

固定收益研究/固定收益月报

2020年03月21日

重新审视 2020 年中国经济

一文看遍债市宏观基本面系列报告

张继强 执业证书编号: S0570518110002
 研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
 研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
 研究员 021-28972070
 zhuxun@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
 研究员 010-56793946
 liutiantian@htsc.com

张大为
 联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 资管新规下的养老理财》
 2020.03

2《固定收益研究: 疫情行情中的机构行为》
 2020.03

3《固定收益研究: 租赁行业分化加剧, 仍有挖掘空间》2020.03

核心观点

疫情改变了全球经济图景, 通过目标倒推季度数据的模式失灵。全球经济弱企稳的格局被打破, 中国经济“休克”状态下, 一季度 GDP 增速可能出现负增长的局面, 全年呈现出“低开、反弹、再回落”的节奏。短中长期目标重新权衡, 稳就业需要一定增速, 但复杂格局下不应轻易设数字目标。短期来看, 应对疫情冲击, 巩固疫情防控成效, 尽快复产复工仍是当务之急。中期来看, 尽快推动经济向常态回归, 将疫情冲击降至最低, 不出现大面积失业或系统性风险应成为新目标。长期来看, 高质量发展的要求不应放松, 新基建等是重要抓手, 为下一个百年目标奠定基础。

一季度工业增加值增速难以转正, 主动补库存难度增大

今年 1-2 月工业生产增速创新低, 疫情导致工作日减少、严防严控措施、用工资金等短板都是企业生产障碍。而疫情期间全社会需求低迷, 即使企业“已复工”, 实际产能可能远低于正常状态。我们测算 3 月工业增加值当月同比需达 20.3%, 一季度累计才回到零增长。去年 3 月季末跳点基数高, 今年一季度同比转正难度大。由于投资处于链条最末端, 且对负面信息更为敏感, 我们认为新冠疫情对投资的冲击持续时间可能超过生产, 本轮库存周期在上半年就转入主动补库阶段的难度增大。

需求侧三驾马车勒住缰绳, 扩基建实现翻番目标难度骤增

固定资产投资自统计以来首次负增长, 制造业缺乏资本开支意愿, 而建筑业用工不足严重拖累了基建与房地产投资。地产端需警惕销售低迷引发负反馈, 政策可能边际调整以稳定房地产市场。基建投资累计同比转正或最早要 5 月, 我们认为依靠基建对冲来实现 GDP 翻番, 既缺乏可行性, 也没有必要性, 但为了脱贫攻坚、稳定就业, 仍应适度发力, 传统基建注重补短板、稳需求, 新型基建助力新兴产业发展。新冠肺炎全球大流行将对出口形成较大冲击, 可能持续时间较长。消费在疫情冲击下出现可选必选、线上线下分化, 政策刺激下有望需求回补。稳就业被摆在更重要的位置。

食品通胀高点已过, 实体通缩风险加剧

2 月 CPI 如期回落, 与春节错期、翘尾值走低有关, 但回落幅度低于预期, 主要是食品端涨幅仍偏大, 而非食品价格表现偏弱, 供给约束不及需求乏力, 也或打破持续通胀压力的担忧。我们认为, 1 月是全年 CPI 高点, 疫情不改通胀向下趋势。上半年仍因猪价约束维持高位, 但油价的下拉作用明显, 下半年 CPI 下行节奏将加快。虫害引发主粮减产是今年 CPI 的潜在风险。我们认为 PPI 短期继续下探的压力较大, 沙特石油价格战是主导因素。国内逆周期扩基建有望提振上游黑色、建材等工业品价格, 但 PPI 反弹受到外需压制与成本端油价约束, 全年中枢将明显下移。

增速目标或弱化, 稳定就业是关键

疫情已经造成国内经济“挖深坑”, 而疫情带来中小企业破产、居民失业、外贸订单消失、全球供应链断裂等问题可能难以在短期内化解, 这种开局之下, 我们认为增长目标会科学理性、实事求是作出评估, 政策更应注重促进正常生产生活秩序、稳定就业大局和打赢脱贫攻坚战。货币政策而言, 当下增长与就业无疑是目标首位, 内部通胀约束淡化, 外部政策空间扩大, 央行短期难以改变偏宽松的政策取向。财政政策而言, 减收增支赤字将难免被动扩大, 预计赤字率突破 3%。专项债还是基建的重要资金来源, 新增额度或突破 3 万亿。特别国债作为关键时期托底的政策储备有必要性。

风险提示: 海外疫情扩散超预期, 全球供应链效率降低约束国内开工。

正文目录

2020 年 GDP 增速变数大增	3
一季度工业增加值同比有望转正吗?	4
为何工业生产数据远弱于预期, 与较为“乐观”的复工率统计形成背离?	5
3 月工业增加值同比需达到多少, 一季度累计同比才能回到零增长?	6
从生产角度看, 一季度 GDP 增速可能在什么区间?	6
制造业链条未来一段时间都将处于下行阶段	7
两角度分析, 为何制造业投资在经济下行期承压更明显	7
制造业链条处在下行传导过程, 上半年转入主动补库的难度大	8
什么绊住了基建与地产投资?	9
房地产: 警惕销售低迷引发的负反馈	10
政策层面可能边际调整以稳定房地产市场	12
基建: 需要回答的三个问题	12
问题一: 基建投资何时能转正?	12
问题二: 是否有必要通过扩基建实现增速目标?	12
问题三: 基建又将何去何从? 旧基建补短板, 新基建谋发展呢	13
出口面临严峻挑战	14
消费的回补弹性来自于哪儿?	18
稳住就业是重中之重	20
食品通胀高点已过, 实体通缩风险加剧	22
CPI: 非食品偏弱打消通胀担忧, 全年不改下行走势	22
PPI: 下游复工慢导致上游累库, 石油价格战或造成 PPI 深跌	23
金融数据体现疫情冲击下的政策支持	24
总量平稳源于政策对冲	24
结构恶化体现疫情影响	24
政策启示: 增速目标或弱化, 稳定就业是关键	25
风险提示	25

2020年GDP增速变数大增

疫情改变了全球经济图景，通过目标倒推季度数据的模式失灵。2020年本是增长与政策的关键一年，是实现小康社会、脱贫攻坚、完成十三五计划的最后一年。因此，为完成GDP翻一番的经济目标，市场在测算各类经济数据的时候一般都按照年度GDP增速5.6%的水平进行倒推估计。然而新冠疫情的突如其来，给中国和世界经济都带来了严重的负面冲击。全球经济弱企稳的格局被打破，中国经济在“休克”状态下很可能出现季度负增长的局面。因此，原本的年度增长计划和逆周期政策规划，在一定程度上被打乱。如何重新认识2020年的经济增长潜力和逆周期调节政策导向，是我们调整预期，布局投资战略的关键前提。

疫情之下，一季度经济增速“挖深坑”可能难以避免。1-2月工业与服务业实际生产累计增速降幅均在13%左右。从微观发电耗煤和开工率情况看，3月经济活动虽然环比有明显改善，但尚未达到去年同期水平。3月中旬的发电耗煤量仅为去年同期84%左右。3月13日据工信部辛国斌部长介绍，全国规模以上工业企业开工率超过95%，企业人员平均复岗率约为八成，中小企业开工率约达六成。我们认为，企业开工不等于人员全部复岗，企业开工、人员复岗都不等于企业开动全产能生产，因此3月份的生产反弹力度存疑，预估一季度GDP增速难以实现正增长。

短中长期目标的重新权衡，稳就业等需要一定增速，但复杂格局下不应轻易设数字目标。短期来看，应对疫情冲击，巩固疫情防控成效，尽快恢复复产、复工仍是当务之急。中期来看，尽快推动经济向常态回归，将疫情冲击降至最低，不出现大面积失业或系统性风险应成为新的目标。长期来看，高质量发展的要求不应放松，新基建等是重要抓手，为下一个百年目标奠定基础。

眼前重点是二季度经济回归之路的斜率和高度。目前国内疫情已基本控制，外防输入成为防疫重点，低风险地区的限制性措施正逐步解除。近期政治局与国务院会议频频召开，推动复工复产与重大项目开工，我们预计3月底三次产业开工率整体恢复至九成以上。第二三季度，工业与建筑业可能出现抢工效应，消费在政策刺激下存在回补潜力、新旧基建投资也随着逆周期政策发力而较快提升，然而房地产投资风险、外需收缩、全球供应链断裂、失业压力约束了经济的反弹力度，预计第二、三季度GDP增速能够达到4%-6%。再向后看，四季度经济有可能因库存压力、逆周期政策缺抓手而出现增长瓶颈，增速可能略有放缓。全年呈现出“低开、反弹、再回落”的节奏。当然，海外疫情进展和国内逆周期调节政策力度对经济增长节奏的影响很大。

图表1：经济数据概览

宏观指标	市场预期	20-02	20-01	19-12	19-11	19-10	19-09	19-08	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03	19-02	19-01	18-12
GDP	单季 %	-		6.0			6.0			6.2			6.4			6.4
工业增加值	单月 %	1.8	-13.5	6.9	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5	5.3		5.7
城镇调查失业率	单月 %	-	6.2		5.2	5.1	5.1	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3		4.9
投资	累计 %	2.0	-24.5		5.4	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3	6.1	5.9
制造业	累计 %	-	-31.5		3.1	2.5	2.6	2.5	2.6	3.3	3.0	2.7	2.5	4.6	5.9	9.5
基建	累计 %	-	-30.3		3.8	4.0	4.2	4.5	4.2	3.8	4.1	4.0	4.4	4.4	4.3	3.8
地产	累计 %	-	-16.3		9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2	11.9	11.8	11.6	9.5
社零	单月 %	2.2	-20.5		8.0	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7	8.2	8.2
出口	单月 %	-6.7	-17.2		7.6	-1.1	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2	-20.7	9.3
进口	单月 %	-5.8	-4.0		16.3	0.3	-6.4	-8.5	-5.6	-5.6	-7.3	-8.5	4.0	-7.6	-5.2	-1.5
贸易差额	亿美元	322.2	-71.0		467.9	387.3	428.1	396.5	348.3	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5	41.2	395.9
CPI	%	4.9	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5	1.7	1.9
PPI	%	-0.3	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1	0.1
信贷	亿元	11960	9057	33400	11400	13900	6613	16900	12100	10600	16600	11800	10200	16900	8858	32300
社融	亿元	-	8554	50674	21030	17547	6189	22700	19800	10100	22600	14000	13592	28593	7030	46353
M2	%	8.5	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.0	8.4
M1	%	-	4.8	0.0	4.4	3.5	3.3	3.4	3.4	3.1	4.4	3.4	2.9	4.6	2.0	0.4

