

# 以内需补外需，基建投资是首选

——宏观经济周度观察

宏观周报

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

## 相关报告

宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪

2020-02-23

宏观报告：疫情推动“强美元”

2020-2-16

宏观报告：产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

宏观报告：三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化

2019-12-15

中国一季度经济受损叠加海外疫情扩散，对出口的影响或将从供给冲击转向外需回落。2020年1-2月出口同比增速大幅下行从2019年12月的7.9%大幅下降至-17.2%，主要原因在于供给端，疫情导致春节假期延长、出口企业复工缓慢，随着国内疫情数据的好转，出口企业供给能力将快速恢复，据海关总署，在2552家外贸样本企业中，80.6%的企业已经复工。后续主要矛盾可能从供给冲击转向外需回落：

### （1）疫情导致一季度中国经济受损，全球经济也将滞后受到负面影响。

例如汽车销量大幅下降后滞后影响欧洲经济。

（2）海外疫情或将拖累全球经济增长。如果海外经济体采用与中国类似的隔离手段，未来海外经济数据可能也会像2月中国PMI一样深幅下跌，甚至这个下跌时间可能会更久。

以内需补外需，基建投资是首选。从三大需求来看，外需和消费都是顺周期的，因此很难通过刺激外需与消费的政策来实现稳增长。历史上，对冲经济增速下滑最主要的手段还是实施难度小、见效快的基建与房地产投资。房地产投资增速在2019年4月见顶，随着地产新开工放缓、竣工修复以及前期房企拿地的放缓，未来房地产投资增速仍然存在下行压力。同时，政策继续强调“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，近期部分地区出台楼市松绑政策又快速被叫停。这样一来，基建投资是目前以内需补外需的首选，历史上，2008年与2012年都出现过“出口与房地产投资同比增速下行+基建投资增速上行”的组合。当前，中国既需要一定的经济增速稳就业，又需要保证经济增长质量以实现经济转型，基建投资符合这两个目标，即“占比较高的老基建稳增长，占比较低的新基建促进经济高质量增长”。

### ● 风险提示：海外疫情全面扩散；国内疫情出现反复

## 目 录

1、 以内需补外需，基建投资是首选.....	3
2、 海外经济观察：美联储降息预期升温.....	5
3、 国内高频数据观察.....	6
3.1、 生产指标回升.....	6
3.2、 商品房销量改善.....	7
3.3、 猪肉、蔬菜、原油价格下降.....	7
3.4、 央行暂停逆回购操作，资金面宽松.....	8
3.5、 人民币汇率升值.....	9

