

固定收益研究/动态点评

2020年04月17日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究: 20200416 信用债日常跟踪》2020.04
- 2《固定收益研究: 20200415 信用债日常跟踪》2020.04
- 3《固定收益研究: 靓丽数据因政策发力而非需求好转》2020.04

“挖深坑”之后渐进修复

2020年3月经济数据点评

核心观点

一季度GDP“挖深坑”，同比-6.8%基本在市场预期之内，更重要的是后续经济修复进度与增长目标的制定。一季度是自身疫情爆发导致经济休克疗法，二季度的核心是欧美进入休克状态对外需的冲击，以及国内政策应对。我们认为二季度环比改善可以延续，欧美大概率先后在5月份逐步复工，有助于届时的订单回补，预计下半年经济继续边际改善。当然，由于全球及内部经济循环需要重建，疫情尚未得到根本控制，美国债务危机存在出现可能，我们认为全年达到3%左右的GDP增速有难度但存在一定可行性。

规模以上工业企业复工较好，但资本开支端压力仍存

3月工业增加值同比-1.1%，较上月降幅收窄12.4个百分点，目前国内疫情已基本平息，对企业开动产能是积极因素，规模以上企业的复工率已相当可观，我们认为二季度工业生产取决于内外需共振，需关注出口产业链的潜在负面冲击。3月制造业投资同比跌幅收窄，但未来两到三个季度受海外疫情影响，汽车及零配件、纺织服装、手机等行业可能进一步受冲击。制造业投资在工业链条上靠后，存在年内制造业投资同比持续负增的可能。

关注出口链条下的房地产抛盘压力

1-3月房地产开发投资累计同比-7.7%，较前值降幅收窄8.6个百分点。我们认为一季度房地产投资压力主要来自复工推迟约束建安工程进度，3月份复工赶工带来边际提振，而二季度压力重在库存攀升与销售回款不足约束拿地开工进度，并随着存量施工项目收缩而缺乏投资支撑因素。后续需关注出口链条引发房地产抛盘压力，以及专项债禁投棚改存在的资金缺口。我们认为短期地产端仍有向下风险，中期政策呵护可能增强。

基建投资有望在二季度实现增速转正

1-3月基建投资（不含电力）累计同比-19.7%，较前值降幅收窄10.6个百分点。但由于复工过程的渐进性，3月尚未达到去年同期水平，向后看，我们认为基建是需求侧更具有向上弹性的变量。短期而言，资金可能走在施工进度之前，预计5-6月基建投资累计增速转正。全年而言，基建投资应与外部需求冲击、内部就业压力相匹配。若要实现全年3%的GDP增长，结合疫情拖累，对应需要基建投资约20.6万亿来对冲，增速约为13%。当然刺激消费回补同样是扩大内需的抓手，可能降低对基建力度的要求。

消费是渐进式的回补，难以一步到位的反弹

1-3月社会消费品零售总额累计同比-15.8%，较前值降幅收窄4.7个百分点。外防输入，内防反弹的要求下，消费意愿仍无法完全放开，加上居民收入预期放缓，弱化了消费能力。需要做好疫情长周期防控的准备，这意味着消费的反弹将是渐进式，而非一步到位的报复性反弹。结构来看，线下列线上的转移仍在继续，汽车对于消费的拖累有所降低。二季度消费券或发挥杠杆作用、假期有望支持旅游消费恢复、旧改可能带动消费需求、增加公共消费助力私人消费，预计二季度消费同比有望走出负值区间。

市场启示

我们认为，GDP增速与非银上市公司盈利存在较强相关性，市场已经有较充分的反映，只不过盈利拐点还需等待。板块上，必需消费品好于可选，内需好于外需，线上好于线下，龙头好于中小企业，资本/技术密集行业好于体验式/人力密集行业，产业链条越长的公司越脆弱，但政策救助过程也是寻找错杀的良机。经济挖深坑阶段已过去，利率难以大幅下行。企业债务风险需要提防，尾部城投或因地方财力吃紧困扰，流动性与融资需求错位有利于股市修复，主流平台、龙头企业受益，信用债评级间利差或扩大。

