

2020年2月23日

宏观经济



稳步推进复工

——光大宏观十日谈 20200223

宏观动态

要点

随着新冠疫情蔓延势头得到初步遏制，政策转向统筹做好疫情防控和经济社会发展工作，稳步推进复工。由于疫情的负面冲击目前主要在供给侧，因此稳步推进复工成为了当务之急。而需求侧管理则应注重补充疫情恢复期可能面临的总需求不足问题，除了“松货币”，更应“宽财政”。根据我们的不完全统计，近期部委和地方政府针对疫情也将政策发力的重点放在了“宽财政”上。

停工过长将增加企业的流动性风险。极端假设情景中，在完全没有收入，而债务和员工薪酬都需要正常偿还或支付的情况下，企业能支撑月份的中位数约为 2.9 个月。小型企业的支撑月数中位数为 1.2 个月，而中大型企业则为 3.0 个月。极端假设情况下，如果停工超过 5 个月，近 7 成的样本企业员工都会受到影响。

全国铁路发送旅客数量和百度迁徙指数从低位皆有所回升。第二批对美加征关税商品第一次排除清单，共计排除了约 10.4 亿美元商品。其他高频数据仍受开工缓慢影响：30 城商品房成交面积、乘联会口径厂商日均零售有所回升，但仍大幅低于往年水平；由于下游复工缓慢、库存积压，导致上游高炉开工率平稳下滑；电厂耗煤量继续低于 6 年均值，且恢复较为缓慢。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

联系人

郑宇驰

021-52523807

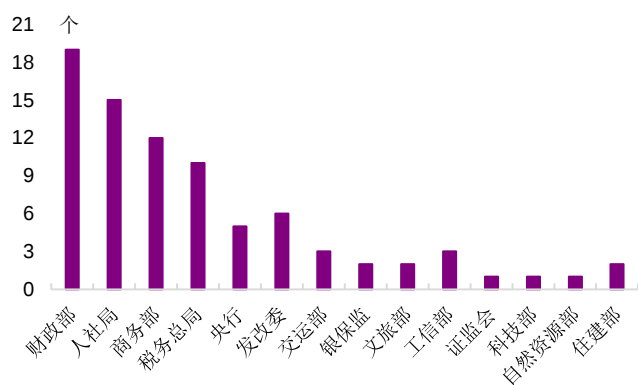
zhengyc@ebcn.com

1、政策稳步推进复工

随着新冠疫情蔓延势头得到初步遏制，政策转向统筹做好疫情防控和经济社会发展工作，稳步推进复工。2020年2月21日，中共中央政治局召开会议，研究新冠肺炎疫情防控工作，部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作，要求：“要建立与疫情防控相适应的经济社会运行秩序，有序推动复工复产，使人流、物流、资金流有序转动起来，畅通经济社会循环。要制定明确的疫情分区分级标准。复工复产，交通运输是‘先行官’，必须打通‘大动脉’，畅通‘微循环’。各级党委和政府要主动服务，有序组织务工人员跨区返岗，努力保障已复工和准备复工企业日常防护物资需求。”

由于疫情的负面冲击目前主要在供给侧，因此稳步推进复工成为了当务之急。而需求侧管理则应注重补充疫情恢复期可能面临的总需求不足问题，除了“松货币”，更应“宽财政”。根据我们的不完全统计，针对疫情近期各部委和地方政府也将政策发力的重点放在了“宽财政”上（图1、2）。