资料来源：Wind，华泰证券研究所

一季度工业增加值同比有望转正吗？

图表2：分行业工业增加值同比

变动(pct)	-1.6	-9.6	-27.6	-20.0	-28.9	-14.3	-33.1	-30.9	-37.1	-21.4	-42.2	-25.4	-27.4	-15.7	-22.8	-17.6	-33.2
工业增加值 同比 (%)	上游					中游							下游				
	黑色 矿采	有色 矿采	非金属 属	化工 制造	橡胶 塑料	电热 气水	通用 设备	专用 设备	电气 机械	运输 设备	汽车	通信 电子	纺织 业	农副 食品	食品 制造	医药	金属 制品
2020-02	-2.0	-8.5	-21.1	-12.3	-25.2	-7.3	-28.2	-24.4	-24.7	-28.2	-31.8	-13.8	-27.2	-16.0	-18.2	-12.3	-26.9
2019-12	-0.4	1.1	6.5	7.7	3.7	7.0	4.9	6.5	12.4	-6.8	10.4	11.6	0.2	-0.3	4.6	5.3	6.3
2019-11	13.3	3.5	1.2	7.9	5.7	6.8	6.2	7.0	12.6	0.1	7.7	9.7	2.5	-0.6	5.5	5.1	6.0
2019-10	8.0	2.2	-3.8	3.0	3.9	6.7	3.1	5.0	10.7	3.0	4.9	8.2	-1.3	-2.7	3.4	7.1	3.1
2019-09	6.9	4.6	-2.2	3.3	5.7	5.4	3.5	7.0	12.1	4.7	0.5	11.4	0.6	-1.2	4.2	7.3	2.6
2019-08	6.7	4.6	-2.6	1.2	4.5	5.1	0.0	3.3	10.0	7.8	4.3	4.7	0.1	0.0	5.0	8.3	0.9
2019-07	5.7	0.2	-1.4	3.8	5.2	6.5	0.7	4.0	7.6	15.7	-4.4	6.1	1.2	1.5	7.3	7.4	4.2
2019-06	6.5	1.9	-1.1	5.4	4.8	5.6	2.6	5.3	11.3	14.5	-2.5	10.4	1.6	2.5	6.7	5.9	5.7
2019-05	8.7	1.9	0.7	3.5	5.1	5.0	2.5	4.9	8.8	8.3	-4.7	10.6	0.7	4.4	4.6	5.6	6.5
2019-04	9.9	-1.0	1.0	3.4	-0.2	9.1	2.0	2.8	7.1	5.8	-1.1	12.4	-1.8	3.4	5.6	9.1	3.3
2019-03	5.1	1.7	-2.0	7.1	12.6	7.2	14.1	16.4	15.2	13.6	2.6	10.2	9.0	5.7	4.8	6.9	14.6
2018-12	-2.8	7.8	2.0	1.8	3.7	8.3	6.5	11.7	10.1	13.8	-4.1	10.5	0.2	5.9	8.5	8.8	4.0

注：热力图数据单位为%；较上期为同比值的环比增减，单位为百分点

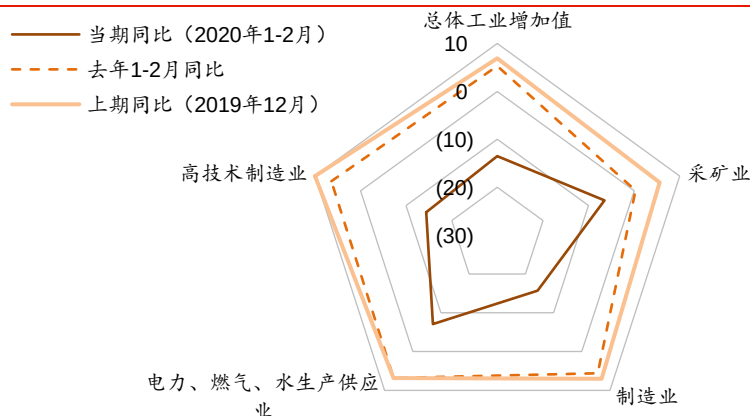
资料来源：Wind，华泰证券研究所

2020年1-2月工业增加值同比-13.5% (剔除价格因素的实际增速)，表现远低于市场预期。2019年四个季度，工业增加值的季度均值分别为6.5%、5.6%、5%、5.9%；今年1-2月工业生产受到了新冠疫情的严重冲击，创下近二十年当期同比（1-2月合并计）的最低值。

其中，采矿业增加值同比下降6.5%，制造业下降15.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降7.1%，**制造业下降幅度最大，与市场的直观感觉相符**。我们主要关注的工业产品：原煤、钢材、汽车、水泥、发电量1-2月同比全部转负，其中1-2月汽车产量同比-45.8%、负增长幅度最大，可选耐用消费品的生产和销售受到了较大影响。在2018年有“高技术制造业”增加值统计以来，高技术产业无论在投资端还是生产端，均保持较快增长，一定程度上对冲传统行业的下行压力，但今年1-2月高技术制造业生产同样承压显著，负增长幅度与总体制造业大体持平。

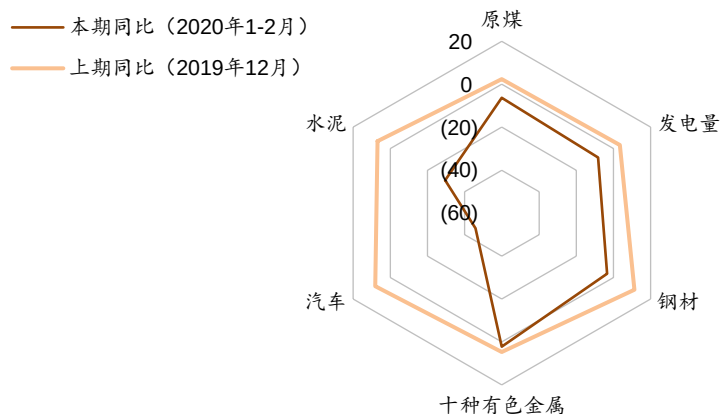
疫情带来的冲击是全社会性的，包括用工难、疫情防控措施等在内的负面影响因素，不因制造业的行业差异而发生变化。**当前宏观经济的主要逻辑，一是期待全球疫情逐渐受控（未来防控疫情的主战场或转向海外），需求端逐渐产生积极因素；二是期待国内对冲政策能切实缓解企业的生存压力，而非浮于流动性层面、沉不到实体经济。**

图表3：工业增加值主要门类：当期同比（1-2月）较前值大幅下行转负



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：主要工业产品产量当期同比（1-2月）与上期同比（2019年12月）对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

为何工业生产数据远弱于预期，与较为“乐观”的复工率统计形成背离？

据统计局表述，全国采购经理调查数据结果显示，截至2月25日，大中型制造业企业复工率达到85.6%，看似企业复工情况较好。但从发电量、耗煤量同比明显下行、螺纹钢社会库存始终处于高位等中微观迹象来看，事实上，今年1-2月的工业生产数据更接近于低迷的中微观数据，而非数字较为“乐观”的复工率统计。

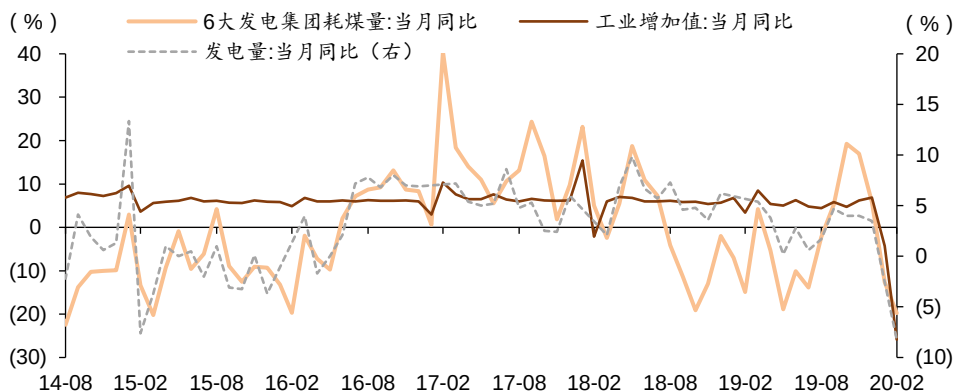
其一，据统计局官方解释，疫情影响导致工作日减少是因素之一。“今年全国春节假期延长3天，20多个地区推迟10天开工复产，企业生产天数明显少于上年同期”。

其二，我们认为，在今年2月份的绝大部分时点上，严防严控、不因为仓促复工而出现新增病例，都是各地政府的核心考量。各地均对企业的复工复产、人员的跨省跨市流动采取了较为严格的审批防控措施。在2月上中旬防控要求最严的时候，省际大巴等返城交通工具受到管控或短期停运；多地均要求员工从春节所在地返城之后需居家隔离14天；较多企业要求员工采取分批值班、其余远程办公的方式，降低人员密度。这些都使得工业企业难以开动全部产能、复工生产。

其三，由于疫情影响，全社会需求普遍下滑，如交通运输需求骤减、公共场所活动和在外就餐消费趋于停滞。考虑各产业间的联动性，工业企业的新签订单体量或受到严重冲击，短期扩大生产的动能不足。

因此，即使企业在接受调查时报送为“已复工”，体现为复工率数字较为乐观，但其实际开动产能、产量均远低于正常状态。因而1-2月工业宏观数据反映的生产受冲击程度，要明显高于复工率反映的企业复工情况。

图表5：1-2月发电量（合并月度）、耗煤量、工业增加值同比均明显下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

3月工业增加值同比需达到多少，一季度累计同比才能回到零增长？

工业生产体量具有一定的季节性。据3月16日统计局毛司长答记者问时的表述，3月份工业生产的物量约占一季度的40%。今年1-2月工业增加值同比-13.5%，我们测算，3月份工业增加值当月同比需达到20.3%，今年一季度工业增加值累计同比才会回到零增长。

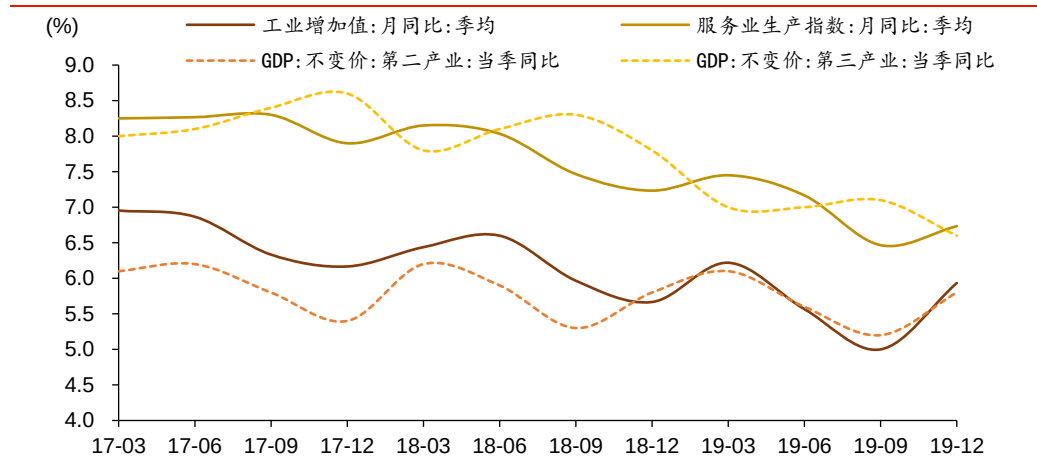
我们认为，达到这一“目标线”的难度较大。尽管多地政府从2月末开始改复工“审批制”为“报备制”，各地企业复工复产进度加快，但未来经济增长预期并不明朗，需求尚未恢复，企业扩大生产的主观意愿不足。截至3月17日，对6大发电集团日均耗煤量取当日同比、再计算今年3月1日-3月17日当日同比的算术平均，均值仍只有-23%，这一表现甚至差于今年1月和2月（分别为-13.2%和-17.9%）。去年3月份工业增加值呈现季末跳点、基数较高，预计今年3月工业增加值同比反弹可能有限，累计来看，今年一季度同比转正难度大。

