

宏观研究/数据预测月报

2020年04月03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《宏观: 复工进展与开年经济数据前瞻》2020.03
- 2《宏观: 疫情可能对一季度经济形成负面影响》2020.02
- 3《宏观: 政策刺激预期在一定程度上提前反映》2019.12

数据环比改善, 同比仍处低位

3月宏观经济数据预测

核心观点

1-2月工业、固定资产投资、消费、失业率、工业企业利润等数据集中体现了经济面临增长下行和失业上行等结构性冲击。3月末公布PMI数据回升到荣枯线以上, 但PMI更多反映预期的环比改善, 考虑各地工业、建筑产能尚未开满, 内外需均有下行压力的现实, 我们认为今年一季度疫情对经济增速的负面冲击幅度或明显超预期, 一季度GDP增速可能下行压力较大。两会对全面建成小康社会提出的任务指标, 可能更侧重脱贫和保就业, 而弱化对GDP增速的数字目标。

预计3月工业增加值同比仍负, 基建或有反弹, 地产/制造业投资仍处低位

重大项目在3月份已陆续开工, 但施工强度短期可能未回升至正常水平。考虑去年3月的高基数, 今年3月工业生产同比大概率仍负增长。预计3月工业增加值当月同比增速可能在-10%~-5%区间内。未来我们核心关注外需的下行是否对出口产业链(纺织、手机加工等)造成二度冲击。1-2月工业生产和投资数据超预期下行, 企业库存处于被动积压状态。预计1-3月制造业投资累计同比在-30%左右, 制造业投资承压仍然较大。

预计3月社会消费品零售总额同比增速-8%

随着国内疫情基本得到控制, 消费逐渐缓慢回升, 但在“外防输入, 内防反弹”的要求下, 消费仍然无法完全放开拳脚, 我们预计3月社会消费品零售总额同比增速-8%。从结构上来看, 3月份线上需求的持续释放与线下需求的有效回补是后疫情时期的“双支柱”。同时, 前期受抑的可选消费也将迎来反弹, 但损失的春节假期与消费高峰期不可逆, 部分消费损失无可挽回。消费政策整体加码对冲疫情影响, 预计二季度社零增速有望走出负值区间。促消费是逆周期发力的确定性方向, 预计疫情收尾之际各地消费刺激政策将逐步出台, 实现从点到面的发力, 消费需求有望进一步释放。

预计3月全国调查失业率仍处于6.1%高位, 稳住就业仍是重中之重

3月用工难的压力有所缓解, 但是就业难的风险仍然存在, 预计3月全国调查失业率为6.1%, 较2月下降0.1个百分点。我们认为, 和2月相比, 3月的企业用工短板有所纾解, 一方面是企业复工率提升与返岗政策助力, 另一方面是国内疫情缓和, 员工返岗意愿增强。但是企业损失的不可逆与用工需求的确定性下降决定了就业市场仍然承压。逆周期调节政策明确将稳就业摆在更加重要的位置。我们认为, 随着经济活动逐渐恢复以及“稳就业”政策的持续发力, 预计二季度起就业压力或将有所缓解。

人民币计价, 预计3月份出口同比增速-14%, 进口同比增速-8%

3月上旬随着企业复工复产, 供给恢复对出口的支撑或大于外需下滑对出口的拖累。但是进入到3月中下旬, 海外需求急剧萎靡, 给国内产业链的恢复带来更大挑战, 企业面临的问题正在从防疫造成的复工难, 转变为订单消失、复工也无法正常开工生产。1-2月进口大多数是由前期订单决定, 所以内需下滑对进口的冲击可能会有一定的时滞, 叠加上复工是个渐进的过程, 3月的数据可能会进一步反应疫情的影响。并且, 海外扩散加剧造成部分企业停工停产, 其对全球产业链的冲击也会对我国进口形成扰动。

风险提示: 疫情持续影响工业生产、冲击中小企业现金流, 企业资本开支意愿持续受压制; 疫情在全球范围内扩散, 外贸受限, 部分产品产生涨价压力; 外需下行, 影响国内相关产业链。