风险提示：出口链条压力向房地产传导、企业压力向就业市场传导。

事件

2020年4月17日，国家统计局发布3月经济数据：

- 1) 一季度不变价 GDP 同比-6.8% (前值 6.0%)；
- 2) 3月工业增加值同比-1.1% (前值-13.5%)；
- 3) 1-3月固定资产投资累计同比-16.1% (前值-24.5%)，其中制造业投资同比-25.2% (前值-31.5%)、基建投资同比-19.7% (前值-30.3%)、房地产投资同比-7.7% (前值-16.3%)；
- 4) 3月社会消费品零售总额同比-15.8% (前值-20.5%)
- 5) 3月份全国城镇调查失业率 5.9% (前值 6.2%)。

点评

一季度 GDP “挖深坑”没有悬念，同比-6.8%基本在市场预期之内。疫情作为非常态变量，导致宏观经济在2月份按下“暂停键”，进而引发一季度 GDP 挖深坑，市场对此已有心理准备，因此最终数字本身并不重要，股债对此都没有做出太剧烈的反映。

更重要的是后续经济渐进修复的速度和高度，新的经济增长目标如何制定。一季度是自身疫情爆发导致经济进入休克疗法，二季度的核心是欧美进入休克状态对外需的冲击，以及国内如何进行政策应对。

我们认为，二季度环比改善趋势可以延续，随着复工复产加快、基建等措施发力，二季度经济表现会明显好于一季度。欧美大概率先后在5月份逐步复工，有助于届时的订单回补，预计下半年经济继续边际改善。当然，由于全球及内部经济循环需要重建，疫情尚未得到根本控制，美国债务危机存在出现的可能，如果要全年达到 3%左右的 GDP 增速，需要后三个季度的增速平均在 5.8%以上，我们认为这有难度但存在一定可行性。

图表1：经济数据概览

宏观指标	市场预期	20-03	20-02	20-01	19-12	19-11	19-10	19-09	19-08	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03	19-02
GDP 单季 %	-4.9	-6.8			6.0			6.0			6.2			6.4	
工业增加值 单月 %	-4.8	-1.1	-13.5		6.9	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5	5.3
城镇调查失业率 单月 %	-	5.9	6.2		5.2	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3
投资 累计 %	-13.7	-16.1	-24.5		5.4	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3	6.1
制造业 累计 %	-	-25.2	-31.5		3.1	2.5	2.6	2.5	2.6	3.3	3.0	2.7	2.5	4.6	5.9
基建 累计 %	-	-19.7	-30.3		3.8	4.0	4.2	4.5	4.2	3.8	4.1	4.0	4.4	4.4	4.3
地产 累计 %	-	-7.7	-16.3		9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2	11.9	11.8	11.6
社零 单月 %	-6.6	-15.8	-20.5		8.0	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7	8.2
出口 单月 %	-12.0	-6.6	-17.2		7.6	-1.1	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2	-20.7
进口 单月 %	-7.9	-0.9	-4.0		16.3	0.3	-6.4	-8.5	-5.6	-5.6	-7.3	-8.5	4.0	-7.6	-5.2
贸易差额 亿美元	193.0	199.0	-71.0		467.9	387.3	428.1	396.5	348.3	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5	41.2
CPI %	4.7	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5
PPI %	-1.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1
信贷 亿元	19700	28500	9057	33400	11400	13900	6613	16900	12100	10600	16600	11800	10200	16900	8858
社融 亿元	32000	51492	8554	50674	21030	17547	6189	22700	19800	10100	22600	14000	13592	28593	7030
M2 %	8.7	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.0
M1 %	-	5.0	4.8	0.0	4.4	3.5	3.3	3.4	3.4	3.1	4.4	3.4	2.9	4.6	2.0

资料来源：Wind，华泰证券研究所

工业增加值同比修复幅度较大，规模以上企业复工复产较好

3月工业增加值当月同比-1.1%，同比仍为负增，但同比降幅较前值收窄幅度较大，我们认为反映规模以上企业复工开工推进较快。一季度工业增加值累计同比为-8.4%，去年同期+6.5%；一季度工业增加值的表现与整体GDP（-6.8%）的负增幅度接近。