从生产角度看，一季度GDP增速可能在什么区间？

3月13日，工信部副部长辛国斌在新闻发布会上表示，全国除湖北外的规模以上工业企业平均开工率已超过95%，企业人员平均复岗率约为80%，中小企业开工率达到60%左右。但正如前文所述，企业开工不等于人员全部复岗；企业开工、人员复岗都不等于企业开动全产能生产。我们对3月份工业增加值的反弹力度仍然存疑。统计局毛司长3月16日介绍，今年1-2月全国服务业生产指数同比下降13.0%，基本持平工业。从生产法角度考量，我们认为一季度GDP增速可能难以实现正增长。

市场目前关注的重点之一是全国两会将如何设定全年经济增长目标。目前来看，疫情在全球范围内短期难以得到控制，未来病例向国内反向输入、外需下行冲击出口导向型企业，都是不得不考虑的现实问题。今年完成GDP翻番的数字目标难度很大。考虑克强总理上周“只要就业好，GDP增速高一点低一点都可接受”的表态，以及统计局毛司长关于“全面建成小康社会的内涵很丰富”的提法，我们认为，今年两会可能弱化经济增长的数字目标，重点转向脱贫、保就业等关系到社会稳定的问题。

图表6：工业增加值与二产GDP、服务业生产指数与三产GDP增速基本接近



资料来源：Wind，华泰证券研究所

制造业链条未来一段时间都将处于下行阶段

图表7： 制造业投资累计同比分行业概览

变动(pct)	-37.2	-18.5	-42.3	-45.9	-39.5	-37.2	-26.2	-25.1	-30.2	-31.4	-35.1	-30.5	-34.2
制造业投资 累计同比 (%)	上游		中游						下游				
	化学 制品	有色 加工	通用 设备	专用 设备	汽车 制造	运输 设备	电气 机械	通信 电子	农副 食品	食品 制造	纺织 业	医药 制造	金属 制品
2020-02	-33.0	-17.3	-40.1	-36.2	-41.0	-39.7	-33.7	-8.3	-38.9	-35.1	-44.0	-22.1	-38.1
2019-12	4.2	1.2	2.2	9.7	-1.5	-2.5	-7.5	16.8	-8.7	-3.7	-8.9	8.4	-3.9
2019-11	4.6	-1.3	1.4	9.5	-0.4	-5.7	-6.8	13.8	-9.3	-4.8	-8.7	7.8	-3.8
2019-10	6.6	-1.3	0.9	9.8	-0.3	-5.9	-7.5	13.6	-10.1	-3.8	-8.5	7.9	-3.3
2019-09	7.6	-2.6	1.6	8.7	1.8	-8.3	-7.6	11.6	-10.8	-3.0	-8.2	7.0	-4.5
2019-08	7.9	-4.3	1.2	6.6	1.5	-10.7	-8.0	11.1	-9.4	-2.2	-5.0	7.4	-3.5
2019-07	9.4	-3.8	2.1	7.2	1.8	-10.4	-7.5	10.5	-7.6	-1.4	-2.6	6.9	-5.2
2019-06	9.3	-3.4	2.8	7.2	0.2	-10.5	-8.1	8.5	-7.4	0.4	-0.3	8.4	-5.2
2019-05	7.4	-9.7	1.4	6.2	-0.1	-8.6	-5.9	6.2	-7.4	-1.0	1.6	8.1	-4.8
2019-04	5.5	-11.7	1.8	8.2	-1.4	-8.2	-6.5	6.7	-6.3	0.2	0.8	10.4	-6.1
2019-03	11.3	-17.1	6.8	9.3	-1.0	-8.7	-3.1	5.5	-6.7	4.4	9.0	9.7	2.7
2019-02	8.1	-10.6	12.7	16.3	8.1	-9.7	-2.2	-2.6	-4.4	3.0	17.8	10.5	6.4

注：热力图数据单位为%；较上期为同比值的环比增减，单位为百分点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2020 年 1-2 月固定资产投资累计同比-24.5%（2019 全年 5.4%）。制造业、基建、地产投资同比均大幅转负，其中制造业投资跌幅最大，累计同比-31.5%（2019 全年 3.1%）。制造业中，纺织业、汽车制造和专用设备等领域降幅最大，分别为-44%、-41%和-40.1%，降幅分别比全部制造业投资大 12.5、9.5 和 8.6 个百分点。通信电子领域投资降幅较小，下降 8.3%，降幅小于全部制造业投资 23.2 个百分点。

两角度分析，为何制造业投资在经济下行期承压更明显

首先，制造业企业的主体构成中，民企、小微企业占比要高于基建和地产行业，而民企/小微企业的投资决策对经济增长预期的边际变化，尤其是对可能影响经济增长中期下行的负面信息较为敏感。其次需要注意的是，制造业投资对应的是新建厂房、添置设备等，属于企业为扩大生产业务所作的准备，制造业投资本身会增加企业的成本/负债；而基建投资对应的是新建铁路、公路、公共设施，地产投资对应的是新建商业地产或商品房，基建和地产投资本身就是建筑企业开展的业务，对建筑企业主体而言，完成投资后即可回收订单现金流。因此，基建和地产投资回升只需要宏观维度的需求回升，即创设新的需求，而制造业投资对应的更趋后端，即现有的厂房设备已不足以满足需求回升后的产量/产能要求，企业才会考虑主动加大资本开支。所以，**制造业投资的顺周期特性明显，在经济下行期难以主动回升，向上的弹性较低。**

目前看来疫情有向全球蔓延的趋势，尽管国内经济和制造业生产可能从 3 月份开始出现环比反弹，但海外疫情不确定性仍较大，可能在未来两到三个季度内进一步冲击外需。这种环境下，国内制造业企业的工作重点可能是“求生存”，主动扩张资本开支的意愿较低。

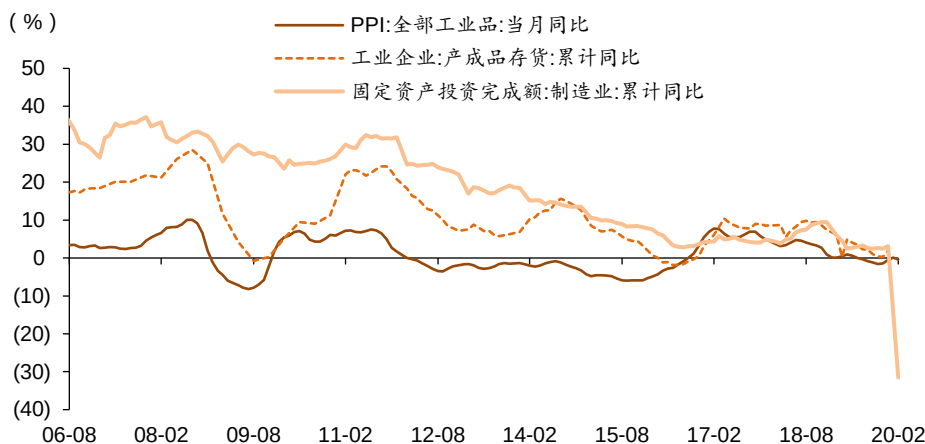
制造业链条处在下行传导过程，上半年转入主动补库的难度大

对于1-2月制造业投资的超预期下行，疫情蔓延、各地启动疾控响应机制，公共场所活动明显下降，居民短期内购物意愿降低，可能削减非必需品消费，相关产品（服装、玩具、家具等）的新增订单或将受到负面影响，这将负面影响对应企业的生产和补库存，中小企业现金流可能进一步趋紧，偿债压力、现金周转压力都可能加大。

制造业产业链从前端到后端，可能存在如下传导关系：反映预期的先行指标PMI走强；需求转好，产成品价格PPI上涨；PPI与工业企业盈利有较强的正相关性，产成品价格上涨带动企业盈利修复；工业企业盈利修复一方面对PMI产生正向反馈，一方面拉动相关生产，企业主动补库存。最后，当生产端供不应求，且企业盈利状况继续改善时，企业可能主动加大资本开支，反映为制造业投资增速上行。如果前端指标转弱，则可能体现为反向过程。

截至目前，2月末显著悲观的PMI数据、2月环比转负的PPI，以及1-2月超预期下行的工业生产和投资数据，均说明制造业链条处于下行传导。由于投资处于链条最末端，且对负面信息更为敏感，我们认为新冠疫情对投资数据的冲击持续时间可能超过生产数据，本轮库存周期在上半年就转入主动补库阶段的难度在增大。

图表8：PPI-盈利-生产-投资的传导链条处于下行阶段（1-2月工业企业盈利和库存数据暂未公布）



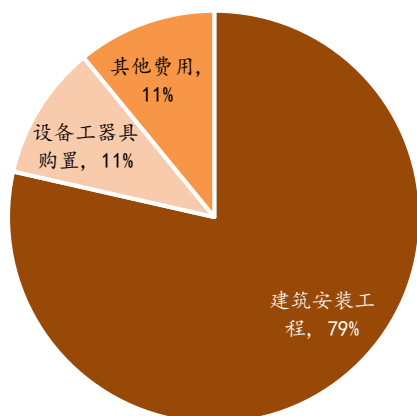
资料来源：Wind，华泰证券研究所

什么绊住了基建与地产投资？

2020年1-2月基建投资（不含电力）累计同比-30.3%（2019全年3.8%），房地产开发投资累计同比-16.3%（2019全年9.9%）。

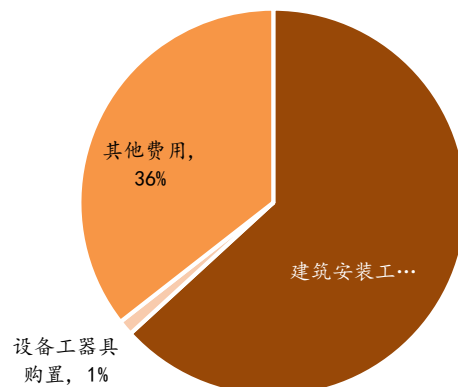
我们认为，建筑业用工不足是拖累基建与房地产投资的主因。固定资产投资，是以货币形式表现的在一定时期内完成的建造和购置固定资产的工作量以及与此有关的费用的总称。相较于制造业，基建与房地产投资构成中，建筑安装工程占大头，主要是通过建筑施工过程，购进并消耗原材料而逐步拨付计入，即主要由建筑业的生产活动实现。然而建筑业属于劳动密集型行业，因疫情影响，从推迟复工到返程后的社区隔离，用工不足约束了施工进度，进而拖累房地产与基建投资。据国务院联防联控机制，截至3月8日，全国房屋建筑和市政基础设施工程复工率仅达58.2%。而原材料等产能恢复较慢，也有一定的拖累。

