

经济短期下行，关注3月复产进度



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——3月及一季度宏观环境预判

❖ 疫情对经济的短期冲击显现

在疫情的冲击下，一季度宏观数据表现或将整体下行。从2月末公布的制造业PMI前瞻性数据可以看出，2月国内制造业供需两弱；在疫情的影响下，交通、物流受阻、企业用工不足是一季度经济增速放缓的主要原因。

从生产角度看，2月制造业企业原材料库存、采购量及在手订单均出现明显下滑，企业生产活动萎缩。

在投资和消费端，2月建筑业、服务业景气度下滑明显，一定程度上能够反映出年一季度固定资产投资及消费弱势表现，难以对短期经济增速形成支撑。

❖ 一季度出口增速或将回落至负区间

在进出口数据方面，2月我国进出口规模或出现显著下行。在出口方面，2月我国制造业PMI新出口订单指数仅为28.7%，较1月显著下行20个百分点，疫情对我国企业的海外订单冲击明显。且在国际政策方面，世界卫生组织于1月30日宣布新型冠状病毒疫情为“国际关注的突发公共卫生事件”(PHEIC)，尽管世界卫生组织特别说明“不建议限制贸易旅行”；但2月新出口订单表现反映出当前海外市场较低的采购意愿，预计2020年一季度出口增速将回落至负区间。

❖ 工业品出厂价格增长承压

在物价方面，2月制造业产品出厂价格指数下行5.7个百分点，工业品需求相对较弱。在结构上，生产资料出厂价格或将是一季度工业品出厂价格的主要拖累项。在供需两弱的背景下，产成品库存的小幅增长将持续对工业品的出厂价格形成压力。叠加特殊时期为防疫情扩大，封城封路导致的交运、物流受限，需求端对价格的支撑作用有限。

❖ 货币政策多举维护实体经济融资环境

流动性环境方面，2月货币政策对实体经济的维护举措较多。2月中旬以来，央行先后下调MLF中标利率及LPR中标利率，实体经济融资成本实质下降。在结构性政策方面，央行增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，其中，支农、支小再贷款额度分别为1000亿元、3000亿元，再贴现额度1000亿元。且下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%，小微企业的融资环境的有所改善。此外，2月24日，央行副行长陈雨露在国新办新闻发布会上表示，普惠金融定向降准也将进行年度动态调整，实体经济一季度融资成本将整体下行。

❖ 风险提示：国内复工复产进度不及预期，海外疫情持续扩散。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

📄 证券研究报告

所属部门 总量研究部
报告类别 宏观月报
报告时间 2020/3/4

👤 分析师

陈雳
证书编号: S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

👤 联系人

陈琦
证书编号: S1100118120003
010-66495927
chenqi@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、2月制造业 PMI 数据显著下行	4
二、生产指标	4
2.1 总量维度	4
2.2 上游重点行业	5
2.2.1 电力煤炭	5
2.2.1 建材	6
三、投资增速	7
3.1 基建投资增速	7
3.2 地产投资增速	8
四、进出口数据	9
五、流动性观测	9
风险提示	12

