

特别时期的扩内需

——宏观经济周度观察

投资周报

全面建成小康社会、十三五规划与三大攻坚战收官之年遭遇疫情巨大的外生冲击，中国外需回落压力可能比过去任何时候都大，此时企业能活下去是最重要的，需要政府及时出台扩内需刺激政策。本次扩内需面临历史上最大的挑战，不仅要完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务，还要面临外需的巨大缺口、居民与企业债务高企压缩政策空间、每次刺激的效果边际减弱等约束。我们认为基建、消费与房地产将是本次扩内需的三条主线：

(1) 以内需补外需，基建投资是首选，新老基建齐头并进。基建投资见效快、容易实施，一直以来都是以内需补外需的首选。和国际上中等发达国家进行对比，我国人均铁路里程等指标仍有较大差距，我国传统基建理论上仍有提升空间。新基建虽然体量不大，但最大的意义在于供给侧做加法，提升经济供给能力，同时撬动上下游其他行业投资规模。此外，一些补短板、惠民生的“类新基建”也有发展空间，例如本次疫情就暴露了公共卫生体系建设的缺陷。

(2) 加快释放国内市场需求，扩大居民消费，汽车、家电等可选消费是关键。尽管国内疫情改善，但由于短期消费者仍心有余悸，汽车等可选消费恢复得比较缓慢。汽车零售额在限额以上企业零售额中占比接近30%，汽车行业涉及上下游的产业链众多，因此历次刺激消费政策少不了汽车。近期部分地区已经出台刺激汽车消费的相关政策，包括以旧换新、增加购车指标、购车补贴、放松限行、让利销售等。从促进消费回补与提高增量需求的角度来看，刺激家电、家具消费有必要且相对容易实施（顺地产竣工周期）。

(3) 房地产可能是扩内需的第三条主线。不同经济增长目标对应的政策力度与方向是不同的，过去房地产稳增长逻辑就是：不仅房地产本身带动几十个行业，带动投资与消费，更为重要的是社会资金都是通过房地产平台进入地方政府的财政，以地价为基础的资产负债表扩张。回顾“四万亿”时期，最重要的不是“四万亿”本身也不是基建，而是“四万亿”推出后信用急剧扩张，2009年新增信贷规模较2008年增长4.67万亿元，信用扩张带来房地产市场复苏，土地溢价率、房价增速、房地产投资增速触底回升，房地产复苏带动其他行业复苏，经济增速是跟随房地产投资增速触底回升的。在一季度国内经济大概率负增长、海外大概率将出现严重衰退的情况下仍然强调全面建设小康目标，可见政策的决心之大。我们认为房地产调控有条件放松，房地产将是扩内需的第三条主线。

● **风险提示：海外疫情全面扩散；政策不及预期**

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：如何理解当前形势下的消费

2020-3-21

宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选

2020-3-8

宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪

2020-02-23

宏观报告：疫情推动“强美元”

2020-2-16

宏观报告：产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

宏观报告：三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化

2019-12-15

目 录

1、 特别时期的扩内需.....	3
1.1、 本次扩内需的背景	3
1.2、 扩内需的三条主线	6
2、 海外市场流动性观察.....	10
3、 国内高频数据观察.....	11
3.1、 生产指标普遍回升	11
3.2、 商品房销量改善	12
3.3、 猪肉、蔬菜、原油价格下降	12
3.4、 货币市场利率上升	13
3.5、 美元指数回落，人民币贬值	14

