

“填坑” 概率较低，V型走势可期

——中期国内经济展望

山西证券研究所宏观固收团队

分析师：郭瑞 (S0760514050002)

李淑芳 (S0760518100001)

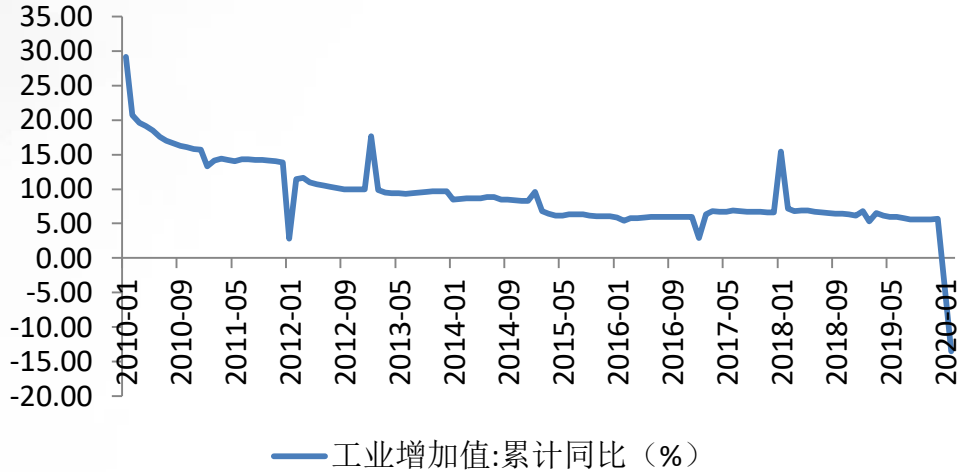
研究助理：邵彦棋

- **疫情对经济短期影响显著。**1-2月的“最严物理隔离”使得终端需求、生产等主要经济数据“深跌”。在有序推进复工复产政策安排下，3月生产端逐步恢复，大型、重点企业和项目恢复速度明显较快，但中小型企业和受疫情影响较大的行业恢复速度较慢，一季度经济难有起色几乎可以确定。
- **政策“组合拳”发力，货币政策相对而言受到制约较多。**财政政策在此次抗疫过程中表现积极且中期内仍将是政策“主角”，货币政策虽然制约因素较多，但在经济社会秩序恢复后仍有明显的发挥空间。
- **“三驾马车”拉动力减弱，政策对冲可能“托而不举”。**
 - **房地产投资方面：**房地产调控政策维持高压以及目前的房价水平并不支持房地产销售情况大幅改善，同时房企融资环境的阶段性好转可能使得房企通过加快新开工，加快销售回笼资金的动力减弱。此外，部分中小房企现金流依然紧张，可能使得净停工面积对投资的拖累进一步显现。
 - **基建投资方面，**在确保精准供给，不搞“大水漫灌”的基建政策总基调下，基建下一步工作重点主要集中于补齐传统基础设施短板和新型基础设施，但目前新基建占比仍然较低，拉动基建能力有限。同时，基建投资三大资金来源仍然受制，专项债有望成为最大看点。
 - **制造业投资方面：**制造业固定资产投资状况主要受企业盈利情况影响。2019年以来工业企业利润总额一直处于负增长态势，2020年企业盈利情况仍不容乐观。2019年，企业处于降价去库存阶段，即在PPI增速下滑的情况下，企业通过调整库存水平获得了一定的销售增速回升。今年受疫情影响，企业可能继续采取降价去库存策略，但或许并不能带来销量的突破。
 - **消费方面：**受防控措施更为严格、人们防范意识加强、春节返乡以及商品消费结构变化等因素影响，“新冠”疫情对消费的冲击大于“非典”时期。随着疫情结束，受疫情影响较大的部分商品类消费可能明显回补，但服务类消费回补的幅度较小，叠加消费周期整体处于下降通道，后续能否回暖仍需看政策的推进力度。
 - **外需方面：**疫情导致全球衰退风险增加，海外疫情可能对中国商品贸易差额进一步产生负面影响。2019年，我国对确诊人数前20位的海外国家（截止2020年3月23日）出口金额占比为46.90%，进口金额占比为46.89%。目前，多国已宣布进入紧急状态，疫情防控措施不断升级，全球产业链运转按下“慢进键”将导致我国制造业相关进出口行业受到明显冲击。

