

4月：努力开启“复增”之路

证券研究报告
2020年04月07日

作者

预计3月工业增加值和固定资产投资增速与1-2月基本持平，社零和商品房销售面积小幅改善，进出口增速进一步回落，PPI通缩加深、CPI结构性通胀压力缓解。纵观1季度，我国实际GDP增速可能回落至-7%左右。

面临公共卫生危机，财政支出应当留有余地、对症下药，及时有效应对疫情可能卷土重来、已经出现的就业和民生困难、消费服务业和外贸企业的经营倒闭这三大问题，此时更需要的是纾困，而非刺激等。在金融纾困政策的大力推动下，金融数据可能领先经济数据出现明显改善。预计3月新增社融超过4万亿，1季度新增社融超过10万亿，存量社融增速回升至11%以上，这是2季度经济“复增”的重要保障。

国内市场，分母端的风险偏好受制于海外疫情快速扩散和全球性衰退的悲观预期，分子端的内外需预期显著分化，关注涨价的必需消费品和农产品；部分关键政策如特别国债、财政赤字等布局思路也有待两会前后进一步明确，短期内偏防御属性的低估值蓝筹可能相对占优。央行宣布调降超额存款准备金利率至0.35%，打开货币市场利率下限，10年国债利率可能下行至2.5%附近。

风险提示：海外疫情严峻性超预期；经济政策导向与预期不符

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



表 1: 3 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019	2020.1-2	2020.3(E)	WIND 预期
实际 GDP (当季)	6.1	-	-7.0	-3.0
名义 GDP (当季)	7.8	-	-5.0	
工业增加值 (当季/季)	5.7	-13.5	-8.0	-3.4
固定资产投资 (累计)	5.4	-24.5	-23	-9.6
制造业投资	3.1	-31.5	-33	
基建投资 (不含电力)	3.8	-30.3	-25	
房地产开发投资	9.9	-16.3	-15	
社消零售总额 (当季/季)	8.0	-20.5	-14	-3.3
出口 (当季/季, 美元)	0.5	-17.2	-19	-10.8
进口 (当季/季, 美元)	-2.7	-4	-6	-7.2
CPI (当季/季)	2.9	5.3	4.2	4.9
PPI (当季/季)	-0.3	-0.2	-1.8	-1.0
工业企业利润 (累计)	-3.3	-38.3	-35	
新增信贷/社融 (万亿)	-	-	2.4-2.5/4.2-4.3	1.8/2.9
社会融资规模存量同比	10.7	10.7	11.0	
M1	4.4	4.8	5.5	
M2	8.7	8.8	8.9	8.7

资料来源: WIND, 天风证券研究所

对 1 季度经济数据的理解要注意两个问题。第一, 由于春节和疫情爆发都在 1 月底, 所以 1 月大部分时间的经济活动不受影响, 1-2 月经济数据大幅下滑的最主要原因是 2 月单月数据的断崖式回落。第二, 3 月是经济活动从较低水平缓慢恢复的过程, 所以 3 月的数据大概率环比 2 月明显好转, 但不一定会好于 1-2 月的同比数据。

经济方面, 预计 3 月工业增加值和固定资产投资增速与 1-2 月基本持平, 社零和商品房销售面积小幅改善, 进出口增速进一步回落, PPI 通缩加深、CPI 结构性通胀压力缓解。纵观 1 季度, 我国实际 GDP 增速可能回落至 -7% 左右, 这将是 20 世纪 70 年代后的首次单季负增长。

我们面临的是一场公共卫生危机, 财政支出应当留有余地、对症下药, 及时有效应对疫情可能卷土重来、已经出现的就业和民生困难、消费服务业和外贸企业的经营倒闭这三大问题, 此时更需要的是纾困, 而非刺激等。

政策方面, 央行 3 月 16 日实施普惠金融定向降准释放长期资金 5500 亿, 3 月 30 日下调 OMO 逆回购利率 20BP; 截至 3 月底, 3000 亿专项再贷款已投放 2289 亿, 5000 亿再贷款再贴现已落实 2768 亿, 新增 1 万亿再贷款再贴现即将出台。财政部提前下达 2020 年新增地方专项债额度 1.29 万亿, 截至 3 月底已发行 1.08 万亿, 其中 1300 亿用作重大项目资本金, 后续将按程序再提前下达一批。在金融纾困政策的大力推动下, 金融数据可能领先经济数据出现明显改善。预计 3 月新增社融超过 4 万亿, 1 季度新增社融超过 10 万亿, 存量社融增速回升至 11% 以上, 这是 2 季度经济“复增”的重要保障。