一季度 GDP 增速下行压力较大，全面建成小康社会目标或侧重脱贫和就业

图表1： 3 月份经济数据预测表

指标	单位	2019				2020		
		Q1	Q2	Q3	Q4	M1	M2	M3 (预测)
规模以上工业增加值	当月同比, %	6.2	5.6	5	5.9	-	-13.5	-10 ~ -5
城镇调查失业率	当月值, %	5.3	5	5.2	5.2	-	6.2	6.1
城镇固定资产投资	累计同比, %	6.3	5.8	5.4	5.4	-	-24.5	-22
制造业投资	累计同比, %	4.6	3	2.5	3.1	-	-31.5	-30
房地产开发投资	累计同比, %	11.8	10.9	10.5	9.9	-	-16.3	-18
基建(不含电力)投资	累计同比, %	4.4	4.1	4.5	3.8	-	-30.3	-20
社会消费品零售总额	当月同比, %	8.4	8.7	8.6	7.8	-	-20.5	-8
出口 (人民币计价)	当月同比, %	6.7	5.6	3.9	4.2	-	-15.9	-14
进口 (人民币计价)	当月同比, %	1	2.8	-2.6	5.5	-	-2.4	-8
贸易差额 (美元计价)	当月值, 亿美元	729	1039	1177	1274	-	-71	150
CPI	当月同比, %	1.8	2.6	2.9	4.3	5.4	5.2	4.6
PPI	当月同比, %	0.2	0.5	-0.8	-1.2	0.1	-0.4	-1.6
新增人民币贷款	当月值, 亿元	58058	38600	39600	31913	33400	9057	27000
社会融资规模	当月值, 亿元	86058	60077	59970	49647	50619	8554	44000
M2	当月同比, %	8.3	8.5	8.2	8.4	8.4	8.8	8.9

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

1-2 月工业、固定资产投资、消费、失业率、工业企业利润等数据集中反映了当前宏观经济面临多方面的结构性冲击。3 月末公布的 PMI 数据回升到荣枯线以上，但 PMI 更多反映预期的环比改善，考虑各地工业、建筑产能尚未开满，内外需均有下行压力的现实，我们认为今年一季度疫情对经济增速的负面冲击幅度或明显超预期，一季度 GDP 增速下行压力较大。两会对全面建成小康社会提出的任务指标，可能更侧重脱贫和保就业，而弱化对 GDP 增速的数字目标。

一系列宏观和行业数据可以预见，疫情对全球经济增长可能产生较大冲击，甚至有导致全球进入一轮经济衰退周期的风险。截至 3 月底，海外新冠疫情进一步扩散，并实质性影响疫情爆发地的社会和经济活动。3 月 27 日，我国政治局会议指出可能存在境外疫情加速扩散、冲击全球经济的风险。如果未来疫情在海外蔓延速度较快、明显冲击主要经济体，尽管届时国内疫情或已基本平息，但不排除外需下行对我国经济形成负反馈，影响国内经济增速回升力度弱于预期的可能性。

统计局毛盛勇司长在 1-2 月经济数据答记者问会议上的表述：“下一步发力既要扩大有效投资，也要努力推动消费提质扩容，更好地在促进消费与扩大投资的结合点上发力”，我们认为，在境内疫情逐渐平复后，居民消费反弹可期；2020 专项债不得用于土储、棚改等方向，同时专项债可用于重大项目资本金的比例提升，未来基建投资反弹确定性较大；缓解房企资金压力的重点在于销售（回款）需有所改善，未来部分城市地产销售调控可能适当放松，但仍应坚守房住不炒的底线。