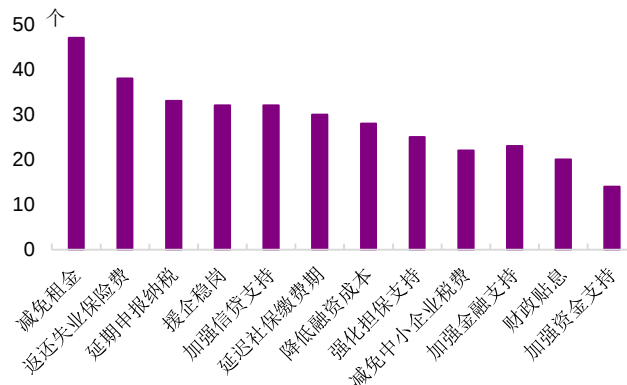
图1：各部委有关疫情的文件数量



注：截至2020年2月22日

资料来源：各部委网站，光大证券研究所

图2：地方政府有关疫情的政策数量



注：截至2020年2月22日

资料来源：各地方政府网站，光大证券研究所

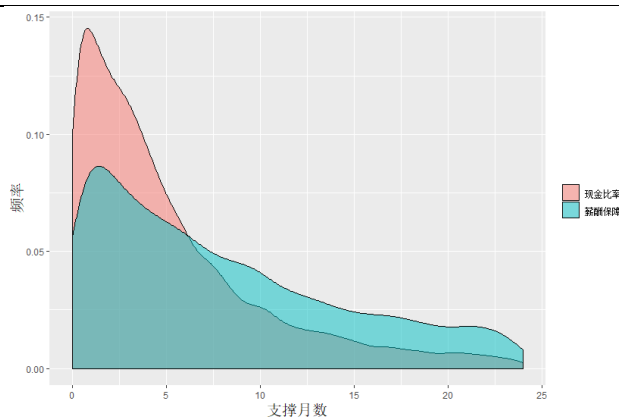
政策稳步推进复工的背后是停工将增加企业的流动性风险。我们使用了所有A股上市公司、新三板上市公司、信用债发行公司（共17884家）截至2019年6月30日的财务数据，发现整体来看，企业的流动性压力可控。我们选取现金比率¹与薪酬保障月数²来衡量企业的流动性压力。**在完全没有收入的假设情景**，而债务和员工薪酬都需要正常偿还或支付的情况下，企业能支撑月份的中位数约为2.9个月，但是这种分布并不是均匀的，处于25%分位的企业大约只能支撑1.2个月。如果企业暂时没有到期的短期债务，单看薪酬保障月数，那么企业能够支撑月份的中位数约为13.8个月，处于25%分位的企业大约能支撑4.7个月。如果仅考虑企业偿还短期债务，不考虑支付员工薪酬（对应员工暂未回岗，而合同为一年一签），那么企业能够支撑月份的中位数约为4个月，处于25%分位的企业大约能支撑1.6个月（图3）。

¹为了表示成月份数形式，我们定义现金比率=（货币资金+交易性金融资产+应收票据）/流动负债合计×12。

²薪酬保障月数=货币资金/支付给职工以及为职工支付的现金。

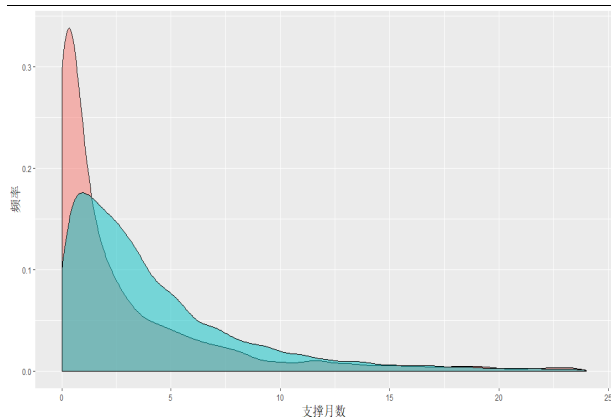
小型企业支撑月数低于中大型企业。分规模³来看，在完全没有收入的假设情景中，小型企业的支撑月数中位数为 1.2 个月，而中大型企业则为 3.0 个月。从分布上也可以看出，小型企业更偏向于 0 的位置（图 4）。极端假设情况下，如果停工超过 5 个月，近 7 成的样本企业员工都会受到影响。

图 3：短期债务和员工薪酬保障月数



资料来源：Wind，光大证券研究所

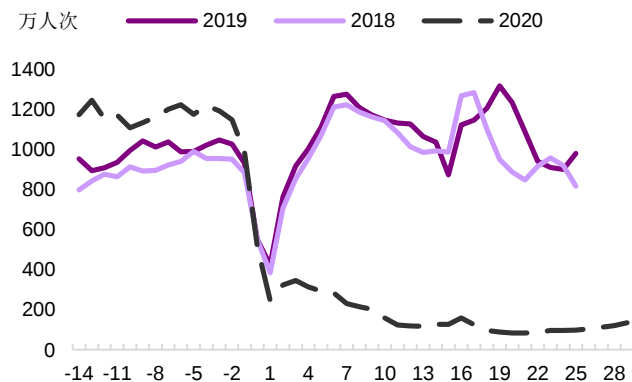
图 4：小型和中大型企业支撑月数



资料来源：Wind，光大证券研究所

近期的全国铁路发送旅客数量从低位有所回升。2月22日为134.3万人次，较2月13日的最低点上升了51万人次（图5）。从安徽、河南、湖南、江西、四川五个人口流出大省的百度迁徙迁出规模指数的均值来看，较低位已经有了较大幅度的回升，接近2019年的同期值（图6）。

