

3月中国宏观数据反弹能证明经济已到底部吗？

全球经济衰退已成定局。我们预测，今年全球经济将萎缩近3%，远比2008年全球金融危机时期严重得多。（详情请参阅我们于2020年3月27日发布的报告《系好安全带：全球衰退下的危机与机遇》）。在我们的假设下，基本情景是全球疫情将在7月前得到控制。但经济复苏只能是渐进式的，因为：1) 货币和财政乘数效应将因经济不活跃而被大幅削弱；2) 主要经济体的劳动力市场消化历史新高的庞大失业人口需要时间；3) 因疫情带给人们的不安全感，家庭储蓄率或将上升；以及4) 企业去杠杆。

因封城、停工停产以及服务业暂停，今年一季度中国经济所受的冲击将最为严重。经济低迷的状态或将持续到今年二至三季度，因为经济活动尚未全面恢复；而受其他国家和地区尤其是美国和欧盟的封锁影响，中国出口也将遭受重挫。

中国一季度国内生产总值，按可比价格计算，同比下降6.8%，；稍逊于市场预期的6%。分产业看，受影响最严重的是第二产业，同比下降9.6%，随后是第三产业和第一产业，分别下降5.2%和3.2%。疫情影响下，我们看见行业表现有分化。一般预期第三产业受最大影响，可是新兴服务业增势良好，譬如金融业(+6.0%)及信息传输、软件和信息技术服务业(+13.2%)，抵消了线下消费受到的冲击，因此支撑了第三产业的增速。

总括3月经济数据已经出现了明显反弹，但更像U型而非V型，当中存在的经济压力依然不小。所以我们不完全同意经济已到底部，更像是会在U型底部滑行一段时间，政策的支持，无论是货币或财政措施，还是不能缺少。我们预期今年5月人行将再下调OMO/MLF利率20个基点，另外我们也预期今年内人行将再进行两次全面降准。

投资者应积极布局“大分化”行情，自上而下来看，资产类别整体可能依然面临复工进度、海外疫情走势等不确定性因素的扰动，但自下而上来看，却可以通过微观层面的确定性来对冲宏观层面的不确定性。投资者此时尤其需要布局SAAS、电商、AI、5G相关的投资机会。

林琰

研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

蔡瑞，CFA

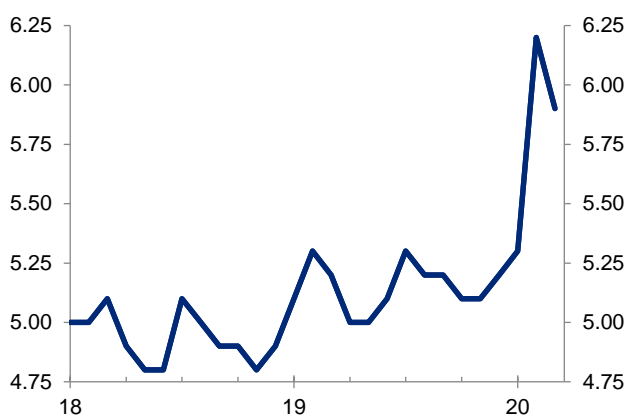
策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

2020年4月17日

中国就业形势紧张、中小企需要支持

与金融危机不同，这场疫情引发的经济衰退冲击的是整个社会。金融危机引发的经济衰退主要是流动性问题，而我们现在所面对的衰退则是就业问题。但中国的官方就业数据没有其他宏观数据发布得那么高频和详细，在此，我们试着对当前中国就业和就业不足水平进行分析。由于中小企占中国就业约 80%，因此中小企的财务状况对就业问题尤其重要。

图表 1: 城镇调查失业率没包括就业不足



资料来源: 清华大学、浦银国际

图表 2: 百度指数搜索量“失业”

- 百度指数“失业”搜索趋势 (2019.12.20 - 2020.04.16)

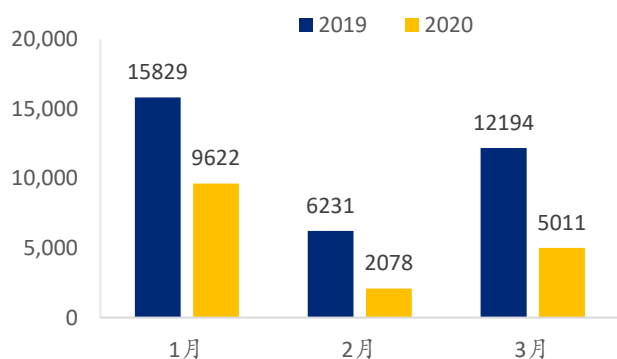


资料来源: 百度、浦银国际

根据清华大学发布的一项对全国中小企业研究报告显示，目前中国中小微企业受疫情冲击仍严重。虽然较 2 月份低谷已有所反弹，但 3 月份中小企业收入仍较去年同期下降近 60%，较 2 月份下降 67% 未见明显好转，这样的数据意味着就业形势也不容乐观。

图表 3: 3 月中小微企业营业额大幅反弹...

