

稳住就业才是政策底线

——1-2 月经济数据点评

宏观数据点评

2020 年 03 月 17 日

报告摘要:

● 经济数据全面收缩，关注海外疫情冲击

1-2 月工业增加值、社零和固定资产投资同比增速均大幅下降，我们的判断获得验证。目前来看，经济底部已经确认。疫情防控重点已经转为防止外部输入，国内复工复产加速推进。但是，需要注意到欧洲和美国疫情仍处于爆发初期阶段，全球上半年经济衰退概率在上升，疫情对各大经济体影响的顺序是一季度中国和东南亚，二季度欧洲和美国。

● 稳就业是当务之急，不必执着于经济增长目标数字

1-2 月城镇登记失业率较上月大幅上升 1 个百分点。劳动市场表现与消费息息相关，稳住就业就是稳住基本盘。考虑到中国就业人口基数较大，加上未来需要消化的大学毕业生，就业形势颇为严峻。同时，稳就业也是稳经济增长下限，我们测算满足新增就业人数 1100 万，经济增速需要达到 4.73%。

● 中国政策需要以内为主兼顾国际，逆周期调节不能停

3 月以来复工复产进度明显加快，中国经济最麻烦的时候已经过去。疫情蔓延全球，持续时间可能较长，进一步加大逆周期调节是有必要的，具体措施包括继续下调 LPR 引导贷款利率下行、财政赤字率提高至 3.5% 等。但也要注意，逆周期调节主要目的在于稳住就业，努力实现经济增长最好结果，而不是执着于具体数字目标。对经济规律保持敬畏，不损害经济长期发展潜力。

● 风险提示:

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

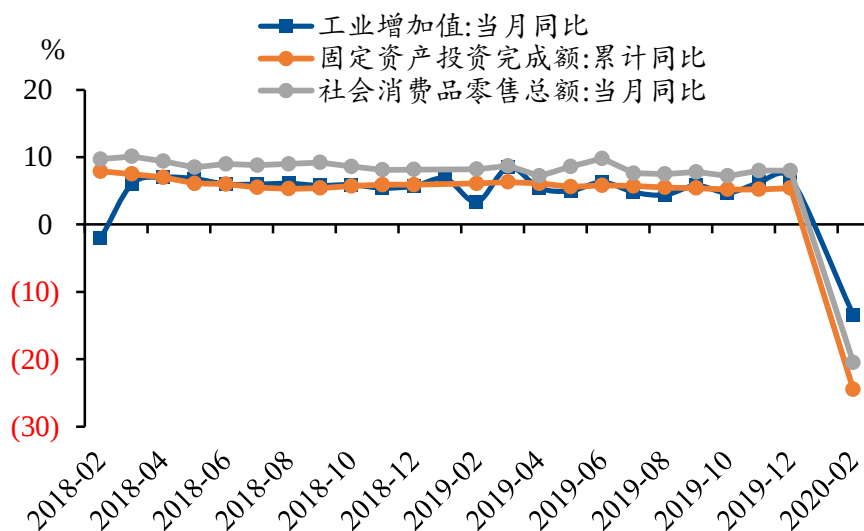
3月16日，国家统计局公布中国1-2月经济数据：

- (1) 规模以上工业增加值同比-13.4%，预期1.5%，前值6.9%；
- (2) 社会消费品零售总额同比-20.5%，预期2.2%，前值8.0%；
- (3) 固定资产投资累计同比-24.5%，预期1.7%，前值5.4%；
- (4) 基建投资（全口径）累计同比-26.9%，较上月下降30.2个百分点。
- (5) 房地产投资累计同比-16.3%，较上月回落26.2个百分点。

一、经济底部确认，警惕海外疫情冲击

主要经济指标均大幅下降，确认了疫情造成的冲击。1月下旬开始实施全国疫情严控，停工停产加上社交隔离，经济数据必然承压。我们早在《保持经济增长需如何安排复工节奏？——疫情观察系列》中提示，如果2月24日不能达到全面复工，一季度经济就会负区间。同时，我们在3月初《1-2月宏观经济数据预测》中提示，高频指标和复工复产进度预示经济数据会跌入负区间。如今，我们的判断获得验证：1-2月工业增加值同比为-13.4%；社会零售同比为-20.5%；固定资产投资同比为-24.5%（图1）。