市场方面, 随着流动性危机基本解除, 海外市场的急跌告一段落, 但疫情冲击之下短期的经济衰退已成定局, 海外市场正在对基本面进行二次定价, 在疫情拐点尚不清晰的情况下, 外围市场仍然存在下行压力。国内市场, 分母端的风险偏好受制于海外疫情快速扩散和全球性衰退的悲观预期, 分子端的内外需预期显著分化。内需方面, 关注涨价的必需消费品和农产品; 部分关键政策如特别国债、财政赤字等布局思路也有待两会前后进一步明确, 短期内偏防御属性的低估值蓝筹可能相对占优。央行宣布调降超额存款准备金利率至 0.35%, 打开货币市场利率下限, 有望引导短端利率回落, 并带动长端利率共同下行, 10 年国债利率可能下行至 2.5% 附近。

1. 金融数据：社融信贷大幅改善，社融增速有望升至 11%以上

2 月春节叠加新冠疫情显著抑制居民消费，3 月居民信贷有望明显改善。第一，2 月城镇居民调查失业率升至 6.2%，部分预期短期失业或减收的居民可能通过信用消费维持正常支出水平，预计居民短期贷款新增约 6000 亿（2 月新增-4504 亿）。第二，3 月 30 大中城市商品房成交面积同比从 2 月的-72%恢复至-37.3%，环比 2 月回升 334%，乘用车销量同比从 2 月的-78.7%恢复至约-42%，预计居民中长期贷款新增 2500 亿（2 月新增 371 亿）。**预计 3 月新增居民贷款约 8500 亿，较 2 月大幅改善。**

3 月企业复工复产率逐渐回升，降准降息后银行间流动性充裕、资金成本降低，再贷款再贴现等政策持续落地，企业信贷需求料有所改善，**预计新增非金融企业贷款 1.6 万亿。**总的来看，**预计 3 月新增信贷（社融口径）2.4-2.5 万亿。**

表外方面，3 月信托计划到期规模明显放大，新产品募集规模改善不明显，银保监会对房地产信托等融资类信托监管持续高压，3 月信托贷款可能负增长。季末委托贷款到期量较大，未贴现票据可能转正，预计 3 月表外净融资-1000 亿。

3 月非金融企业债券融资高达 1 万亿，其中国有企业净融资约 8800 亿，民营企业净融资 588 亿。中债托管的政府债券金额较 2 月增加 6612 亿，其中记账式国债增加 2700 亿，地方政府债增加 3916 亿。总的来看，**预计 3 月新增社融 4.2-4.3 万亿（前值 0.86 万亿），存量社融增速升至 11.1%（前值 10.7%）。**

2. 工业生产：复产进度持续提升，但 3 月数据暂难有明显改善

3 月以来工业企业复工复产率持续提升，六大发电集团每日发电耗煤同比从月初的 63%提高至月底的 80-90%，月底工业企业复产进度已接近正常水平。但 3 月整体发电耗煤仅为去年同期的 80%，1-2 月为去年同期的 84%，参考 PMI 生产指数，继 2 月创历史记录的低位 27.8 后，3 月仅恢复至 54.1，因此 3 月工增数据暂时难有明显改善。**预计 3 月工业增加值同比增速在-8%左右（前值-13.5%），1 季度增速在-10%左右。**

3. 固定资产投资：基建地产修复，制造业景气度回落

主要钢材品种库存于 3 月下旬见顶回落，其中螺纹钢消费量明显改善，热轧卷板改善幅度较小，暗示 3 月中旬以来建筑业复工较快，制造业下游需求仍然相对疲弱。

对于制造业，国内疫情导致产能和利润大幅下滑、需求疲弱，海外疫情加剧了需求下滑，企业进行中长期资本开支的意愿较弱，**预计 1-3 月制造业投资增速保持在-33%左右的低位（前值-31.5%）。**