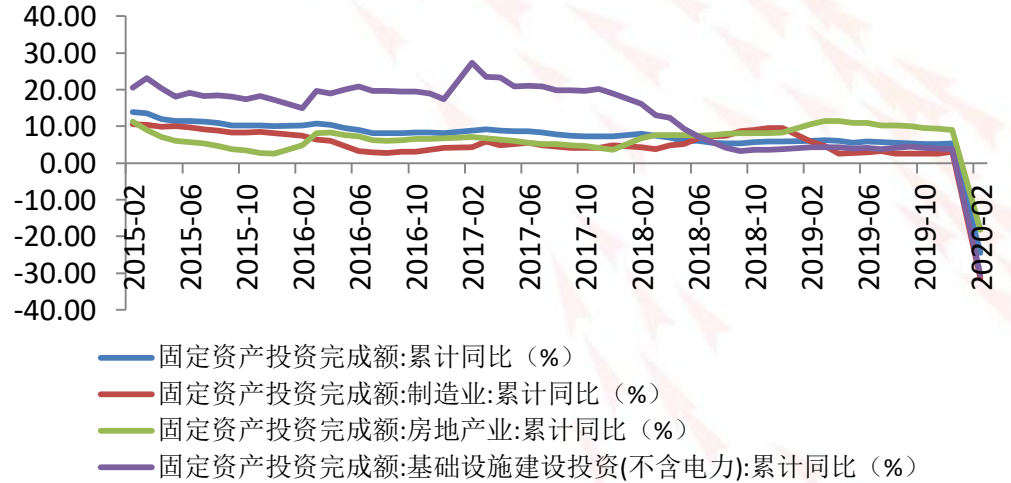
- ◆ 一、疫情对国内经济短期影响显著
- ◆ 二、政策聚焦“抗疫”，但兼顾长期
- ◆ 三、中期“三驾马车”走势如何？

1-2月多项经济指标创数据统计以来最大降幅

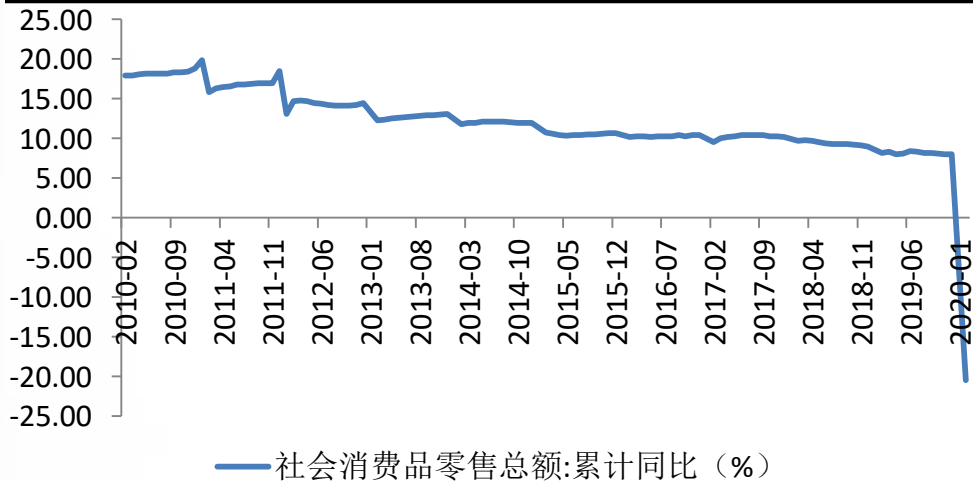
1-2月工业增加值累计同比增长-13.5%，其中2月增长-25.9%



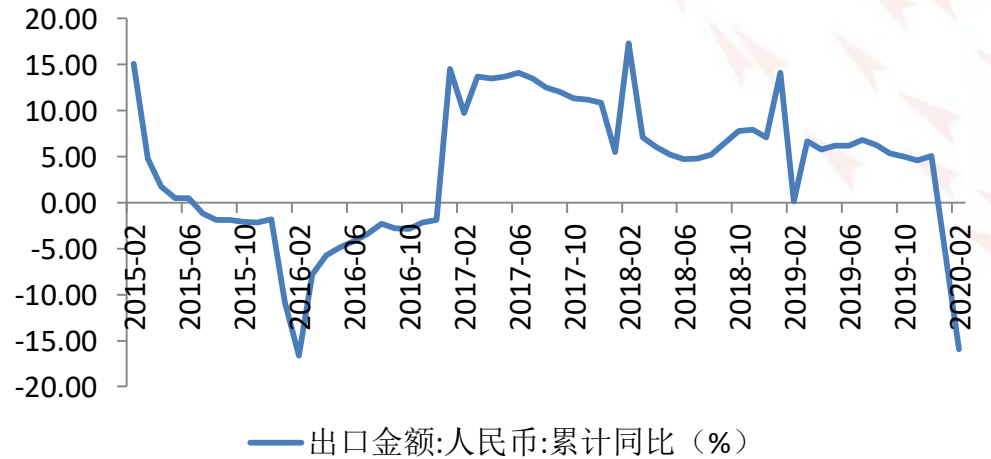
1-2月固定资产投资累计同比增长-13.50%，其中其中制造业、房地产、基建分别增长-31.5%、-18.1%、-30.3%



1-2月社会消费品零售额累计同比增长-20.5%



1-2月出口金额累计同比增长-15.2%



3月复工复产数据：不同地域、行业、企业之间存在较大差异

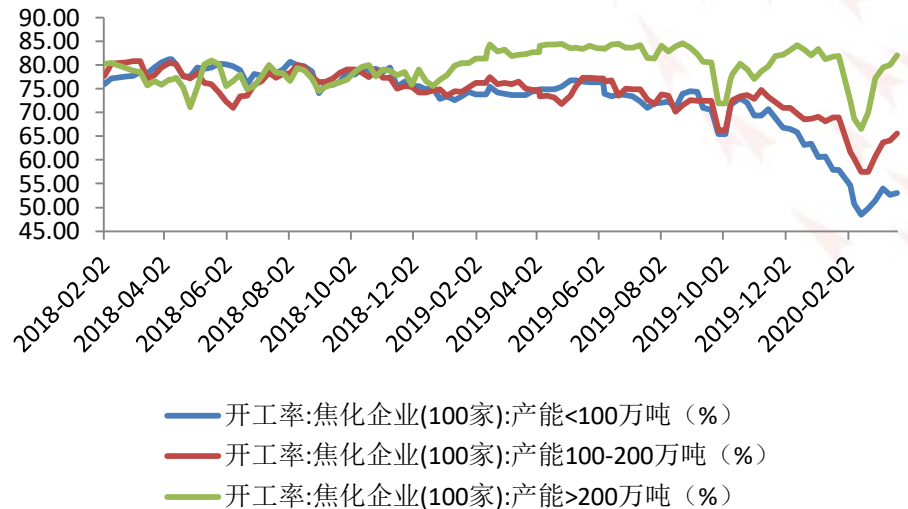
- **6大发电集团日均耗煤量**：3月1日-3月20日均值环比增长29.35%，同比下降23.16%，降幅较1-2月扩大7.6个百分点。
- **焦化企业开工率**：截至2020年3月20日，产能>200万吨的焦化企业开工率达到82%，基本达到去年同期水平；产能在100-200万吨、100万吨以下的焦化企业开工率分别为65.6%、52.99%，与去年同期仍有20.7、9.4个百分点的差距。
- **全国高炉开工率**：截止2020年3月20日，全国高炉开工率3月均值为65%，高于去年1.73个百分点。
- **汽车轮胎开工率**：截止2020年3月19日，全钢胎、半钢胎开工率分别为63.7%、62.9%，低于去年同期11.0、8.5个百分点。
- **行业用电量情况**：据3月17日发改委例行新闻发布会介绍，从电网企业监测的用电情况看，有色金属行业用电量已达到去年正常水平，医药、化工、电子行业用电量已恢复到正常水平的九成以上。钢铁、机械、纺织行业用电量恢复到正常水平的八成以上。

100大中城市交通拥堵延时指数：正常情况下，当月的交通拥堵延迟指数应于上年同月基本一致。截至2020年3月20日，100个大中城市的3月交通延迟指数均值中，仅有12个达到了去年同期的90%以上。

6大发电集团月内日均耗煤量



大型焦化企业开工率基本恢复，中小型企业差距较大



资料来源：万得资讯、山西证券

- ◆ 一、疫情对国内经济短期影响显著
- ◆ 二、政策聚焦“抗疫”，但兼顾长期
- ◆ 三、中期“三驾马车”走势如何？

疫情以来出台了哪些和经济有关的政策？

政策框架：宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底

货币政策

- 2月3日至2月12日公开市场累计投放货币1.04万亿元；3000亿元防疫专项再贷款、5000亿元再贷款再贴现；3月16日实施普惠金融、股份制银行定向降准释放资金5500亿元；
- 2月3日下调7天及14天逆回购利率10bp；2月17日1年期MLF利率下降10bp。

财政政策

- 保供企业减税降费、财政贴息，后扩大至中小企业；
- 加快拨款进度；
- 再次提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，其中一般债务限额5580亿元、专项债务限额2900亿元。加上此前提前下达的专项债务1万亿元，共提前下达2020年新增地方政府债务限额18480亿元。

金融政策

- 保供企业提供专项再贷款、利率优惠
- 银保监会要求银行增加信用贷款和中长期贷款，对暂时遇到困难的企业，不盲目抽贷、断贷、压贷；
- 优先支持疫情严重地区和抗击疫情相关企业融资。