图表目录

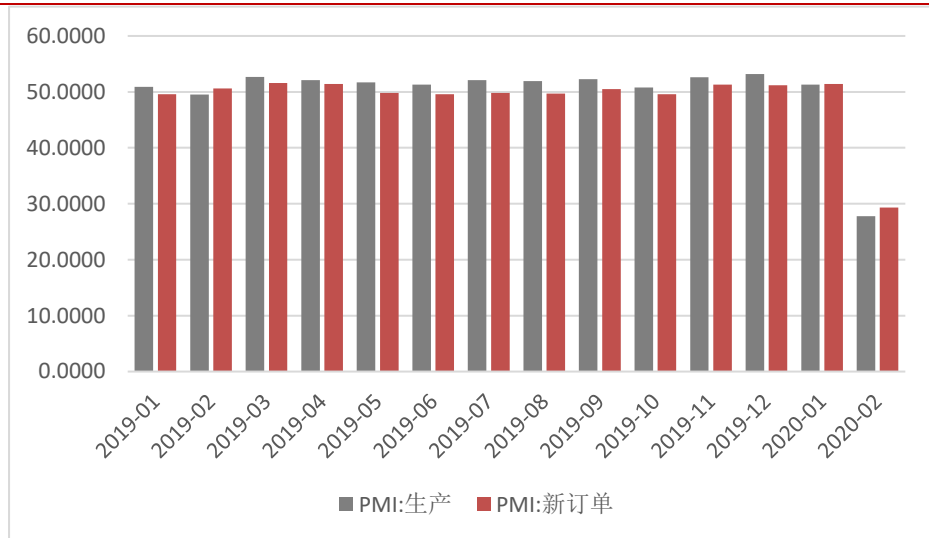
图 1:	PMI 的月度变化	4
图 2:	工业企业增加值表现	5
图 3:	工业产能利用率	5
图 4:	制造业 PMI 采购指数	5
图 5:	制造业 PMI 原材料库存	5
图 6:	六大电厂日耗煤表现	6
图 7:	六大电厂煤炭库存表现	6
图 8:	钢厂电炉几乎处于停工状态	6
图 9:	水泥行业复工时点安排	7
图 10:	历年 2 月中旬水泥库容对比	7
图 11:	基础设施投资增速	8
图 12:	地方政府专项债发行进度	8
图 13:	房地产开发投资状况	8
图 14:	100 大中城市土地成交情况	8
图 15:	我国外贸进出口数据表现	9
图 16:	高新技术产品的进出口表现	9
图 17:	非银金融企业贷款结构持续优化	10
图 18:	中期借贷便利表现	10
图 19:	1 年期 LPR 价格	10
图 20:	支小再贷款创历年最高	11
图 21:	普惠小微贷款降价明显	11

一、2月制造业 PMI 数据显著下行

在疫情影响下，2月我国制造业景气度显著下滑，为近10年最低水平。从企业规模看，2月大、中、小型制造企业 PMI 数据分别为 36.3%、35.5% 和 34.1%，环比分别下降 14.1、14.6 和 14.5 个百分点，下降幅度较为一致；但值得注意的是，不同于大中型企业，1月小型制造企业 PMI 已在荣枯线以下，叠加月内疫情影响，小型制造业企业的经营压力较大。

重点行业方面，我国保障基本民生的行业受影响相对较小，2月我国医药制造业、农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业 PMI 均在 40% 左右，高于整体制造业 PMI；此前高景气的先进制造业短期表现弱势。

图 1：PMI 的月度变化



资料来源：Wind, 川财证券研究所

二、生产指标

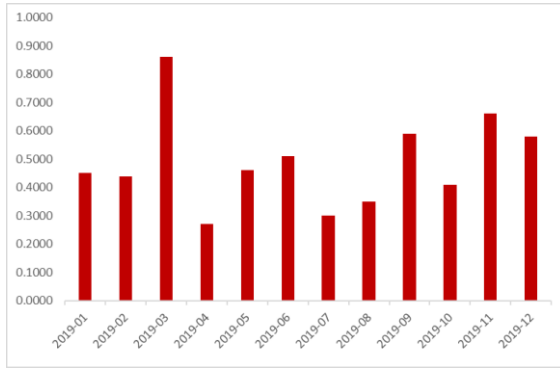
2.1 总量维度

一季度工业或将增速放缓。生产方面，2月我国 PMI 生产指数仅为 27.8%，环比下行 23.5 个百分点。在在疫情防控的背景下，企业复工延迟、下游需求不足成为生产收缩主要原因。从生产相关分项看，企业原材料库存、采购及在手订单指数均仅在 30% 左右，产业链上、中游行业短期经营同样受到冲击，预计一季度工业增长将显著低于预期。