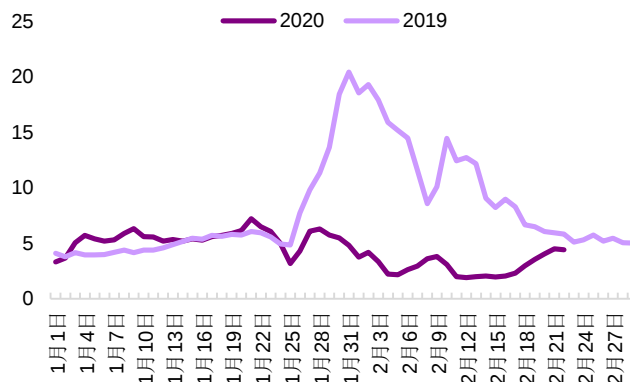
图 5：全国铁路发送旅客数量



注：横轴表示相对于除夕的天数，例如1表示农历大年初一。数据截至2020年2月22日

资料来源：中国铁路总公司，光大证券研究所

图 6：人口流出大省百度迁徙迁出规模指数



注：采用安徽、河南、湖南、江西、四川五个人口流出大省的均值，数据截至2020年2月22日

资料来源：百度迁徙

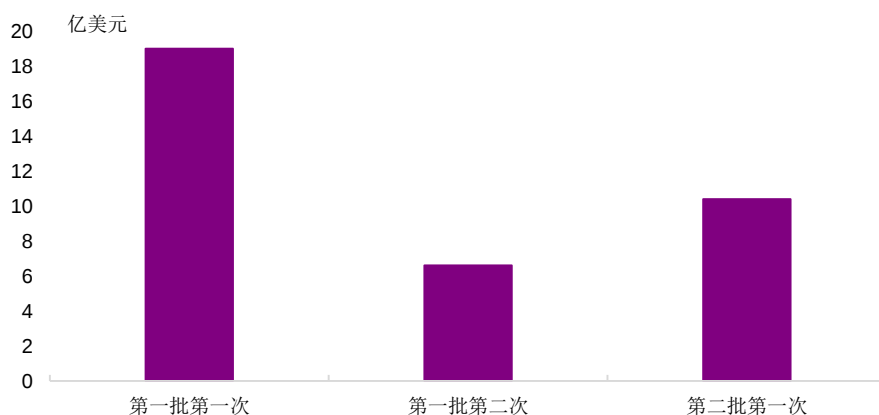
2、第二批对美加征关税商品第一次排除清单发布

2020年2月21日，国务院关税税则委员会发布了第二批对美加征关税商品第一次排除清单，共计排除了约10.4亿美元（2017年中国从美国进口

³由于我们采用的是2019年半年报数据，因此将小型企业定义为收入不超过1000万元的企业，其余的为中大型企业。

金额，下同）商品，而第一批对美加征关税商品的两次排除清单金额分别为19、6.6 亿美元（图7）。

图7：对美加征关税商品排除金额

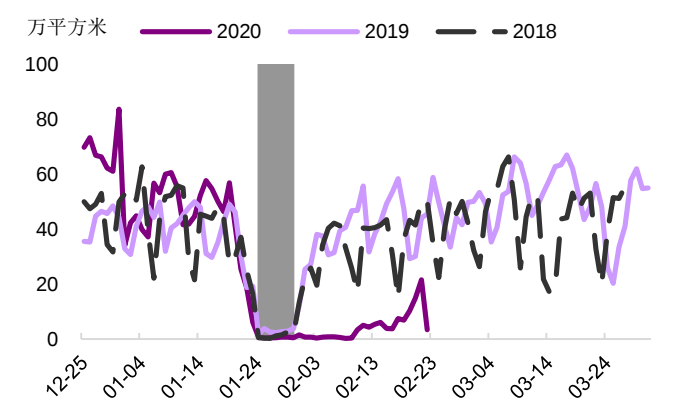


资料来源：国务院关税税则委员会，海关总署

3、数据仍受开工缓慢影响

30 城商品房成交面积有所回升，但仍大幅低于往年水平（图8）。2020 年2月16 日当周乘联会口径厂商日均零售为4098 辆，较前一周的811 辆有所回升，但仍大幅低于往年水平（图9）。

