关。需求端, 受市场化因素影响较大的私人投资和居民消费恢复缓慢, 与此同时基建和地产投资回升较快。

从高频数据来看, 当前生产已经恢复至往年水平的九成, 进入新的均衡。而消费的恢复相对较慢, 耐用消费品恢复至七成左右, 仍在缓慢恢复, 地产销售恢复至八成后开始走平, 同时存货的去化仍在缓慢进行。消费的完全恢复或许还需两个月左右的时间。

4 月 17 日召开的中央政治局会议强调经济发展面临的挑战前所未有, 在强调

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\\_5710](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5710)