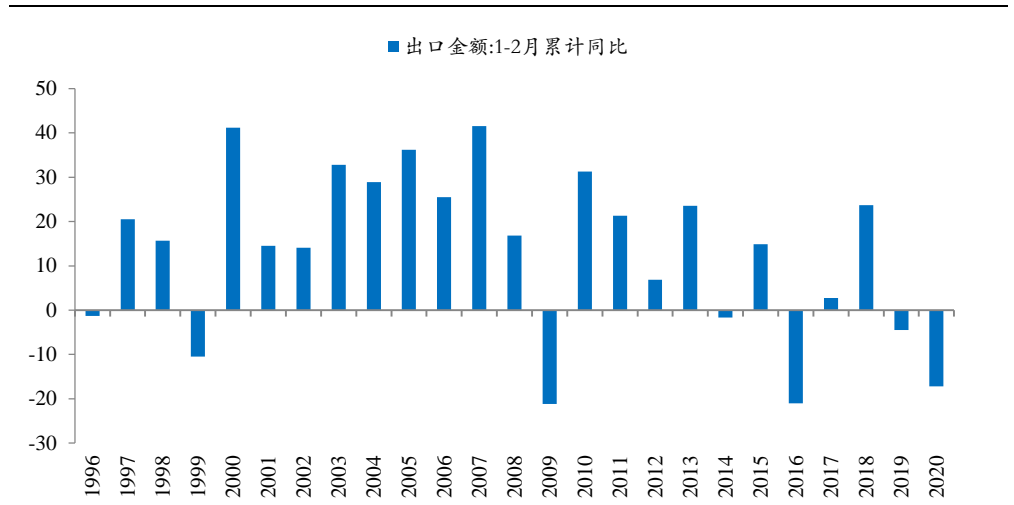
## 图表目录

图 1: 2020年1-2月出口同比降幅仅次于2009年与2016年同期.....	3
图 2: 宁波港与广州港集装箱吞吐量同比大幅下滑.....	4
图 3: 乘用车零售同比增速大幅下滑.....	4
图 4: 2008年与2012年都出现过“出口与房地产投资同比增速下行+基建投资增速上行”的组合.....	5
图 5: 美国失业率下降.....	5
图 6: 市场预期美联储3月18日降息至少50BP.....	6
图 7: 发电耗煤量回升.....	6
图 8: 汽车全钢胎和半钢胎开工率回升(%).....	7
图 9: 商品房销量同比降幅收窄(%).....	7
图 10: 猪肉价格下跌.....	8
图 11: 原油价格暴跌(美元/桶).....	8
图 12: 美元指数下跌.....	9
图 13: 人民币汇率升值.....	9
表 1: 央行公开市场操作(2020.3.2-2020.3.6).....	8

## 1、以内需补外需，基建投资是首选

受疫情影响，2020年1-2月出口同比增速大幅下滑。从2020年开始，海关总署不再单独发布1、2月份的进出口数据，改为在3月合并对社会发布。从2020年3月7日海关总署公布的数据来看，2020年1-2月出口同比增速从2019年12月的7.9%大幅下降至-17.2%，为1996年以来同期第三低。分地区来看，2020年1-2月中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟出口同比增速较2019年12月分别下降13.5、25.5、21.4、13.3、32.5个百分点。1-2月出口同比增速大幅下降，主要原因是疫情导致春节假期延长、出口企业复工缓慢。

图1：2020年1-2月出口同比降幅仅次于2009年与2016年同期



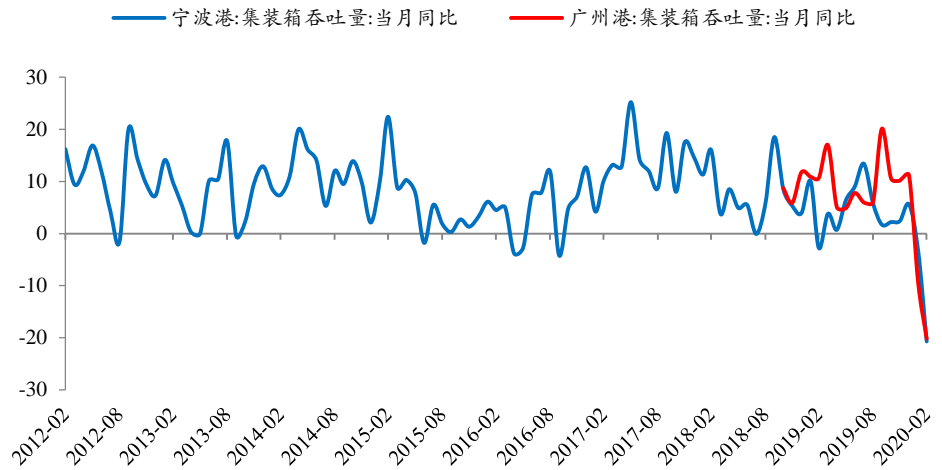
资料来源：Wind，新时代证券研究所

中国一季度经济受损叠加海外疫情扩散，对出口的影响或将从供给冲击转向外需回落。1-2月出口同比增速大幅下行的主要原因在于供给端，随着国内疫情数据的好转，出口企业供给能力将快速恢复，据海关总署，在2552家外贸样本企业中，80.6%的企业已经复工。后续主要矛盾可能从供给冲击转向外需回落：