图表9：基建投资构成



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：房地产投资构成

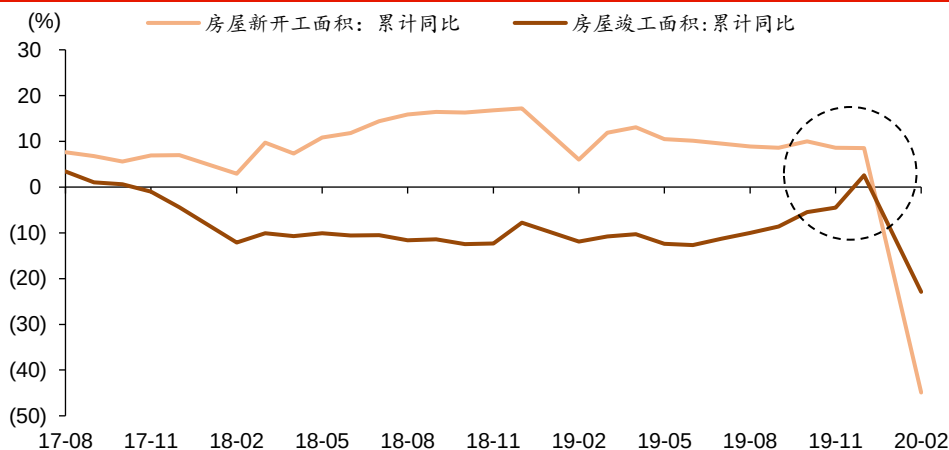


资料来源：Wind，华泰证券研究所

虽然投资增速都在下滑，但房地产投资的韧性好于基建，与市场预期略有出入。

地产端的韧性，或源于土地价款支付的连续性、节前地产竣工提速。首先，与建安投资需要施工同步实现有所不同，土地购置费是随着土地成交价款的分期支付而计入，虽然1-2月的土地成交大幅度回落，但前期已成交土地的费用支付还在发生，因而有一定的韧性。数据上，1-2月固定资产投资中的其他费用（主要是土地购置费）同比-13.1%，而建筑安装工程投资同比-25.7%，形成了鲜明对比。其次，疫情发生之前，房地产竣工环节正处在提速阶段，尤其是节前可能有更多地产项目为了赶上返乡置业需求在加快收尾，对房地产投资有一定的支撑作用。

图表11：节前房地产项目可能在加快收尾竣工



资料来源：Wind，华泰证券研究所

基建端的乏力，或源于资金到位较晚，重大项目普遍放在节后开工。基建投资首先要解决项目和资金问题。项目层面，去年四季度各地政府已经储备相对充分，但多是选择放在今年初开工，因此存量的在建工程并没有太多增长。资金层面，虽然1月份专项债的发行规模较大，但一方面是天气因素导致多数地区缺乏开工条件，另一方面是今年春节较早，多数基建项目选择在节后开工。因此短期而言，钱和项目虽然准备得相对充分，但年初的开工计划因疫情影响而被推迟，造成了基建投资大幅下滑。

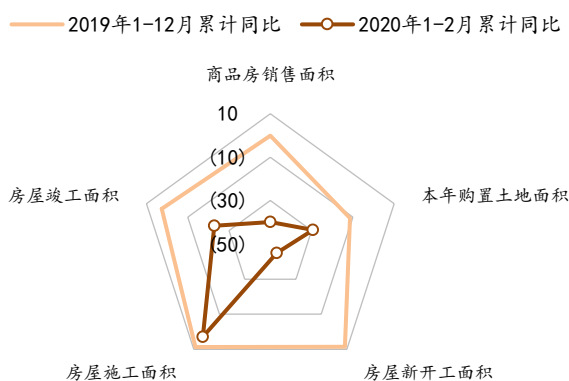
虽然在起点上，地产投资略强于基建，但后续反弹的斜率上，预计基建将明显强于地产。更重要的是，需要警惕地产端出现的反馈风险。

房地产：警惕销售低迷引发的负反馈

房地产投资修复需要经历“销售改善→预期好转→新开工增加”的渐进过程。房地产与基建不同，是企业主导的投资行为，经营决策依赖于库存情况、未来预期与资金来源。当前开发环节呈现出，前端（拿地、开工）弱于后端（竣工）的特征。

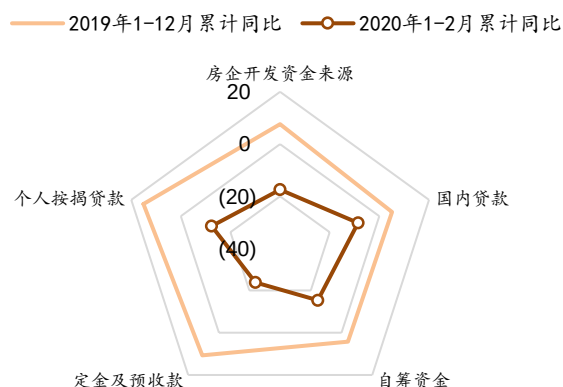
一方面是现金流的客观约束，主要是销售回款压力骤增。因疫情影响，春节期间多地售楼处关闭、看房购房活动受限导致房地产销售近乎停滞，并且因防疫、用工不足拖延开工进度，也影响到房企推盘节奏。1-2月商品房销售额同比降35.9%，拖累资金来源中定金预收款同比降23.9%。另一方面反映房企对后市预期偏负面。

图表12：房地产开发销售环节



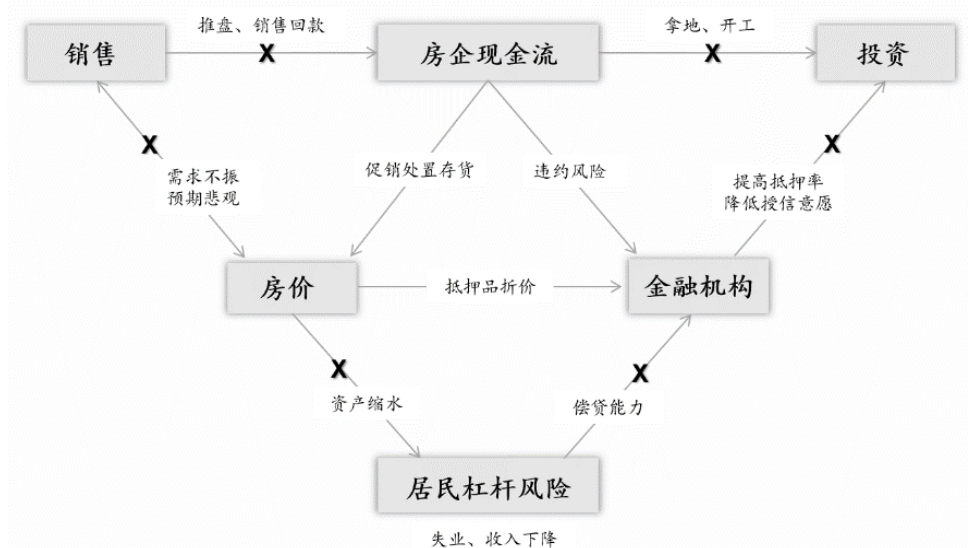
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：房地产开发资金来源



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14: 房地产领域负反馈风险



资料来源：华泰证券研究所

销售端的压力若不能及时缓解，后续房企与居民债务风险、房价下跌、房地产投资下滑有可能形成负面反馈。

第一，房企库存被动积累，进而拿地、开工等前端投资的意愿受抑。销售低迷直接导致库存积压，1-2月份全国商品房待售面积自2017年以来首次同比正增长，十大城市的存货销售比攀升至2013年以来同期新高。房企被动累库之下，经营重点在于消化库存而非继续补库，短期内前端投资意愿可能不足。

第二，销售回款在房企资金来源中占比近半，其他渠道难以弥补，这部分收缩将导致房企债务偿还压力加大，更缺乏投资能力。2019年销售回款（定金预收款、个人按揭贷款）占比房企开发资金来源达到49.6%，这部分资金缺口并非放松融资就能够弥补，反而加剧了房企债务偿还压力。现金流极度承压之下，房企更是缺钱继续拿地投资，甚至部分在建项目还面临着烂尾风险。

第三，房企可能降价处理库存来缓解现金流压力，进而引发房价下跌与需求低迷的循环反馈。中小企业的现金流压力也可能倒逼房地产等资产处置行为。当需求低迷而供给放大，意味着房价下跌压力加大。资产具有“买涨不买跌”的特征，当潜在购房者预期房价下跌，将会推迟购房行为，需求延迟与房价下跌又将反馈加重，房企去库存也将更加艰难。

图表15: 房屋开工竣工增速差指引房地产投资增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16: 房价集体下跌期间，房地产投资快速回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

政策层面可能边际调整以稳定房地产市场

为落实高质量发展要求、保持政策的连续稳定，中央在房地产政策层面的定力较强。为缓解疫情对房企的负面冲击，节后多地出台了房地产扶持政策，但近期驻马店被省政府约谈后收回购房刺激措施，济南先行区也收回“购买特定标准住房不受限购约束”政策。3月4日，央行等三部委重申坚持房住不炒和不将房地产作为短期刺激经济的手段，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。可以看出政策层面仍不愿释放刺激房地产的信号。

但眼下，房价下跌、债务暴雷、投资下滑的风险明显加大，有必要在“房住不炒”基调下，对政策边际调整以落实“三稳”要求。为了稳住投资，供给政策已经率先调整，自然资源部3月7日公告，盘活批而未供和闲置土地，按双口径要求合理增加住宅用地供应量。但我们认为，增加供地只是“治标不治本”，房企现金流压力眼下更为紧迫，融资政策有必要积极跟进以防范触发房企的债务风险。更进一步的，保证销售回款稳定才是化解风险的关键，对于房价、地价压力较大的地区，应适当放松需求端政策，合理满足居民刚需改需，以落实“稳房价、稳地价、稳预期”的要求。

基建：需要回答的三个问题

问题一：基建投资何时能转正？

短期内，专项债前置发行已破除了资金短板，但基建反弹节奏主要取决于复工进度。预计1-3月基建投资同比仍有20%以上的降幅，后续赶工最早有望在5月实现累计增速转正。

基建与地产投资不同，在资金有保障的前提下，投资力度与逆周期诉求成正比，但眼前基建投资的主要约束仍在于用工不足。虽然国内疫情已基本控制，但返工难问题依然严峻。据百度慧眼，截至3月中旬，河南、山东两大劳务输出省，春节后累计迁出人口规模仅达去年四成左右。主要城市还有社区隔离两周的要求，更在客观上约束了复工率的快速提升，即便已复工的工程项目也难以满产，这将拖累短期内基建反弹的力度。预计3月基建投资恢复到去年同期八成，对应前3个月累计投资增速为-25%左右。

国常会部署推进重大投资项目开复工，预计3月下旬基建施工进度明显加快。3月17日，国常会要求把推进重大投资项目开复工作为稳投资、扩内需的重要内容，抓紧解决重大项目建设中的用工、原材料供应、资金、防疫物资保障等问题，推动在建重点项目加快施工进度。加快发行使用提前下达的专项债，抓紧下达中央预算内投资，督促加紧做好今年计划新开工的4000多个重点项目前期工作，加强后续项目储备。对重大项目审批核准等开设绿色通道，尽快实现开工建设。若4月起基建投资能够达到单月20%以上的同比增长，最早5月能够实现累计增速转正。

问题二：是否有必要通过扩基建实现增速目标？

我们认为，依靠基建投资对冲来实现GDP翻番的难度较大，没有必要刻意追求增速目标。

先从静态视角入手，假定疫情对经济影响完全集中在一季度。根据1-2月工业增加值与服务业生产指数，我们预计一季度实际GDP对全年（相对于6%的合理增速）拖累幅度达到2.4-3.5个百分点。据我们测算，每拉动1个百分点的实际GDP需要增量投资1.8万亿元，若仍要保全5.6%的GDP增速，需要的基建总投资将是22-24万亿元不等，对应推动基建增速要达到22%-33%不等，在目前的财力和项目储备下，不具有可行性。