规模以上工业企业受影响相对较小。但从当前复工的企业结构分布看，疫情

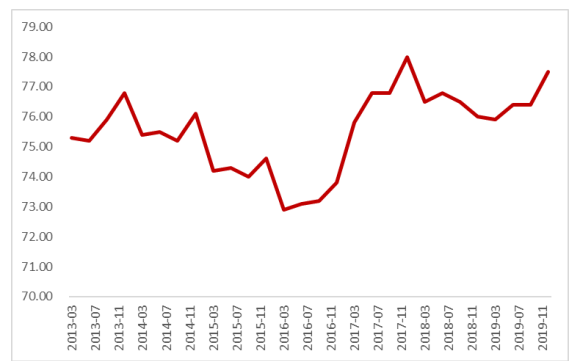
对一季度规模以上工业企业增长及盈利影响整体可控，截至 2 月 29 日，我国大中型企业的平均复产率已超过 80%，央企、国企带头作用较强。

图 2： 工业企业增加值表现



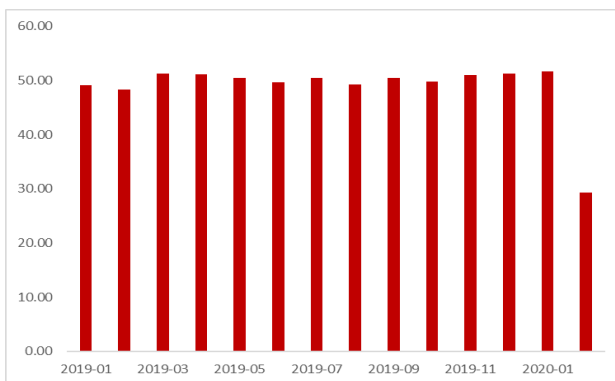
资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 3： 工业产能利用率



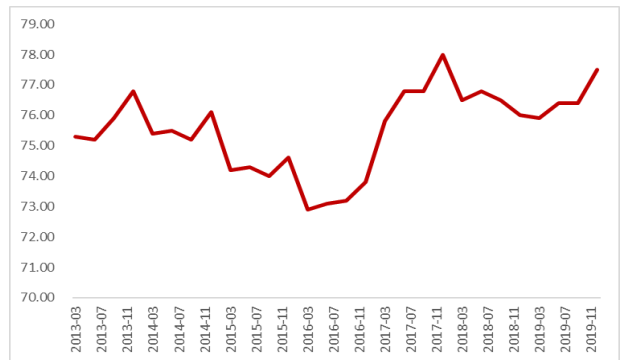
资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 4： 制造业 PMI 采购指数



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 5： 制造业 PMI 原材料库存



资料来源：通联数据，川财证券研究所

2.2 上游重点行业

2.2.1 电力煤炭

发电量仍处于历史低位。从发电指标看，当前我国生产复工状况有所好转，但整体仍处于历史低位。截至 3 月 4 日，六大电厂单日合计耗煤量仅为 45.07 万吨，较 2 月初小幅增长 7 万吨，印证生产小幅回暖，但相比于去年同期数据，当前日耗煤量仍有 25 吨左右的差距，生产环节复工仍需要持续观察。

从库存看，截至 3 月 4 日，六大电厂库存总量达到 1760.3 万吨，月环比增加 204.9 万吨，电厂在高库存、低日耗的背景下仍以采购长协煤为主，市场煤炭需求相对疲软，指标回暖仍需静待复工复产。

