



东兴证券
DONGXING SECURITIES

海外疫情冲击下逆周期调控再加码

——新冠疫情系列专题报告

2020年03月30日

宏观经济 深度报告

分析师	王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070003
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	

投资摘要：

国内生产需求全面恢复仍需时日。当前疫情防控仍未放松，1-2月经济增长数据低于预期，当前工业生产稳步推进，但距离全面恢复仍存在阻碍；首先海外疫情扩散或将拖累外贸依赖度行业及产业链预期及生产，其次中小企业受疫情冲击大，复工率相对较低，仍需财政货币政策落地帮助度过难关；从需求看疫情防控不放松，餐饮娱乐、商贸零售等消费难以恢复或反弹，汽车等可选消费受收入下滑或将持续低迷，投资端制造业投资具有顺周期性，房地产销售低迷拖累地产投资增长，投资需依赖财政扩张拉动基建建设增长，新基建和旧基建补短板或成为发力方向；短期内受海外疫情扩散影响进出口将持续低迷，难以拉动经济增速。国内生产需求全面恢复或需更多财政政策支撑。

海外疫情扩散拖累出口企业及制造产业链。受新冠疫情影响，3月已公布的日欧制造业PMI下滑幅度较大。对外贸易运输时间长，企业库存多，因此外需疲弱对进出口企业生产和收入的影响将在2季度进一步显现；当前日韩疫情初步可控，欧美疫情进入爆发期，更多国家或将陆续进入爆发期，在各国疫情得到有效控制前，生产贸易持续受影响，进出口将持续低迷。**失业风险或将持续扩散。**1-2月城镇调查失业率上升0.9个百分点，就业为滞后变量，经济触底后失业率难以快速回调，3月以“失业”、“倒闭”为关键词的百度搜索指数攀新高，BCI用工成本前瞻指数下滑，在劳动力供应刚性的前提下，这可能意味着劳动力需求继续收缩。当前仍需财政政策对冲部分失业风险，以减少失业对经济恢复的拖累。

财政发力“稳投资、扩消费、稳就业”。327政治局会议定调积极的财政政策，提出可适当提高赤字率，发行国债及扩大专项债发行规模来应对经济冲击。财政收支具有顺周期性，经济下行期财政收入收缩，支出扩张，GDP增速降低，适度提高赤字率可保证逆周期调整力度。历史上国内曾发行过2次特别国债，分别用于补充四大行资本金，管理外汇储备，成立中投公司。发行方式上货币政策加以配合，减少特别国债发行对流动性及利率的冲击。预计此次特别国债发行规模或超1万亿；两会后财政政策具体措施或将落地，预计财政将发力“稳投资、扩消费、稳就业”；基建投资仍是当前逆周期调控的主要抓手，监管层近期要求专项债不得用于土储、棚改及房地产领域，为基建投资腾挪足额资金，“新基建”和“旧基建补短板”或成为主要方向，考虑到大规模基建刺激容易产生产能过剩、投资回报率较低、杠杆过高等问题，基建投资强刺激或难以出现。近几年消费成为经济增长的主要拉动力，疫情对餐饮娱乐、商贸零售、可选消费等冲击最大，财政或通过增加公共消费、发放消费券、汽车刺激等政策扩大消费。同时稳就业需财政发力，减少企业倒闭、增加劳动需求，维持就业市场平稳。

货币政策结构性放量与降成本相结合。财政政策落地仍需边际宽松的货币政策支持；适量的流动性、较低的利率环境、稳定的价格可增加企业、个人等经济主体信心和支出，助力经济反弹。2月以来央行通过专项再贷款、再贷款和再贴现政策陆续支持企业信贷约8000亿，降息、定向降准陆续落地，预计货币政策继续通过宏观审慎调控等多渠道结构性放量，同时降低实体融资成本，具体措施或将相机抉择落地，不排除降低存款基准利率减少银行息差压力以调降LPR利率的可能性。

