

宏观点评报告

2020 年 3 月 17 日

衰退会持续多久？

2 月经济数据点评

核心内容：

1、衰退已经开始，但会持续多久

新冠疫情已经带来了整个经济的衰退，这种衰退不仅体现在我国，而且蔓延至了全球。2 月份经济指标出现了前所未有的下滑，需求端和生产端均同时衰落，可以预见 2 季度即使回升，受到海外疫情不确定的影响，出口、生产恢复仍然需要时间。我们认为 1 季度、2 季度的经济增速已经受到影响，财政刺激计划进度以及国外新冠疫情的发展，经济衰退可能需要 4 个季度，但财政和货币政策的双刺激可能会使得经济在 3 个季度后快速反转，如果全球财政都能有所配合，那么全球经济可能会更加乐观。

2、生产基本停滞，未来需关注复工情况

从 1-2 月中国工业增加值来看，1-2 月份，规模以上工业增加值同比下降 13.5%。规模以上工业增加值同比下降幅度在 10%+，仍属于可控范围。我们认为，对于中国国内形势 1-2 月数据已经是底部，由于我国已经率先有效控制疫情，后续 3 月开始主要是经济的修复进程，加之政策层面已经明确大力托底经济的基本方向，随着复工复产的有序推进，中国的经济形势反而不必太过于悲观。高技术产业因产品特征决定受到居民生活秩序与消费行为改变影响不大，基本原材料生产平稳可能说明各中下游厂商的预期还不算太差，产业链基本稳定，后续 3 月之后随着复工复产推进，制造业生产有望大幅反弹。

3、消费受到冲击，刺激政策仍然不足

1~2 月份消费增速不出意外大幅下滑，录得增速-20.5%。消费大幅下滑已经在预期之内，但可贵的是 1~2 月份消费额仍然有 5.21 万亿，相当于 2016 年 1~2 月份的消费水平。我国整体消费并未坍塌，平稳的基础仍然存在。社会消费品零售总额反转向上需要疫情逐步解除后，社会生活重回稳定。我国的消费刺激计划在未来会在一定程度提高消费水平。

从结构上来看，1~2 月份我国社会消费品零售：（1）汽车和原油的消费大幅下滑，汽车在 2019 年末的回升终止。我国新的消费促进计划总对汽车消费税重新给予优惠，有条件的地区可放开汽车购置指标，未来一定程度上利于汽车消费的增加。（2）食品的消费仍然较为稳定，药品消费略有上行。虽然人员流动进行了严格的控制，但基础食品的消费仍然保持稳定，增速较为平稳。（3）其他产品消费下滑，办公用品消费略有增加，可能源于 1 月份的集中采购。通讯器材消费下滑程度弱于其他产品，消费电子类产品虽然受到严重冲击，但未来潜力仍然较为可观。

4、投资短期下滑，未来有望大幅度反弹

2020 年 1-2 月份，固定资产投资增速-24.5%，受到疫情影响整个 2 月份未有开工，建筑业和房地产业受到较大影响。第一、二、三产业同比例回落，但二产的回落速度更快。受到疫情影响，我国经济指标持续回落，生产端和需求端的下滑更为迅速，为了稳定经济，更多的投资项目被推出，同时土地改革启动，我们认为投资下滑是暂时的，疫情会影响未来的制造业投资和其他投资，但基建投资和房地产投资仍然会上行。

从制造业各行业全面下滑，但计算机通讯电子设备制造业下滑速度最慢，仍然是景气度较好的行业。基建行业投资下行，稳增长政策未来会逐步发酵，复工速度影响了基建的投资节奏，但不会是基建投资减少。疫情冲击下 1-2 月地产销售投资全面走弱，相应信贷利率等政策虽有边际放松，但对于房地产企业融资端的限制仍然严格，政府目前尚无以地产作为短期经济刺激手段的考量，但随着一季度经济数据相继披露，相关压力会有所增大。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