图1：三大主要经济数据均创下历史最大跌幅

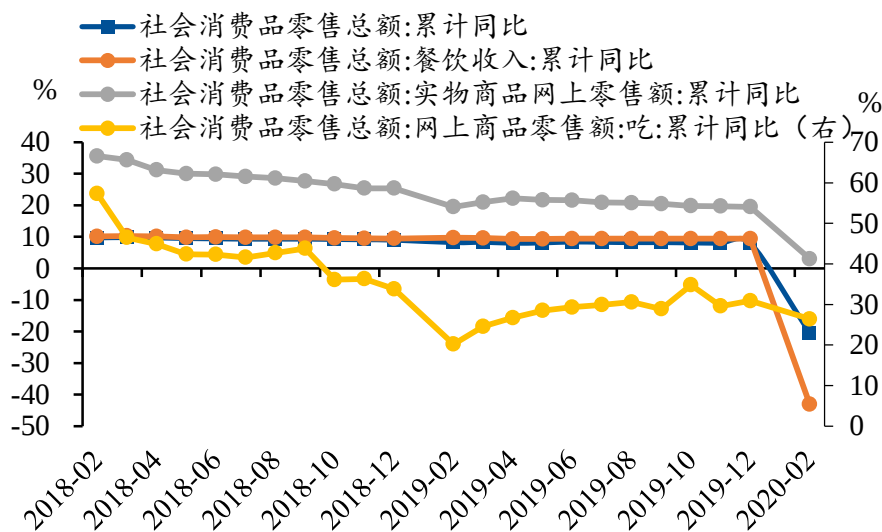


资料来源：Wind，民生证券研究院

工业生产大幅收缩，3月反弹力度受三方面因素影响。1-2月规上工业增加值实际同比-13.5%，降幅仅次于1990年1月（-21.1%），体现了停工停产的影响。分经济类型看，国有企业同比下降最少，符合疫情期间政策要求国企率先开工；其余类型均低于整体水平。3月开始推进非国企加速复工进度，有利于改善3月工业生产。当前，影响反弹的主要因素仍是复工进度。实际生产仍需要注意另外两方面因素：（1）去年3月工业增加值基数不低；（2）石油价格暴跌是把双刃剑，既可以降低生产成本（2月石油和天然气开采业同比正增长，3月仍有望延续），也可以导致工业品价格通缩，降低生产积极性。

社零仅网上消费正增长，可选消费和餐饮需要克服疫情恐惧心理。1-2月社会消费品零售总额名义同比-20.5%，降幅为历史之最。其中，餐饮收入同比-43.1%，汽车类-37%，服装类-30.9%，家具、家电、建筑装潢等地产后周期消费也降幅较大，体现了疫情对消费的冲击。另一方面，实物商品网上零售额逆势增长3%，其中吃类和用类商品分别增长26.4%和7.5%，体现了线上消费的支撑作用（图2）。虽然疫情防控导致今年春节假期延长，但是并未影响今年的其他节日假期，为餐饮旅游等消费打了一针强心剂。预计后续仍会有更多消费刺激政策出台，值得期待。

图2：网上消费正增长凸显疫情对整体消费行为的巨大冲击

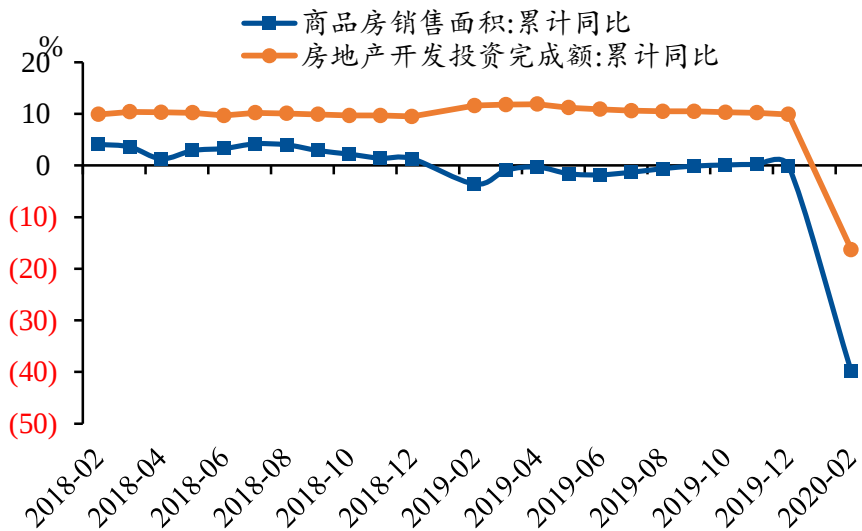


资料来源：Wind，民生证券研究院

三大投资齐齐收缩，降幅均创历史之最。制造业投资-31.5%，基建投资（不含电热水）-30.3%，房地产投资-16.3%。全部固定资产投资-24.5%，其中民间投资-26.4%（图3）。值得注意的是，商品房销售面积-39.9%，降幅大于房地产投资。我们自去年11月起预判2020年抢施工抢销售结束，现已得到验证。统计局表示不把房地产作为短期刺激政策，地产政策放松仍需观察疫情过后相关数据走势。疫情过后，基建投资仍将发挥托底经济的作用。

地方房地产政策反复变动，建筑业是吸收农民工的主力。2月以来，部分地方政府出台稳定房地产行业发展的政策，但是不时出现朝令夕改，原因可能是中央仍在平衡全球疫情状况、经济增长空间和债务压力，难以做出决策。逻辑上看，经济下行压力仍较大，制造业以及出口相关产业短期难以出现就业扩张，不管是地产还是基建，均需要加码发力，缓解就业压力。另外，地产销售端持续低迷，可能会导致房价不稳，影响银行系统稳定。