因此，依靠扩基建实现GDP翻番目标既缺乏可行性，也没有必要性。一是，很难在短期内储备足够“看得见回报”的项目。盲目上项目无疑会造成资源浪费、产能过剩等问题，相当于重回了08年“四万亿”的老路子，甚至投资效率更低。二是，很难在短期筹集足够的资金。无论是专项债、赤字、还是特别国债，“担当”之余，还应当考虑“节制”。无论何种债务工具都无疑会导致宏观杠杆率的一次跃升，这种“强心剂”对GDP拉动往往是低效的，反而加大了经济体的债务风险，今后发展也将背负着更大的去杠杆压力。

图表17：静态视角测算三种情景保5.6%增速目标对基建投资的要求

情景	一季度GDP 增速(%)	拖累全年GDP (百分点)	所需增量投资 (万亿元)	基建总投资(万 亿元)	对应基建投资增 速(%)
乐观	-3	-2.0	3.3	21.5	18.0
中性	-5	-2.4	4.1	22.3	22.4
悲观	-10	-3.5	6.1	24.3	33.3

注：拖累幅度以6%增速为基准测算；所需增量投资以实现5.6%GDP增速为基准测算，同时加入维持去年增速所需追加投资额

资料来源：华泰证券研究所

问题三：基建又将何去何从？旧基建补短板，新基建谋发展呢

首先，我们认为即便弱化GDP增速目标，基建仍需要适度发力稳定经济增速。即便不考虑翻番目标，“脱贫攻坚”和“稳定就业”仍是今年的硬任务，都需要一定的经济增长来保障。考虑到居民消费与企业投资的顺周期性、出口需求的外生性，基建投资仍是逆周期调节的主要担当，确保基建投资的适当增速也能彰显政府应对经济压力的主动作为，提振社会信心。其次，基建投向优化更具有意义。

传统基建注重补短板、稳需求，决胜脱贫攻坚。第一，本次疫情事件暴露出了医疗卫生领域短板，或成为倾斜领域之一。第二，贫困地区、农村地区仍有较大的基建空间，也有助于吸纳当地贫困人口就业。第三，停车场等有助于破除消费障碍，发挥出投资扩内需的乘数作用。主要投向或包括公共卫生服务、医疗救助设施、老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流、自然灾害防治、污水垃圾处理等，以及农村公路、信息、水利、高标准农田、农业机械化等现代农业基础设施建设。

新型基建落实高质量要求，助力新兴产业发展。疫情以来，中央频频点名“新型基建”，几次政治局会议的关键词包括5G网络、数据中心、智能制造、工业互联网、物联网、无人配送、在线消费、医疗信息化等。3月2日央视新闻下定义，“新基建”指发力于科技端的基础设施建设，主要包括七大领域：5G基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网。新型基建体量尚小但发展前景大，既符合高质量发展要求，也更易于引进民间资本积极参与。

图表18：新基建七大方向以及关键产业链环节



资料来源：华泰证券研究所

出口面临严峻挑战

2020年开年我国对外贸易呈现逆差，1-2月货物贸易进出口总值5919.9亿美元，同比下降11.0%，贸易逆差累计70.9亿美元。造成逆差的原因主要在于疫情影响下，出口生产供给出现问题，而进口韧性相对较强，1-2月疫情对出口的冲击大于进口。

我们认为，新冠疫情对于我国进出口的影响可大致分为三个阶段。

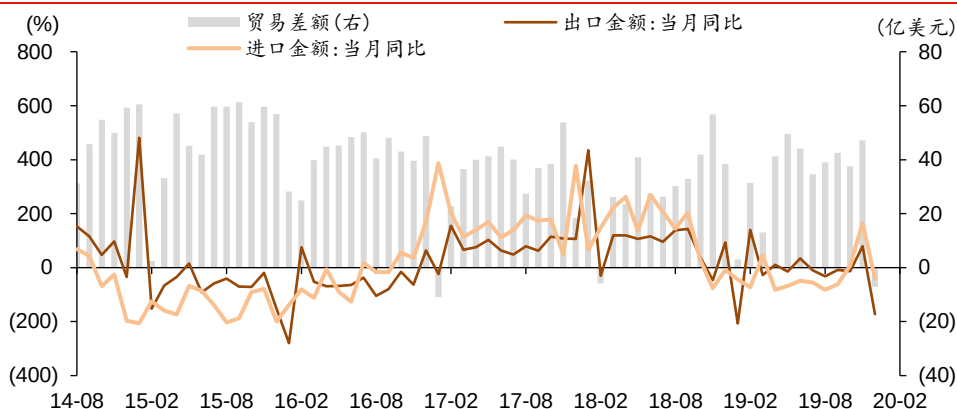
第一阶段：我国供给端承压，春节假期延长、企业复工复产推迟、交通运输受到限制，经济活动停摆引发“出口供给”不足；

第二阶段：国内疫情受控但疫情海外蔓延，全球总需求大幅走弱替代国内生产供给成为影响出口的核心因素；

第三阶段：海外疫情大规模爆发，全球产业链供给受到制约，不仅是出口受到冲击，我国进口也受到较大影响。

目前正处于向第二阶段的过渡时期，我们预计3月企业逐步复工复产，供给恢复对出口的支撑或大于外需下滑对出口的拖累，3月的贸易顺差有望转正。但继续向后看，新冠疫情的全球大流行将对出口形成较大冲击。

图表19：2020年1-2月进出口数据大幅下滑（合并月度），出口受冲击更为显著，造成贸易差额走负

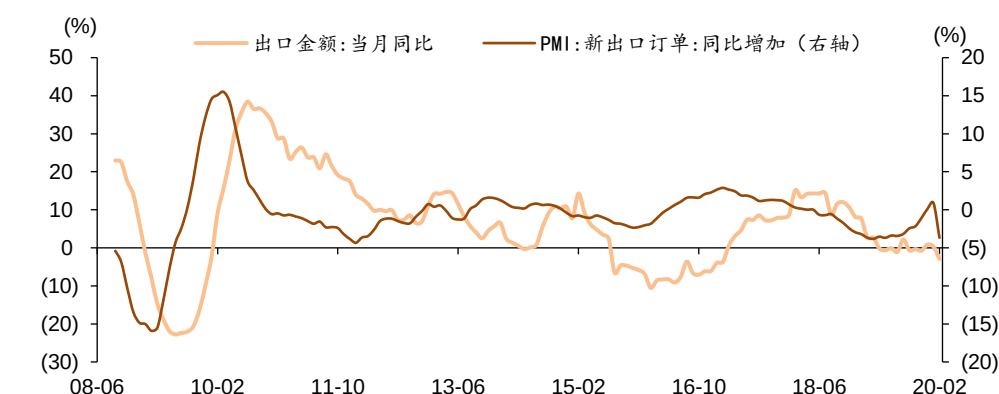


资料来源：Wind，华泰证券研究所

出口方面，2020年1-2月出口以人民币计同比下降15.9个百分点，以美元计价同比下降17.2%。我们认为，出口数据的大幅回落主要是受春节假期延长和疫情冲击企业复工影响。2020年1月30日世界卫生组织宣布新冠肺炎病毒为国际关注的突发公共卫生事件，疫情的爆发扩散使得美国等部分国家对我国船只靠岸限制和检验检疫措施加强。同时，我国为防控新冠肺炎疫情所采取的宏观休克疗法，对应微观的居家隔离措施使得我国供应链受到冲击，企业停产停工，交付订单延迟，出口受到拖累。

目前我国疫情防控已进入扫尾阶段，叠加中央推出全力支持外贸企业复工复产和外贸稳增长的相关政策，我国供给端情况已有所改善，海关总署公布的2552家外贸样本企业调查数据显示复工率已达80.6%，供给端出口能力有所修复。但随着新冠疫情的全球“大流行”，我们认为全球总需求下滑已成为拖累我国出口的核心因素。

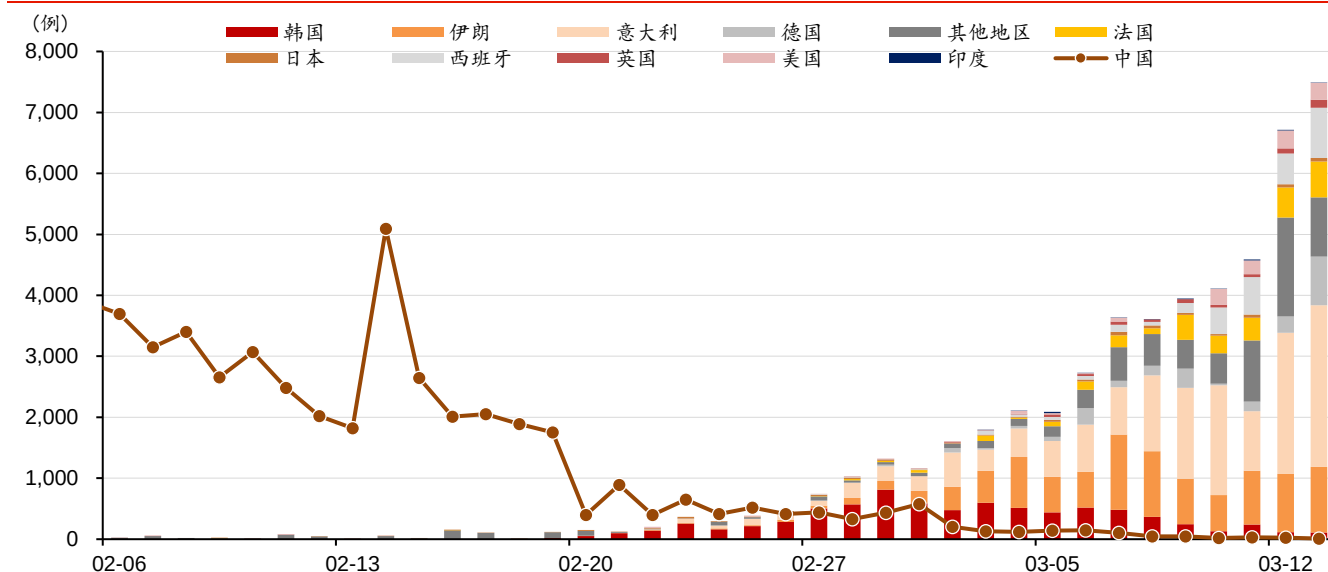
图表20：6个月移动平均的PMI新出口订单与出口表现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为，全球疫情蔓延对于出口的影响主要来自于两方面：其一、疫情爆发导致全球多个国家开始限制人员、货物的流动，悲观情形下“锁国”的状态会对出口形成持续的冲击。由于各国疫情蔓延处在不同阶段，全球物理隔离的方式或将拉长防疫战线。其二、疫情冲击导致股市大幅波动，经济下行压力加大。美股三度熔断领跌全球，由于美国经济中70%左右占比是消费，股市暴跌引发私人财富的缩水 and 预期收入的减少将直接抑制消费。企业资产负债表同样受到冲击，实体经济资金链承压，金融机构也面临流动性冲击。另外，美股作为全球股市龙头，导致全球资本市场进入风险传导模式，金融体系稳定受到影响。综合来看，全球总需求的回落使得我国未来出口将承受较大的压力。