3月份，采矿业增加值同比增长4.2%，1-2月份为下降6.5%；制造业下降1.8%，降幅收窄13.9个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业下降1.6%，降幅收窄5.5个百分点。制造业生产回升幅度较大，说明需求侧积极信号仍存。3月份，原煤、钢材、水泥、发电量同比高于前值，但汽车产量同比负增长仍然较大。我们对汽车消费（耐用消费门类）后市观点仍维持谨慎。

今年2月份，各地防疫措施普遍较强，工业企业难以开动全部产能。同时，疫情影响全社会需求普遍下滑，工业企业的新签订单体量或受到严重冲击，短期扩大生产的动能不足。目前国内新增疫情已基本平息，对企业开动产能是积极因素。目前规模以上工业企业的复工率已相当可观（据统计局，截至4月17日已接近100%），我们认为二季度工业生产主要取决于内外需共振，尤其需要关注出口加工产业链是否会受到负面冲击。不过总体而言，考虑3月份工业生产环比回升较大的事实，我们认为二季度工业增加值同比有望转正。

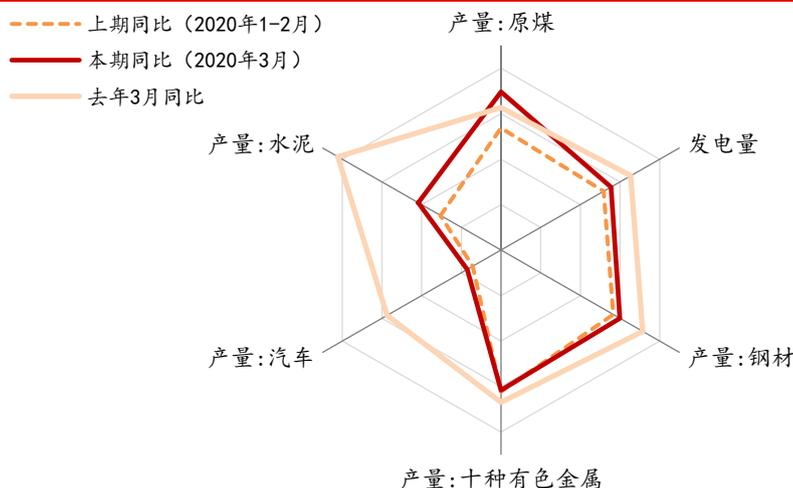
图表2：分行业工业增加值同比

变动 (pct)	6.1	11.3	16.6	13.0	19.7	5.6	22.8	22.2	24.3	28.7	9.4	23.7	21.7	11.2	23.9	22.7	25.3
工业增加值同比 (%)	上游					中游						下游					
	黑色矿采	有色矿采	非金属	化工制造	橡胶塑料	电热气水	通用设备	专用设备	电气机械	运输设备	汽车	通信电子	纺织业	农副食品	食品制造	医药	金属制品
2020-03	4.1	2.8	-4.5	0.7	-5.5	-1.7	-5.4	-2.2	-0.4	0.5	-22.4	9.9	-5.5	-4.8	5.7	10.4	-1.6
2020-02	-2.0	-8.5	-21.1	-12.3	-25.2	-7.3	-28.2	-24.4	-24.7	-28.2	-31.8	-13.8	-27.2	-16.0	-18.2	-12.3	-26.9
2020-03	0.0	0.0	0.0	0.7	-5.5	-1.7	-5.4	-2.2	-0.4	0.5	-22.4	9.9	-5.5	-4.8	5.7	10.4	-1.6
2019-12	-0.4	1.1	6.5	7.7	3.7	7.0	4.9	6.5	12.4	-6.8	10.4	11.6	0.2	-0.3	4.6	5.3	6.3
2019-11	13.3	3.5	1.2	7.9	5.7	6.8	6.2	7.0	12.6	0.1	7.7	9.7	2.5	-0.6	5.5	5.1	6.0
2019-10	8.0	2.2	-3.8	3.0	3.9	6.7	3.1	5.0	10.7	3.0	4.9	8.2	-1.3	-2.7	3.4	7.1	3.1
2019-09	6.9	4.6	-2.2	3.3	5.7	5.4	3.5	7.0	12.1	4.7	0.5	11.4	0.6	-1.2	4.2	7.3	2.6
2019-08	6.7	4.6	-2.6	1.2	4.5	5.1	0.0	3.3	10.0	7.8	4.3	4.7	0.1	0.0	5.0	8.3	0.9
2019-07	5.7	0.2	-1.4	3.8	5.2	6.5	0.7	4.0	7.6	15.7	-4.4	6.1	1.2	1.5	7.3	7.4	4.2
2019-06	6.5	1.9	-1.1	5.4	4.8	5.6	2.6	5.3	11.3	14.5	-2.5	10.4	1.6	2.5	6.7	5.9	5.7
2019-05	8.7	1.9	0.7	3.5	5.1	5.0	2.5	4.9	8.8	8.3	-4.7	10.6	0.7	4.4	4.6	5.6	6.5
2019-04	9.9	-1.0	1.0	3.4	-0.2	9.1	2.0	2.8	7.1	5.8	-1.1	12.4	-1.8	3.4	5.6	9.1	3.3
2019-03	5.1	1.7	-2.0	7.1	12.6	7.2	14.1	16.4	15.2	13.6	2.6	10.2	9.0	5.7	4.8	6.9	14.6