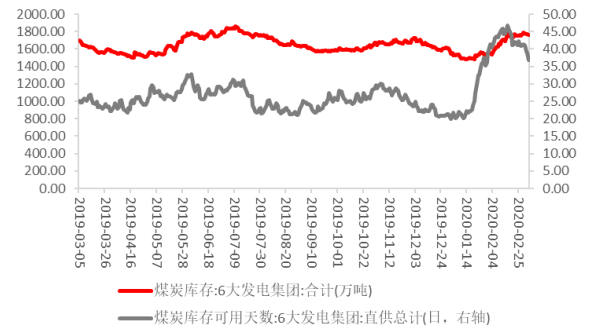
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 6： 六大电厂日耗煤表现



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 7： 六大电厂煤炭库存表现



资料来源：通联数据，川财证券研究所

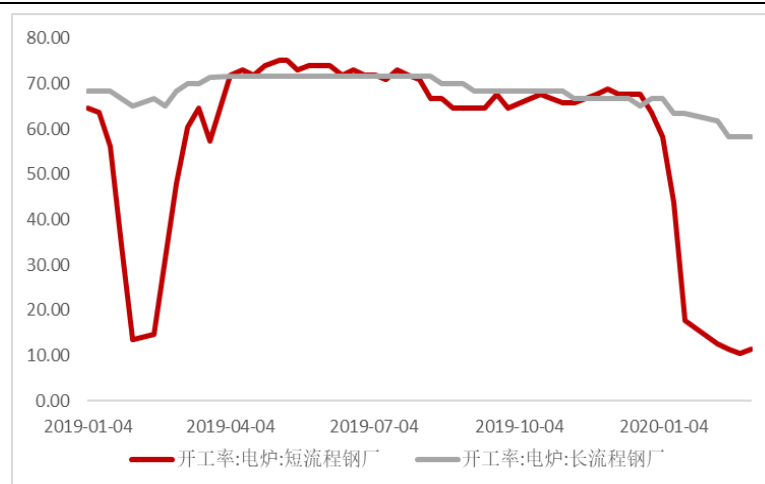
2.2.1 建材

2月建筑行业开工迟缓，建材下游需求空白，建材行业生产状况整体承压。

钢厂电炉开工率持续较低。钢铁行业方面，疫情对产业链的冲击较大，钢厂电炉开工率持续较低；但行业库存却出现历史高点。究其原因，首先，下游建筑行业开工迟缓，钢材下游需求基本空白。其次，在疫情的影响下，2月交运、物流受限，钢材需求被进一步削弱。

截至2月28日，短流程钢厂、长流程钢厂的电炉开工率分别为11.46%和58.33%，较上年同期分别下降36.46、10个百分点，单从生产端看，上游行业生产环节受需求制约仍较严重。

图 8： 钢厂电炉几乎处于停工状态

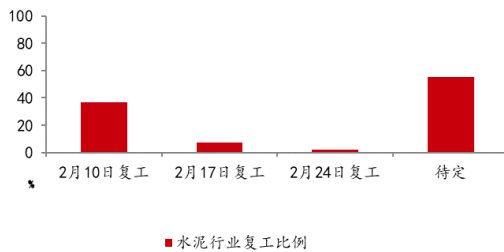


资料来源：wind，川财证券研究所

水泥出货量显著降低。水泥方面，产业链下游水泥搅拌站的开工率整体较低。生产环节，在水泥行业整体开工率不足 50% 的情况下，行业库存仍在累计。2 月中旬，水泥行业库容比超过 65%，行业库容水平整体高于历年水平。

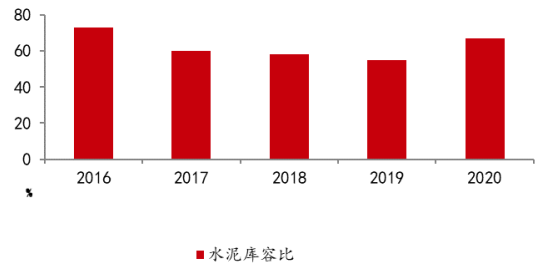
出货率方面，2020 年 2 月，水泥行业出货率持续低于 10%，相较于往年春节后同期，行业出货水平显著降低。从历年经验看，地产新开工、基建投资是水泥行业需求的主要观测指标，在地产政策整体偏紧的情况下，可反向推出当前我国基建投资增速较低。