预计 3 月份工业增加值同比仍负增长

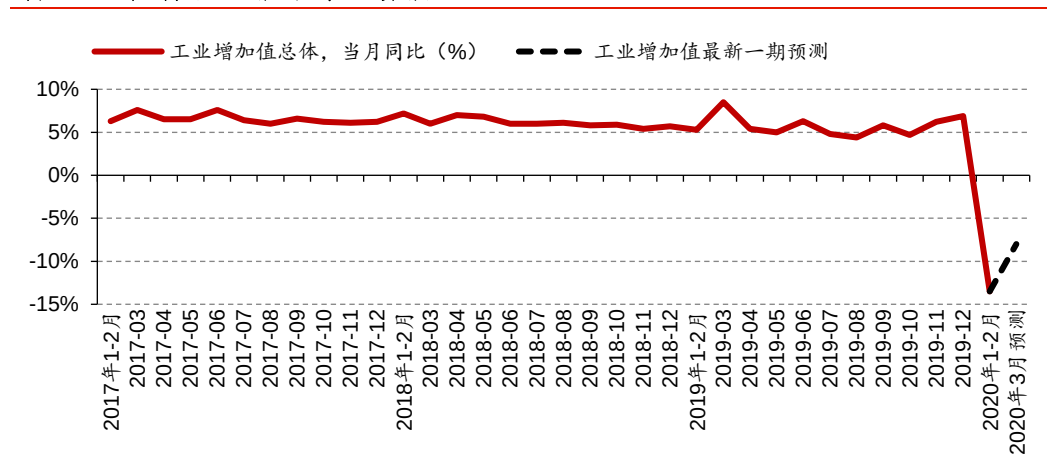
考虑去年 3 月的高基数，今年 3 月工业生产同比大概率仍负增长。预计 3 月工业增加值当月同比增速可能在 -10%~-5% 区间。今年 3 月份，6 大集团日均耗煤量环比较 2 月份回升幅度明显，但尚未回升到去年同期水平，同比仍负增长。发改委表示，全国各地重大项目在 3 月份已陆续开工，但我们认为施工强度短期可能未回升至正常水平。

在今年 2 月份的绝大部分时间，各地均对企业的复工复产、人员的跨省跨市流动采取了较为严格的审批防控措施，工业企业难以开动全部产能、复工生产。同时全社会需求普遍下滑，如交通运输需求骤减、公共场所活动和在外就餐消费趋于停滞。考虑各产业间的联动性，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。目前国内的新增疫情（不考虑境外输入）已基本平息，对企业恢复正常开工生产节奏是一大利好。

但未来一段时间，工业生产能否有效复苏仍取决于经济的系统性需求，这既包括内需也包括外需。疫情在全球范围内的扩散已经明确对多行业形成冲击，冲击主要体现在需求端的包括航运（航班停飞）、餐饮旅游、家电，对生产端和需求端同时造成冲击的包括汽车（工厂停产、需求变弱），手机，纺织服装等。这些受影响的行业中，多数都属于工业范畴，我国是纺织服装、手机、家电等行业的重要生产加工地。未来我们核心关注外需的下行，是否对我国出口产业链（纺织、手机加工等）造成二度冲击。

我们在 2019 年三季度，曾经基于对 2020 年政策托底力度可能较强的预期，预计库存周期将在 2020 上半年转入主动补库。今年 1-2 月份的疫情对工业销售端的影响幅度可能更大于生产端，造成存货短期被动积压，1-2 月工业存货同比较前值上行明显不是企业主动补库存造成的。工业企业盈利仍在探底，今年上半年的库存周期可能跟 2019 年下半年类似，继续处于被动去化阶段。需求转暖在前、生产回升在后，未来与基建、耐用品消费等相关的行业有望先进入补库存，但整体工业企业进入主动补库阶段的时点可能要更晚。

图表2： 预计 3 月份工业增加值同比仍负增长



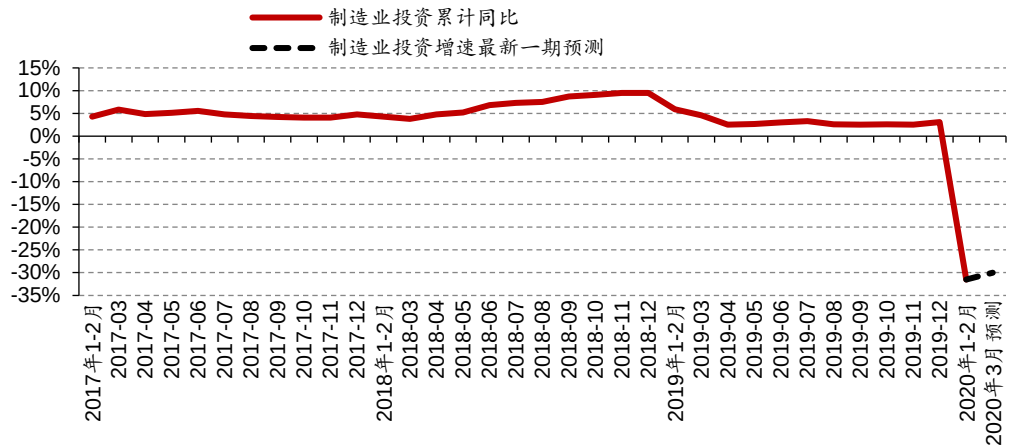
资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计基建增速或有反弹，地产/制造业投资增速仍处低位