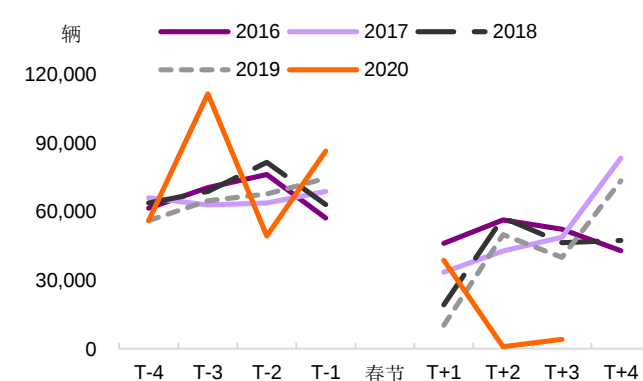
图8：30 城月度商品房成交面积



注：灰色阴影部分为春节，2019、2018 年数据按照各年的除夕当天对应调整时间轴，数据截至2020 年2月22 日

资料来源：Wind

图9：乘联会口径厂商日均零售

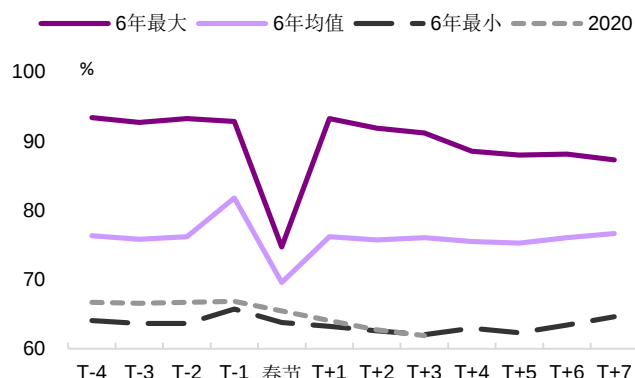


注：T-1 代表春节前一周，数据截至2020 年2月16 日

资料来源：Wind

由于下游复工缓慢、库存积压（已经高于历史最大值），导致上游高炉开工率平稳下滑，2月21 日当周为62%，在调整了春节后低于6 年最小值（图10、11）。2月21 日，Myspic 综合钢价指数较十天前下跌2.5%。

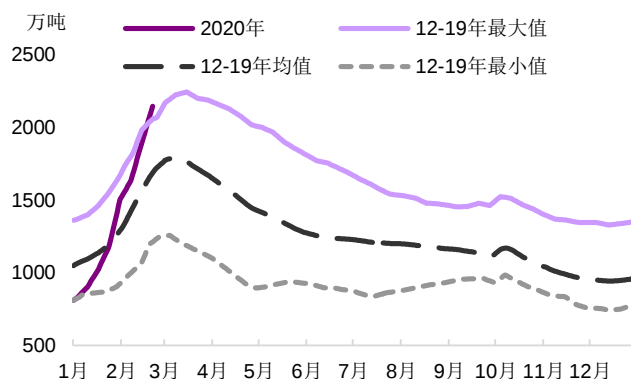
图 10：高炉开工率平稳



注：数据截至 2020 年 2 月 21 日

资料来源：Wind

图 11：钢材社会库存开始季节性回补

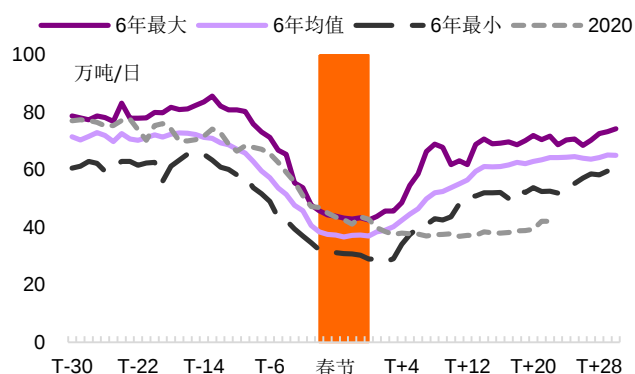


注：数据截至 2020 年 2 月 21 日

资料来源：Wind

调整春节后，电厂耗煤量继续低于 6 年均值，且恢复较为缓慢，2020 年 2 月 21 日为 42.13 万吨，较十天上升 4.9 万吨（图 12）。电厂煤炭库存季节性累积，高于历史最大值，2 月 21 日为 1746 万吨（图 13），2 月 21 日动力煤期货收盘价为 552 元/吨，较十天前下跌 3.2%。

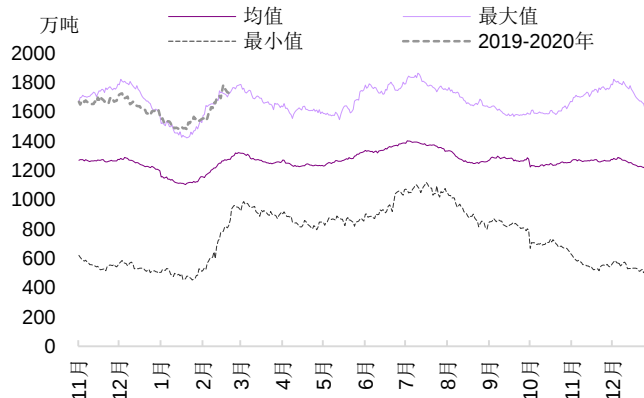
图 12：六大发电集团日均耗煤量



注：数据截至 2020 年 2 月 21 日

资料来源：Wind

图 13：六大发电集团煤炭库存



注：数据截至 2020 年 2 月 21 日

资料来源：Wind

1 月挖机销量下滑主因春节因素。由于春节错位，1 月挖机销量 2 万辆，

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_7019