注：热力图数据单位为%；较上期为同比值的环比增减，单位为百分点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：主要工业产品产量当期同比与上期同比对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

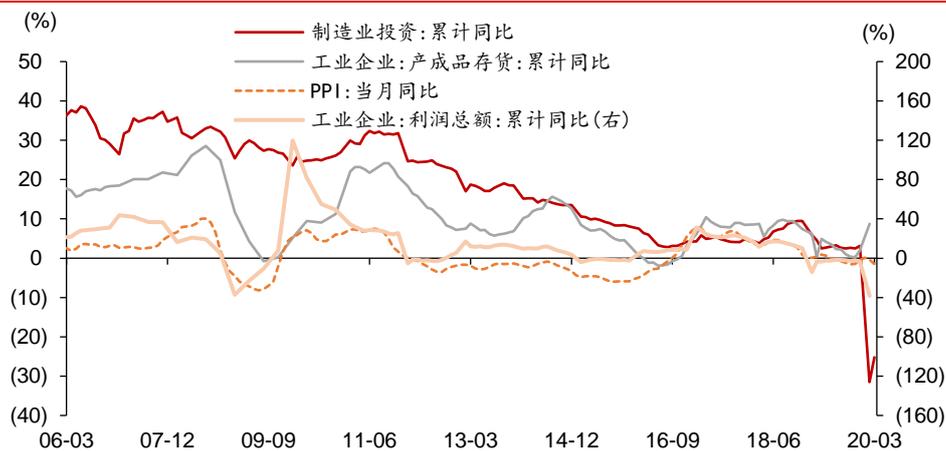
制造业投资降幅有所收窄，但工业企业资本开支端压力仍存

2020Q1 固定资产投资增速为-16.1%。基建、地产、制造业投资同比跌幅均较前值收窄。统计局表述，1-3月制造业投资累计同比下降25.2%，降幅较前值收窄6.3个百分点。纺织业、农副食品和通用设备的同比降幅相对较大；三者投资降幅分别比全部制造业投资大11.9、7.6和6.9个百分点。通信电子领域投资降幅较小，下降10.2%，降幅小于全部制造业投资15.0个百分点。

对未来两到三个季度，海外疫情的不确定性仍然较大，汽车生产/汽车零配件、纺织服装行业、手机加工生产等，可能进一步受冲击。新冠疫情对制造业资本开支的冲击可能在多个方面体现：一方面冲击企业的正常营业和新增订单，影响其现金流；一方面考虑原有员工的固定工资支出成本仍在，企业更不可能短期显著加大资本开支。我们认为部分行业——如口罩生产相关子行业，可能出现“补偿式投资”，但整体制造业投资数据受冲击的持续时间可能较长。

对国内货币政策，未来一到两个季度内，其对制造业企业的工作重点应在于缓释其现金流压力，给予信贷支持、降低融资成本，避免出现大规模失业。我们认为制造业投资在工业生产链条上较为靠后，存在今年年内制造业投资同比持续负增的可能性。

图表4：生产、盈利回升传导到制造业投资需要较长的时滞（3月工业企业盈利和库存数据暂未公布）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：制造业投资累计同比分行业概览