图 3：房地产销售端增速下降显著大于投资端，需要警惕



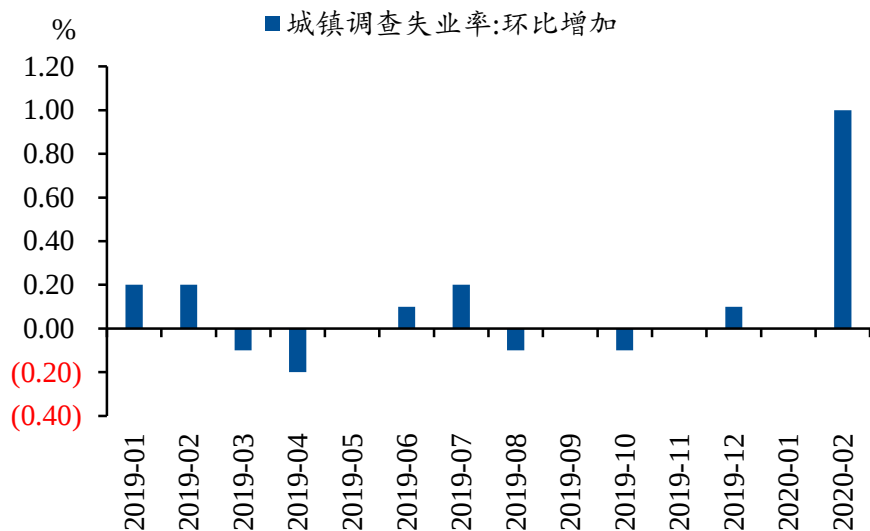
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、稳就业就是促消费，不必执着于经济增长目标数字

消费和失业率紧密相关，刺激消费需要稳住就业。1-2 月城镇登记失业率为 6.2%，较上月上升 1 个百分点，创下有数据以来的最大值（图 4）。毫无疑问，失业率会抑制消费需求，如何减轻就业压力是当务之急。当前，就业形势较为严峻，既要解决大学毕业生就业问题，同时也要消化新增失业人群。按照 2019 年就业人员 7.75 亿人计算，1-2 月失业人数上升可能有 7 百万人左右，加上大学毕业生人数，工作缺口不容乐观。就业形势关乎社会稳定，稳就业意味着经济增速应当有理论下限。

稳就业甚至是实现失业率可控目标的重要性在提升。2020 年努力实现经济增长最好结果，但不必执着于具体数字。中国经济已进入高质量发展阶段，质量比速度更重要。国务院研究室主任黄守宏 2019 年两会期间曾表示，GDP 每增长一个百分点，大体可以带动 190 万-200 万人就业。2019 年 GDP 增长 6.1%，新增就业 1352 万，GDP 每增长 1 个点，可拉动 $1352/6.1=221.6$ 万就业。今年研究生扩招 18.9 万，专升本扩招 32.2 万，假设新增就业目标仍为 1100 万（2017-2019 均如此），则只需创造 $1100-18.9-32.2=1048.9$ 万个岗位。稳住就业，2020 年 GDP 增速达到 $1048.9/221.6=4.73\%$ 即可。2020 年，我们需要尽最大努力实现经济增长最好的结果，但没必要僵化追求具体数字。

图 4：失业率大幅上升，稳就业可能优先于经济增长目标



资料来源：Wind，民生证券研究院

历史上遭遇不可抗力时，经济目标便宜行事的情形并不罕见。从 1989 年至今，我国共经历四次特殊情况，详见《预计经济增长目标将根据疫情灵活调整——疫情观察系列》。最近一次是 2014 年，首次在弹性区间下限完成预期目标。之前，市场拘泥于“小康”底的经济增速目标，却忽略了疫情这一重要变量。疫情影响持续时间越长，就越需要根据形势发展灵活调整既定目标。

三、全球经济上半年衰退概率在上升，中国政策需要以内为主、兼顾国际

全球经济上半年衰退概率上升。中国已经走出疫情最困难时期，尽管一季度经济回落较大，但是二季度应会环比大幅回升，下半年逐渐企稳。全球经济增速影响顺序应是：一季度中国和东南亚国家，二季度欧洲和美国，上半年可能全球经济技术性衰退。疫情是当前最大的变量：欧洲在疫情之前 GDP 增速就较为疲软，法国和意大利经济负增长，德国在零值徘徊；美联储为稳定预期，可能取消 3 月点阵图和经济数据预测，种种迹象显示外需压力会在二季度爆发。

中国政策需要以内为主、兼顾国际，逆周期调节不能停。3 月以来复工复产进度明显加快，中国经济最麻烦的时候已经过去。但鉴于疫情蔓延全球，持续时间可能较长，进一步加大逆周期调节是有必要的，具体措施包括继续下调 LPR 引导贷款利率下行、财政赤字率提高至 3.5% 等。同时也要注意，逆周期调节主要目的在于稳住就业，努力实现经济增长最好结果，而不是执着于具体数字目标。对经济规律保持敬畏，不损害经济长期发展潜力。

风险提示：

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

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_6462