风险提示：海外疫情发展不及预期，国内经济复苏不及预期

目 录

1. 海外疫情加大经济恢复不确定性	3
1.1 生产需求全面恢复仍需时日	3
1.2 海外疫情扩散拖累出口及制造产业链	3
1.3 失业压力较大	4
2. 稳增长仍需积极的宏观调控政策	5
2.1 财政发力“稳投资、扩消费、稳就业”	5
2.2 货币政策结构性放量与降成本相结合	6
3. 风险提示	7
4. 相关报告汇总	8

插图目录

图 1： 3月欧元区和日本制造业 PMI 下滑	4
图 2： 中国、美国、德国处于全球价值链核心位置	4
图 3： 3月以来“失业”、“倒闭”等关键词百度指数明显攀升	5
图 4： 2009年消费券对刺激社零增速回升发挥了一定的作用	6

表格目录

未找到图形项目表。

1. 海外疫情加大经济恢复不确定性

1.1 生产需求全面恢复仍需时日

1、2 月经济增长数据、PMI 均低于预期，源于疫情防控措施的严格执行，企业生产、居民生活被打乱，供给需求大幅收缩，餐饮娱乐消费下滑幅度高达 40%。从高频数据看人力、要素流动仍未完全恢复，物流恢复至历史同期 80%左右。虽然国内疫情已经得到有效控制，但在海外疫情扩散、输入性病例持续增加的情况下，疫情防控工作不能放松，年内经济恢复或需更长时间，反弹幅度略低于预期。

工业生产逐步恢复：人流物流管控、需求缩减、现金流承压是 1-2 月疫情期间工业生产下滑的主要原因；3 月以来工业生产正在逐渐恢复；企业复工率回升，最近一周（3.23-3.27）高炉开工率已恢复至春节前 98% 水平，6 大发电集团日均耗煤量恢复至去年同期 84%水平，3 月以来其环比增速持续为正。

但生产恢复仍存阻碍。预计 2-3 季度外需持续疲弱，新出口订单预期大幅降低，或将继续拖累出口制造业企业生产，影响工业生产复苏进度；疫情对中小企业及民营企业生产冲击更大，1-2 月工业增加值增长中，国企及国有控股公司大于股份制企业，私营企业工业增加值增速下滑幅度最大，为-20.2%，从不同企业制造业 PMI 的数值也可验证这一结论，中小企业生存困难，亦放慢了工业生产恢复的步伐。海外原油价格暴跌，低油价挤压石油产业链企业利润空间，也对工业生产造成一定冲击。

总需求低迷，仍需财政政策发力：消费具有顺周期性，在居民收入不确定性增大或减少的情况下，消费增速回归到疫情前水平需要一定时间；反弹性消费可能出现，但对社零及经济增长拉动有限；受房地产销售低迷影响，下游相关消费也会受到拖累。近几年消费对 GDP 增长的贡献最大，2019 年 12 月最终消费支出对 GDP 同比贡献率接近 60%；财政政策发力稳消费将有助于经济增速回升，各地陆续推出消费券、汽车鼓励政策，或将拉动消费增长反弹。

基建投资加大逆周期调节力度：制造业投资顺周期性较为明显，在外需疲弱、内需仍未恢复的前提下，制造业投资增速将持续低迷；1-2 月房地产销售下滑幅度低于新开工面积，销售恢复幅度、节奏或不及预期，继续拖累房地产投资；1-2 月新开工面积增速为-45%，3 月土地成交面积（截止 29 号）远低于 2 月及去年同期；房地产投资增长能否恢复至疫情前水平仍存在较大的不确定性；在房住不炒前提下，投资增长需依赖基建发挥逆周期调节力度。

海外疫情发展，出口将持续低迷：海外疫情扩散仍未迎来显著拐点，尤其是美国每日新增病例未见拐点；海外疫情防控措施力度较弱，疫情对经济活动影响可能在 2 季度末才能逐渐消除；3 月日欧制造业 PMI 指数均大幅下滑，预计 2、3 季度新出口订单下滑，持续影响出口增长；各国财政货币刺激政策落地或能对冲部分疫情对需求的冲击。

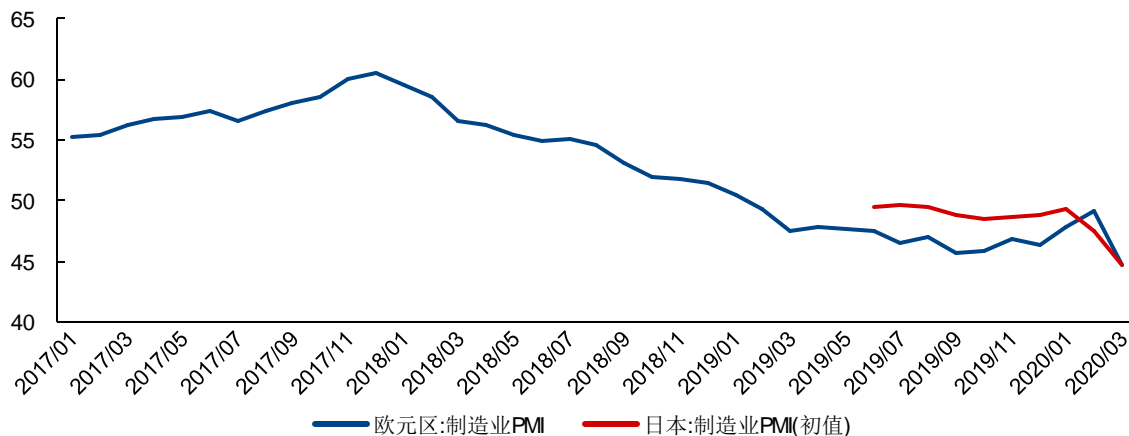
CPI 回落，PPI 通缩压力较大：3 月以来猪肉价格稳步回落，未来猪价对 CPI 拉动将逐渐减少；海外原油价格下跌对国内原油相关行业影响逐渐显现。需求恢复缓慢，叠加原油价格下跌，物价指数通缩压力大。基建项目开工缓解 PPI 下行压力，随着 4 季度国内外需求逐渐恢复，PPI 或迎来拐点。

从经济基本面看国内宏观政策调控面临较大压力和考验。过度依赖财政刺激基建投资，容易造成经济结构扭曲，资源错配，投资回报率降低等系列问题。政策思路或转化为“稳投资、扩消费、稳就业”等多举措促进经济恢复与增长，年内经济增长可能需要更长的时间恢复至疫情前水平。

