

研究所

证券分析师：
021-60338120

樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

经济增长与就业压力加大

——政治局会议背后的逻辑是什么？

投资要点：

相关报告

《武汉疫情如何影响2020年中国经济？：变的是短期增长节奏而非中期增长趋势》——2020-02-01

《站在2025年看中国系列：人口与需求结构：奶粉VS早教孰弱？医疗VS养老谁强？》——2020-01-23

《2020年中国宏观经济展望：出清之痛》——2019-12-08

《证监会放松定增业务监管影响几何？：A股定增规模有望显著恢复》——2019-12-08

《中国经济如何摆脱房地产依赖？：大幕开启》——2019-10-30

- **政治局会议显示政策进一步宽松可期。**3月27日政治局会议指出境外疫情扩散带来输入型疫情和国际贸易经济放缓双重冲击，重提“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”的口号，加大宏观政策调节和实施力度。我们预计政府赤字率可能达到3.5%-4%的水平，专项债发行规模在约3.5万亿或更高的水平，通过LPR降息几乎是确定性的事件，而出现一次存款基准利率调整的可能性也较高。本次会议首次提出的特别国债的发行使用尤其值得关注。
- **我们认为政策力度加强也与近期经济数据可能较大低于预期、就业压力显现有关。**除了使用市场所普遍使用的经济高频数据之外，我们总结了近期各类官方口径披露的投资、消费、规模以上工业企业、中小企业和农民工返岗等六个方面具有宏观含义的最新复工复产指标。虽然如发电量已恢复至同比0增长水平，但是总体而言，总需求和总供给3月份能够恢复到同比零增长已经是相当乐观的预测了，疫情带来的负面冲击可能仍在持续之中。中观的行业数据看来，我们整理了农业、建筑业和房地产、物流以及金融业的最新复工情况。除了金融业等少数行业之外，数据可得的大部分行业目前看也很难实现3月增加值同比0增长。
- **下调一季度GDP增速至-11%，并预计全年GDP增速在2.1%。**我们假定规模以上工业企业增加值能够在3月份实现0增长，而服务业的复产情况不如工业部门。这种情况下，我们下调一季度的GDP同比预测到-11%。考虑到海外疫情扩散对贸易部门、供应链等多方面的冲击，叠加海外疫情输入风险对消费者信心的打击，我们预计二季度乃至下半年经济的增长肯定也会受到比较明显的影响。当然，政策的刺激会对此构成对冲。综合考虑正反两方面的因素，我们预计二、三、四季度经济同比增长或为4%，6.5%，7%，全年GDP增速为约2.3%。考虑到四季度的经济增长超出了潜在经济增速的水平，且全球供应链的冲击可能进一步对国内供给能力构成约束，我们也提示投资者4季度以后通胀重新上升的潜在压力。

风险提示：经济下行超预期，政策低于预期，全球疫情持续恶化

内容目录

1、 政治局会议发出稳增长、稳就业新信号	3
1.1、 稳增长的政策基调更加突出	3
1.2、 具体政策工具	3
1.3、 完成 5.5-5.6%的经济增速可能性仍低	4
2、 宏观层面的复工	5
2.1、 高频数据	5
2.2、 投资	5
2.3、 消费	6
2.4、 规模以上企业	6
2.5、 中小企业	6
2.6、 农民工	6
3、 一些行业复工情况	8
3.1、 农业	8
3.2、 建筑业和房地产	8
3.3、 物流	8
3.4、 金融业	8
4、 下调 GDP 增速到 2.1%	9
5、 风险提示	10

1、政治局会议发出稳增长、稳就业新信号

1.1、稳增长的政策基调更加突出

3月27日政治局会议认为外部形势的变化是经济面临的新挑战，指出，“疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复”，但是“境外疫情呈加速扩散蔓延态势，世界经济贸易增长受到严重冲击，我国疫情输入压力持续加大，经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战”，要“把重点放在外防输入、内防反弹上来。”

会议指出，要“加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需，全面做好“六稳”工作”，再次提出“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目标任务”。

1.2、具体政策工具

具体的政策安排方面，我们认为财政赤字的规模可能在3.5%-4%之间，专项债发行规模可能在3.5万亿甚至更高的水平，存在比市场预期水平（3.5%和3.5万亿）进一步积极的可能。而继续通过LPR降息乃至于一场存款基准利率的降息目前看也是大概率事件。此次会议的“发行特别国债”的提法也值得关注。