图 9：水泥行业复工时点安排



资料来源：百年建筑网，川财证券研究所；单位：%

图 10：历年 2 月中旬水泥库容对比



资料来源：数字水泥网，川财证券研究所；单位：%

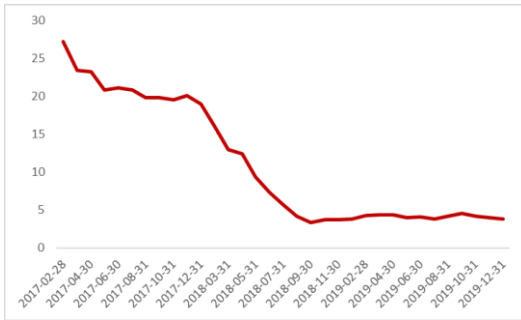
三、投资增速

3.1 基建投资增速

全年基建投资增长值得期待。为对冲疫情对经济的短期冲击，基建在我国经济中的托底作用不可或缺。2 月 21 日召开的政治局会议强调“要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放，发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度”，基建的“扩内需”作用年内将进一步凸显。

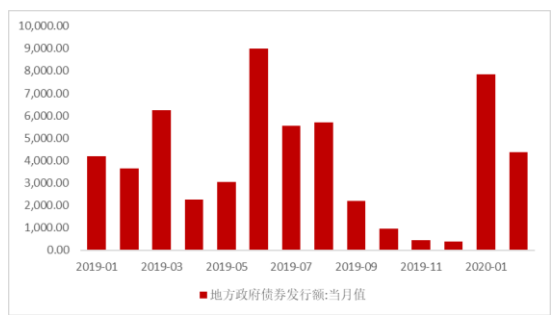
一季度地方政府专项债发行速度明显加快。当前地方政府专项债资金是基建项目的重要资金支持。从募集资金的用途看，地方政府专项债募集资金以有一定收益的公益性项目为主要投向，并以该项目的收入或与之对应的政府性基金作为还款来源。近期多个省市公布万亿级基建项目，预计 2020 年地方政府专项债额度将要迎来显著增长，拉动二、三季度基建投资增速。

图 11：基础设施投资增速



资料来源：通联数据，川财证券研究所；单位：%

图 12：地方政府专项债发行进度



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：亿元

3.2 地产投资增速

一季度地产行业基本面表现较差。在疫情影响下，1月房地产销售情况整体较差。从房企的投资角度出发，2月地产行业拿地意愿整体较低，100大中城市土地成交面积创2019年以来新低，地产投资对一季度固定资产投资增速难有支撑。

地产行业政策环境结构性改善。当前尽管“以稳为主”的政策主基调未变，但在“一城一策”的政策助力下，二月以来部分城市出台地产支持政策。如土地出让金可申请延期或分期缴付；开竣工时间相应顺延，不能如期竣工验收和缴付的项目，交付期限顺延；住宅地块不统一要求设置竣工预售许可调整价，超过市场指导价的，不统一要求项目工程结构封顶后申请预售许可；降低商品房预售门槛，首套房公积金贷款首付比例由30%下调至20%。

图 13：房地产开发投资状况

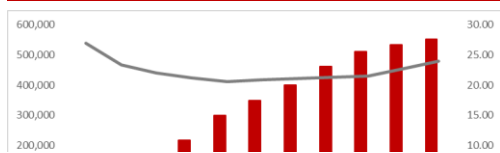
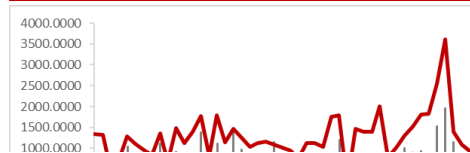


图 14：100大中城市土地成交情况



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_6807