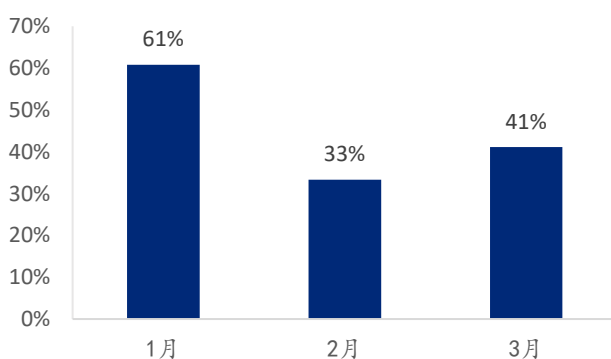
- 全国中小微企业月度营业额 (亿)



资料来源: 清华大学、浦银国际

图表 4: ...可是跟同比跌幅依然巨大

- 中小微企业同比经济恢复指数

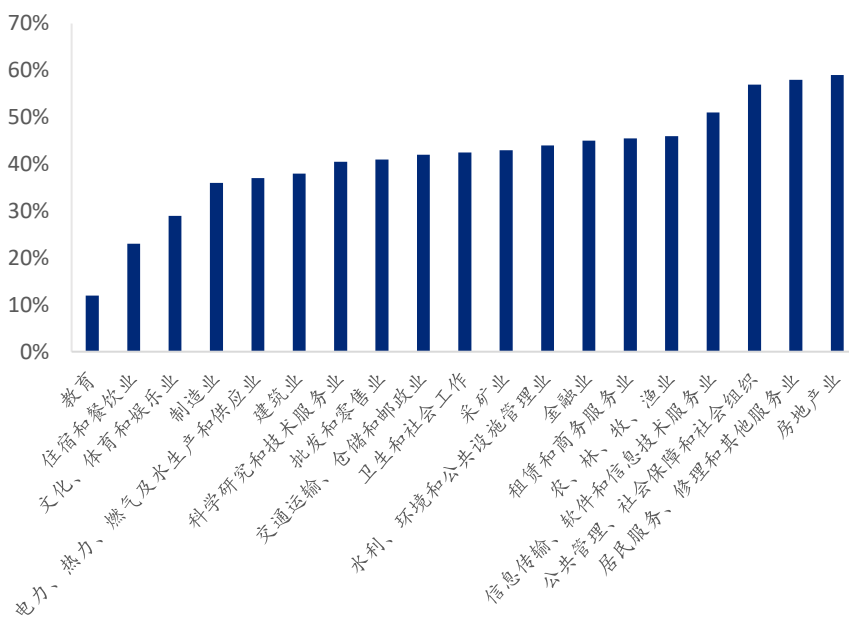


资料来源: 清华大学、浦银国际

分行业来看，教育、住宿和餐饮、以及文化体育娱乐行业收入下跌更为严重，3月份收入低于2019年同期水平的30%。中国制造业中小企就业人口占比最大，3月份该行业收入仅恢复至去年年同期水平的35%左右。3月份，其他主要的就业行业中，批发零售业收入仅略高于去年同期的40%，而建筑业仅为去年同期的38%左右。房地产和居民服务业的收入恢复最为显著，均恢复至去年同期收入水平的近60%，但据我们测算，这两个行业的就业占比并不大。

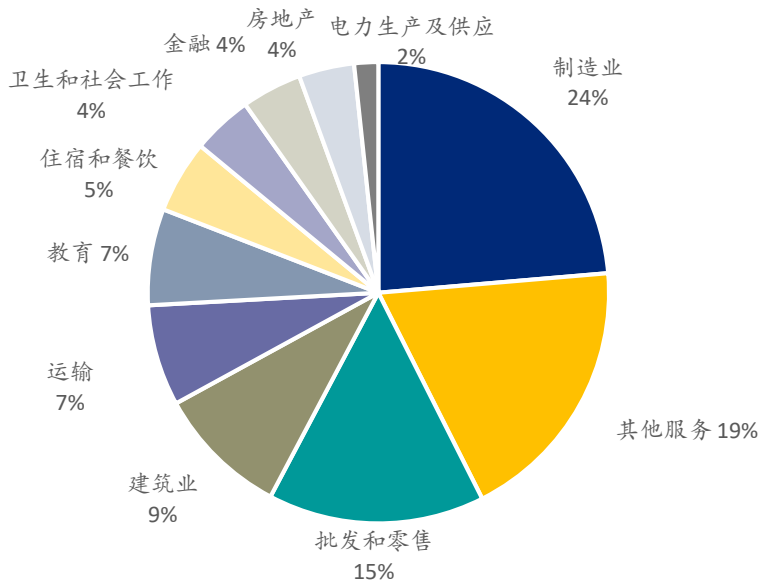
中国第一产业之外的就业人口接近5.8亿。其中，制造业就业约占24%，即1.4亿人，假设其中中小企就业占80%，即有1.12亿人。目前，制造业中小企业的收入较去年同期下降了65%，因此，当中约有7200万人的工作或面临困难。当然我们这里估算的是最坏的情况，即假设中小企不得不按收入下跌的情况来裁员。随着收入缓步复苏，企业也有现金和信贷支撑，实际情况应比我们测算的要乐观一些。