社会政策

- 3月20日，国务院办公厅《关于应对新冠肺炎疫情影响 强化稳就业举措的实施意见》；
- 阶段性减免企业社保缴费、缓缴住房公积金等。

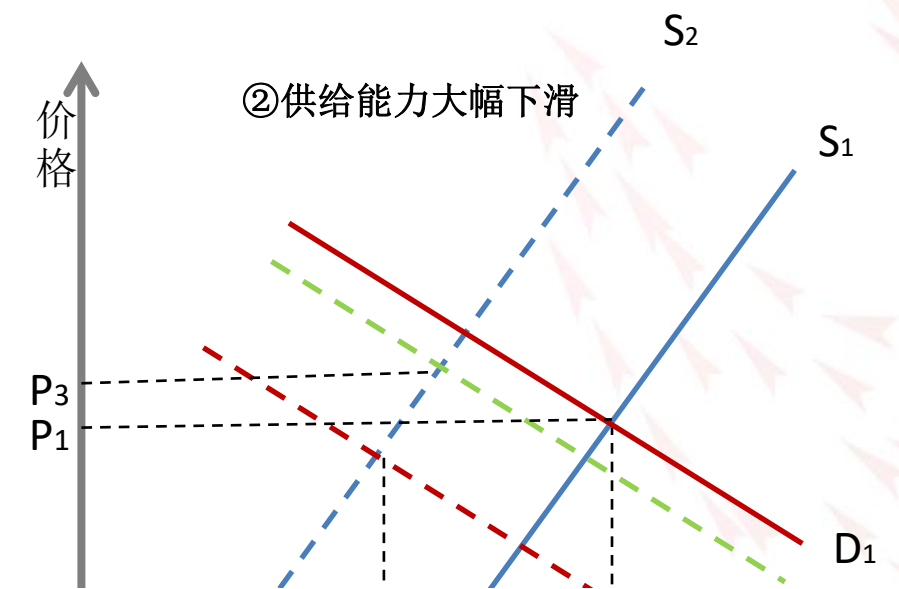
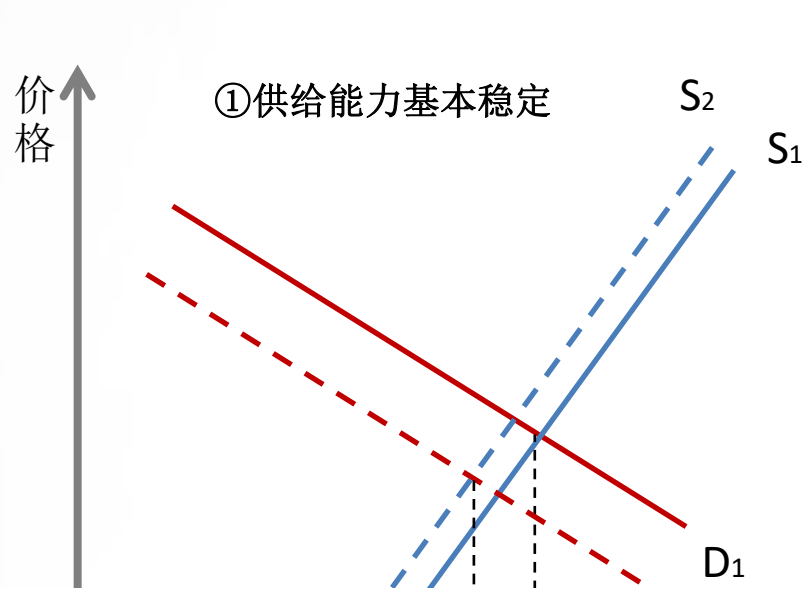
产业/消费政策

- 加快推动重大项目
- 积极推进新基建
- 发改委等23部门联合发布《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》
- 商务部印发《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》；
- 商务部办公厅、国家发展改革委办公厅、国家卫生健康委办公厅23日联合发布的《关于支持商贸流通企业复工复产的通知》。

目标：抗疫、保供、以“稳就业”为主推进“六稳”

短期为何“供给”比“需求”更重要？

- ▶ 供给稳定能够稳定就业、收入，从而有利于需求在疫情结束后的“自我修复”。目前，稳就业已经成为首要目标。3月20日，李克强对统筹推进疫情防控和稳就业工作电视电话会议作出重要批示指出：将稳就业放在做好“六稳”工作首位，更大力度实施就业优先政策。同日，国务院办公厅发布《关于应对新冠肺炎疫情影响 强化稳就业举措的实施意见》。
- ▶ 在疫情防控措施较为严格的时期，由于物理限制，资金、人员、货物流动性大幅降低，需求政策刺激“杯水车薪”。
- ▶ 在潜在供给大幅下降时，过度刺激需求可能带来“滞胀”。正确的策略是需求端刺激应稍微弱于、慢于供给端恢复。



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_6280