图表目录

图 1: 工业增加值同比增速断崖式下跌.....	3
图 2: 3 月工业增加值基数偏高	4
图 3: 美国 ISM 制造业 PMI 或将急剧回落.....	4
图 4: 美国经济政策不确定性指数创历史新高	5
图 5: 次贷危机以来中国三大部门杠杆率上升	6
图 6: 中国人均铁路里程与国际上中等发达国家相比有较大差距	7
图 7: 汽车零售额在限额以上企业零售额中占比接近 30%.....	7
图 8: 2009 年经济增速跟随房地产投资增速触底回升	9
图 9: 2009 年新增信贷规模较 2008 年增长 4.67 万亿元	9
图 10: 2009 年初土地溢价率与房价同比增速触底回升	10
图 11: TED 利差上升速度趋缓	10
图 12: VIX 高位回落.....	10
图 13: 铜金比创历史新低.....	11
图 14: 美国高收益债利差高位回落	11
图 15: 发电耗煤量回升（万吨）	11
图 16: 汽车全钢胎和半钢胎开工率回升（%）	12
图 17: 一、三线城市商品房销量同比降幅收窄（%）	12
图 18: 猪肉价格下跌.....	13
图 19: 原油价格下跌（美元/桶）	13
图 20: 美元指数上涨.....	14
图 21: 人民币汇率贬值.....	14
表 1: 近期部分汽车消费刺激政策梳理	8
表 2: 央行公开市场操作（2020.3.23-2020.3.27）	13

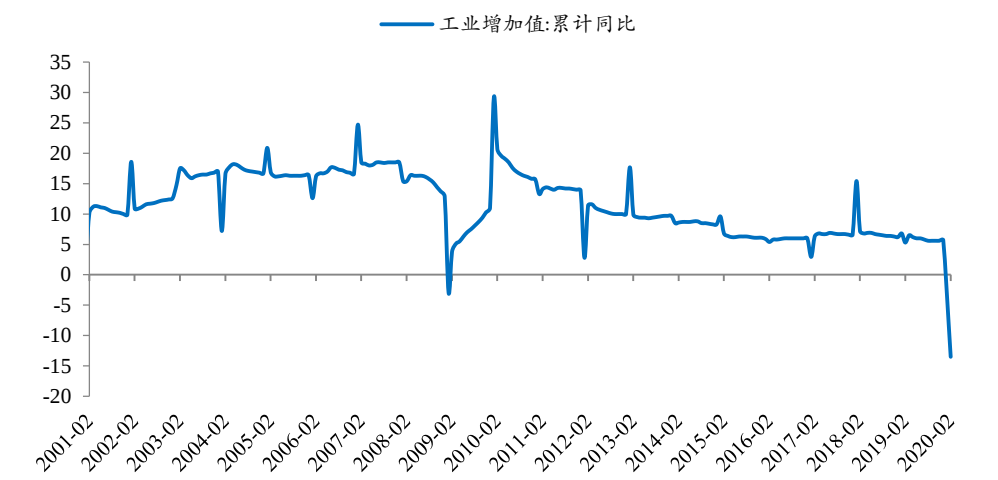
1、特别时期的扩内需

全面建成小康社会、十三五规划与三大攻坚战收官之年遭遇疫情巨大的外生冲击，国内一季度经济大概率负增长，而海外经济或迎来史上最严重、速度最快的衰退，中国外需回落压力可能比过去任何时候都大，此时企业能活下去是最重要的，需要政府及时出台扩内需刺激政策。本次扩内需面临历史上最大的挑战，不仅要完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务，还要面临外需的巨大缺口、居民与企业债务高企压缩政策空间、每次刺激的效果边际减弱等约束。我们认为基建、消费与房地产将是本次扩内需的三条主线。