图表 5: 3月各行业中小微同比经济恢复指数



资料来源：清华大学、浦银国际

图表 6: SPDBI 预算中国就业(除第一产业外)的分布

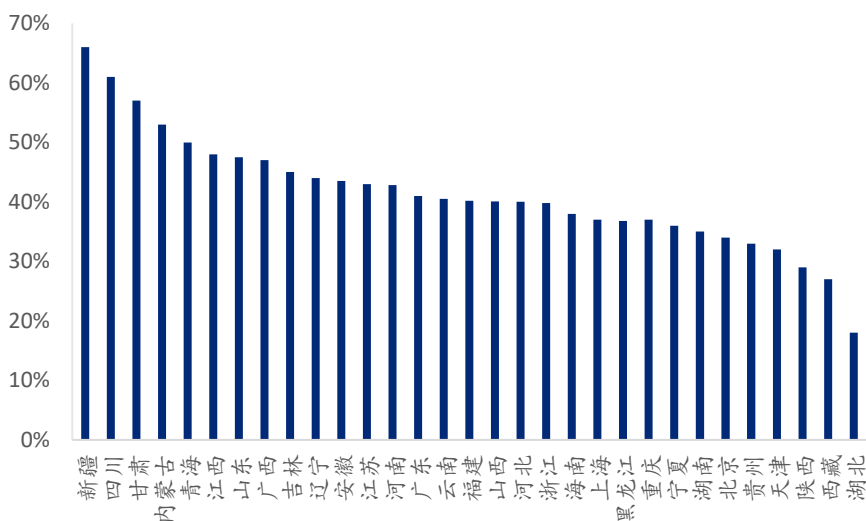


资料来源: CEIC, 浦银国际

分省份来看, 新疆、四川、甘肃的经济恢复速度最快, 3月中小微企业的营业同比已经回到 50%以上。不意外的是湖北的复苏速度最慢, 3月同比在 20%以下。天津和北京的复苏速度也较慢, 只是在 35%以下。广东省的复苏比较理想, 尤其在房地产及租赁和商务服务业。我们认为地方政府政策也需以就业为主, 对于中小企的支持尤其重要。

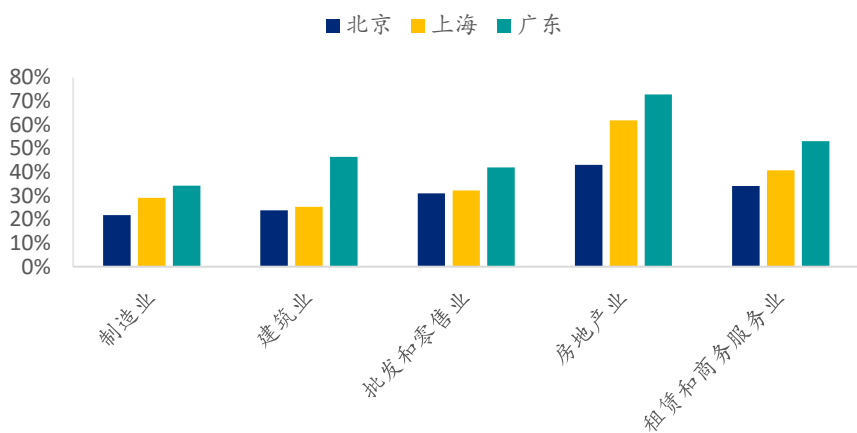
图表 7: 各省份中小企业复苏业存在分化

- 3月各省中小微同比经济恢复指数



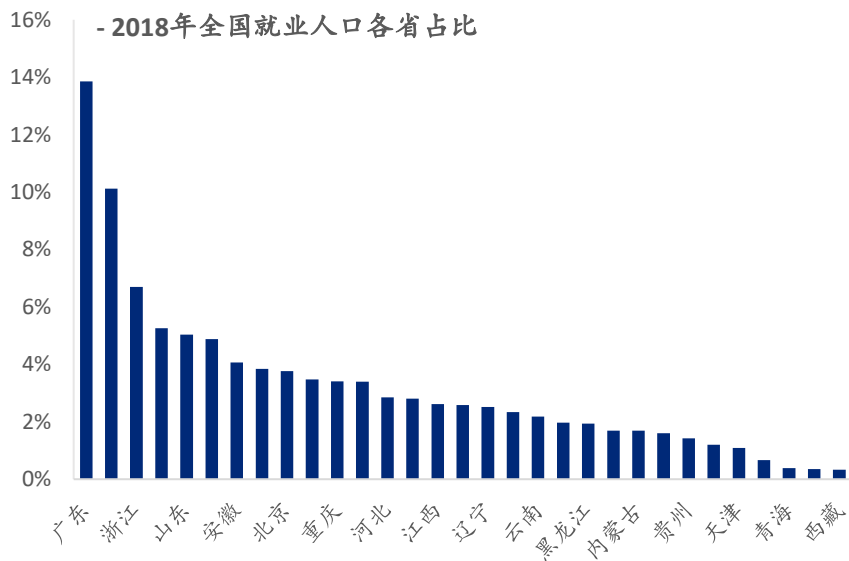
资料来源: 清华大学、浦银国际

图表 8：广东中小微企业复苏领先上海和北京



资料来源：清华大学、浦银国际

图表 9：广东省是全国就业占比最高



资料来源：CEIC，浦银国际

我们不应低估就业问题，因为这不仅是经济问题，也是社会问题。因此，我们认为支持中小企业至关重要。我们认为，政府会向中小企业提供定向信贷支持，以防止大规模裁员。但流动性支持只能暂缓中小企业生存困境，更重要的是，中国的中小企还面临许多结构性问题，疫情后这些问题都需要着手解决。融资问题是中国中小企业发展的主要瓶颈，融资渠道存在严重结构性缺陷，中小企业在金融机构得贷款的优势也较弱，加上产出规模小，资本和技术素质一般较低，竞争力较弱，因此受市场和外部的冲击也较大。

中国宏观数据追踪

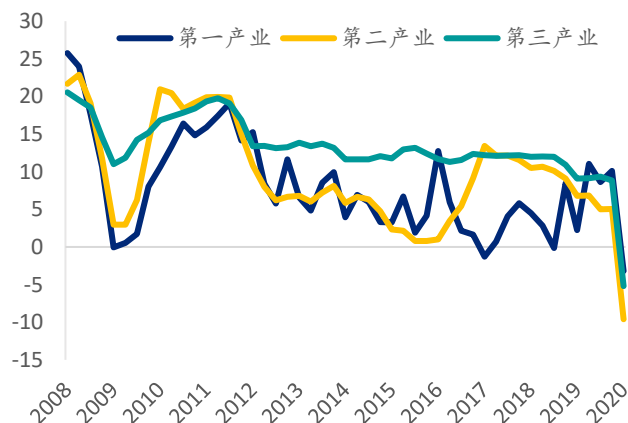
一季度的经济数据证实，中国经济增速的下降程度远超 2008 年金融危机时期。一季度实际 GDP 同比增速为-6.8%(环比-9.8%)，低于 2019 年四季度的增长 6.0%。2008 年全球金融危机期间，中国经济也没有出现负增长，仅从 1Q08 的+11.5%降至 2Q09 的+6.4%低点。中国从 1992 年一季度开始核算季度 GDP，今年一季度则是自数据 1992 年开始编制以来首次出现的负增长。全年 GDP 来看，上一次中国全年 GDP 出现负增长是在 1976 年。

图表 10：中国实际 GDP 同比增长 (%)



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 11：中国实际 GDP 增长



资料来源：CEIC、浦银国际

● 消费反弹出现分化

一季度居民人均名义可支配收入同比增长 0.8%，扣除价格因素后实际下降 3.9%，相比之下居民的消费支出降幅更为明显，名义消费同比下降 8.2%，提出价格因素后的实际消费支出同比下降 12.5% 远超人均收入的下降幅度。由于随着复工的逐步推动，消费已经从低位开始出现反弹，1-2 月社零同比下降 20.5%，3 月跌幅已经收窄至 15.8%。

需要强调的是，整体零售数字虽然明显下跌，但如果我们去自下而上去看，依然能发现分化情况，例如 3 月在整体社零同比两位数跌幅的情况下，实物商品网上零售额依然实现了同比 5.9% 的增速，细分门类来看服装&针纺织品同比下跌 32.2%，汽车同比下跌 30.3%，居民支出依然谨慎，这些门类的销售压力依然较大，而饮料同比增长 4.1%。

● 投资大幅下降中找亮点

一季度固定资产投资同比下降 16.1%，其中工业投资下降 21.1%，基础设施建设下降 19.7%。投资出现了普降，但在此大背景下，依然有亮点值得关注，高技术制造业中的计算机及办公设备制造投资同比增长 3.2%，电子商务服务投资则同比增长 39.6%，专业技术服务投资同比增长 36.7%，远超整体投资增速。

● 3 月出口好过预期，但最坏时间没过

3 月份出口好于预期。按美元计，3 月份出口同比下降 6.6%，较 1-2 月的下降 17.2% 收窄。我们认为，降幅收窄可能是由于 1-2 月份停产导致积压订单在 3 月份发货，以及外贸企业赶在欧美国家实施封锁前提前出货。展望未来，我们预期，尤其受欧美需求萎缩的冲击，二季度中国出口增长将再次下滑。鉴于二季度发达经济体 GDP 预计将下降 30% 至 40%，中国出口的至暗时刻尚未到来。对比来看，2008 年四季度，美国经济环比下降 8.4%，同期中国出口季环比下降了 41%。

图表 12：中国出口增长尚未见底

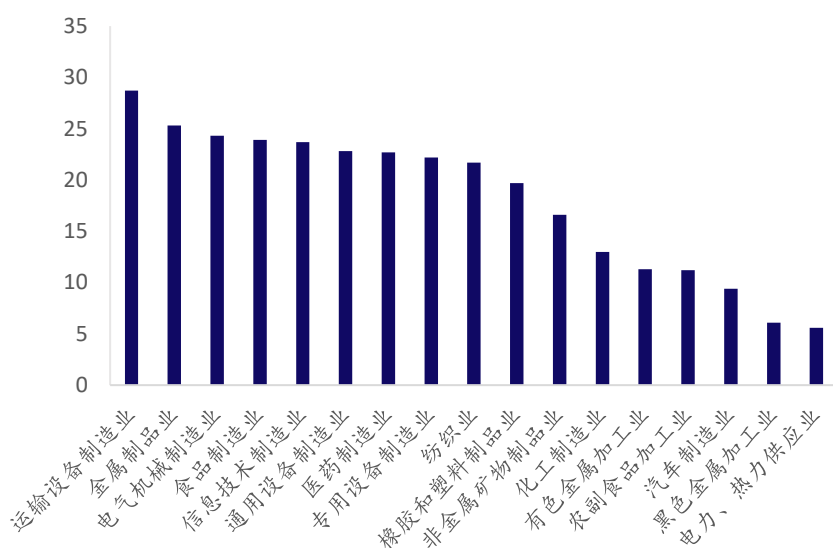


资料来源：国家统计局、浦银国际

● 3月工业增加值反弹以设备及电子行业为首

一季度，全国规模以上工业增加值同比下降 8.4%（扣除价格因素的实际增长率，下同）。其中，3 月份规模以上工业增加值同比下降 1.1%，较 1-2 月份有明显恢复，降幅较 1-2 月份收窄 12.4 个百分点，环比增长 32.13%，工业产出规模接近去年同期水平。分三大门类看，一季度采矿业增加值下降 1.7%，制造业下降 10.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 5.2%。

图表 13: 3 月各行业工业增加值同比增速相比 1-2 月数据恢复百分点情况



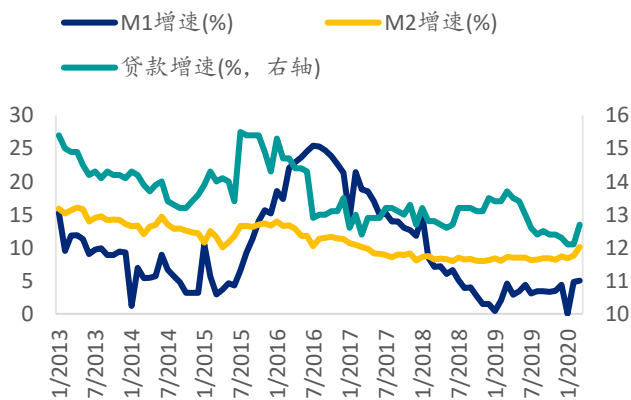
资料来源：国家统计局、浦银国际

● 3月信贷投放超预期,但储蓄也高于季节性增长

近期发布的一系列宏观数据中,金融数据则是较为积极的一部分。3月新增社融总额增至5.163万亿元,创历史新高(2月:8550亿元),同比增长11.5%(2月:10.7%)。随着定向信贷支持政策出台和加大基建信贷投放,3月新增人民币贷款也回升至2.85万亿元(2月:9057亿元),人民币贷款余额同比增长12.7%(2月:12.1%),主要受来自企业部门短期贷款(3月:9.5%,2月:7.6%)和长期贷款(3月:11.9%,2月:11.5%)的同时推动。

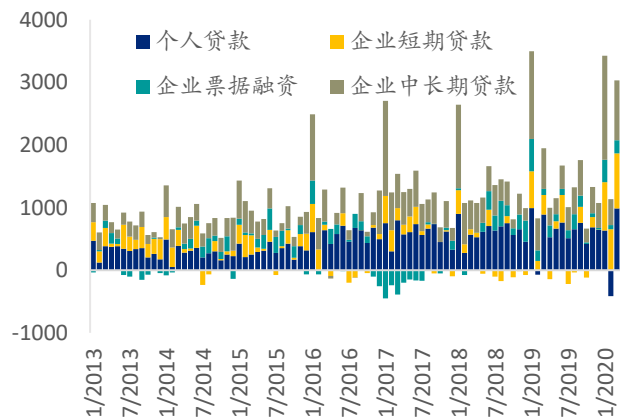
3月末,M2增速也创下两年新高,同比增长10.1%(2月:8.8%)。但我们注意到,3月份新增居民储蓄存款高于季节性增长,达到2.35万亿元人民币,而2017-2019年平均为7130亿元人民币。这与我们的观点相呼应,即由于疫情变数较大,人们更倾向于储蓄,而非支出。我们认为这种心态不会轻易扭转,因为疫情使人们开始意识到防患于未然的重要性。

图表 14: 3月 M2 及信贷增长超预期



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 15: 短中长期企业贷款都有增长



资料来源: CEIC、浦银国际

- **解读:**

- **3月经济数据已经出现了明显反弹，但更像U型而非V型**

随着复工的缓慢推进，3月经济数据已经出现了大幅反弹，但是压力依然不小，3月的餐饮销售依然同比下跌46.8%，珠宝类销售同比下跌30.1%，汽车销售同比下跌18.1%。此时的复苏更像U型而非V型。一季度居民的收入与消费情况状况显示，剔除价格因素后的居民实际收入与消费双降，消费相比收入的下降幅度更大，这可以理解为受疫情影响而暂时抑制了消费，但作为消费源头的居民收入同样也出现了下降，再考虑到整体的就业环境不佳，预计居民消费不会大幅反弹，更多的是缓慢复苏。

- **疫情全面的冲击下依然存在明显分化**

即使是在疫情令经济出现史无前例的全面停摆之际，不论是消费、投资端都有分化，例如疫情期间在整体社零承压之际，电商依然实现了正增长，而以饮料为代表的销售也体现低值消费必需品的强大韧性。产能利用率也佐证了这点，一季度的各行业产能利用率中食品制造业的产能利用率最高，高达89.9%，汽车制造业压力最大，产能利用率仅56.9%，同比下降21.4个百分点，下降幅度最大。投资端来看互联网科技等相关依然维持高投资增速，并未受到疫情的太多影响。

- **我们认为，二季度中国GDP恢复正增长可能性还不大，因为国内经济缓慢复苏将被出口大幅下滑所抵消**

虽然外需占比对中国经济的直接影响已经下降，但仍能通过间接的方式对中国经济构成影响，出口负增长也会导致失业或就业不足，进而拖累国内经济增长。此时依然需要财政、货币政策呵护。

投资策略：

● 经济数据背后的大分化

经济数据整体呈现的状况不容乐观，但我们如果将逻辑下沉到底层数据，就可以发现分化非常明显，如前面所提到的，即使在当前全面的疫情冲击下，各行各业的表现也存在分化，互联网相关以及饮料等消费必需品在当前的环境下供需两端都表现出了巨大的韧性。

● 政策端其实也呈现了“分化”：

● 财政政策

中央的整体定性为财政政策“更加积极”，但在行业上有非常明显的侧重，不同于 2008 年金融危机期间的大基建式财政刺激。当前的财政刺激更具有针对性，其中“新基建”所针对的新能源汽车充电桩、特高压、5G 基建、大数据中心、人工智能、工业互联网、城际高速铁路、城际轨道交通，避免了传统的产能过剩行业，主要针对未来具有高增长潜力的新兴技术及行业。

● 货币政策

中央的整体定性为货币政策“更加灵活适度”，但我们在留意央行的政策动向时不难发现，无风险利率在下降的同时，央行更为注意通过结构性手段引导风险溢价的下降，尽力降低以中小企业为代表的实体经济融资成本下降。

● 投资者应积极布局“大分化”行情

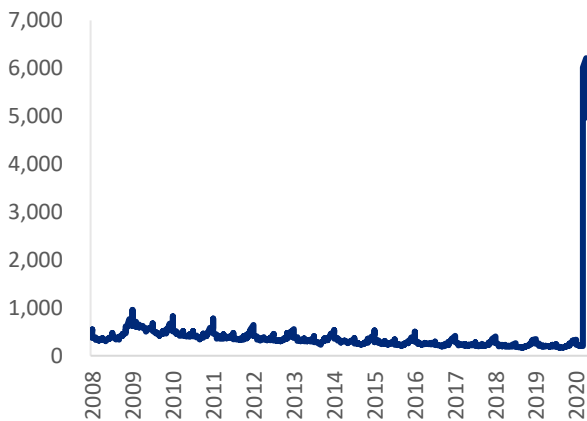
在此情况下，自上而下来看，资产类别整体可能依然面临复工进度、海外疫情走势等不确定性因素的扰动，但自下而上来看，却可以通过微观层面的确定性来对冲宏观层面的不确定性。投资者此时尤其需要布局 SAAS、电商、AI、5G 相关的投资机会。

美国宏观数据追踪

美国目前几乎所有州都处于封锁状态。关闭了非必要的业务，居民须遵守居家隔离令。过去四周，首次申请失业救济总人数达2200万，平均每周有550万。虽然截至4月11日当周的最新数字已较历史高点有所下降，但仍处于历史高位，此次疫情前，美国连续四周申请失业救济的最高人数出现在1982年，当时峰值仅为100万人。

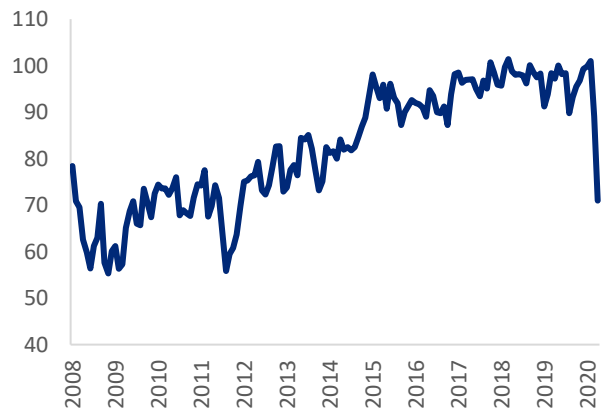
3月美国零售销售额创二战以来最大降幅，比市场本就悲观的预期还要糟糕。3月零售销售额环比下降8.7%，而2008年11月金融危机期间则环比下降3.9%。这再次证明，本轮经济衰退程度将远超2008年。

图表 16: 美国首次申请失业金人数



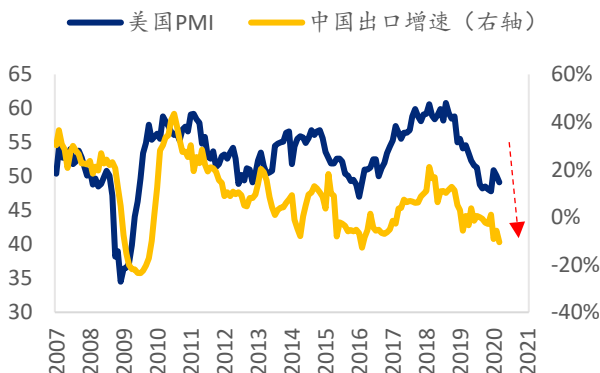
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 17: 美国消费者信心指数



