

未必用“强刺激”托增长

—— 2020年1-2月经济数据点评

宏观简报

受疫情冲击，1-2月份投资、社销和工业增加值同比大幅下滑。新冠疫情主要从供应端影响中国经济，政策的应对重点在于供应端，比如财政减税降费、补贴，货币政策方面的专项再贷款等措施，帮助企业渡过难关。货币政策要维持流动性充裕，但未来财政力度可能进一步加大，针对性扶持小企业的举措十分重要。在“一城一策”的大环境下，局部地区调整房地产政策可以理解，但对房地产监管不会出现方向性的大变化。为应对疫情冲击，适当的需求管理也合情合理，特别是海外疫情的演变可能进一步拖累我国出口，但可能不会走大幅刺激需求的老路。假设3月份投资和消费均恢复到去年同期增速，那么1季度GDP同比增长有可能不及0%。如果二季度起消费和投资均有较快反弹，单季GDP增长将稳步回升，我们预计到四季度可能达6.5%左右，全年经济增长可能低于5%。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsecn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebsecn.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebsecn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebsecn.com

联系人

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebsecn.com

三大投资均大幅下滑

2020年1-2月FAI同比下滑24.5%(去年全年5.4%,去年同期6.1%),受疫情影响,复工推迟,投资受到供给冲击,均超预期下滑。

广义基建投资同比下滑26.9%(2019年全年3.3%,去年同期2.5%)。公用事业同比下滑6.4%,交通运输行业同比下滑30.1%,水利、环境和公共基础设施行业投资同比下滑30.1%。从资金供给来看,1-2月专项债发行9498亿,同比增长209%;1-2月城投债净融资量为2775亿,同比增长26%,总体来看资金供给量明显好于去年,说明目前基建投资增速下滑主要是开工不足所致。

疫情导致的外出减少影响房地产销售量缩、但价仍坚挺,土地市场亦较冷清,房地产开发投资同比-16.3%。2月百城住宅价格同比仅由1月的3.4%小幅放缓至3.1%,70城新建商品住宅价格同比也仅从1月的6.5%回落至5.9%。1-2月复工推迟影响房地产投资,新开工面积累计同比大幅下滑至-44.9%,施工面积和竣工累计面积亦同比回落至2.9%和-22.9%,到位开发资金累计同比下降至-17.5%,其中利用外资和定金预收款累计同比大幅下降至-77%和-24%,按揭亦下降至-12%。**房地产开发投资同比-16.3%。**

制造业投资增速同比下滑31.5%。2月处于疫情防控的关键期,各地交通和物流管制较严,湖北之外的企业多在2月中下旬才陆续复工。而且受制于人员返工率低、物流管制、生产订单多来自春节前等诸多因素限制,企业复产和投资的进度较慢。其中医药、化工和纺织等疫情防控相关行业,企业转产或扩产的积极性强,但跌幅依然较大,仅有计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速跌幅在个位数(-8.3%)。

多数消费受冲击

社消零售同比增速大幅下滑20.5%。其中,餐饮服务消费同比-43%,耐用消费品受影响也很大(汽车同比-37%,家电同比-30%,建材同比-30.5%,家具同比-33.5%),可选消费品次之,(金银珠宝同比-41%,服装同比-31%,烟酒同比-16%,化妆品同比-14%),消毒洗涤用品、远程通讯受提振,日用品、通讯器材消费受影响相对较小,医药小幅正增(同比0.2%),粮油食品等必需品受影响最小(与前月持平于9.7%)。网上消费同比(3%)相对较好,但运输受阻仍不及前值(19.5%)。

工业生产普遍下滑,就业扰动较大

工业增加值同比下滑13.5%(去年同期为5.3%)。分行业来看,采矿业工业增加值同比下滑6.5%,制造业工业增加值同比下滑15.7%,制造业行业中所有行业均出现普遍下跌,其中纺织业下降27.2%,化学原料和化学制品制造业下降12.3%,非金属矿物制品业下降21.1%,黑色金属冶炼和压延加工业下降2.0%,有色金属冶炼和压延加工业下降8.5%,通用设备制造业下降28.2%,专用设备制造业下降24.4%,汽车制造业下降31.8%,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降28.2%,电气机械和器材制造业下降24.7%,计算机、通信和其他电子设备制造业下降13.8%。公用事业行业增加值同比下降7.1%(前值6.8%)。