1.2 海外疫情扩散拖累出口及制造产业链

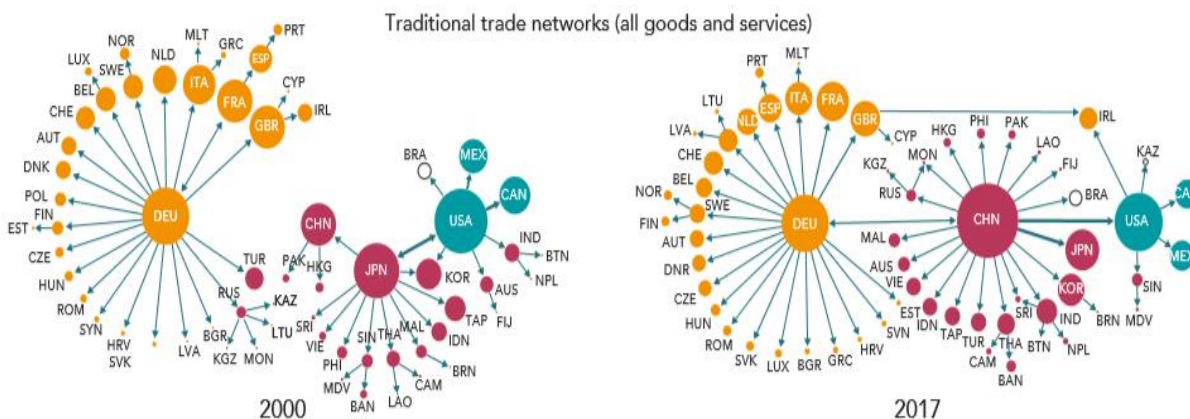
由于运输时间较长、企业库存缓冲，从外需疲弱到出口订单下降，再到出口企业生产下滑和收入降低存在时滞，海外生产停滞对海外中间产品进口依赖度较高的行业复工复产也带来一定的挑战。美国和欧洲疫情正处于疫情扩散期，距离生产、生活完全回归常态仍需时日，3月已公布的日本和欧洲制造业 PMI 指数下滑，除暂时可控的日韩，处于爆发期的欧美国家，未来可能有更多的国家疫情进入爆发阶段，预计 2 季度外部需求供给对出口和产业链的冲击进一步显现，影响何时消除还需观察全球疫情拐点的出现。

图1：3月欧元区和日本制造业 PMI 下滑



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：中国、美国、德国处于全球价值链核心位置



资料来源：Bo Meng, Zhi Wang 《recent patterns of global production and GVC participation》东兴证券研究所

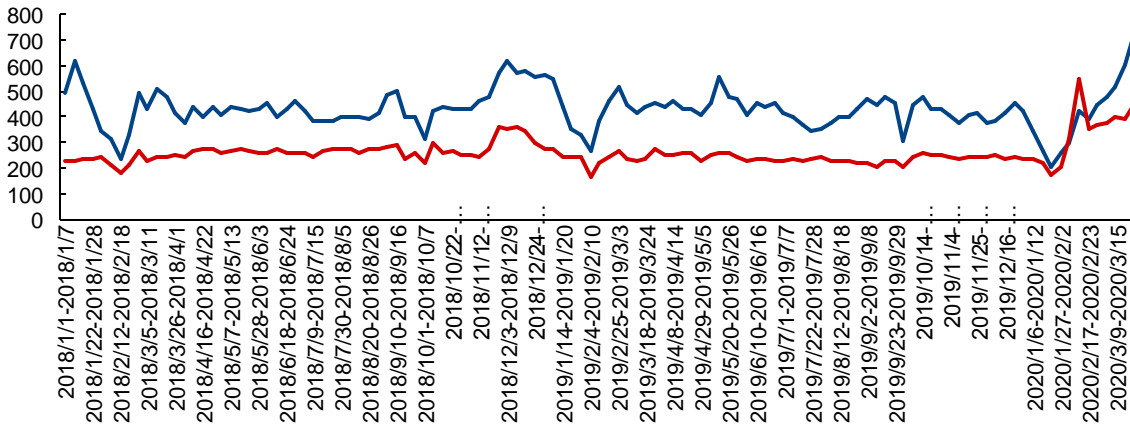
注：其中圆形大小代表国家总出口规模，箭头方向代表出口方向，箭头粗细代表对应国家出口贸易规模

1.3 失业压力仍大

就业形势依然较为严峻。2月城镇调查失业率6.2%，环比提高0.9个百分点，疫情冲击劳动力市场需求，造成一定程度的周期性失业；3月失业情况大概率继续恶化，以“失业”、“倒闭”为关键词的百度搜索指数明显上升，位于近两年最高值水平；1月、2月、3月BCI（样本为民营中小企业）用工成本前瞻指数分别为

84.7, 69.6, 63.18；在劳动力供应刚性的前提下，用工成本下降或主要源于经济下行，用工需求下滑。预计3月城镇调查失业率难以看到明显降低。

图3：3月以来“失业”、“倒闭”等关键词百度指数明显攀升



资料来源：东兴证券研究所

复工稳步推进有助于缓解失业压力。规上企业复工率已超 90%，重大投资项目复工率达到 89%，但中小企业复工率仅达 71.7%。稳步推进复工复产有助于缓解劳动力市场需求收缩压力，防止居民资产负债表进一步恶化，减少失业对经济增长的负向反馈。

2. 稳增长仍需积极的宏观调控政策

2.1 财政发力“稳投资、扩消费、稳就业”

与由需求供给失衡引发的经济衰退不同，疫情对经济的冲击更多表现为需求供给的短暂停滞，因此减少经济停摆时长、发挥财政政策支撑作用能帮助经济恢复至常态，防止失业风险扩散，3月27日政治局会议定调宽松财政政策，即通过提高赤字率、发行特别国债和扩大专项债规模等路径扩充财政资金来源，为托底经济准备好“弹药库”。

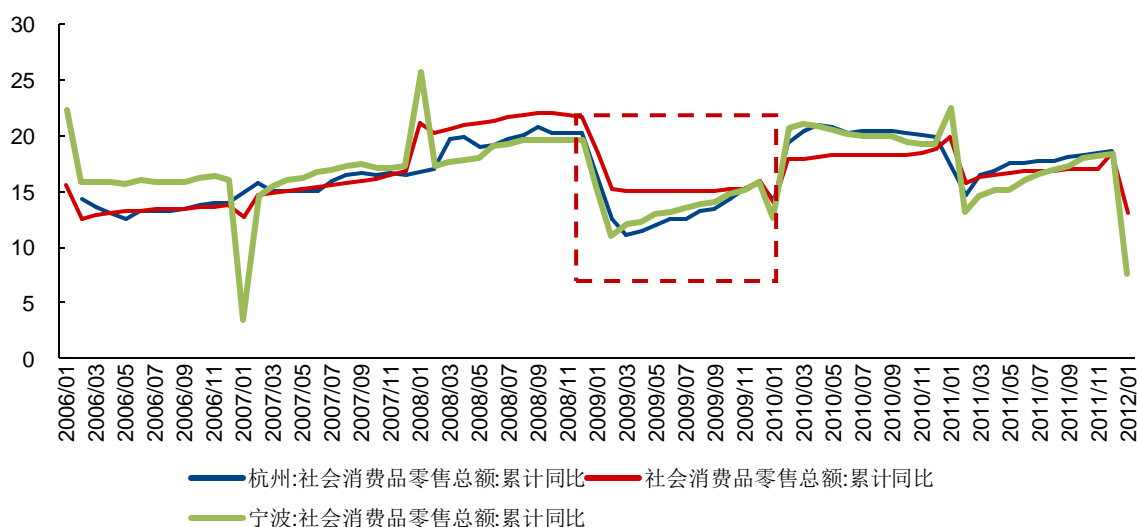
预计赤字率或提高至 3.5%： 财政收支具有顺周期性，经济下行期企业收入减少，税收收入受影响，1-2月全国一般公共预算收入同比下降 9.9%，与此同时财政支出则具有刚性，经济下行期财政支出扩大，而 GDP 增长或不及预期，因此提高财政赤字率能更好的发挥财政逆周期调节作用，对冲经济下行风险。

发行特别国债补充财政资金： 特别国债不计入财政赤字，历史上国内分别在 1998 年、2007 年和 2017 年发行过特别国债，其中前两次资金用于为四大行和中投公司注资，17 年则为到期特别国债续作。发行规模分别为 2700 亿、1.55 万亿，发行方式上货币政策配合特别国债发行，减少国债大额发行对市场流动性和利率的冲击。