基建项目复工和资金到位情况相对较好，新增专项债发行金额达到 1.08 万亿，同比增长 63%。但考虑到 3 月上旬施工强度仍然处于低位、1-2 月基数较低，**预计 1-3 月基建投资增速-25%（前值-30.3%）。**

房地产投资中占比 3 成多的土地购置费等其他费用受疫情影响相对较小，1-2 月增速比较接近早先无疫情时的预期，因此预计 3 月土地购置费的改善幅度有限。另一方面，今年房地产竣工交付压力仍然较大，房企复工赶工的积极性可能较高，建安投资增速或有一定改善。**预计 1-3 月房地产开发投资增速小幅回升至-15%（前值-16.3%）。**

综上，**预计 1-3 月固定资产投资增速小幅回升至-23%（前值-24.5%）。**

4. 房地产市场：销售改善缓慢，土地出让收入压力较大

3 月 30 大中城市商品房成交面积较去年同期下滑 37.3%，仅较 1-2 月的-39.6%小幅改善，其中一线/二线/三线城市同比为-45%/-40%/-29%，三线城市改善最明显。考虑到三线及以下地区占据全国商品房销售的 6 成以上，3 月全国商品房销售面积同比增速可能改善至-32%，**预计 1-3 月累计同比-35.7%（前值-39.9%）。**

今年 1 月土地出让情况较好，2 月以来受疫情影响成交土地总价大幅下滑，虽然近期土地溢价率受益于房企融资改善有所回升，但远不及成交面积下滑的拖累。3 月 100 大中城市

成交土地总价较去年同期下滑 46.9%，今年地方土地出让金收入下滑压力较大。

5. 消费：汽车石油继续拖累，可选消费补偿性恢复

1-2 月乘用车销量同比-43.6%，参考 3 月前三周乘联会乘用车零售同比-51%、-44%、-40%，预计 3 月汽车销量仅较 1-2 月微幅好转，汽车消费难有明显起色。3 月国际油价暴跌近 50%，跌破 40 美元/桶的国内成品油调价下限，因此 3 月国内油价均价应在 40 美元/桶以上，高于 33.9 美元/桶的布油均价。此外，居民和企业用车出行随复工逐渐恢复，石油及制品类消费量应有改善，消费金额下滑幅度可能略好于 1-2 月。

整体来看，必需消费改善空间不大，可选消费有望因 2 月消费抑制解除和部分地方发放居民消费券而出现补偿性恢复（环比 2 月明显改善），但报复性反弹（明显高于无疫情情形）的概率不大。预计 3 月社零同比增速-14%（前值-20.5%）。

6. 进出口：景气度进一步回落

出口方面，3 月前半段国内疫情防控企业复工缓慢，后半段海外疫情蔓延大量客户砍单，出口集装箱运价指数持续回落，出口景气度受到显著冲击。参考 PMI 新出口订单指数，继 2 月创下 28.7 的历史最低后 3 月仅回升至 46.4，出口订单量环比仍在收缩。预计 3 月出口增速（美元计价）进一步下滑至-19%（前值-17.2%）。

进口方面，3 月进口干散货船运价指数加速回落，内需虽然缓慢恢复但进口需求仍然不强，海外疫情蔓延后部分上游原材料和设备停减产也可能导致进口被动下滑。参考 PMI 进口指数，继 2 月历史新低 31.9 后 3 月仅回升至 48.4，预计 3 月进口增速（美元计价）进一步下滑至-6%（前值-4%）。

7. 通胀：PPI 通缩加速，CPI 通胀压力缓解

海外主要经济体短期衰退已成定局，同时国内也并未急于推出大规模刺激政策，需求不足导致工业品价格大幅下跌，仅国内定价的黑色系商品价格稍微强势。此外，沙特增产导致油价暴跌，后续也将逐渐传导至中下游产品价格。预计 3 月 PPI 同比大幅回落至-1.8%（前值-0.4%）。

国内疫情引发的食品供给阶段性不足冲击已过，2 月下旬以来食品价格整体呈回落趋势，主要品类如猪肉、鲜菜、蛋类等价格不同程度回落。这一变化符合季节性规律，前期食品涨价带来的结构性通胀压力暂时缓解。非食品 CPI 受制于 PPI 回落、居民服务相关消费需求不足，也将有一定回落。预计 3 月 CPI 同比大幅回落至 4.2%（前值 5.2%）。

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_6013