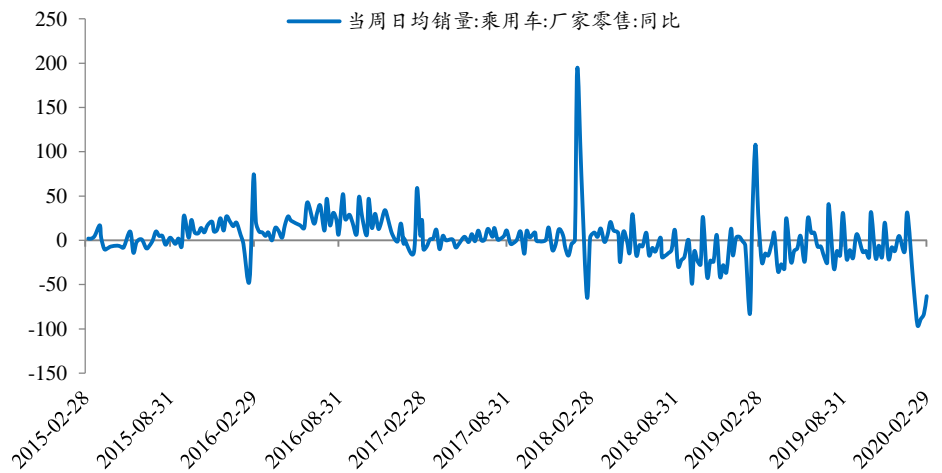
(1) 疫情导致一季度中国经济受损，全球经济也将滞后受到负面影响。例如，中国2016-2018年汽车销量占全球比重接近30%，受疫情影响，乘联会预计2020年1-2月乘用车零售累计同比下降幅度达到41%，是近20年来的最大降幅。即使疫情数据改善，由于短期消费者仍心有余悸，汽车等可选消费的需求会延迟释放。汽车销量同比增速是欧洲经济的领先指标，未来欧洲经济可能受到拖累。

(2) 海外疫情或将拖累全球经济增长。2月28日WHO将新冠肺炎疫情全球风险级别上调为“非常高”，由于各国医疗条件、应对疫情的态度与方式各异，海外疫情的不确定性大幅增加，OECD将2020年全球经济增长预期从2.9%下调至2.4%。如果海外经济体采用与中国类似的隔离手段，未来海外经济数据可能也会像2月中国PMI一样深幅下跌，甚至这个下跌时间可能会更久。

因此，虽然国内经济供给能力在恢复，但未来外需存在较大的回落压力，可能会对国内经济造成二次冲击。

**图2： 宁波港与广州港集装箱吞吐量同比大幅下滑**

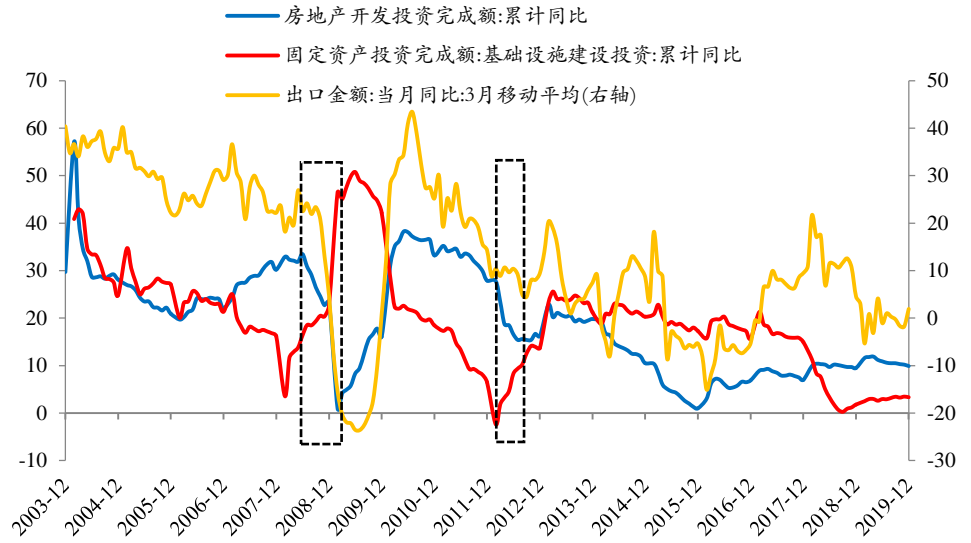
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图3： 乘用车零售同比增速大幅下滑**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**以内需补外需，基建投资是首选。**从三大需求来看，外需存在回落压力，持续时间与海外疫情发展密切相关；消费是名义经济增速的滞后变量，即使疫情结束，人们短期仍会心有余悸。外需和消费都是顺周期的，因此很难通过刺激外需与消费的政策来实现稳增长。历史上，对冲经济增速下滑最主要的手段还是实施难度小、见效快的基建与房地产投资。房地产投资增速在2019年4月见顶，随着地产新开工放缓、竣工修复以及前期房企拿地的放缓，未来房地产投资增速仍然存在下行压力。同时，政策继续强调“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，近期部分地区出台楼市松绑政策又快速被叫停。因此，本轮政策可能不会像过去一样大幅放松房地产调控来刺激经济。这样一来，基建投资是目前以内需补外需的首选，历史上，2008年与2012年都出现过“出口与房地产投资同比增速下行+基建投资增速上行”的组合。当前，中国既需要一定的经济增速稳就业，又需要保证经济增长质量以实现经济转型，基建投资符合这两个目标，即“占比较高的老基建稳增长，占比较低的新基建促进经济高质量增长”。