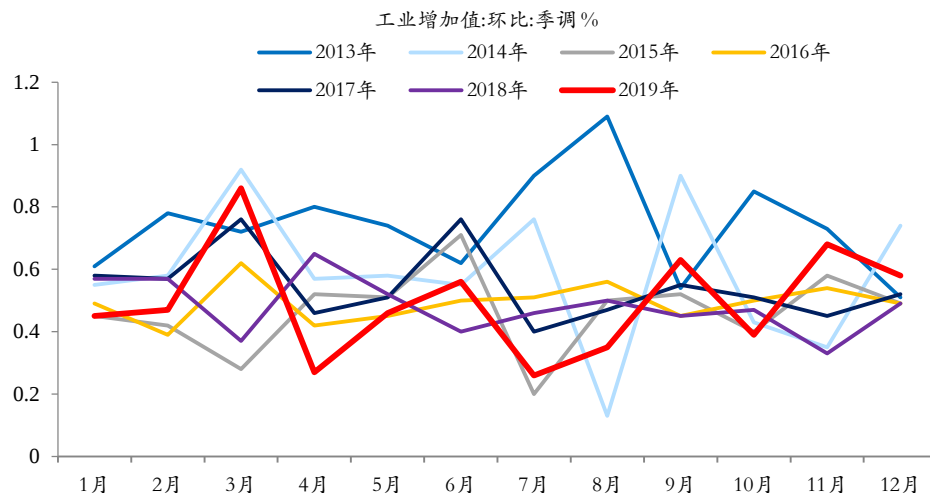
1.1、本次扩内需的背景

全面建成小康社会、十三五规划与三大攻坚战收官之年遭遇疫情巨大的外生冲击。2020年是全面建成小康社会、十三五规划与三大攻坚战收官之年，意义重大，近期召开的政治局会议再次提到“努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”，而完成小康社会翻一番的经济目标，2020年实际GDP增速要达到5.6%左右。与此同时，2020年全球遭遇疫情的巨大冲击，中国虽然率先控制住疫情扩散，但代价是2月经济处于“半停摆”状态，3月经济数据环比改善但在高基数下同比或继续负增长，因此一季度经济大概率负增长，而要完成翻一番的经济目标，剩下三个季度需要将经济增速拉到潜在经济增速之上。