1-2 月工业生产和投资数据超预期下行，基建、地产、制造业投资的下行各有其核心原因。基建在于建筑工地开工制约；地产在于销售和拿地萎缩，核心是资金来源受制；制造业最主要的原因在于企业主体对内外需的展望悲观。我们认为新冠疫情对制造业的冲击同时体现在开工生产和资本开支意愿两方面，且投资数据受影响的持续时间可能超过生产。

1-2 月工业企业产成品库存累计同比增速呈现上行，这不是企业在主动补库，而是因为销售的降幅比生产更大，造成了库存的被动积压。未来这一局面或将有所改善，但中小企业现金流继续趋紧是大概率事件，偿债压力、现金周转压力都可能加大。尽管国内经济和制造业生产可能从 3 月份开始环比反弹，但海外疫情不确定性仍较大，可能在未来两到三个季度内进一步冲击外需。我们认为至少在上半年，国内广大中小企业的工作重点可能是“求生存”，主动扩张资本开支的意愿较低。

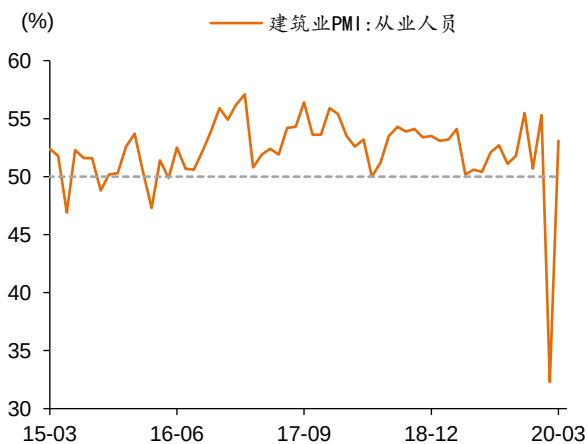
预计 1-3 月制造业投资累计同比在-30%左右，制造业投资承压仍然较大。我们认为，应对疫情对中小企业负面影响的政策首要发力点可能是货币政策、差异化的信贷支持政策，尤其首要防范大量企业资金链断裂可能引发的信用收缩风险。

图表3： 预计 1-3 月制造业投资累计同比在-30%左右

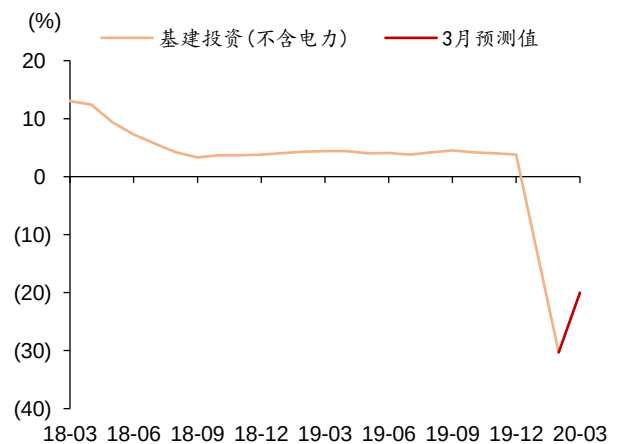
资料来源：Wind，华泰证券研究所

今年专项债在元旦过后大量发行，基建的前期资金准备相对充足，然而 1-2 月基建投资增速大幅跳水主要是由于建筑业员工返岗不足，项目无法开工推进。2 月底以来，中央多次强调要加快推进重大项目开工复工，各地方通过包车包列等方式“点对点”助力返岗，当月土木建筑业 PMI 跃升至 62.4%，意味着前置发行的专项债资金正加快形成实物工作量。但由于 3 月建筑业复工仍是渐进过程，即便已复工的工程项目也难以满产，客观约束了投资反弹力度，预计 3 月基建投资达到去年同期九成，对应 1-3 月累计同比收窄至-20%左右。