图表21: 海外疫情在加速扩散, 各国防疫措施不断升级



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 全球经济景气持续走弱, 带动全球总需求下滑

PMI(%)	20-02	20-01	19-12	19-11	19-10	19-09	19-08	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03	19-02	19-01	18-12	18-11	18-10	18-09	18-08	18-07
全球	47.2	50.4	50.1	50.3	49.8	49.7	49.5	49.3	49.4	49.8	50.4	50.5	50.6	50.8	51.4	52.0	52.0	52.2	52.6	52.8
美国	50.7	51.9	52.4	52.6	51.3	51.1	50.3	50.4	50.6	50.5	52.6	52.4	53.0	54.9	53.8	55.3	55.7	55.6	54.7	55.3
欧元区	49.2	47.9	46.3	46.9	45.9	45.7	47.0	46.5	47.6	47.7	47.9	47.5	49.3	50.5	51.4	51.8	52.0	53.2	54.6	55.1
德国	48.0	45.3	43.7	44.1	42.1	41.7	43.5	43.2	45.0	44.3	44.4	44.1	47.6	49.7	51.5	51.8	52.2	53.7	55.9	56.9
法国	49.8	51.1	50.4	51.7	50.7	50.1	51.1	49.7	51.9	50.6	50.0	49.7	51.5	51.2	49.7	50.8	51.2	52.5	53.5	53.3
意大利	48.7	48.9	46.2	47.6	47.7	47.8	48.7	48.5	48.4	49.7	49.1	47.4	47.7	47.8	49.2	48.6	49.2	50.0	50.1	51.5
日本	47.8	48.8	48.4	48.9	48.4	48.9	49.3	49.4	49.3	49.8	50.2	49.2	48.9	50.3	52.6	52.2	52.9	52.5	52.5	52.3
英国	51.7	50.0	47.5	48.9	49.6	48.3	47.4	48.0	48.0	49.4	53.1	55.1	52.1	52.6	54.2	53.6	51.1	53.6	52.8	53.8
中国	35.7	50.0	50.2	50.2	49.3	49.8	49.5	49.7	49.4	49.4	50.1	50.5	49.2	49.5	49.4	50.0	50.2	50.8	51.3	51.2
印度	54.5	55.3	52.7	51.2	50.6	51.4	51.4	52.5	52.1	52.7	51.8	52.6	54.3	53.9	53.2	54.0	53.1	52.2	51.7	52.3
巴西	52.3	51.0	50.2	52.9	52.2	53.4	52.5	49.9	51.0	50.2	51.5	52.8	53.4	52.7	52.6	52.7	51.1	50.9	51.1	50.5
越南	49.0	50.6	50.8	51.0	50.0	50.5	51.4	52.6	52.5	52.0	52.5	51.9	51.2	51.9	53.8	56.5	53.9	51.5	53.7	54.9
南非	45.2	43.7	46.7	50.9	48.8	44.2	44.9	48.9	47.3	48.9	48.5	49.4	50.4	48.4	49.7	54.2	46.7	48.5	47.6	49.1

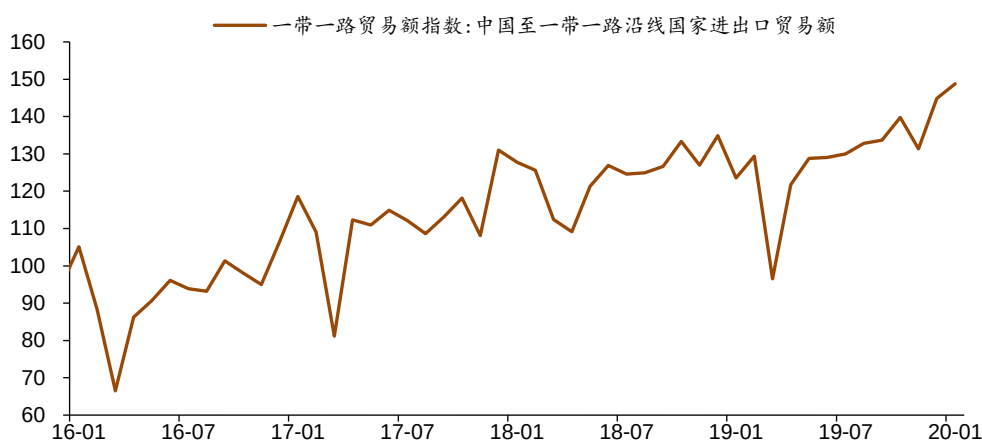
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

进口同样受到冲击出现负增长, 但是韧性相对较强。2020 年 1-2 月进口以人民币计同比下降 2.4%, 以美元计同比下降 4.0%。我们认为这主要是由于疫情前期集中爆发在我国境内, 进口受到的运输限制和检验检疫措施明显小于出口, 叠加大宗商品装船期和重点消费品增长为我国进口韧性提供了支持。铁矿砂、原油、煤和天然气等大宗商品进口量分别增加 1.5%、5.2%、33.1%和 2.8%, 农产品进口同比增长 6.8%。此外, 疫情期间对防护物资的大量需求也为进口数据提供了一定的支撑。海关数据显示, 1 月 24 日至 2 月 29 日全国海关共验放价值 82.1 亿元的防护用品。中美贸易协定第一阶段的履约行为也在一定程度上对进口形成支撑。2020 年 1-2 月我国自美国进口 1224 亿元, 同比增长 4.3%, 大豆进口增长 14.2%, 猪肉进口增加 1.6 倍。

我们认为，3 月的进口数据或有所承压，由于 1-2 月进口大多数是由前期订单决定，所以内需下滑对进口的冲击可能会有一定的时滞，叠加复工是个渐进的过程，3 月的数据可能会进一步反应疫情的影响。并且，若如前所述疫情态势进行到第三阶段，海外扩散加剧，造成部分企业停工停产，其对全球产业链的冲击也会对我国进口形成扰动。

分地区来看，我国供应链受疫情冲击叠加全球需求走弱使得进出口总量下降，对欧盟、美国和日本等传统贸易伙伴进出口也持下降态势，但对东盟和“一带一路”沿线国家进出口仍然保持增长。前 2 个月，我国对东盟进出口 5941.1 亿元，增长 2%，对“一带一路”沿线国家进出口 1.3 万亿元，同比增长 1.8%，高出我国外贸增速 11.4 个百分点。东盟和一带一路沿线国家和我国进出口的逆势增长为外贸稳定提供了重要支持。因此我们认为，在外围大环境不容乐观的情形下，我国对外加强与一带一路和东盟国家的经贸联系，对内促进产业链升级加大出口竞争力，或将能在一定程度上对冲外部不利因素。

图表23： 我国对一带一路沿线国家进出口依然保持稳定增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

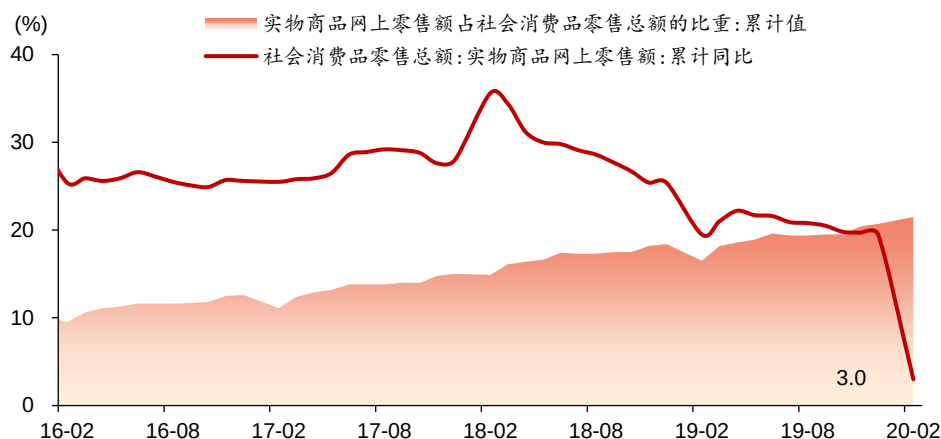
消费的回补弹性来自于哪儿？

2020年1-2月社会消费品零售总额名义值同比下降20.5%（2019全年8%），实际值同比下降23.7%（2019全年6%），创月度统计以来新低。我们认为，一季度经济“深挖坑”局面难改，中国经济正在走出最差时点，消费回补弹性决定了经济的增长动力。

其一，汽车消费仍待政策提振，有望为整体消费托底。由于汽车消费需要结合线下门店体验，较难依靠线上消费来对冲的特性，在受疫情居家隔离期间，1-2月的汽车消费同比增速出现明显放缓，从12月的1.8%滑落至-37%。我们预计3月汽车消费将因需求延迟释放而有明显回补，但居民收入增长存在压力，后续仍待政策的进一步发力。供给方面，3月10日国常会表示将进一步开放汽车行业外商投资准入负面清单，有利于促进汽车竞争互补，完善国内汽车供给。需求方面，《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》促进汽车限购向引导使用政策转变，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌限额。我们认为，随着各地方具体刺激措施落地，或对汽车消费形成一定提振。在线下文娱消费的释放受境外输入疫情影响存在时滞的情况下，汽车有望成为消费回补的亮点之一。

其二，线上需求的持续释放与线下需求的有效回补是后疫情时期的“双支柱”。在疫情防控期间消费重挫的背景下，1-2月实物商品网上零售额实现同比正增长3.0%，占社会消费品零售总额的比重为21.5%，比上年同期提高5个百分点。线下消费遭到重创，餐饮收入同比下降43.1%，商品零售同比下降17.6%。多数大型商场、购物中心、专卖店等线下门店关闭或仅保留超市业务，客流量大幅下滑。大量餐饮门店暂停营业或缩短营业时间，营收严重受损。在疫情防控的关键阶段以及恐慌导致的抢购潮考验下，线下采购逐渐转为线上，尤其是生鲜电商业务明显增加。我们认为，随着疫情逐步得到控制，消费习惯的养成有望助推线上消费需求持续释放，而线下需求的有效回补决定消费增长的动力。

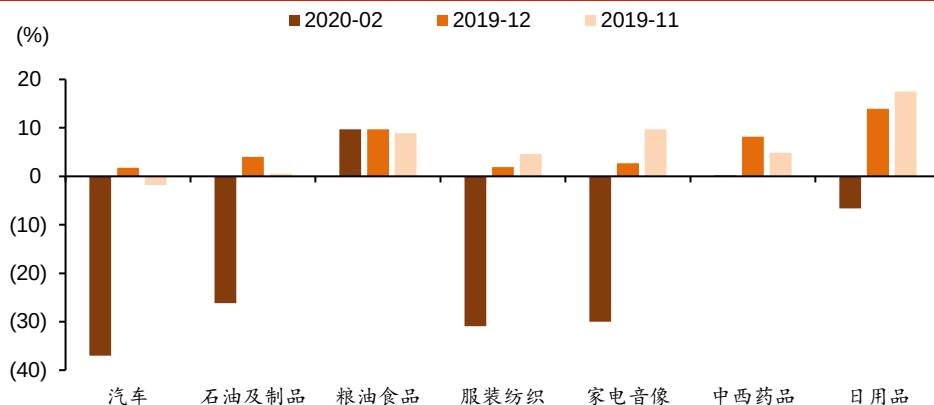
图表24：1-2月消费重挫的背景下，实物商品网上零售额实现同比正增长3.0%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

其三、疫情短期内改变消费结构，必选消费稳定增长，可选消费显著下滑。与居民生活密切相关商品呈现增长态势，粮油食品类，饮料类和中西药品类商品分别增长9.7%、3.1%和0.2%。居家隔离使居民囤货需求激增，提供生活必需品与“无接触”送货到家服务的超市与线上渠道成为居民日常采购的首选。相比之下，可选消费品受疫情拖累明显，金银珠宝、家具、服装鞋帽等消费被压制，同比增速分别为-41.1%、-33.5%、-30.9%。可选消费受门店停业影响线下销售几乎停摆，线上销售受物流延迟配送影响也有所压制。我们认为，随着疫情逐步得到控制，生产生活回归正轨，可选消费或将迎来反弹，但反弹斜率仍受经济下行压力与就业市场低迷掣肘，稳消费与稳就业的政策有效发力是消费复苏的重要支撑。