**图4： 2008年与2012年都出现过“出口与房地产投资同比增速下行+基建投资增速上行”的组合**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

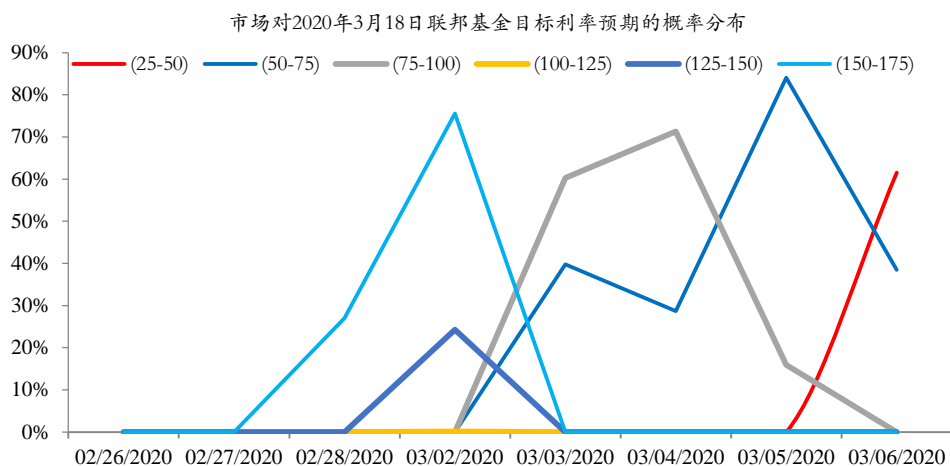
## 2、海外经济观察：美联储降息预期升温

美国劳工部公布2月非农数据，2月季调后非农就业人口增加27.3万人，市场预期增加17.5万人，前值增加22.5万人。失业率为3.5%，与50年来最低水平持平，市场预期3.6%，前值3.6%。虽然美国就业数据强劲，但市场对3月18日美联储再次降息的预期强烈，美债利率期货隐含3月18日美联储再次降息至少50BP的概率为100%，其中，降息75BP的概率为61.5%。同时，在3月3日美联储意外降息后，联邦基金目标降至0-0.25%的概率仅为2.3%，而目前这个概率已经快速上升至37.5%。