政治局会议具体的部署包括“要加大宏观政策调节和实施力度。要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。”

对于财政与货币政策的用词与2月21日的政治局会议基本一致，“扩大地方政府专项债券发行规模”在2月23日统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上也已经提过了。本次会议提出的扩大赤字率，引导贷款利率下行虽是新的提法，但是与市场此前关于财政赤字的扩张和货币政策持续宽松的预期仍是一致的——当然，规模是否会有进一步扩大可能还要看两会的具体信息，但是关于“特别国债”的发行具有新的增量信息。

在中国国债发展历程中，曾发行过两次特别国债，包括：

1) 补充四大行资本金。1998年8月，财政部宣布发行期限为30年的2700亿元特别国债，向四大国有商业银行定向发行，所筹资金专项用于补充上述银行资本金，以达到《巴塞尔协议》的要求。

2) 购买外汇注资中投。2007年6月18日，财政部经授权，宣布将发行2000亿美元的特别国债，用于购买外汇注资中投公司。

这两次的特别国债发行更多的是发挥金融投资的作用,对于总需求没有直接的作用,按照 IMF 的规则也不算做政府赤字。本次特别国债具体如何发行和使用值得关注。

1.3、完成 5.5-5.6%的经济增速可能性仍低

按照 2020 年翻两番的目标, GDP 增速可能需要达到 5.5%,但是从一季度的经济数据来看(参见下文),即使货币、财政政策刺激超出预期,也基本上没有可能完成。

当然,从政府的措辞来看,是否确实实现 5.5%的经济增长仍有弹性处理的空间:

- 1) “努力”完成社会经济发展目标意味着数字本身并不见的一定要达到;
- 2) 确保实现决胜全面建成小康社会目标任务如何定义“小康社会”也存在调整的空间。

我们认为两会可能是对政府相关目标具体含义进行了解的观察窗口。

2、宏观层面的复工

除了外需因素,我们认为政治局会议加大逆周期调节力度的很重要原因在于近期的经济增长可能大幅低于预期,就业的压力显著增加。从一些代表宏观层面的指标的来看,总需求和总供给3月份能够恢复到同比零增长已经是比较乐观的预测了,疫情带来的负面冲击可能仍在持续之中。

2.1、高频数据

发电量3月有望实现零增长,是相对乐观的指标。尽管六大电厂发电耗煤的数据仍处于负增长状态,但是历史上看6大电厂发电耗煤负增长但是整体发电量正增长也属于正常现象。据新华社报道,3月17日,国家电网26个省份经营区域,日发受电量已恢复到节前水平的83%,基本接近去年同期规模。3月18日,南方电网全网最高负荷达1.43亿千瓦,日发受电量28.22亿千瓦时,均超过去年同期,分别增长0.05%、0.94%。如果此前发电量负增长,此后有一些正增长,全月有望实现0增长的水平。

从商品房销售仍显著负增长。数据显示,3月1日至21日,30大中城市商品房销售面积已恢复至去年同期50%以上。销售情况正逐步好转,但仍离同比正增长水平相距甚远。

粗钢生产下行并不显著,但是库存大幅上升。从粗钢生产方面的高频数据来看,三月上中两旬重点钢企粗钢产量较去年同期下滑3%-4%,似乎受到冲击不大,但是钢铁的存货出现了非常明显的上升。截至3月20日,五大品种钢厂和社会库存总量达到3704.70万吨,较去年同期大增60%。我们认为造成这种现象的原因在于,钢铁的生产不能轻易中断,疫情又大幅冲击了终端需求。

2.2、投资

目前看,投资项目的复工率在三月下旬可能还没有恢复到92%以上,考虑到正常情况投资增速在5-8%,这或许意味着三月下旬投资增长还没有达到同比零增长的水平,全月实现零增长的可能性不高。特别是即使一个投资项目复工,也并不代表该项目已经满员复工或者工程进度可以达到和过去完全一样的水平,这可能导致投资的增长比复工数据显示的更弱一些。