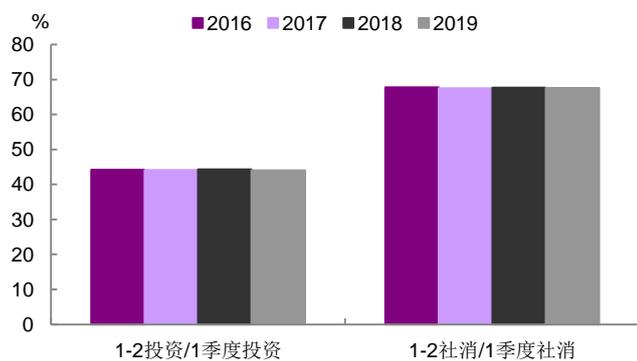
全国和 31 个大城市城镇调查失业率分别为 6.2%、5.7%（前值均为 5.2%），城镇新增就业 108 万人（历史均值 185 万人）。就业短期在供给侧和需求都受到了疫情影响，而人们通常在春节前后换工作的习惯导致了疫情对失业率的短期较大冲击。

政策对症支持为主，而不是“强刺激”

新冠疫情主要从供应端影响中国经济，政策的应对重点在于供应端，而不是大力刺激需求。当前的政策走在正确的道路上，主要是从供应端入手。比如财政减税降费、补贴，货币政策方面的专项再贷款等措施，帮助企业渡过难关。货币政策要维持流动性充裕，但未来财政力度可能进一步加大，针对性扶持小企业的举措十分重要。在“一城一策”的大环境下，在允许范围之内，局部地区调整房地产政策可以理解，但对房地产监管不会出现方向性的大变化，“房住不炒”的定位预计不会发生改变。当然，为应对疫情冲击，适当的需求管理也合情合理，特别是海外疫情的演变可能进一步拖累我国出口，但并不会走大幅刺激需求的老路。

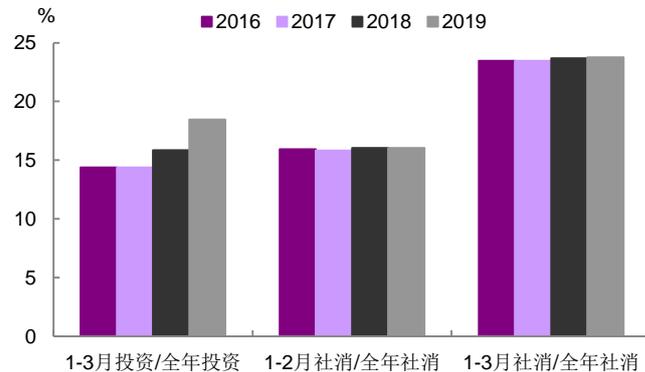
接下来的经济增速可能是什么走势呢？2016-2019 年数据显示，1-2 月份固定资产投资占 1 季度的 44% 左右，社消占 67% 左右，假设 3 月份投资和消费均恢复到去年同期增速，那么 1 季度 GDP 同比增长有可能不及 0。

图 1：1-2 月份投资和社消占 1 季度比重



资料来源：Wind，光大证券研究研究所

图 2：1-2 月份和 1 季度投资消费占全年比重



资料来源：Wind，光大证券研究研究所

从全年来看，2016 年-2019 年数据显示，1-2 月投资占全年投资的 6%-8% 之间，1-3 月份固定资产投资占全年的 14%-19% 之间，1-2 月社消占全年社消的 15-16% 之间，1-3 月份社消占全年社消的 23%-24% 之间。1 季度投资量占全年比重不高，后续随疫情得到控制，供给端影响减弱，基建投资会逐步加大，地产投资也会恢复，投资对 2 至 4 季度经济增长贡献会加大。与此同时，汽车、家电、建材、家具、珠宝等投资在 1 季度触底后，后续会弥补部分消费，消费预计也会反弹较多。这种情况下，二季度起，经济增长可能稳步回升，到四季度可能达 6.5% 左右，全年经济增长可能低于 5%。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_6478