今年为了对冲疫情对内外需、产业链的冲击，基建投资是相对确定性的政策受益领域，预计全年累计增速呈现“逐月抬升”的走势，且相对于其他需求侧变量的回升斜率更为陡峭。从近期政治局会议提法看，专项债、特别国债、政策性金融可能在基建投资中发挥优势互补作用。首先，专项债是地方政府扩基建的主要抓手，331 国常会要求再抓紧下达一批专项债。但专项债对项目收益有要求，对接老旧小区改造、卫生公共设施等短板领域有难度，预计特别国债在公益性基建领域、在地方财力较弱、风险较高的贫困地区发挥更积极的作用。而政策性金融或积极提供配套贷款，放大财政杠杆。投向而言，旧基建体量大，注重稳需求和补短板，新基建符合高质量发展要求，助力传统产业转型升级，且有望带动制造业投资，发挥更大乘数作用。

图表4： 建筑业 PMI 从业人员

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 基建投资预测

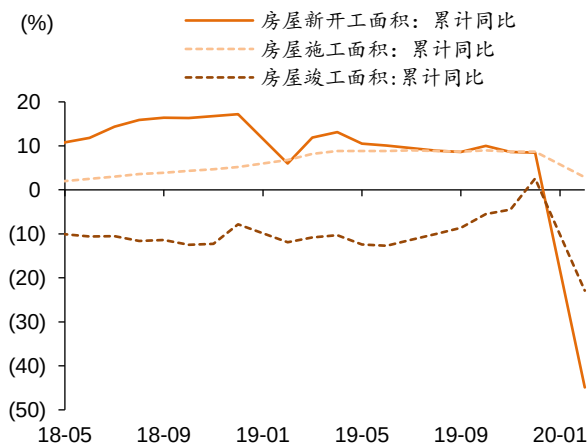
资料来源：Wind，华泰证券研究所

房地产投资与基建相仿，年初都存在建筑业复工不足的客观障碍，但土地价款支付的连续性、节前竣工提速导致了地产端的投资韧性相对较好。然而，因防疫导致楼市销售冻结，近期房企资金周转压力较大，去库存成为主要目标，前端拿地、开工的能力与意愿均偏弱。3 月份百城土地成交面积同比降幅达到 47%，较 2 月份进一步走扩了 23 个百分点。此外，多地政府出台延迟缴纳土地出让金的政策，可能会让地产投资的购置费分项进一步承压。**预计 3 月地产投资可能低位徘徊，1-3 月累计同比进一步回落至-18%左右。**

后续地产端投资的走向在于风险与政策的博弈。销售端的压力若不能及时缓解，后续房企与居民债务风险、房价下跌、房地产投资下滑有可能形成负面反馈。首先，房企库存被动积累，进而拿地、开工等前端投资的意愿受抑。其次，销售回款在房企资金来源中占比近半，这部分收缩将导致房企债务偿还压力加大，房企可能降价处理库存来缓解现金流压力，进而引发房价下跌与需求低迷的循环反馈。

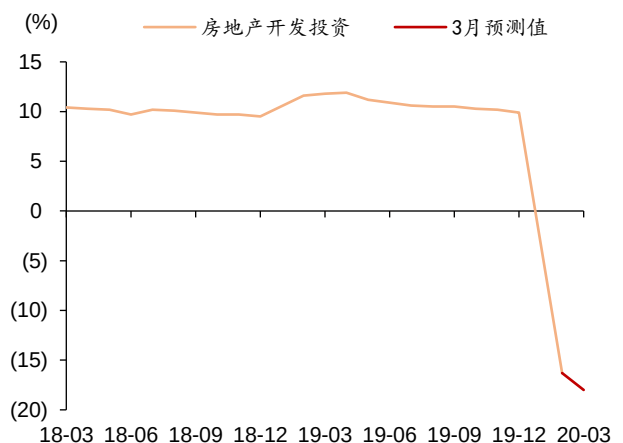
政策层面，供地政策率先调整。根据 2 月 23 日下午、24 日下午、28 日上午，自然资源部视频会议公告，盘活批而未供和闲置土地，按双口径要求合理增加住宅用地供应量。我们认为眼下房企现金流压力更为紧迫，房企融资政策有必要积极跟进，以防范触发房企的债务风险。更进一步，保证销售回款稳定才是化解风险的关键，而且要保适当的增长目标，仅靠基建投资难度仍较大，后续在房住不炒总基调不改的情况下，因城施策适当放松需求政策可能增多。此外，央行引导 LPR 下行过程中，房贷利率难免存在下行空间，有助于托底需求。我们认为，短期地产端向下风险较大，中期政策呵护可能增强，带来提振效果。