根据中国国家发改委投资司司长欧鸿3月21日披露,截至3月20日,全国重点项目复工率达到89.1%。其中南方地区重点项目复工率为98.1%,北方地区重点项目复工率为60.3%。重大公路、水运项目复工率为97%,机场项目复工率为87%,重大水利工程复工率为86%。

同时,考虑到重点项目的复工率会高于全部项目的复工率,整体投资增长的速度可能比重点项目显示的水平更慢一些。

2.3、消费

由于有关消费恢复情况的直接数据较为欠缺，因此只能从相关行业的复工状况对此进行推断。但需要注意的是，即便相关复工行业复工情况较好，也只是说明供给端有所恢复，并不能真实反映需求端的情况。

- 批发零售和住宿餐饮方面：统计局披露 2 月份第四周限额以上批发和零售业企业的开工率接近七成。但是由于统计局仅仅披露二月第四周较前一周住宿和餐饮业的开工率提高约 13 个百分点这一数据，似乎暗示住宿和餐饮业复工情况仍然较差。
- 生活服务业方面：3 月 19 日，商务部市场建设司司长朱小良在网上例行发布会上披露，截止到 3 月 16 日，全国生活服务企业的复工率超过 60%。
- 旅游业方面：3 月 18 日文化和旅游部产业发展司司长高政在国务院联防联控机制发布会上披露，截至 3 月 16 日，全国已有 28 个省（区、市）3714 家 A 级旅游景区恢复对外营业，复工率已超过 30%

2.4、规模以上企业

3 月 17 日，国家发展改革委新闻发言人孟玮表示，全国规模以上工业企业复工率提高较快。除湖北等个别省份外，全国其他省份复工率均已超过 90%，其中浙江、江苏、上海、山东、广西、重庆等已接近 100%。除湖北以外，企业人员平均复岗率应该超过 80%。恢复情况相对较好。

然而，一方面，上述指标并不包括占全国 GDP4.6%的湖北；另一方，复工和复产的差异仍然是非常显著的。例如，根据中汽协密切跟踪的 23 家汽车企业集团（年销量占比超过 96%）复工复产情况显示，截至 3 月 11 日，“复工率为 90.1%”，整体复产率仅仅是“超过 40%”，员工返岗率 77%。

2.5、中小企业

中小企业的情况则与规模以上工业企业存在较大差异。根据工信部副部长辛国斌 3 月 13 日在国务院联防联控机制新闻发布会上进行的披露，全国除湖北外中小企业开工率仅仅达到 60%左右。

证监会副主席李超 3 月 22 日于国务院新闻发布会上披露，根据 3 月上旬做的一个快速调查，调查样本中中小企业，员工返岗的数量超过了 80%，数据比工信部的要好一些。但是整体而言，我们认为中小企业的复工复产应该比规模以上工业企业的水平要更差。

2.6、农民工

人力资源社会保障部 3 月 7 日数据显示，返岗复工农民工已达 7800 万人，占春节返乡农民工的 60%。

3、一些行业复工情况

从目前可得的行业数据来看，截至到3月份中旬仅有农药门店、金融业、铁路装车等复工率大体上接近92%或以上的水平(假设正常情况下相关行业增速8%左右)，有可能全月实现增加值0增长或正增长，其它大部分行业实现0增长压力较大。当然，如果考虑到复工与复产的差异，上述估计可能仍然比较乐观。

3.1、农业

3月22日，农业农村部种业管理司二级巡视员谢焱披露，全国1559家农药企业复工复产率达到了83%，25万家农药门店的复工率达到91%，接近常年的水平。

截至3月16日，在饲料企业方面全国9711家获得许可证的企业，目前复工率已经达到了87%，其中排名前100位的重点饲料企业复工率已经达到了99%，

截至3月16日，全国5520家生猪屠宰企业目前的复工率达到了87%，其中年屠宰量在2万头以上的企业是2638家，开工率达到了92%。16个主产省的家禽屠宰企业开工率达到了83%。

3.2、建筑业和房地产

统计局调查显示3月底我国建筑业企业、房地产开发企业复工率将达到九成左右。从前文提到的30城房屋销售面积来看，应该说复产率仍然较大程度的低于复工率。

3.3、物流

3月6日国家邮政局副局长刘君披露截至3月6日，邮政快递业复工人员近300万人，复工率达99.2%，日处理快件量1.6亿件以上，包裹率超90%。

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_6246



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn