

2020年3月16日

# 【华西固收研究】经济增长压力凸显，政策逻辑有哪些边际变化？

——1-2月经济数据点评 20200316

## 事件概述：

3月16日，统计公布2019年1-2月经济数据。1-2月，全国规模以上工业增加值同比下降13.5%；社会消费品零售总额同比下降20.5%；固定资产投资（不含农户）同比下降24.5%，基建、房地产、制造业投资分别同比下降30.3%、16.3%、31.5%。

## 分析与判断：

► 多项指标创有数据以来新低，疫情冲击大于表观数据。

### 1) 工业增加值：私营制造业冲击最大

同比增速较19年12月下月下滑20.4pct。其中制造业受疫情冲击最大，与疫情导致的2月复工率低迷有较大的关系，同比增速较19年12月下月下滑22.7pct。42个细分行业中，仅石油和天然气开采业、烟草制品业表现为正增长，与1月份石油价格走高以及烟草需求稳定有关。分企业类型看，私营企业受到的冲击显著大于国企和股份制企业，增速较19年12月下月下滑了27.3pct。

### 2) 社零：必选消费（粮油食品、饮料）及网上消费正增长

名义同比增速录得-20.5%，剔除掉价格因素后实际下降23.7%，增速较19年12月分别下滑28.5、28.15pct。除了与日常生活密切相关的必选类消费（如粮油食品和饮料）外，其余非必选消费品类均有不同程度的下滑，其中金银珠宝、汽车、家具、服饰、建筑建材等同比下降幅度均超过30%。餐饮消费受疫情冲击较为严重，同比增速录得-43.1%，较19年12月下月下滑52.2pct。相比线下消费，疫情期间网上消费的优势明显，1-2月份全国网上零售额仅同比下降了3.0%，剔除掉服务后的实物商品网上零售额同比增长3.0%。

### 3) 固投：制造业投资压力显著高于地产和基建

较19年1-12月下月下滑29.9pct。固定资产投资受疫情冲击较消费更加明显，主要因为建筑施工类企业用工以农民工为主，且劳动密集度较高，其复工难度要大于制造业。

地产投资、施工、销售均有走弱，库存3年以来首次正增长。投资端，土地成交量价齐跌，土地购置面积、成交价款分别同比下降29.3%、36.2%；施工端，新开工、竣工面积分别同比下降44.9%、22.9%，仅施工面积保持小幅正增长；销售端，商品房销售额、销售面积下降程度均超过30%。在销售端大幅走弱的影响下，地产库存小幅承压，商品房待售面积同比增速录得1.4%，为2016年11月以来的首次正增长。

制造业投资压力显著高于地产和基建。制造业以小微、民营企业居多，抗风险能力本身偏弱，同时制造业与下游需求的相关性最高，顺周期性最明显，相比于地产和基建更容易受到疫情冲击。13个细分行业中，10个行业投资额同比降幅超过30%，其中纺织业、通用设备制造业、汽车制造业降幅超过40%。

### 4) 鉴于疫情爆发时点，疫情对经济的冲击应远大于表观数据。

统计局为了平滑春节的影响，因此通常将1-2月份数据合并计算。但新冠疫情的爆发主要在春节期间，对1月份的经济运行并未产生太多实质性冲击。此外除工业增加值以外，社零、固投等数据均创历史新低。也就是说，若剔除1月份的数据后，2月份单月数据表现理应弱于目前看到的1-2月份合并数据。

▶ **三大需求同时大幅负增长，一季度 GDP 实现正增长压力较大。**

由于统计口径的不同，无法直接用月度固定资产投资完成额、社会消费品零售总额、进出口贸易差额来衡量当期 GDP。但从 GDP 支出法核算口径和历史数据来看，固定、社零、贸易差额与 GDP 支出法中的固定资本形成、居民最终消费、货物贸易净出口之间存在着稳定性尚可的配比关系，因此我们可以利用支出法来简单估算一季度 GDP 的表现。