变动(pct)	2.2	5.7	8.0	9.1	13.8	8.1	5.9	-1.9	6.1	6.0	6.9	10.2	6.8
制造业投资累计同比(%)	上游		中游						下游				
	化学制品	有色加工	通用设备	专用设备	汽车制造	运输设备	电气机械	通信电子	农副食品	食品制造	纺织业	医药制造	金属制品
2020-03	-30.8	-11.6	-32.1	-27.1	-27.2	-31.6	-27.8	-10.2	-32.8	-29.1	-37.1	-11.9	-31.3
2020-02	-33.0	-17.3	-40.1	-36.2	-41.0	-39.7	-33.7	-8.3	-38.9	-35.1	-44.0	-22.1	-38.1
2019-12	4.2	1.2	2.2	9.7	-1.5	-2.5	-7.5	16.8	-8.7	-3.7	-8.9	8.4	-3.9
2019-11	4.6	-1.3	1.4	9.5	-0.4	-5.7	-6.8	13.8	-9.3	-4.8	-8.7	7.8	-3.8
2019-10	6.6	-1.3	0.9	9.8	-0.3	-5.9	-7.5	13.6	-10.1	-3.8	-8.5	7.9	-3.3
2019-09	7.6	-2.6	1.6	8.7	1.8	-8.3	-7.6	11.6	-10.8	-3.0	-8.2	7.0	-4.5
2019-08	7.9	-4.3	1.2	6.6	1.5	-10.7	-8.0	11.1	-9.4	-2.2	-5.0	7.4	-3.5
2019-07	9.4	-3.8	2.1	7.2	1.8	-10.4	-7.5	10.5	-7.6	-1.4	-2.6	6.9	-5.2
2019-06	9.3	-3.4	2.8	7.2	0.2	-10.5	-8.1	8.5	-7.4	0.4	-0.3	8.4	-5.2
2019-05	7.4	-9.7	1.4	6.2	-0.1	-8.6	-5.9	6.2	-7.4	-1.0	1.6	8.1	-4.8
2019-04	5.5	-11.7	1.8	8.2	-1.4	-8.2	-6.5	6.7	-6.3	0.2	0.8	10.4	-6.1
2019-03	11.3	-17.1	6.8	9.3	-1.0	-8.7	-3.1	5.5	-6.7	4.4	9.0	9.7	2.7

注：热力图数据单位为%；较上期为同比值的环比增减，单位为百分点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

关注出口链条下的房地产抛盘压力

2020年1-3月房地产开发投资累计同比-7.7%（前值-16.3%），较上月降幅收窄8.6个百分点。从开发环节看，新开工与竣工面积累计同比降幅均显著收窄，分别提速17.7、7.1个百分点，但施工面积增速反而走弱0.3个百分点，显示存量施工项目收缩。从当月数据看，3月购地与新开工面积同比分别-12.1%、-10.5%，显著弱于后端竣工面积同比-3.5%。我们认为一季度房地产投资压力主要来自复工推迟约束建安工程进度，3月份复工赶工带来边际提振，而二季度压力重在库存攀升与销售回款不足约束拿地开工进度，并随着存量施工项目收缩而缺乏投资支撑因素。从30城高频数据来看，4月中上旬的商品房成交面积同比下降21.5%，仍远不及去年同期销售状况，甚至较3月中下旬环比下降8.7%，显示地产销售进一步的走弱压力仍在发酵。结合房价表现来看，区域分化明显。

后续关注两大风险点：出口链条引发抛盘压力、专项债禁投棚改引发资金缺口。

首先，出口与房地产存在着重要、且易于被忽视的传导链条，二季度出口与房地产共振向下的风险需警惕。大量中小型外贸企业在出口创汇之后，往往将盈余资金投资于房地产，通过商品房销售支撑了房企的开发投资。而当外需急剧收缩时，外贸企业因订单丢失而面临停产压力，随着现金流消耗触及破产风险时，可能会选择抛售持有房产以维系企业生存。还存在因债务偿还问题造成房地产被迫处置。居民部门也是如此，在就业情况较好，收入预期较高的情况下，购房能力较强，反之亦然。这都将施压房价、冲击商品房销售，进而拖累房地产投资。历史数据也体现了出口与房地产的高度同步性。眼下，二季度的出口压力无疑骤增，东南沿海加工制造企业正迎接现金流挑战，主动或被动的房地产处置可能出现，二季度出口与房地产共振向下的风险需警惕。