图1：工业增加值同比增速断崖式下跌

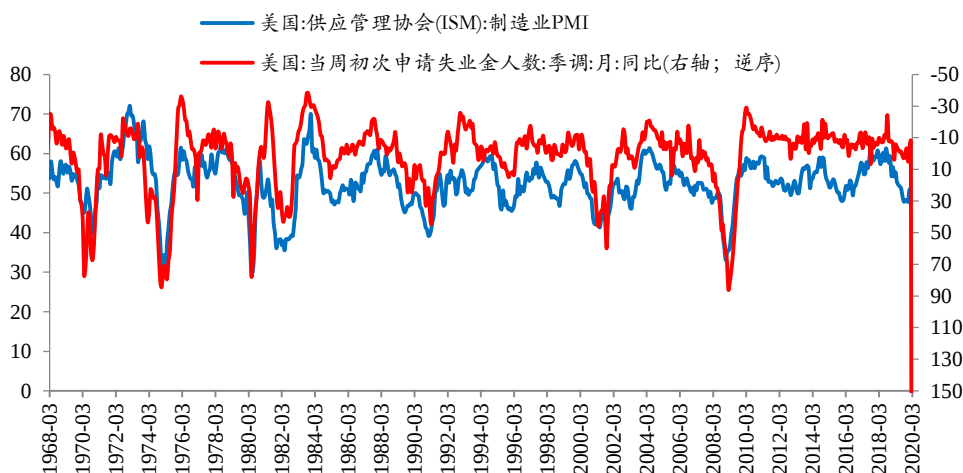


资料来源：Wind，新时代证券研究所

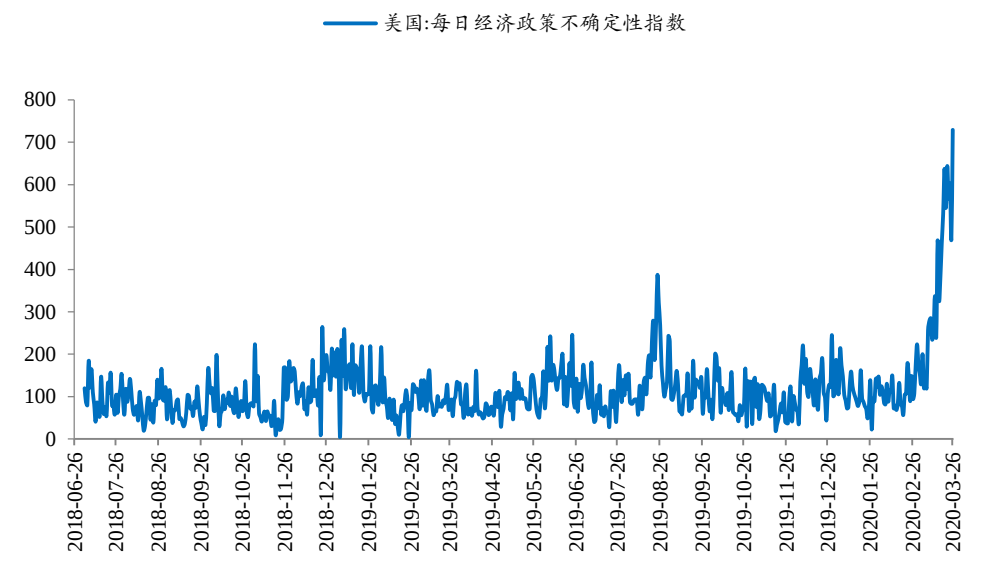
图2：3月工业增加值基数偏高

资料来源：Wind，新时代证券研究所

海外经济或迎来史上最严重、速度最快的衰退，中国外需回落压力可能比过去任何时候都大。海外疫情愈演愈烈，海外经济接下来出现衰退成为市场共识，问题只是在于衰退的程度与持续时间。自疫情爆发以来，市场纷纷将历史与现在作对比，起初是对比2003年、1997年，随着美股史诗级暴跌，又开始对比2008年、1987年，而随着海外疫情的进一步蔓延迫使越来越多国家采用封城等隔离措施后，对比1929年的越来越多。当前情况与历史上某些片段类似，但又不完全可比，比如这次美国出台刺激政策的速度比金融危机和大萧条时期都要快。与历次衰退、危机不同之处在于，疫情是一次强大的外生冲击，迫使经济处于“半停摆”状态，2月中国经济数据创新低、3月海外各国综合PMI断崖式下跌、铜金比持续创历史新低、3月21日当周美国初请失业金人数创历史新高、3月26日美国经济政策不确定性指数创历史新高等极端数据都反映出疫情对经济杀伤力之大，接下来海外经济可能迎来史上最严重的、速度最快的衰退，中国外需回落压力可能比过去任何时候都大，这种情况下，企业能活下去是最重要的，这时候需要政府及时出台刺激政策，1990年后日本的经验告诉我们，需求低迷情况下，市场出清有时是个漫长的过程，最终需求可能影响到长期增长趋势，经济呈现“长期停滞”。