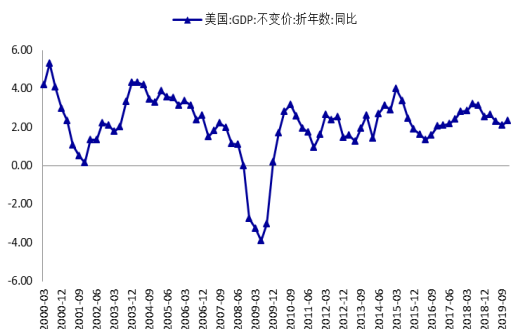
一、衰退已经开始，但会持续多久？

新冠疫情不仅威胁着公民生命安全，而且已经带来了整个经济的衰退，这种衰退不仅体现在我国，而且蔓延至全球。

经济衰退的定义是连续两个季度 GDP 均下滑，经济产出下降。我国 1 季度经济增长已经确定性下滑，截至 3 月 16 日，我国制造业仍然没有完全复工，服务业基本停滞，而对新冠疫情的防范仍然没有放松，这种情况可能至少持续至 3 月末。2 月份经济指标出现了前所未有的下滑，需求端和生产端均同时衰落，可以预见 2 季度即使回升，受到海外疫情不确定的影响，出口、生产恢复仍然需要时间。

2008 年美国次贷危机带来了全球范围内的衰退，2007 年开始的次贷危机在 2008 年发酵，自 2008 年 1 季度开始美国开始了为期 7 个季度的经济衰退。而中国由于开始了强有力的财政干预，自 2008 年起的衰退持续了 5 个季度。期间全球范围内的央行均采用了降息等措施对经济进行刺激，我国更是开启了高达十数万亿的财政刺激计划。

图 1：美国 GDP 增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：中国 GDP 增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

本轮衰退开始于公共卫生事件，强行降低产出，关闭消费场所及娱乐场所，强行进行经济封闭。而全球范围内疫情并未结束，全球经济交流已经开始受到影响，需求前景暗淡。首先受到冲击的就是油价，WTI 原油期货价格在 3 月 16 日维持在 30 美元/桶左右，急速下跌的原油价格为未来的生产和消费带来更暗淡的色彩。

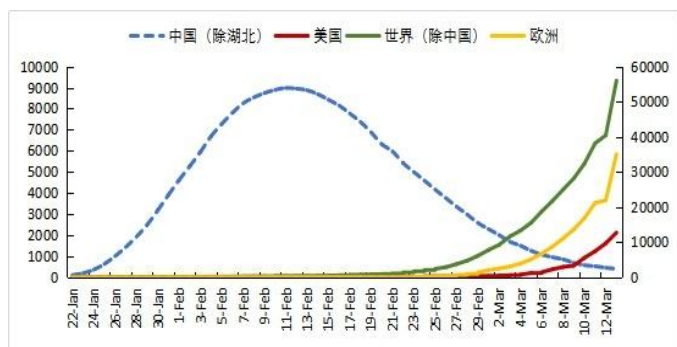
全球央行已经开始降息潮，3 月 15 日美联储联邦基准利率降至 0~0.25% 之间，其他国家央行也纷纷跟随，货币政策重新走入开放。我国货币政策仍然相对谨慎，鉴于我国疫情控制程度较好，货币更倾向于有选择的投放。

鉴于经济已经开始严重衰退，此时更有作用的是财政政策，我国已经颁布财政刺激计划，而为了地方政府财政能更有所作为，农村宅基地和集体土地流转试点范围扩大，为之后的投资打下基础。我们认为 1 季度、2 季度的经济增速已经受到影响，财政刺激计划进度以及国外新冠疫情的发展，经济衰退可能需要 4 个季度，但财政和货币政策的双刺激可能会使得经济在 3 个季度后快速反转，如果全球财政都能有所配合，那么全球经济可能会更加乐观。

二、生产基本停滞，未来需关注复工情况

我们认为，对于中国国内形势 1-2 月数据已经是底部，由于我国已经率先有效控制疫情，后续 3 月开始主要是经济的修复进程，加之政策层面已经明确大力托底经济的基本方向，随着复工复产的有序推进，中国的经济形势反而不必太过于悲观。过去一周全球经历了一轮新增确诊病例的爆发性增长，当前每日海外新增病例可达 1 万以上，这样的指数级疫情蔓延，说明欧美各国的疫情顶峰远未到来。我们认为，在疫情进展期间经济所受到的需求抑制和生产停滞双重冲击对整体经济增长与产业链稳定带来的影响会十分显著（如同 1-2 月中国经济数据所体现的情况），未来全球经济和金融市场动荡的情况可能在 1-2 个月内难以实质改观，除非欧美各国能够全力以赴。目前来看，美国因已进入紧急状态，综合国家行动力在海外各国中最强，因此有望能够控制形势，其他国家形势进展便难以预料，欧洲各国尤其不乐观。因此，对于海外疫情需要保持密切关注，而中美两国需要尽快展开密切合作方能尽最大可能稳定双方经济，更好地应对本次全球疫情冲击。

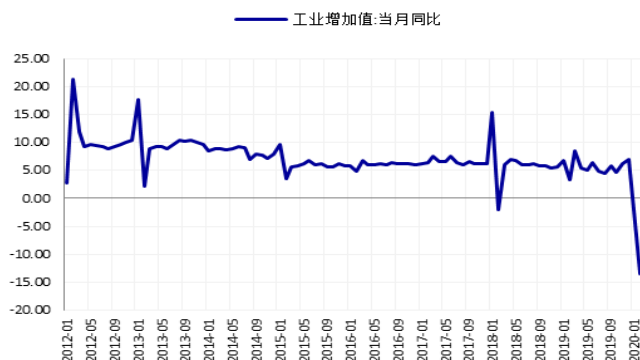
图 3：海外疫情进展



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

从 1-2 月中国工业增加值来看，1-2 月份，规模以上工业增加值同比下降 13.5%。分经济类型看，国有控股企业增加值下降 7.9%；股份制企业下降 14.2%，外商及港澳台商投资企业下降 21.4%；私营企业下降 20.2%。总体来看，疫情对于经济的冲击已经大幅显现。规上工业增加值同比下降幅度在 10%+，仍属于可控范围。目前，大多数工业大省规模以上工业企业开工率均超过 90%，广东、浙江、山东、江苏、湖南等超过 95%。全国采购经理调查数据结果显示，截至 2 月 25 日，大中型制造业企业复工率达到 85.6%，生产经营活动正有序恢复。整体看 3 月规上工业增加值数据应该会大幅改善。鉴于 3 月经济贡献占一季度总量大约在 40%，平均来看，工业增加值一季度数据不必过于悲观。

图 4：工业增加值同比回升（%）



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

总体看高技术产业因产品特征决定受到居民生活秩序与消费行为改变影响不大,基本原材料生产平稳可能说明各中下游厂商的预期还不算太差,产业链基本稳定,后续3月之后随着复工复产推进,制造业生产有望大幅反弹。从产品产量看,医疗防护和生活所需物资增长较快,口罩、发酵酒精产量分别增长127.5%和15.6%,冻肉和方便面分别增长13.5%和11.4%,体现医疗卫生需求剧增与居民生活秩序改变(居家不出门)带来的消费特征改变。高技术产品增势良好,智能手表、智能手环、半导体分立器件和集成电路产量分别增长119.7%、45.1%、31.4%和8.5%。基本原材料生产平稳,生铁、粗钢、平板玻璃、十种有色金属产量分别增长3.1%、3.1%、2.3%和2.2%。

同期,全国服务业生产指数同比下降13.0%,主要体现居民消费行为改变相关行业的收缩。从主要行业看,金融业增长4.5%,信息传输、软件和信息技术服务业增长3.8%,其余行业不同程度下降。2月份,服务业商务活动指数为30.1%,其中金融业商务活动指数为50.1%,继续保持在扩张区间,电信、互联网软件行业商务活动指数为43.3%和41.4%,分别高于服务业商务活动指数13.2和11.3个百分点,明显好于服务业总体水平,体现了居民居家生活行为。

总体来看,1-2月工业生产与服务业生产数据收缩,显然是受到了疫情与防疫举措的显著冲击。居民生活习惯与消费行为的凸出变化导致了经济数据的明显反应。后续随着复工复产的全面推进。我们相信相关数据在3月份会有极大改观。我们判断3月是复工和经济恢复的加速期。重点观察发电耗煤量(既反映了人员是否返岗位、企业是否开工,还包括了产能利用率),3月13日该指标已经回升至53.38万吨/日,相当于去年11月(一般12月至春节前会有跳升现象)平均水平(61.2万吨/日)的87.2%,相当于去年12月平均水平(74.2万吨/日)的71.9%。结合上述规上企业复工复产数据与水陆交通流量的恢复情况综合考量,3月复工复产的加速期。

同时,中央层面对地方复工复产的督导会加快复产进程。3月12日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于组织开展复工复产情况调研的通知》,定于3月中旬组织29个调研工作组,对部分省(区、市)和新疆生产建设兵团复工复产情况开展调研。主要目的是指导帮助地方解决复工复产中遇到的困难和问题,总结推广典型经验做法,切实推动党中央、国务院决策部署落实落地,努力实现全年经济社会发展目标任务,确保全面建成小康社会和完成“十三五”规划。通知还明确:“对地方反映的困难和问题,能现场协调解决的,调研工作组将现场帮助协调解决;需国家层面解决的,及时向中共中央办公厅、国务院办公厅报告。”调研组不仅

是了解问题且现场办公实际解决问题,使得很多阻碍复产的问题应已经在解决当中。在政策有力推动下,3月复工复产预计会进一步加快,经济的恢复也会进一步加快。

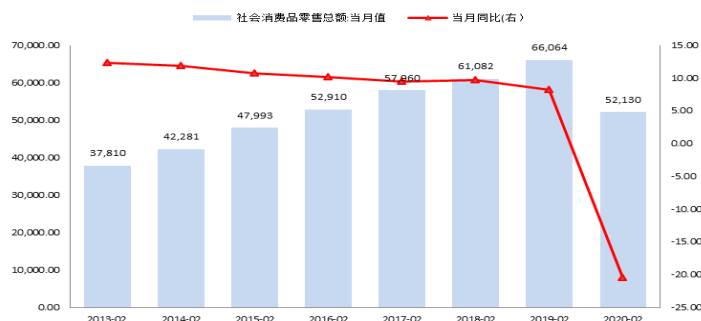
三、消费受到冲击,刺激政策仍然不足

1~2月份消费增速不出意外大幅下滑,录得增速-20.5%。消费大幅下滑已经在预期之内,但可贵的是1~2月份消费额仍然有5.21万亿,相当于2016年1~2月份的消费水平。我国整体消费并未坍塌,平稳的基础仍然存在。社会消费品零售总额反向上需要疫情逐步解除后,社会生活重回稳定。

从结构上来看,1~2月份我国社会消费品零售:(1)汽车和原油的消费大幅下滑,汽车在2019年末的回升终止。我国新的消费促进计划总对汽车消费税重新给予优惠,有条件的地区可放开汽车购置指标,未来一定程度上利于汽车消费的增加。(2)食品的消费仍然较为稳定,药品消费略有上行。虽然人员流动进行了严格的控制,但基础食品的消费仍然保持稳定,增速较为平稳。(3)其他产品消费下滑,办公用品消费略有增加,可能源于1月份的集中采购。通讯器材消费下滑程度弱于其他产品,消费电子类产品虽然受到严重冲击,但未来潜力仍然较为可观。

整体消费水平仍然需要居民收入增加才有可能上行,我国的消费刺激计划在未来会一定程度的提高消费水平。

图5:2月份全社会消费额和消费增速变化(单位:亿元,%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图6:食品消费平稳 (%)

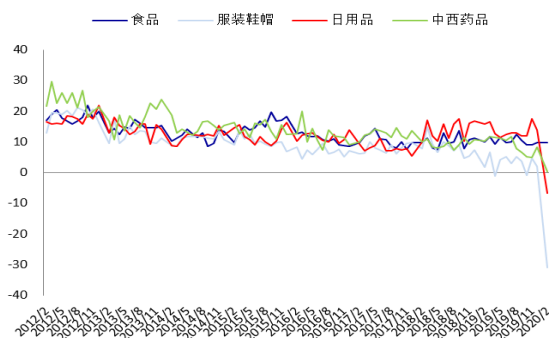
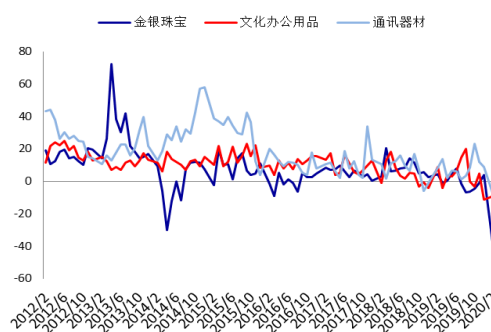


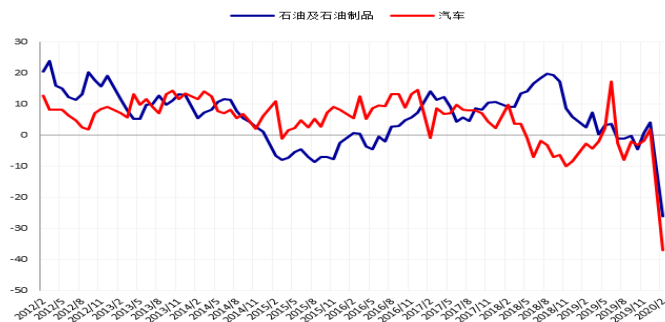
图7:通讯器材办公用品下降幅度较弱 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 8：汽车原油消费下滑（%）

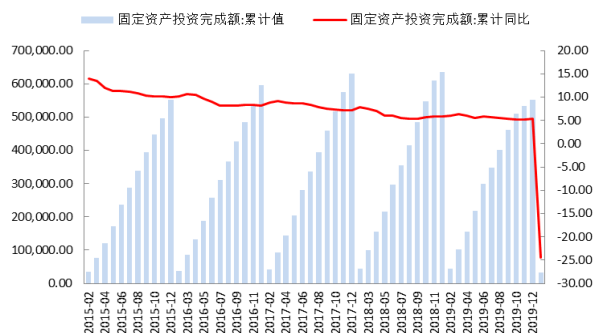


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

四、投资短期下滑，未来有望大幅度反弹

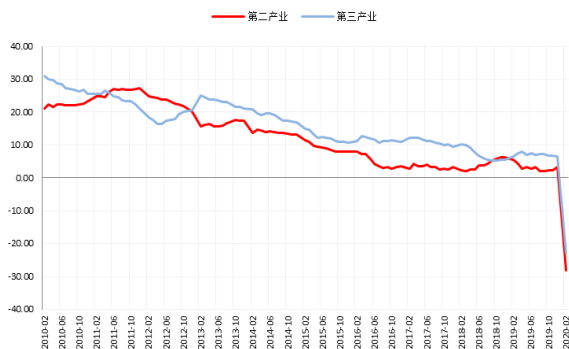
2020 年 1-2 月份，固定资产投资增速-24.5%，受到疫情影响整个 2 月份未有开工，建筑业和房地产业受到较大影响。第一、二、三产业同比比例回落，但二产的回落速度更快。受到疫情影响，我国经济指标持续回落，生产端和需求端的下滑更为迅速，为了稳定经济，更多的投资项目被推出，同时土地改革启动，我们认为投资下滑是暂时的，疫情会影响未来的制造业投资和其他投资，但基建投资和房地产投资仍然会上行。

图 9：固定资产投资快速下滑（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 10：二产和三产增速（%）

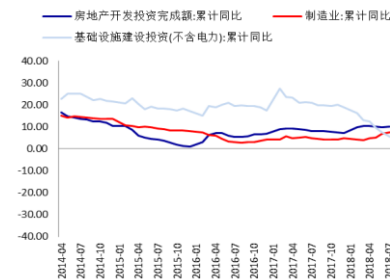


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

从制造业各行业全面下滑，但计算机通讯电子设备制造业下滑速度最慢，仍然是景气度较好的行业。

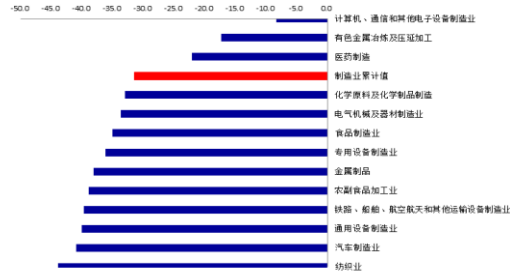
制造业 1-2 月份累计下滑 31.5%，计算机通讯电子设备制造业下滑了 8.7%，下滑速度最慢，说明在 1 月份计算机通讯行业景气度最高。疫情影响了大部分行业的资产负债表，给利润带来巨大的冲击，会影响制造业未来的投资增速。虽然计算机通讯电子设备业表现较好，但是鉴于全球疫情的蔓延，未来全球产业链的冲击可能较大，影响电子设备业的生产。同时疫情期间及结束后，消费会受到较大冲击，恢复速度可能低于预期，对相关产业投资的恢复也会产生负面影响。

图 11：房地产下滑速度最慢（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 12：计算机通讯电子设备景气度较好（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

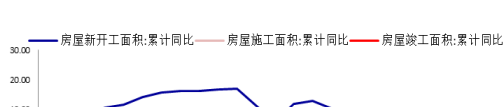
基建行业投资下行，稳增长政策未来会逐步发酵，复工速度影响了基建的投资节奏，但不会是基建

投资减少。基建仍然是未来稳增长的主要动力，各种项目建设会在未来逐步展开。

图 13：商品房销售面积和销售额（%）



图 14：房地产竣工面积（%）



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_6403