其次，房地产与基建投资都是内需重要驱动力，专项债“厚此薄彼”意味着地产端投资存在收缩压力。据Wind数据统计，去年投向棚改的专项债额度约为7000亿元，今年明令专项债不得投向棚改，这部分资金来源必然收缩。并且，该要求的背后意味着棚改工程的落幕，4月3日，财政部许宏才部长在国务院联防联控新闻发布会提及，2020年要严把棚改的范围和标准，严格评估财政承受能力，科学确定年度棚改任务。考虑到今年财政收入困难、支出向基建倾斜，老旧小区改造承接棚改意图成为主要推进方向，棚改投资可能以维持存量项目为主。2019年棚改投资完成额1.2万亿元，占当年房地产投资约10%。我们预计今年因减少棚改拖累房地产投资至少5个百分点。

图表6：出口向房地产存在传导关系



资料来源：Wind，华泰证券研究所

后续房地产投资的走向，或取决于风险与政策的博弈。目前，房地产政策定力较强，克制出台刺激信号。3月16日统计局毛盛勇在经济数据新闻发布会上表示，不把房地产作为短期刺激政策是明确的，3月17日银保监会肖远企表示，当前房地产金融政策整体基调没有变化。地方层面，4月14日青岛成为近期广州、济南、驻马店等城市之后，又一个“朝令夕改”撤回放松限购政策的城市。可以看出目前政策层面并不愿意释放刺激房地产的信号。然而，地产端风险仍在发酵之中，可能成为内需短板。一季度房地产销售额累计同比下降-24.7%，而二季度外需收缩还可能触发抛售潮。销售回款占房企开发资金来源约五成，若销售端的压力不能及时缓解，后续房企债务风险、房价下跌与房地产投资下滑有可能形成负面反馈，加大经济修复难度。

我们预计房地产政策可能分三步走，供地放宽、融资放松、需求在因城施策下边际调整。首先，供地政策已率先调整。自然资源部3月7日公告，盘活批而未供和闲置土地，按双口径要求合理增加住宅用地供应量。其次，眼下房企现金流压力更为紧迫，房企融资政策有必要积极跟进，以防范触发房企的债务风险。更进一步，保证销售回款稳定才是化解风险的关键，而且要保适当的增长目标，也不能让房地产投资成了内需短板。我们预计“房住不炒”总基调不变的前提下，下半年因城施策放松需求的政策可能增多。此外，央行引导LPR下行过程中，房贷利率难免存在下行空间，有助于托底需求。我们认为，短期地产端仍有向下风险，中期政策呵护可能增强，带来提振效果。

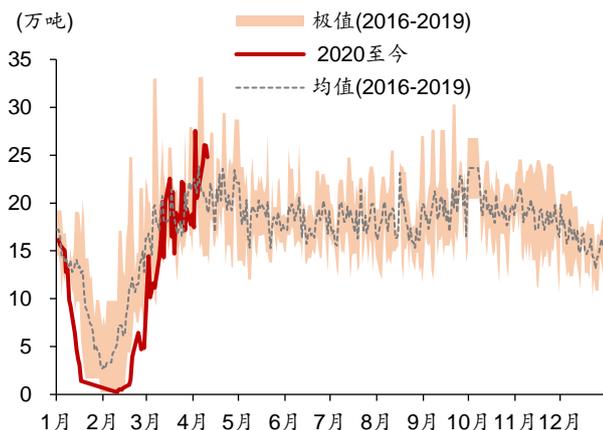
基建投资有望在二季度实现增速转正

2020年1-3月基建投资（不含电力）累计同比-19.7%（前值-30.3%），较上月降幅收窄10.6个百分点。其中水利与公共设施投资显著提速，累计同比降幅分别收窄14.9、11.6个百分点，铁路投资依然乏力，降幅仅收窄3.1个百分点。随着点对点返岗政策助力，3月建筑用工压力明显缓解，据统计局3月底建筑业企业复工率达九成左右，较3月上旬提高约三成，前置发行的专项债资金逐步形成实物工作量。微观层面，3月主流贸易商钢材成交量环比增长5倍以上，同比降幅收窄55个百分点，挖机销量同比增长11.6%，涨幅扩大62个百分点。由于复工过程的渐进性，3月基建投资还尚未达到去年同期水平，但向后看，我们认为基建可能是需求侧更具有向上弹性的变量。