图3：美国ISM制造业PMI或将急剧回落

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 美国经济政策不确定性指数创历史新高

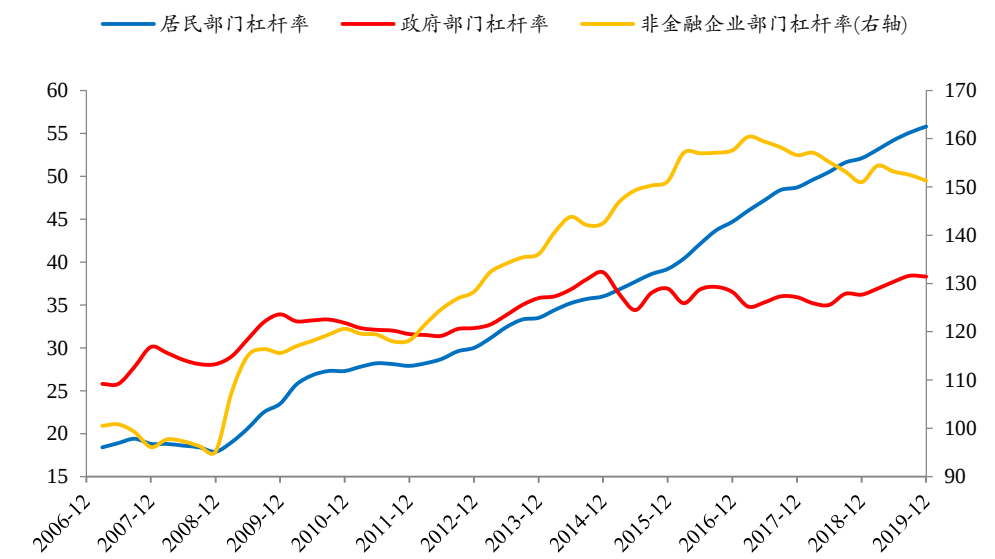
资料来源：Wind，新时代证券研究所

经过过去几轮扩内需政策的刺激，居民与企业债务高企压缩政策空间，每次刺激的效果边际减弱。次贷危机后，我国经历三次加杠杆，经济增速也短暂回升，但最终会回落，每次刺激对经济的促进作用在边际减弱，同时居民与企业债务大幅攀升，出于防风险考虑，近年来政策都是采取宏观审慎的原则。

第一次加杠杆：2009-2010年，政府四万亿刺激后，信贷大幅扩张，基建、房地产、制造业投资增速相继回升，企业部门融资规模显著上升，非金融企业部门杠杆率从2008年末的96.3%飙升至2010年二季度末的121.9%，制造业、房地产、地方政府均是此轮加杠杆的主力。经济经过短暂的回升后陷入严重的产能过剩。

第二次加杠杆：2012-2013年，非标融资兴起，非标余额同比增速从2012年4月的18.6%飙升至2013年8月的44%，地方融资平台举债规模大幅攀升，地方政府隐性债务规模增加。基建投资增速在2012年初触底回升，在2013年3月达到25.6%，银监会在3月出台8号文限制非标后，基建投资增速回落，经济增长再度放缓。

第三次加杠杆：2015-2016年，楼市宽松政策不断加码，央行多次降准降息，首付比降低、二手房交易的营业税减免由之前的5年改为2年、棚改货币化安置力度加大等一系列宽松政策刺激居民加杠杆，居民杠杆率从2014年末的35.7%上升至2016年末的44.4%，商品房销售面积增速从2014年的-7.6%上升至2016年4月末的36.5%，新增居民中长期贷款从2014年2.23万亿元上升至2016年的5.68万亿元。

图5： 次贷危机以来中国三大部门杠杆率上升

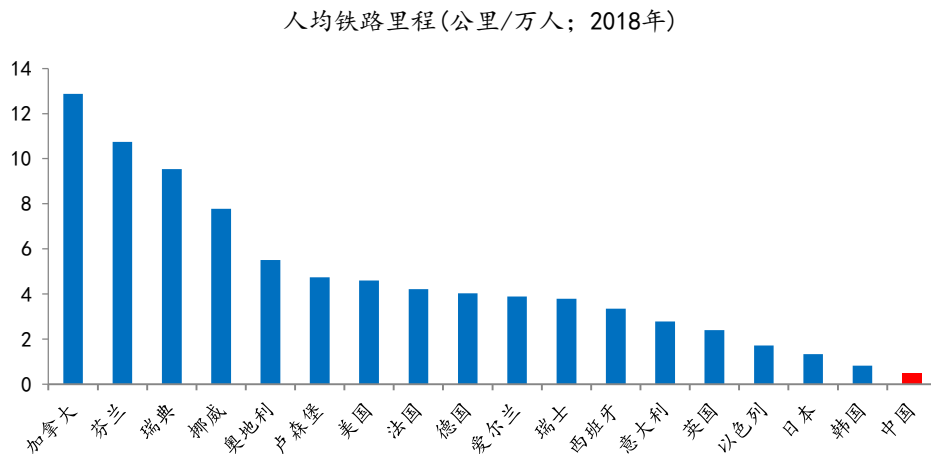
资料来源：Wind，新时代证券研究所

总而言之，和过去相比，本次扩内需可能面临历史上最大的挑战，不仅要完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务，还要面临外需的巨大缺口、居民与企业债务高企压缩政策空间、每次刺激的效果边际减弱等约束。

1.2、扩内需的三条主线

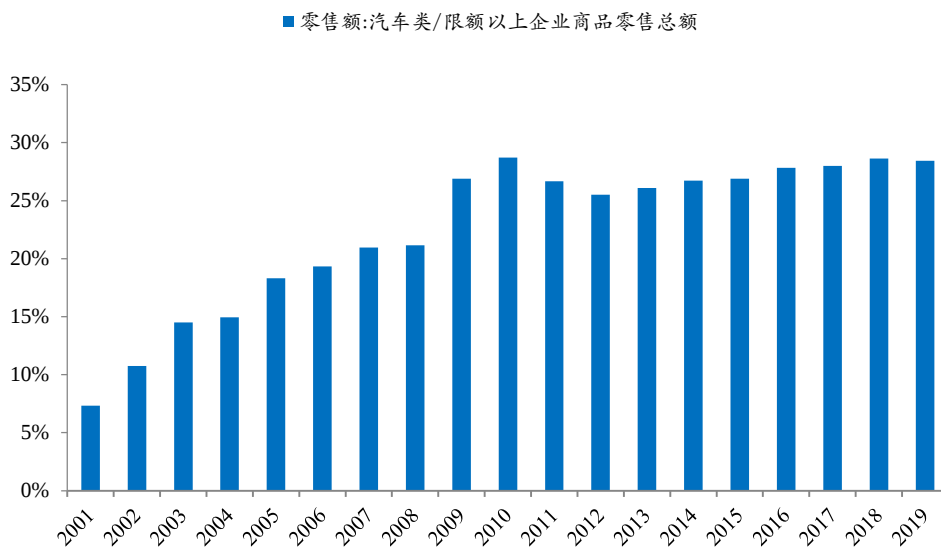
基建与消费是本次扩内需两条相对明确的主线。从政治局会议和近期各地出台的政策来看，本次扩内需有两条相对明确的主线：基建与消费。财政“三支箭”（适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方专项债券规模）从资金层面上加大对基建与消费的支持。

以内需补外需，基建投资是首选，新老基建齐头并进。基建投资见效快、容易实施，一直以来都是以内需补外需的首选。现在一谈到基建，很多人都在诟病当初四万亿计划带来的重复建设、投资效率低下、产能过剩等后遗症，但事后来看，很大一部分投资是对经济中长期发展有积极意义的。和国际上中等发达国家（人均收入达到 2.2 万美元）进行对比，我国人均铁路里程、人均公路里程、机场密度、公路密度、管道密度等指标仍有较大差距，我国传统基建理论上仍有提升空间，以人均铁路里程为例，截至 2018 年，中国人均铁路里程是 0.48 公里/万人，发达国家的情况是，美国是 4.6 公里/万人，法国、德国都在 4 公里/万人左右，英国是 2.4 公里/万人，日本是 1.3 公里/万人，韩国是 0.8 公里/万人。新基建虽然体量不大，但符合经济高质量发展的方向，新基建最大的意义在于供给侧做加法，提升经济供给能力，同时能够撬动上下游其他行业投资规模。此外，一些补短板、惠民生的“类新基建”也有发展空间，例如本次疫情就暴露了公共卫生体系建设的缺陷，根据 IMF 数据，2018 年中国医疗卫生支出占一般政府总支出的 7.1%，美国、日本医疗卫生支出占一般政府总支出的比重分别达到 24.4%、19.8%，中国加快完善公共卫生体系等“类新基建”建设对经济长期发展具有重大意义。