从各个需求在 GDP 中的占比来看，**固定资产形成、居民消费、政府消费对 GDP 的贡献程度最高，几乎构成了绝大部分的 GDP。**以 2018 年为例，固定资产形成、居民消费、政府消费分别占当期 GDP 的 39.37%、14.94% 和 43.05%。

在 1-2 月份固投、社零同比增速分别为 -24.5%、-20.5% 的情况下，假设财政支出取去年同期增速水平，要想实现一季度 GDP 与去年同期持平，**就不仅需要 3 月份固投、社零与去年同期相比正增长，而且增速的绝对值要远超 1-2 月份增速绝对值。**考虑到目前复工率仅约六成、月底或仅八成，要想实现 3 月份固投、社零的大幅增长的压力较大。

因此，在三大需求 1-2 月同时大幅负增长，且 3 月份复工状况仍不乐观的情况下，**一季度 GDP 面临着较大的正增长压力。**

▶ **后三季度面临较大的增长压力。**

我们在一季度 GDP 增速为 -1%、0% 的情况下，测算了不同全年增速目标下，后三季度需要实现的增速水平：

- 1) 若全年仍要实现 5.62% 的“翻一番”GDP 增速目标，在一季度 GDP 增速为 -1%、0% 的情况下，需要后三季度平均实现 7.5%、7.2% 的 GDP 增速。
- 2) 若全年要实现 5.0% 的增速水平，在一季度 GDP 增速为 -1%、0% 的情况下，需要后三季度平均实现 6.7%、6.4% 的 GDP 增速。
- 3) 若全年要实现 4.8% 的增速水平，在一季度 GDP 增速为 -1%、0% 的情况下，需要后三季度平均实现 6.5%、6.2% 的 GDP 增速。

▶ **就业与经济增长存在一定相关性，“稳就业”决定经济增速下限。**

关于新增就业与经济增长之间的相关性，《政府工作报告》起草组负责人、国务院研究室主任黄守宏在 2017 年解释为何要将当年 GDP 增速设定为 6.5% 时，也给出了一个定量的判断：“**按目前（2017 年）的弹性系数，GDP 增长一个百分点可带动 190 万到 200 万人的就业，6.5% 左右的 GDP 增速，就能实现 1100 万人以上的年度就业目标。**”随着第三产业经济贡献提升，一个百分点增速带动的就业应该会随之增多，过去几年的新增就业目标均为 1100 万人，但实际均超额完成目标。2019 年实际新增就业/实际 GDP 来看，1%GDP 增速拉动就业约 220 万人。

疫情对就业产生了较为明显的冲击，后期存在一定的就业压力。1-2 月份，全国城镇新增就业 108 万人，较去年同期下降 37.93%；全国城镇调查失业率为 6.2%，较去年全年、同期水平分别提升了 1.0、0.9pct。

但同时也应看到，若 2020 年新增就业人数目标仍为 1100 万人，则需要全年实现 5.5% 的 GDP 增速，后三季度面临的增长压力过大。考虑到过去 4 年超额完成新增就业目标累计约 1078 万人，**2020 年新增就业目标的约束存在下调的空间。**此外，“稳就业”还可以通过多种途径完成，既需要加快复工复产进度，但同时保障失业人口稳定的生活、引导学习深造也是一种稳就业的体现。在合理范围内扩大各层次教育的招生规模，让尚未进入社会的待就业人口进一步学习深造，**将就业压力适当延后，也可以缓解当前的就业问题。**

▶ **GDP 增速并非全面小康的硬约束，或可适当调低增速目标。**

从实现全面小康来看，衡量全面小康共有经济发展、社会和谐、生活质量、民主法制、科教文卫、资源环境六大维度共 25 个具体指标，而“2020 年国内生产总值较 2010 年翻一番”仅为其中之一。按照 5% 增速来看，翻一番目标预期完成率为 98.82%，接近达标。而同时，其他指标目前已经基本满足全面小康的要求，从居民感受和经济运行的实质来看，全面小康的目标或许已经达成。因此，**我们认为当前可以适当降低经济增速目标。**

▶ **两害相权取其轻，强刺激的性价比不高，“不走老路”更加关键。**

后期政策的走向取决于三个因素：**一季度 GDP 增速、全年经济增速目标和政策定力。**

而目前看来，一季度要实现 GDP 正增长的压力较大，因此政策层面需要选择放松全年经济增速目标或者放松政策定力约束。假设一季度 GDP 零增长，如果要确保全年实现 5.5% 的增速目标，需要后三季度平均 GDP 增速至少为 7%。而从 2019 年增长情况看，在无疫情影响下，我国潜在 GDP 增速约为 6%。而考虑海外疫情仍在加速扩散，后期出口压力仍然较大，消费和制造业均有顺周期性，逆周期发力空间不大，政策仍需着眼基建和地产。

在这种情况下，若要将后三季度增速拉至 7%，仅靠基建发力难度较大，且还面临着财政收入放缓的压力，必然要求货币政策宽松配合地产调控放松。但今天统计局明确表态，“不把房地产作为短期刺激政策”，说明“房住不炒”的战略定力仍然较强。同时，大幅地放松地产和基建，便又重新回到了需求侧强刺激的老路上，导致多年来推进的产业升级、房地产调控等改革进程将被迫中断，浪费前期改革成果。此外，将实际增速大幅拉升至潜在增速水平之上，将增加后期出现大规模通胀的概率，有使经济陷入“滞胀”的风险。

因此，疫情对经济的冲击已经产生，而要确保全年增速目标所带来的副作用较大，两害相权取其轻，我们认为当前通过强刺激的性价比不高。相比于短期的经济增速目标，长期的改革目标和健康的经济体系更为重要。在今天上午的新闻发布会上，统计局新闻发言人回应“是否下调全年发展目标”时表示，“一方面是要反映经济发展各个方面的需要，第二也要坚持实事求是”，表明预期目标存在下调的可能性。

► **政策变化：“稳就业”决定政策下限，“不走老路”决定政策上限。**

总体而言，鉴于一季度增长压力较大，我们认为 2020 年政策端仍然会进行逆周期调节来对冲疫情影响，但需要守住“稳就业”和“不走老路”的底线原则，其中“稳就业”决定政策发力的下限，而“不走老路”决定政策发力的上限，政策力度相比此前市场预期可能会出现小幅的边际减弱。

具体而言，我们认为基建增速仍然有必要进一步提升，要求财政政策更加积极有为，是应对冲疫情的主要发力点。财政赤字率预计突破 3%；此外如我们此前报告（《四问“新冠”疫情下的政策发力》、《特殊时期，关注财政三大特殊工具的重启》、《关注国开建设基金的重启》）的分析，我们仍然认为专项债、铁道债有望进一步扩容，特别国债、专项建设基金存在重启可能性，专项债预计全年新增 3.5 万亿，特别国债预计 5000 亿左右规模。货币政策同样需要配合财政发力，并在必要时刻起到稳预期的作用，我们认为仍有 15BP 左右的降息空间。地产政策仍将以“房住不炒”为主线，但考虑到地产企业的经营性风险，融资端政策存在边际放松的可能性。

**投资策略：短期仍然利好利率债，中期把握城投、地产债投资机会**

短期来看，复工率仍然偏弱，根据我们测算，在疫情不恶化的前提下，完全复工至少需要 4 月中上旬。因此短期政策发力的可能性较小，3 月债市或仍将取决于中美利差、流动性水平和经济基本面。中长期来看，随着复工进度的加快，两会过后财政政策预计将开始逐渐发力，债市供给预计放量，且经济基本面将在政策驱动下出现明显的环比改善，利率债可能存在冲击；但政策端的发力将有助于城投、地产企业融资环境的改善，建议中期视角下把握城投债、地产债的投资机会。此外，近期国际、国内经济、金融形势变化较快，建议投资者适当控制久期，保持策略的灵活性。

**风险提示**

疫情扩散程度可能超预期。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-59775359

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年1-2月经济数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1：工业增加值1-2月累计同比大幅下滑20.4pct

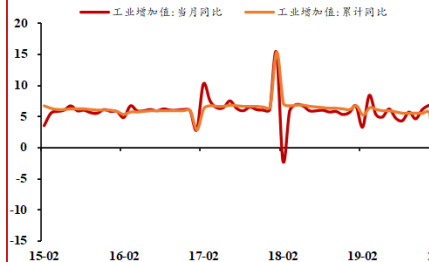


图2：制造业显著承压，同比增速下滑22.7pct

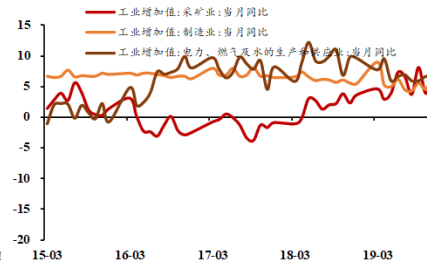


图3：社零1-2月同比增速较19年12月大幅下降28.5pct

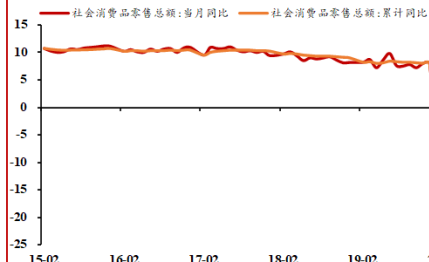


图4：除食品饮料等必选消费外，其余品类均有不同程度下降

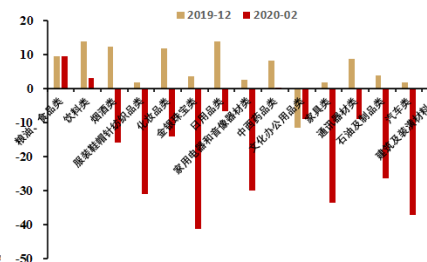


图5：固定资产投资1-2月同比增速大幅下降29.9pct

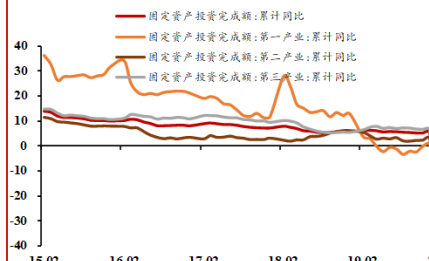


图6：基建、制造业投资显著承压

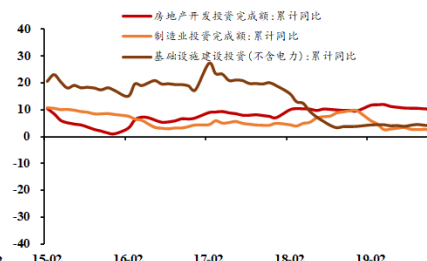


图7：地产销售端受疫情冲击明显

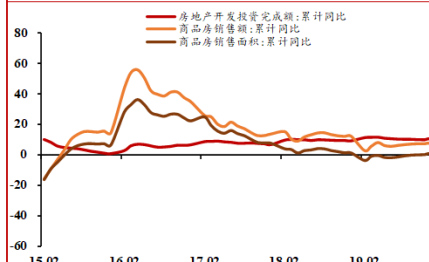


图8：地产新开工面积大幅下滑，同比下降44.9%

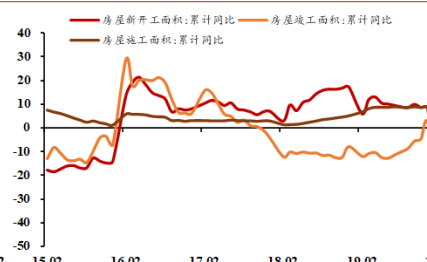


图9：土地成交量、均价有大幅回落

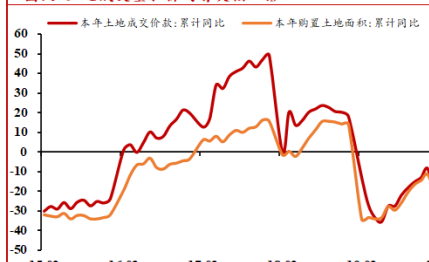


图10：受销售走弱影响，地产库存端压力有所加大

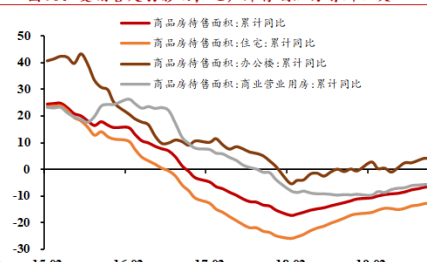


图11：进口、出口当月同比增速大幅下滑

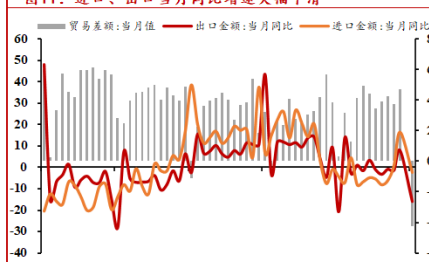
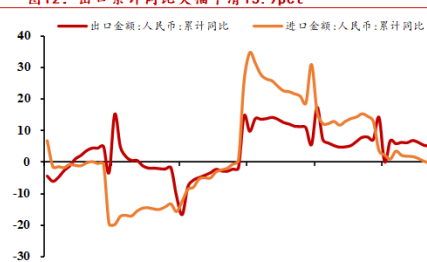


图12：出口累计同比大幅下滑15.9pct



资料来源：国家统计局，华西证券研究所  
免责声明：本信息为公开信息收集整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

【华西固收研究】2020年1-2月经济数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

指标	同比增速 (%)				增速变化 (pct)		