图表25： 疫情短期改变消费结构，1-2月必选消费保持稳定，可选消费显著下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

其四，消费政策整体加码对冲疫情影响，供给需求双发力促进消费扩容提质。3月13日发改委等23部委印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，重点有三。第一，优化国内市场供给。通过完善免税业政策，推动文旅产业提质升级等政策促进消费回补。第二，加快培育“智能+”等新型消费模式。推进城乡融合消费促进市场下沉，加快5G基础设施建设引领产业创新。第三，有针对性的培育消费持久新动力。在需求方面挖掘农民工、高校毕业生等群体消费场景，在收入结构方面增加居民财产性收入。我们认为，此意见从供给侧促进市场扩容，从需求侧提升消费潜力。短期内或有助于促进消费回补，长期内有望培育消费新生态。

图表26： 《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》主要内容

大力优化国内市场供给	1、 全年提升国产商品和服务竞争力 2、 加强自主品牌建设 3、 改善进口商品供给 4、 进一步完善免税业政策
重点推进文旅休闲消费提质升级	1、 丰富特色文化旅游产品 2、 改善入境旅游与购物环境 3、 创新文化旅游宣传推广模式
着力建设城乡融合消费网络	1、 结合区域发展布局打造消费中心 2、 优化城乡商业网点布局 3、 加强消费物流基础设施建设
加快构建“智能+”消费生态体系	1、 加快新一代信息基础设施建设 2、 鼓励线上线下融合等新消费模式发展 3、 大力发展“互联网+社会服务”消费模式
持续提升居民消费能力	1、 促进重点群体增收激发消费潜力 2、 稳定和增加居民财产性收入

资料来源：发改委，华泰证券研究所

我们认为消费的回补弹性主要取决以下三个方面，并按照反弹时间的先后进行排序。

第一、可选消费品在疫情结束后集中释放。但仍需认识到损失的春节假期与消费高峰期不可逆，部分消费损失无可挽回。

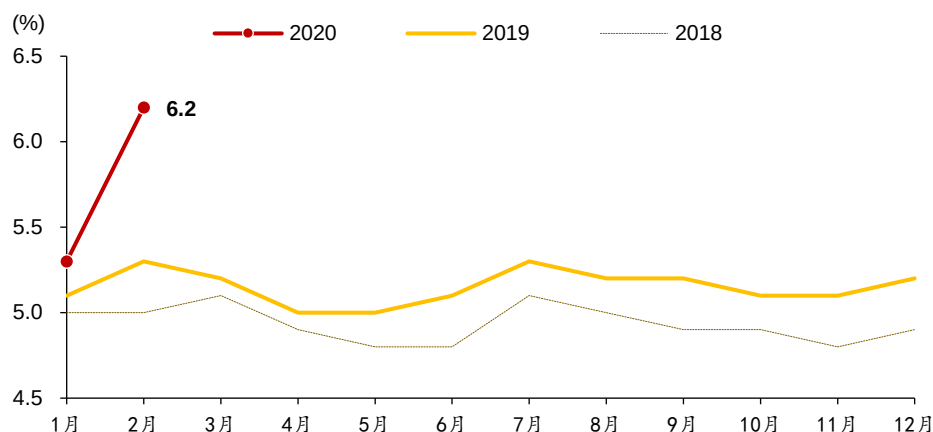
第二、汽车刺激政策有望带动汽车消费回暖。目前广东省已发布政策进一步放宽汽车摇号和竞拍指标，中汽协也表示已向相关部门提交了推迟全国范围内实施国六排放标准的建议。但是从点到面的发力，仍需要等待政策的具体落地。

第三、地产政策若出现松动，家具家电等地产后周期消费将受益于需求释放。随着企业复工复产与房地产逐步竣工，家电家具等消费或将放量。但在当前“房住不炒”的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的大原则下，房地产短期内难以出现大规模放松，未来关注中央政治局会议和全国两会对于房地产政策是否会出现细节变化。

稳住就业是重中之重

受疫情影响，就业市场明显承压，但是逆周期调节明确将就业摆在更加重要的位置，或能一定程度对冲不利影响，保持全年就业形势基本稳定。2 月全国城镇调查失业率为 6.2%，较 1 月的 5.3% 上升 0.9 个百分点。我们认为，失业率上升主要是受疫情影响，企业生产经营活动受到冲击，尤其是第三产业首当其冲，中小企业受疫情冲击较大，用工需求减少。3 月 12 日李克强总理在国务院常务会议上提出“只要今年就业稳住了，经济增速高一点低一点都没什么了不起的”，可见政府层面“稳就业”的决心之大。

图表 27：受疫情影响用工需求，2 月全国城镇调查失业率为 6.2%，较 1 月的 5.3% 上升 0.9 个百分点



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为，解决目前的就业问题无疑需要一定的经济增速，但不必拘泥于具体的 GDP 数值，稳增长与保就业政策一齐发力。当前中小企业受疫情冲击较大，复工复产与疫情防控面临两难局面，失业率短期受疫情的扰动较大。对此，稳就业政策需要从以下三方面发力：

其一、稳住中小企业，尽早推动复产复工和生活秩序的恢复，就是最好的稳定就业政策。中小企业提供了中国 80% 以上的就业岗位，逆周期政策调节可能会从中小企业入手，在企业端源头稳定就业。悲观情形下，如果疫情演化为持久战，也需要提防部分体验式消费行业就业收缩的现实。

其二、稳住重点人群，持续推进就业优先政策帮助高校毕业生与农民工等重点群体渡过难关。3 月 17 日，政府发布最新农民工就业政策，针对农民工建立“点对点、一站式”服务通道，通过专车专列包车厢等方式成规模、成批次组织低风险地区农民工尽快返岗复工。并采取深入挖掘当地重大工程项目、建立 24 小时重点企业用工调度保障机制等方式解决用工缺口。帮助返乡农民工尽快返城就业，防止因疫失业返贫，关系到决胜脱贫攻坚目标的如期实现。

对于高校毕业生而言，疫情带来的就业岗位缩水、春招延迟、扎堆竞争求职等问题摆在每一个应届生的面前。3 月 17 日，中央组织部办公厅、人社部印发《关于应对新冠肺炎疫情影响做好事业单位公开招聘高校毕业生工作的通知》，明确要求加大事业单位面向高校毕业生的公开招聘力度。此前 2 月 28 日，教育部也通过扩大硕士研究生和专升本规模等措施帮助高校毕业生就业。实现高校毕业生充分就业，关系到人才战略资源的保障。

其三、稳住存量并拓展增量。在关注受疫情冲击较大行业的同时，还需从新行业、新业态中发掘更多就业机会。在 5G、大数据、人工智能等落地运用的当下，新技术以及新业态有望打开新的就业空间。当然，相对而言，新基建具有资本和技术密集型的特征，对就业的拉动效果可能会较为一般。

图表28： 随着经济下行压力不断加大，国家多次明确表示将稳就业放在重中之重的位置

2019 年 3 月 5 日	《政府工作报告》中首次提出“将就业优先政策置于宏观政策层面”。
2019 年 8 月 19 日	总理主持召开稳就业工作座谈会指出“‘六稳’首先稳就业，要更加突出就业优先”。
2019 年 12 月 24 日	国务院印发《关于进一步做好稳就业工作的意见》指出“坚持把稳就业摆在更加突出位置，强化底线思维，做实就业优先政策”，并提出支持企业稳定岗位、开发更多就业岗位等六方面重点举措。
2020 年 2 月 24 日	人社部表示“把扩大就业摆在经济社会发展的优先位置，各方面的政策要围绕促进就业来综合发力”，并提出要强化财政金融等经济政策与就业政策的协同，并根据就业形势变化调整政策的力度。
2020 年 3 月 10 日	总理在国务院常务会议上提出所有相关部门在考虑全年工作的时候都要把稳就业放在重中之重的位置，表示“只要今年就业稳住了，经济增速高一点低一点都没什么了不起的”。

资料来源：国务院，人社部，华泰证券研究所

食品通胀高点已过，实体通缩风险加剧

CPI：非食品偏弱打消通胀担忧，全年不改下行走势

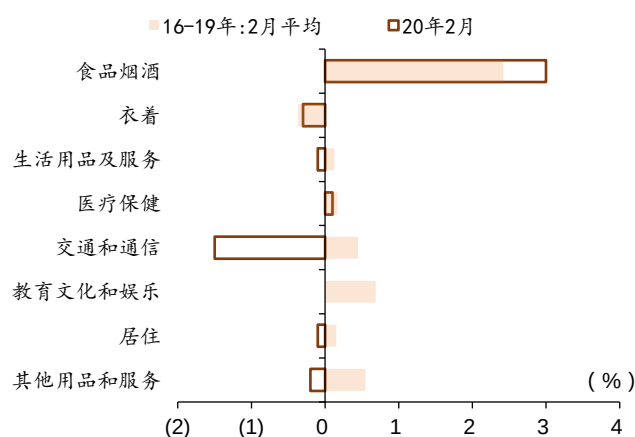
2月CPI同比5.2%，回落0.2个百分点，其中翘尾因素约2.9%。CPI环比0.8%。核心CPI同比1%，回落0.5个百分点。当月CPI如期回落，与春节错期、翘尾值走低有关，但回落幅度低于预期，主要是食品端涨幅仍偏大，而非食品价格表现偏弱，供给约束不及需求乏力，这也或打破市场对持续通胀压力的担忧。

分项来看，(1) **CPI食品同比21.9%，走高1.3个百分点**。疫情导致今年春节被动拉长，生鲜供应因农工不足、物流不畅仍然偏紧，其中，鲜菜与猪肉价格环比分别9.5%、9.3%涨幅较大。当月猪肉价格对CPI同比拉动幅度为3.2个百分点，仍是CPI居高的主要矛盾。

(2) **CPI非食品同比0.9%，回落0.7个百分点**。多数分项均弱于历史2月均值，尤其交通和通信分项偏弱，医疗保健分项也并未出现价格过度上涨。此前，市场普遍担忧非食品因复工不配套与物流因素出现供给约束，价格过度上涨。但目前看，涨价的可能只是极少数类别，需求不足仍是主要矛盾，尤其线下娱乐、旅游、交通运输等服务类需求低迷，而供给相对刚性，价格向下压力较大。

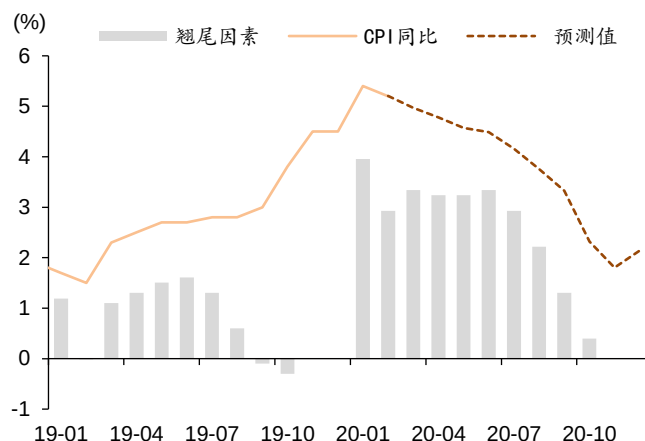
我们认为，1月是全年CPI高点，疫情不改通胀向下趋势。上半年食品端仍因猪价约束维持高位，非食品端油价的下拉作用明显。下半年食品端将因猪价拖累较快走低，非食品端可能因居民收入放缓而承压，CPI下行节奏将加快。四个季度CPI同比中枢分别为5.2%、4.7%、3.8%、2.2%。虫害引发主粮减产是今年CPI的潜在风险。

图表29：CPI环比分项



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30：CPI同比预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

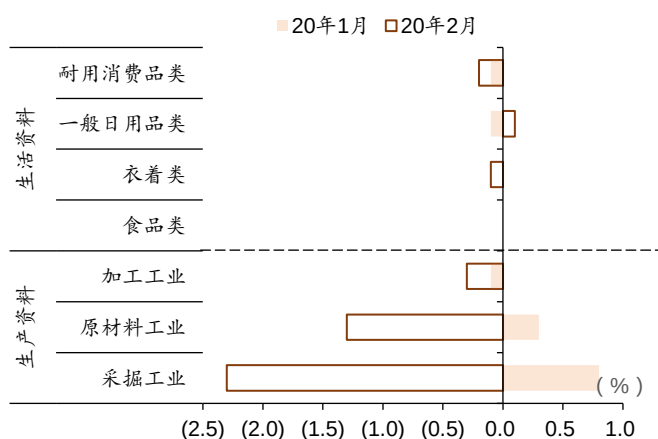
PPI：下游复工慢导致上游累库，石油价格战或造成PPI深跌

2月PPI同比-0.4%，回落0.5个百分点，其中翘尾因素约0.1%。环比-0.5%。

分项来看，(1)PPI生产资料同比-1%，环比-0.7%。上游产品中，能源、化工环比分别-0.7%、-0.5%，1月下旬国内疫情扩散引发全球原油需求走弱的担忧，石油化工产业链价格走低。黑色、建材价格环比分别-0.4、-0.2%。建筑业受复工不足约束较大，复工进度慢于上游材料生产，库存积压引致跌价压力。环比上涨的仅有木材纸浆类和农副产品类，前者主因废纸回收量不足所致，后者仍是成本端涨价带动。(2)PPI生活资料同比1.4%，环比持平。必选与可选消费品价格涨跌分化，一般日用品环比0.1%，耐用品环比-0.2%。疫情期间日用品的囤货需求提升，但居民消费支出意愿偏弱，商场停业、人员封闭式管理也造成消费需求被动收缩，可选消费品价格承压。

我们认为，PPI短期继续下探的压力较大，沙特石油价格战是主导因素。国内逆周期扩基建有望提振上游黑色、建材等工业品价格，但PPI反弹受到外需压制与成本端油价约束，我们测算3、4月PPI受油价拖累分别约1.5、4个百分点，预计PPI全年中枢有所下移。

图表31：PPI环比分项



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32：短期内油价或拖累PPI深跌



资料来源：Wind，华泰证券研究所

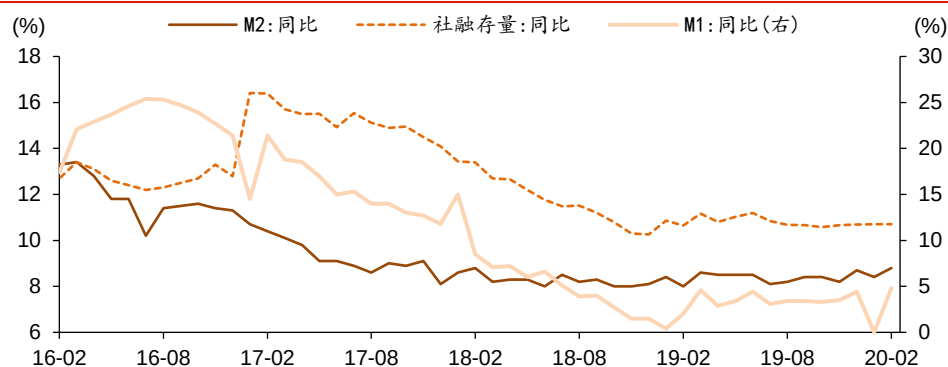
金融数据体现疫情冲击下的政策支持

总量平稳源于政策对冲

2月新增人民币贷款9057亿元，同比增加199亿元，社会融资规模8554亿元，同比少增1111亿元，社融存量同比增速10.7%，持平于前值，M2同比8.8%，走高0.4个百分点，M1同比4.8%，走高4.8个百分点。

在疫情冲击之下，企业生产活动被迫暂停，但信贷同比仍多增、企业存款较前一个月明显回流，主因货币与财政政策对冲力度加大，也有利于推进企业复工复产。货币政策方面，疫情发生后，央行针对抗疫保供重点企业提供3000亿元专项再贷款（财政贴息确保融资利率在1.6%以下）、增加再贷款/再贴现额度5000亿元，重点支持中小银行对中小微企业信贷支持、增加政策性银行专项贷款额度3500亿元，要求国开行支持制造业企业、进出口银行支持外贸企业、农发行支持生猪产业链。财政政策方面，出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费措施，包括对交通运输、生活服务、快递收派等行业免征增值税、免征民航发展基金、阶段性减免社保、缓缴住房公积金等措施。政策合力之下，企业短期贷款同比多增5069亿元，企业存款同比多增1.48万亿元，尤其是活期资金M1大幅反弹。

图表33：社融、M2与M1增速

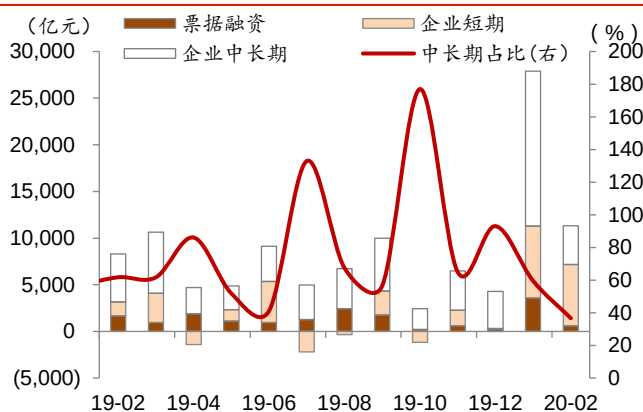


资料来源：Wind，华泰证券研究所

结构恶化体现疫情影响

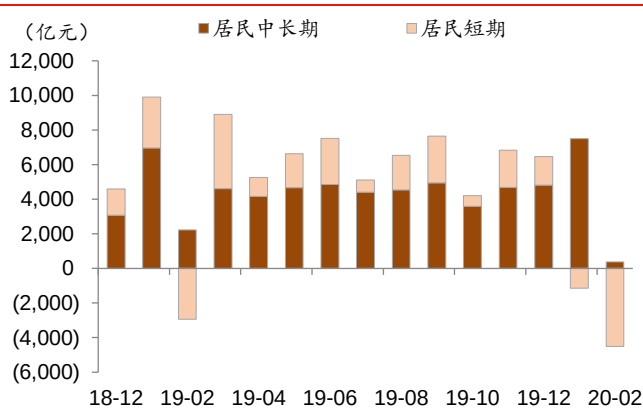
金融数据的结构层面难掩疫情对经济的创伤，主要表现在居民贷款乏力，企业中长期贷款、票据融资与非标融资恶化。对于居民部门，疫情造成线下消费消失与购房活动冻结，信贷需求降低，并且居民失业风险有所加大，商业银行个贷发放可能偏谨慎，进而出现短期贷款同比减少1572亿元，中长期贷款同比减少1855亿元。对于企业部门，一方面是生产经营活动大面积停滞，因此反映上下游供应链融资的开票量减少，同比多减858亿元，也对票据贴现融资存在负面影响。另一方面是企业缩减资本开支意愿，需求下降导致中长期贷款收缩，同比少增970亿元，委托与信托贷款也明显压降，同比多减351亿元。

图表34：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35：居民新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

政策启示：增速目标或弱化，稳定就业是关键

疫情已经造成国内经济“挖深坑”，我们预估一季度 GDP 恐怕难以实现正增长。而疫情带来中小企业破产、居民失业、外贸订单消失、全球供应链断裂等问题可能难以在短期内化解，这种开局之下，年内保 GDP 翻番的数量目标既没有可行性，也没有必要性。我们认为增长目标会科学理性、实事求是的作出评估，政策更应注重促进正常生产生活秩序、稳定就业大局和打赢脱贫攻坚战。

货币政策而言，当下增长与就业在四大目标中无疑是首位，内部通胀的负面约束已经淡化，外部美联储两次“非常规”降息至零利率，扩大了政策空间。此外，近期海外市场风险反馈造成的流动性压力，也已波及国内，加剧了金融体系的不稳定性。预计央行短期难以改变偏宽松的政策取向，流动性仍将维持合理充裕。不过疫情对经济不同领域的影响程度分化较大，货币政策应在总量适度宽松基础上，坚持以结构性工具调节为主。

具体而言，针对湖北等疫情重灾区、餐饮旅游等受疫情影响行业、抗风险能力偏弱的中小微企业，发挥好“救护车”职责。应保证再贷款再贴现额度充足、落实不断贷不抽贷，缓解企业流动性压力。针对扩内需政策，发挥好“补给站”功能。扩大投资首先要解决资金问题，无论是赤字、专项债、政策性金融债、特别国债都对应着较大规模的利率债供给，央行应及时保障银行间市场的流动性充裕和资金面稳定，同时对政策性金融机构加大 PSL 定向投放，保障重大项目不受资金短板约束。针对有效需求不足，落实好“降成本”任务。通过下移政策利率曲线、调整 MPA 考核、助力银行补充资本将等方式，降低银行负债端成本、放宽指标约束，继续引导 LPR 下行不会变化。

财政政策而言，实体减负和扩大投资两手都应抓好。阶段性、有针对性的减税降费措施已接连出台落地，但考虑到疫情造成的经济影响难以在短期内化解，政策时效有必要进一步延长。财政减收增支，赤字将难免被动扩大，尤其名义 GDP 存在放缓压力，预计预算赤字率正式突破 3%，或与特别国债相结合。专项债是基建投资的重要资金来源，1.29 万亿额度已经提前下发，预计新增地方专项债额度或突破 3 万亿，但依然要求“资金跟着项目走”，确保用到实处。项目方面将不得投向土储、棚改，补充旧改与医疗设施等方向。特别国债作为关键时期托底的政策储备有必要性，拓展融资渠道，并稳定经济增速，助力基建补短板、纾困实体、增加对地方财政转移支付，甚至补充银行资本金。资金配置效率问题同样重要，如何把钱用在刀刃上是关键。我们认为，资金更应侧重于贫困地区、农村地区的基建短板，吸纳当地闲置劳动力，助力脱贫攻坚；产业转型升级项目与新兴产业基础设施配套项目，提高全要素生产率，开辟经济新的增长点。

风险提示

- 1、海外疫情扩散超预期。海外部分国家地区行政性管控能力不足，可能难以限制人员流动造成疫情持续扩散。
- 2、全球供应链效率降低约束国内开工。由于全球产业链环环相扣，外部疫情扩散造成的停工停产可能对国内生产活动造成扰动。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲、朱洵、刘天天，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张继强、芦哲、朱洵、刘天天本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司