图6： 中国人均铁路里程与国际上中等发达国家相比有较大差距

资料来源：Wind，新时代证券研究所

加快释放国内市场需求，扩大居民消费，汽车、家电等可选消费是关键。尽管国内疫情改善，但由于短期消费者仍心有余悸，汽车等可选消费恢复得比较缓慢，3月前三周乘用车销量同比下降62%，降幅较2月同期的(-91%)有所收窄，但仍处于历史极低水平。汽车零售额在限额以上企业零售额中占比接近30%，汽车行业涉及上下游的产业链众多，对关联产业具有较强拉动作用，因此历次刺激消费政策少不了汽车。近期部分地区已经出台刺激汽车消费的相关政策，包括以旧换新、增加购车指标、购车补贴、放松限行、让利销售等。除了汽车外，地产竣工链相关的家电、家具消费也是政策刺激重点，2020年地产竣工周期向上本来可以带动家电、家具相关消费，但受疫情影响，1-2月家电与家具零售额同比分别下降30%、33.5%，从促进消费回补与提高增量需求的角度来看，刺激家电、家具消费有必要且相对容易实施（顺地产竣工周期）。在国务院联防联控机制3月18日举行的发布会上，商务部表示“将会同有关部门进一步研究促进汽车、家具、家电等重点商品消费的政策措施”。

图7： 汽车零售额在限额以上企业零售额中占比接近30%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

表1： 近期部分汽车消费刺激政策梳理

时间	政策主要内容
2020 年 2 月 3 日	佛山市发布《关于印发佛山市促进汽车市场消费升级若干措施(试行)的通知》提出,鼓励“国六”标准排量汽车消费。推动汽车更新换代。佛山号牌车主凭旧车售卖发票或汽车报废注销证明购买新车,每辆给予 3000 元补助。鼓励汽车集体采购。对同一消费者一次性购买 5 台及以上的大、中、重型客运、载货汽车(车辆单价不少于 50 万元),每辆车给予 5000 元补助。鼓励消费者购买新车,每辆给予 2000 元补助。
2020 年 3 月 4 日	广州市发布《关于印发广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务若干措施的通知》提出,提振汽车消费。针对疫情期间市民自驾通勤的需求,加快推进落实 2019 年 6 月明确的新增 10 万个中小客车指标额度工作,并视情况研究推出新增指标。2020 年 3 月至 12 月底,按照鼓励技术先进、安全可靠原则,在使用环节对个人消费者购买新能源汽车给予每车 1 万元综合性补贴。推进汽车更新换代,对置换或报废二手车的消费者,在我市注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准新车,每辆给予 3000 元补助。
2020 年 3 月 15 日	长沙市发改委出台促进汽车消费政策,消费者在指定经销商购买上汽大众长沙工厂、长沙比亚迪、广汽三菱、广汽菲克、湖南猎豹等车企生产的车辆,并在长沙上牌的,可获得裸车价款 3% 的一次性补贴,每台车最高补贴不超过 3000 元。此活动从 2020 年 3 月 11 日开始,至 6 月 30 日结束。
2020 年 3 月 18 日	商务部消费促进司表示将会同有关部门进一步研提促进汽车、家具、家电等重点商品消费的政策措施,促进汽车限购向引导使用政策转变,支持引导各地制定奖补政策,鼓励企业开展电子产品以旧换新。
2020 年 3 月 24 日	浙江印发《浙江省人民政府办公厅关于提振消费促进经济稳定增长的实施意见》提出,释放城乡汽车消费潜力。鼓励杭州有序放宽汽车限购措施,制定汽车以旧换新和下乡惠农政策,深挖农村汽车消费潜力。发挥我省汽车保有量大的优势,扩大二手车市场流通,依法放开汽车改装市场,努力挖掘汽车后市场服务潜力。创新汽车消费服务,拓展线上线下购车渠道,鼓励品牌汽车经销商提供网上看车、送车试驾等服务,策划举办一批“浙里行网上购车节”等促销活动。
2020 年 3 月 25 日	南昌市下发《南昌市战疫情促消费若干措施》提出,引导汽车消费升级,对疫情期间在南昌市范围内购买新车(含乘用车和商用车),按 1000 元/辆标准给予购车人补贴。
2020 年 3 月 26 日	宁波印发《关于推进工业达产扩能稳增长的若干意见》提出,9 月 30 日之前,鼓励本地乘用车生产企业对消费者进行让利销售,消费者购买本地生产、销售的乘用车,并在本地上牌的,给予每辆车一次性让利 5000 元,每家企业限让利销

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_6244