图表6： 房地产开发环节



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 房地产投资预测



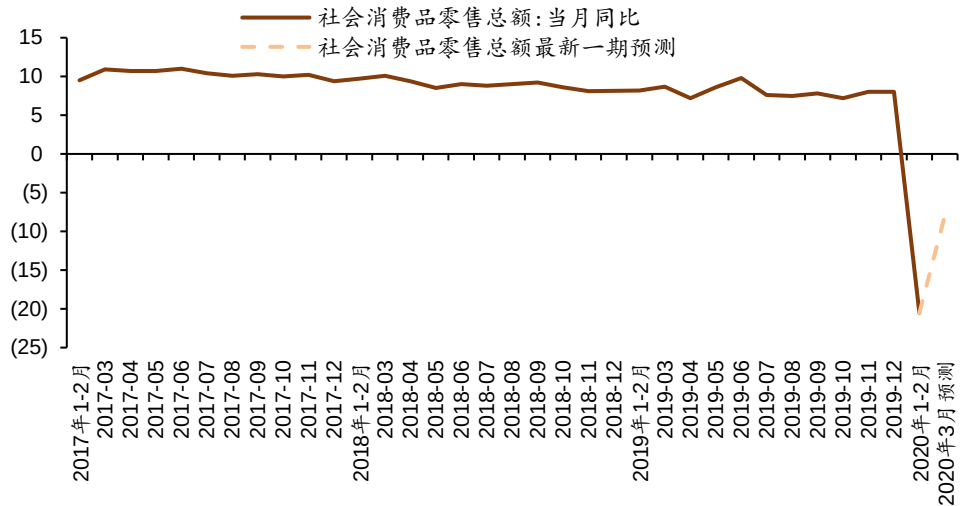
资料来源：Wind，华泰证券研究所

结合我们对各分项投资的预测，一季度整体固定资产投资增速预计在-22%左右。

预计 3 月社会消费品零售总额同比增速-8%

随着国内疫情基本得到控制，消费逐渐缓慢回升，但在“外防输入，内防反弹”的要求下，消费仍然无法完全放开拳脚，我们预计 3 月社会消费品零售总额同比增速-8%。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。但同时考虑到海外疫情加速演绎，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，我们预计 3 月社会消费品零售总额同比增速-8%，较前值出现回升，但与上年同期水平相比仍然显著回落。

图表8： 预计 3 月社会消费品零售总额同比增速-8%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从结构上来看，3 月份线上需求的持续释放与线下需求的有效回补是后疫情时期的“双支柱”。随着各部门活动逐渐恢复正常，居家隔离要求减弱，线下消费逐渐复苏。叠加消费习惯的养成助推线上消费需求持续发力，消费数据有望稳步回升。同时，前期受抑的可选消费也将迎来反弹，但我们仍需认识到损失的春节假期与消费高峰期不可逆，部分消费损失无可挽回。

消费政策整体加码对冲疫情影响，预计二季度社零增速有望走出负值区间。3 月 27 日，中共中央召开政治局会议，重点强调扩大居民消费，合理增加公共消费，启动实体商店消费，保持线上新型消费热度不减。各部委也陆续推出促消费政策助力受抑消费需求的释放，亮点有三。其一、3 月 28 日，发改委等 23 个部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，从供给侧促进市场扩容，从需求侧提升消费潜力，助力形成强大国内市场。其二、汽车刺激政策有望为整体消费托底。目前杭州、广州等地逐渐松绑汽车限购政策，宁波、江西等地陆续发放购车补贴，新能源汽车购置补贴和免征购置税政策将延长 2 年。其三、消费券成为当地促消费的新举措。消费券一方面能够直接拉动居民需求，补贴中低收入群体以保障其基本生活。另一方面也能够拉动相关行业，促进供给端复苏。我们认为，促消费是逆周期发力的确定性方向，预计疫情收尾之际各地消费刺激政策将逐步出台，实现从点到面的发力，消费需求有望进一步释放。