	19年1-2月	19年12月	19年全年	20年1-2月	vs19年同期	vs19年12月	vs19年全年
工业增加值	5.30	6.90	5.70	-13.50	-18.80	20.40	-19.20
采矿业	0.30	5.60	5.00	-6.50	-6.80	12.10	-11.50
制造业	5.60	7.00	6.00	-15.70	-21.30	22.70	-21.70
电力、热力、燃气及水生产和供应业	6.80	6.80	7.00	-7.10	-13.90	13.90	-14.10
社会消费品零售总额	8.20	8.00	8.00	-20.50	-28.70	28.50	-28.50
固定资产投资 (不含农户)	6.10	-	5.40	-24.50	-30.60	-	-29.90
房地产开发投资完成额	11.60	7.35	9.90	-16.30	-27.90	23.65	-26.20
土地购置面积	-34.10	7.51	-11.40	-29.30	4.80	36.81	-17.90
土地成交价款	-13.10	16.69	-8.70	-36.20	-23.10	52.89	-27.50
商品房销售额	2.80	1.24	6.50	-35.90	-38.70	37.14	-42.40
新开工面积	6.00	7.39	8.50	-44.90	-50.90	52.29	-53.40
施工面积	6.80	9.15	8.70	2.90	-3.90	6.25	-5.80
竣工面积	-11.90	20.23	2.60	-22.90	-11.00	43.13	-25.50
制造业投资额	5.90	-	3.10	-31.50	-37.40	-	-34.60
基建投资额	4.30	-	3.80	-30.30	-34.60	-	-34.10
货物出口总额 (人民币计价)	0.10	9.30	5.00	-15.90	-16.00	25.20	-20.90
货物进口总额 (人民币计价)	2.30	17.80	1.60	-2.40	-4.70	20.20	-4.00
贸易差额 (人民币计价)	-13.01	-16.88	25.52	-114.51	-101.50	97.63	-140.03

数据来源：国家统计局，华西证券研究所

注：除国内生产总值外，其余均为月度数据

免责声明：本信息为公开信息收集整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

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\\_6484](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6484)