财政政策将着力于“稳基建、稳就业；稳消费”托底经济； 房地产投资、制造业投资均面临较大的增长压力，以政府为主导的基建投资可有效发挥逆周期调节作用，稳定投资增长；近期监管部门发文要求 2020 年全年新增专项债均不得用于土储、棚改、房地产领域，有助于发挥专项债对基建投资的拉动作用，预计政策将着力于基建补短板和新基建，前者包括城镇老旧小区改造、冷链物流、医疗基础设施完善等领域。但考虑到大规模基建建设的投资回报低，易产生产能过剩、杠杆攀升等问题，强刺激的基建投资或难以出现。

消费对 GDP 同比增长的贡献率越来越大，2019 年 4 季度最终消费支出对 GDP 累计同比的拉动达 3.52%，而此次疫情对许多餐饮娱乐、商贸零售、旅游酒店等行业小微企业冲击最大，**刺激消费能够加快经济运行回归常态、托底经济增长**；3 月 27 日政治局会议亦提出“扩大居民消费、适当增加公共消费”，因此我们认为财政政策可能通过扩大公共消费支出、推行消费券、汽车刺激政策等多举措刺激消费，疫情暴露国内医疗短板，财政或增加卫生防疫相关支出；南京、杭州等部分城市已开始发放消费券，预计更多城市将推行消费券以刺激居民消费。2009 年 1-5 月杭州曾发放接近 9 亿消费券以应对因外贸收缩、收入下滑导致的消费低迷，宁波 GDP 绝对规模与杭州接近，拥有较为相似的外贸结构，对比两城市 2009 年社零增速，2009 年杭州社零增速斜率更高，恢复更快；从结果看发券对稳消费起到了一定的作用。汽车消费是可选消费的重要组成部分，其相关产业链长，需求端快速恢复有助于全产业链稳定。长沙、广州等地陆续推出汽车刺激政策，包括减少汽车消费限制，增加购车补贴等。

图4：2009 年消费券对刺激社零增速回升发挥了一定的作用



资料来源：wind，东兴证券研究所

失业风险扩散易引发经济长时间衰退，稳就业意义重大。疫情期间监管层推出阶段性减税降费、免征小规模纳税人增值税等政策旨在缓解中小企业现金流压力，减少可能出现的失业风险。据统计，2 月份共为企业减免养老、失业、工伤三项社保费单位缴费总共 1239 亿元，预计 2-6 月份减免额度将超过 5000 亿元以上；政策从企业、劳动者、扩大岗位需求等角度发力缓解就业难题。在经济完全恢复前，失业压力难以一时消除，财政政策支持的相关减税降费、优惠贷款政策或将持续支持中小微企业；此外政府投资对就业的影响率不高，解决就业仍需要依靠社会总投资的增加，即在政府宏观经济政策的刺激下充分拓展民间投资领域和投资数量，以创造更多的就业机会¹。

2.2 货币政策结构性放量与降成本相结合

经济实际产出回归潜在产出水平，需要财政政策落地拉动需求回升，同时也需要货币政策配合为实体经济提供适量的流动性。较低的利率环境、适量的流动性以及稳定的价格有利于优化企业个人资产负债表，稳定信心与预期，增加经济主体支出意愿，直至经济增速回升。

¹ 徐海霞 2011

疫情发生以来货币政策维持边际宽松；央行 3000 亿防疫专项再贷款已发放超 2000 亿，5000 亿再贷款、再贴现贷款已发放 1300 亿，调降 LPR 利率改善企业成本，定向降准释放 5500 亿资金；3 月 BCI 企业融资环境指数上升，由 39 上升为 45，企业融资环境逐渐改善；预计未来货币政策将通过结构性放量结合降成本继续支持经济恢复，结构上或结合宏观审慎调控引导信贷资源向中小企业、民营企业、产业链核心企业倾斜，优化信贷结构；继续调降 LPR 和贷款利率，让利实体经济，必要时可能通过降低存款基准利率，减少银行成本端压力，引导 LPR 下行；央行或根据基本面变化相机抉择推出政策工具配合经济恢复。

3. 风险提示

海外疫情发展不及预期，国内经济复苏不及预期

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_6194