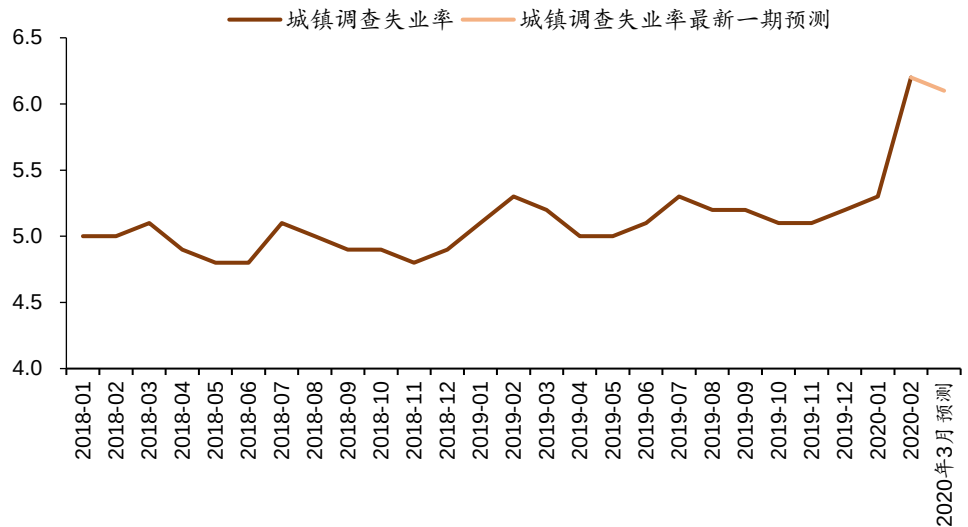
预计 3 月全国调查失业率仍处于 6.1% 高位，稳住就业仍是重中之重

3 月用工难的压力有所缓解，但是就业难的风险仍然存在，预计 3 月全国调查失业率为 6.1%，较 2 月下降 0.1 个百分点。我们认为，和 2 月相比，3 月的企业用工短板有所纾解，一方面是企业复工率提升与返岗政策助力，另一方面是国内疫情缓和，员工返岗意愿增强。但是企业损失的不可逆与用工需求的确定性下降决定了就业市场仍然承压。

其一、结构性失业问题突出。就业问题正在从短期的企业用工难，朝着居民就业难演化。这背后是企业订单消失、现金流枯竭引发的大面积停产甚至破产，尤其是“两头在外”的加工制造业、线下服务业压力较大。

其二、中小企业面临的现金流问题严峻。疫情导致市场需求萎缩与企业延后复工，企业的收入大幅下滑，但是房租、人力、利息等支出较为固定，中小企业面临资金流紧张的问题。

其三、毕业生和农民工等重点群体就业困难。境外输入病例的增加使得全国各地重启严格的限流与隔离措施，返工困难、春招延迟、就业岗位缩水等问题仍待政策修复。因此，目前就业形势依然面临较大挑战，预计 3 月调查失业率 6.1%，仍处于高位。

图表9： 预计 3 月全国调查失业率处于 6.1%高位

资料来源：Wind，华泰证券研究所

逆周期调节政策明确将稳就业摆在更加重要的位置。我们认为，随着经济活动逐渐恢复以及“稳就业”政策的持续发力，预计二季度起就业压力或将有所缓解。3月12日，总理在国常会上提及，“只要今年就业稳住了，经济增速高一点低一点都没什么了不起的”，稳就业被摆在了更加重要的位置。而稳就业和稳企业是一体两面的问题，没有一定的经济增速也无法缓解就业压力。终端需求不足，企业产品滞销继而缩减产能甚至破产，居民收入预期下降或失业，又会缩减开支，造成有效需求进一步收缩。进而从政策角度，虽然供给端减税降费、延期还本付息有助于减缓企业压力，但扩大有效需求才是治本之策，外需是短期向下的外生变量，加大促消费、扩基建力度有助于稳住就业。

人民币计价，预计 3 月份出口同比增速-14%，进口同比增速-8%

我们认为，新冠疫情对我国进出口的影响可大致分为三个阶段。第一阶段：我国供给端承压，春节假期延长、企业复工复产推迟、交通运输受到限制，经济活动停摆引发“出口供给”不足；第二阶段：国内疫情受控但海外疫情蔓延，全球总需求走弱替代国内生产供给恢复成为影响出口的核心因素；第三阶段：海外疫情大规模爆发，全球产业链供给受到制约，不仅是出口受到冲击，我国进口也受到较大影响。3月已实现从第一阶段向第二阶段的跨越，外需收缩、全球产业链断裂可能进一步冲击进出口。