短期而言，资金可能走在了施工进度之前，由于3月底建筑业基本完成复工，二季度基建投资的单月同比有望达10%以上，累计增速或在5-6月实现转正。（1）专项债的提前批1.29万亿元已接近发行完毕，根据国常会部署，新一批额度也即将下达，并要求力争二季度发行完毕；（2）城投债发行放量，一季度净融资0.64万亿元，同比多增0.27万亿元，并且城投融资政策边际放松，发改委印发《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》指出，支持企业发行企业债券用于新型城镇化等建设项目；（3）基建配套贷款加快投放，据人民银行，一季度基建中长期贷款新增0.97万亿元，同比多增0.13万亿元。仅一季度这三方面的基建资金同比已多增约1万亿元，而特别国债或将推出，二季度基建资金端仍宽松，保障了基建投资高弹性。

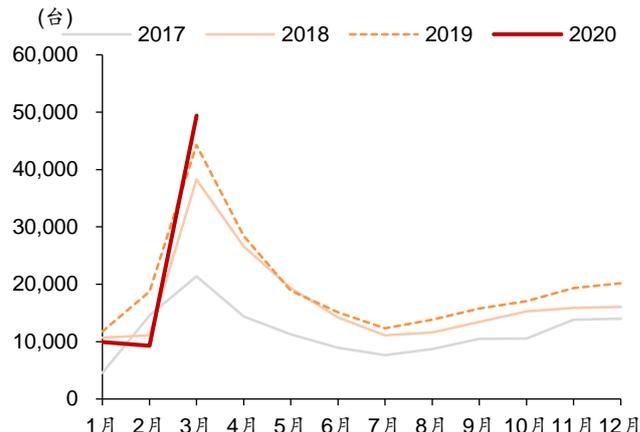
全年而言，基建投资应当与外部需求冲击、内部就业压力相匹配。一季度GDP挖深坑、二季度外需冲击已兵临城下。我们考虑出口及其对国内投资、消费的连锁反应，叠加一季度的冲击幅度，全年GDP可能因疫情拖累3.7-4.3个百分点。若要全年达到3%左右的GDP增速、考虑疫情造成4.1个百分点的拖累幅度测算，对应需要基建投资约20.6万亿来对冲，增速为13%左右。当然刺激消费回补同样是扩大内需的抓手，可能降低对基建力度的要求。资金来源上，专项债、特别国债、政策性金融或贡献主要增量。投资方向上，传统基建仍占大头，注重补短板、保民生，以及决胜脱贫攻坚战领域。而5G等七大领域新型基建更受益于政策导向与资金青睐。

图表7：3月以来钢材成交量快速增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：3月挖机销量大幅增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