**图5： 美国失业率下降**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

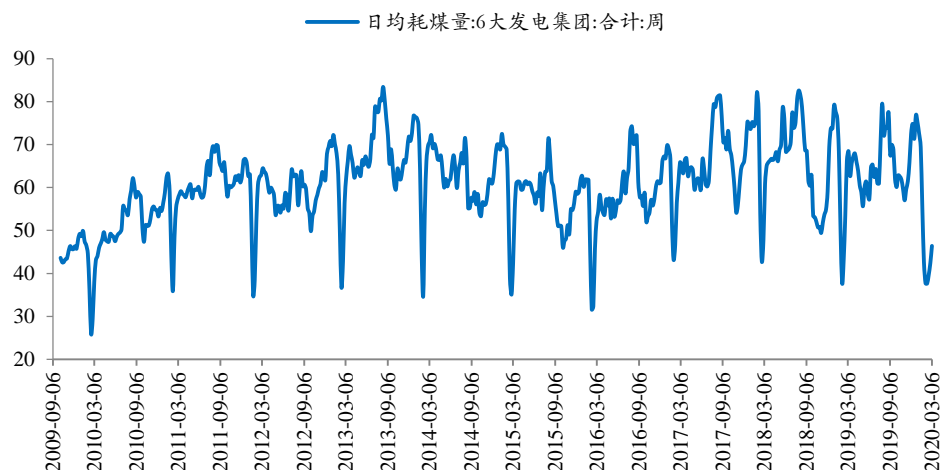
**图6：市场预期美联储3月18日降息至少50BP**

资料来源：CME FedWatch Tool，新时代证券研究所

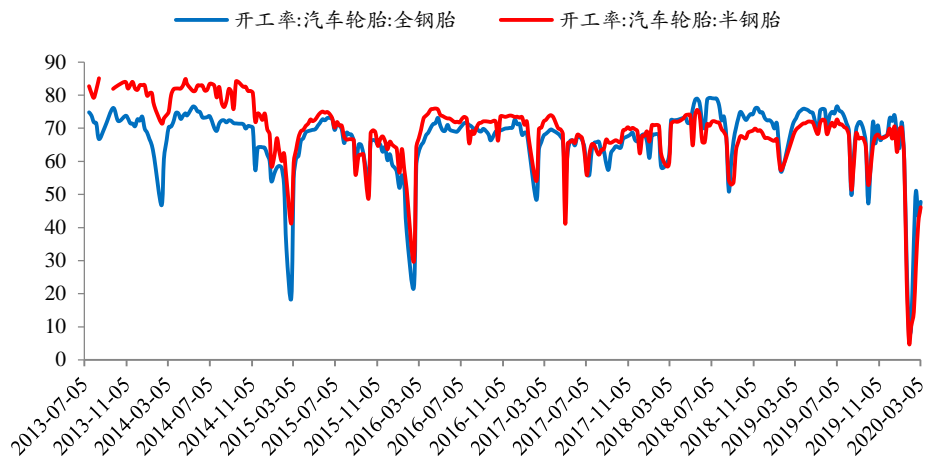
### 3、国内高频数据观察

#### 3.1、生产指标回升

上周（2020年2月29日-2020年3月6日，下同），随着国内复工加速，生产指标普遍回暖。高炉开工率回升1.1%至63.54%；焦化企业开工率回升4.1%至65.73%；汽车全钢胎和半钢胎开工率分别回升9.8%、11.6%；6大发电集团日均耗煤量上升9.4%至46.4万吨。

**图7：发电耗煤量回升**

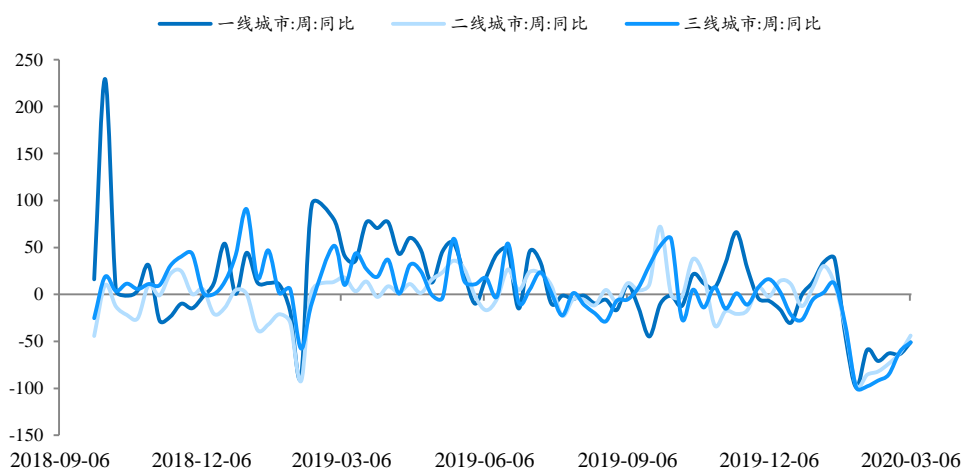
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图8： 汽车全钢胎和半钢胎开工率回升 (%)**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3.2、商品房销量改善

上周，30大中城市商品房日均销售面积从17.3万平方米上升至22.3万平方米。30大中城市商品房销售面积同比降幅从62.3%收窄至47.4%，其中，一、二、三线城市商品房销售面积同比降幅分别收窄至51%、43.8%、51.1%。

**图9： 商品房销量同比降幅收窄 (%)**

**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\\_6763](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6763)