预计 3 月出口当月同比增速按照人民币计价为-14%，美元计价为-18%，3 月份贸易顺差为 150 亿美元。3 月上旬随着企业逐步复工复产，供给恢复对出口的支撑或大于外需下滑对出口的拖累。但是进入到 3 月中下旬，海外需求急剧萎靡，给国内产业链的恢复带来更大挑战，企业面临的问题正在从防疫造成的复工难，转变为订单消失、复工也无法正常开工生产。继续向后看，外需成为中国经济第二季度的核心变量，新冠疫情的全球大流行将对出口成较大冲击。美欧疫情的集中爆发将导致中国的外需面临较大的压力，由此导致的外向型企业生存问题成为焦点。

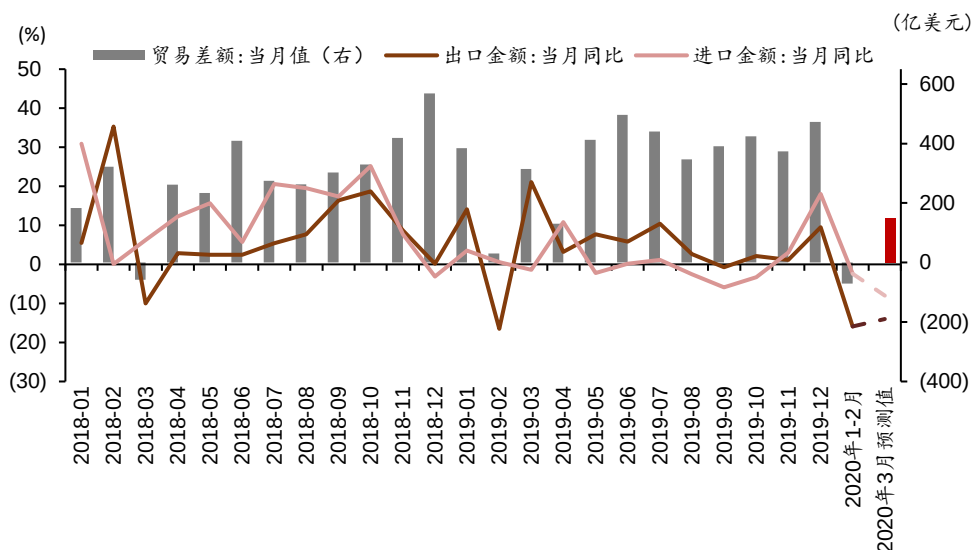
其一、国内疫情缓和带来国内产能恢复，但全球疫情扩散导致海外“需求坍塌”。疫情爆发使得全球多个国家开始限制人员、货物的流动，“锁国”的状态会对出口形成持续的冲击。部分依赖于海外市场的行业和企业将陷入“供大于求”局面，从而导致产品价格下跌，企业的复工不仅难以带来利润的修复，反而会积累库存并且占用现金流。

其二、海外疫情的持续时间存在较大的不确定性。由于各国疫情蔓延处在不同阶段，全球物理隔离的方式将拉长防疫战线。中国从疫情爆发到接近收尾花费了至少 2 个月，而海外更多采取有限传播而不是严格隔离的防控措施，难以在短期内取得类似中国的抗疫成果。另外，欧美地区对口罩防护的排斥心理也导致疫情扩散期拐点迟迟无法确认，从而可能延长疫情的持续时间。

其三、股市大幅波动，经济下行压力加大。3 月全球股市连环下跌陷入流动性危机，股市暴跌引发私人财富的缩水和预期收入的减少将直接抑制消费。企业资产负债表同样受到冲击，实体经济资金链承压。综合来看，全球总需求的回落使得我国二季度出口承受较大的压力。

预计 3 月进口当月同比增速按照人民币计价为-8%，美元计价为-12%。1-2 月疫情集中爆发在我国境内，进口受到的运输限制和检疫措施明显小于出口，叠加大宗商品装船期和重点消费品增长，我国进口保持一定韧性。但我们认为，3 月的进口数据或有所承压，由于 1-2 月进口大多数是由前期订单决定，所以内需下滑对进口的冲击可能会有一定的时滞，叠加复工是个渐进的过程，3 月的数据可能会进一步反应疫情的影响。并且，海外扩散加剧造成部分企业停工停产，其对全球产业链的冲击也会对我国进口形成扰动。

图表10：人民币计价，预计 3 月份出口同比增速-14%，进口同比增速-8%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计 3 月 CPI 同比+4.6%· PPI 同比-1.6%

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_6069