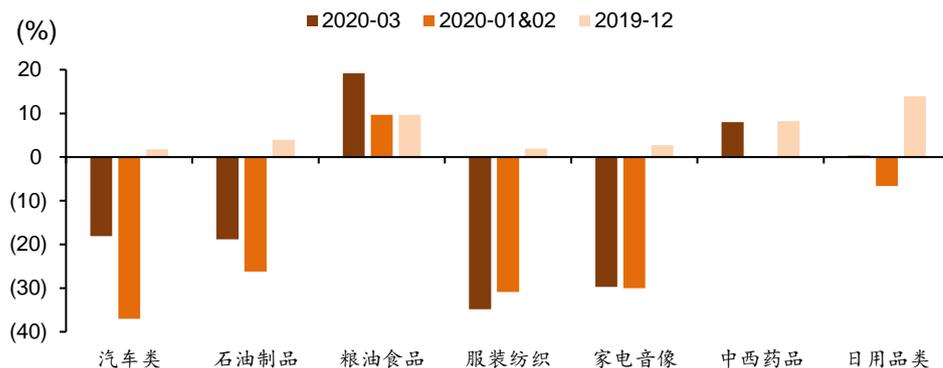
消费是渐进式的回补，难以一步到位的反弹

2020年3月社会消费品零售总额累计同比-15.8%，比1-2月降幅收窄4.7个百分点。3月以来，国内疫情逐渐缓和，企业生产、居民生活开始恢复正常，消费出现了一定的积极变化，因此3月消费比1-2月有所好转。但是由于海外疫情加速演绎，我国不断涌现输入型病例，疫情的“严防死守”仍对3月份的消费数据产生一定影响，与上年同期水平相比仍然显著回落。我们认为，在“外防输入，内防反弹”的要求下，消费意愿仍然无法完全放开拳脚。加上居民收入预期的放缓，弱化消费能力。需要做好疫情长周期防控的准备，这意味着消费的反弹将是渐进式，而非一步到位的报复性反弹。

从结构上来看，有以下三大特征：其一、线下到线上的转移仍在继续。一季度实物商品网上零售额18536亿元，增长5.9%，占社会消费品零售总额的比重为23.6%。消费习惯的养成助推线上消费需求持续发力。其二、必选消费依然优于可选消费。与居民生活密切相关商品呈现加快上涨态势，粮油、食品类，饮料类和中西药品类商品分别增长19.2%、6.3%和8%。相比之下，可选消费品在继续下滑，但是下滑幅度有所收窄，金银珠宝、家具、服装鞋帽等消费同比增速分别为-30.1%、-22.7%、-34.8%。我们预计，随着各部门活动逐渐恢复正常，居家隔离要求减弱，线下消费有望在二季度逐渐复苏，前期受抑的可选消费也将有所回暖。

其三、汽车对于消费的拖累有所降低。3月汽车销售增速有所回升，汽车同比增速从1-2月的-37%上升至-18.1%。随着“居家令”逐步放宽，汽车消费逐渐回归正轨，但回补空间受经济下行压力与就业市场低迷掣肘，需求的释放仍待政策提振。近期汽车消费鼓励政策频出，中央层面延长了新能源汽车购置补贴与车辆购置税免征政策，地方层面，多地已经出台取消限购、新车消费补贴、以旧换新补贴等措施。然而，约束汽车消费的还存在基础设施不配套、房价过高等问题，城市交通拥堵、停车场不充足制约了国内汽车保有量的提升空间，房价过高衍生的是高昂的停车位等隐性购车成本，这都是短期难以较快破除的短板。

图表9：3月必选消费（粮油、药品、日用品等）仍然优于可选消费



资料来源：Wind，华泰证券研究所

展望第二季度，我们认为促消费政策有四大发力点，消费数据有望走出负值区间：

一是地方政府消费券发挥“四两拨千金”的杠杆作用。3月以来，多地政府通过发放消费券的方式激发线下消费动力，并且收效显著。据商务部介绍，截至4月9日已有7个省20多个地市组织发放消费券，杭州、郑州等地消费券发挥的乘数作用达10倍以上。我们认为，消费券是撬动居民消费的有效手段，相比于对居民直接发放补助，能够放大财政资金杠杆，对扩大内需起到“四两拨千斤”的效果。

二是二季度有清明节、五一假期、端午节三个假期，旅游相关消费预计将稳步恢复，虽有掣肘但仍具潜力。随着国内疫情逐步受控，各大旅游景点有序开放，地方政府出台政策支持旅游业。杭州市设立旅游业纾困资金，5月1日前符合疫情防控要求的国有A级景区将向境内外游客免费开放。西安市国有3A级以上景区也将免费开放三个月。另外，四川省更是鼓励“五一”、端午节假日与带薪休假连休，既能带动消费，还避免出行扎堆。我们认为，旅游业的恢复将带动酒店业、交通业、零售业等多业态的需求增长。虽然疫情尾部风险仍存，景区日接待量受掣肘，但随着各地纾困旅游业政策出台，境外输入案例趋于稳定，叠加假期相配合，预计相关消费将有亮点可寻。

三是老旧小区改造，蕴藏较大的内需潜力。4月14日，李克强总理在国务院常务会议上明确表示，大力度推进城镇老旧小区改造，今年计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户，比去年增加一倍。老旧小区改造能够带动养老、托育、医疗和家政服务等多种需求，是扩大内需、带动消费的重要举措。

四是增加公共消费，带动私人消费。增加公共消费是3月27日政治局会议的新提法。政

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_5735