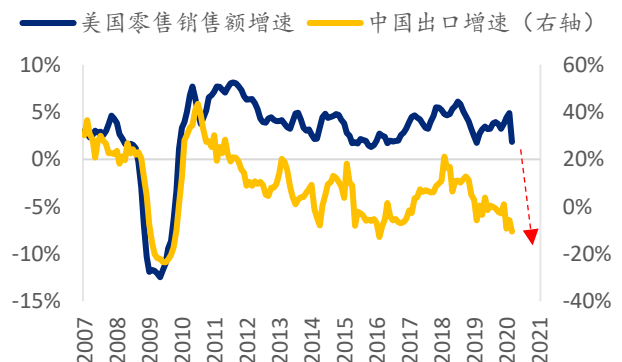
资料来源: xxxxx, xxxxxxx

图表 18: 美国 PMI 和中国出口同比增速(三个月移动平均) 对比



资料来源: CEIC、浦银国际

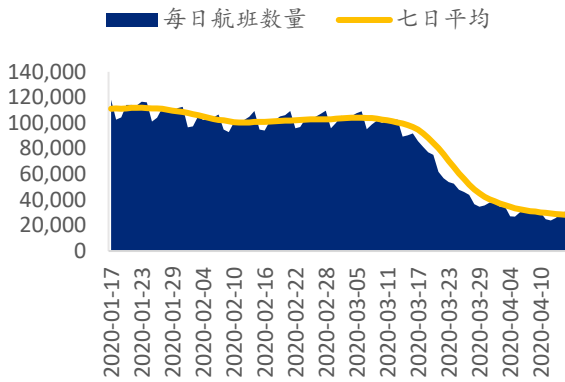
图表 19: 美国零售销售额和中国出口同比增速(三个月移动平均) 对比



资料来源: CEIC、浦银国际

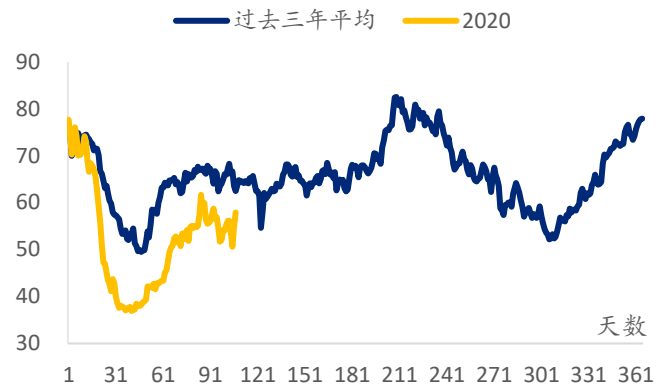
高频数据追踪

图表 20: 全球商业航班每日数据



资料来源: Flightradar24、浦银国际

图表 21: 全国六大发电集团日均耗煤量 (万吨)



资料来源: Wind、浦银国际

图表 22: 全国重点城市空气质量指数(四周平均)



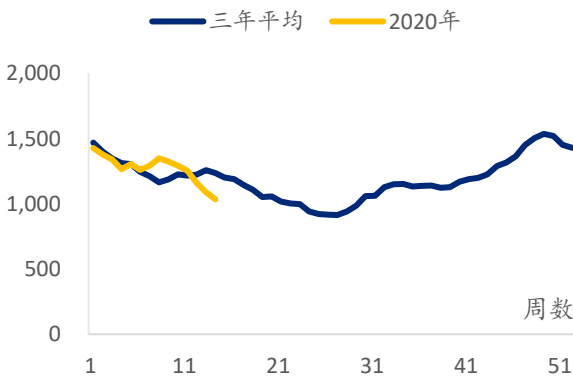
资料来源: Wind、浦银国际

图表 23: 全国主要城市商品房成交面积 (七日平均)



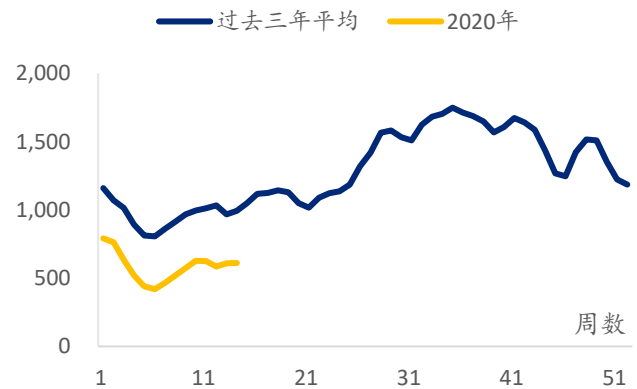
资料来源: Wind、浦银国际

图表 24 中国内贸集装箱运价指数



资料来源: Wind、浦银国际

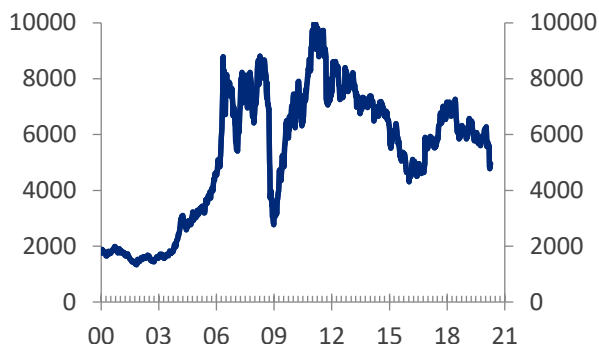
图表 25 波罗的海航运指数



资料来源: Wind、浦银国际

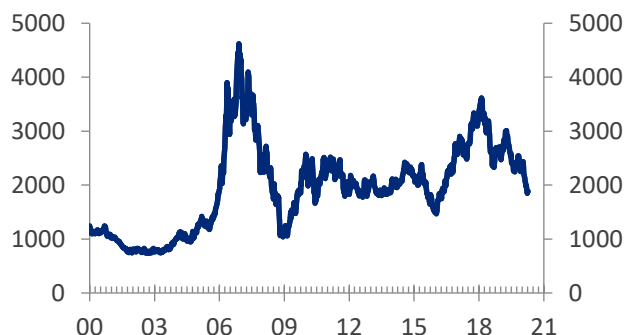
市场数据追踪

图表 26: 国际铜价价格走势



资料来源: FactSet、浦银国际

图表 27: 国际锌价价格走势



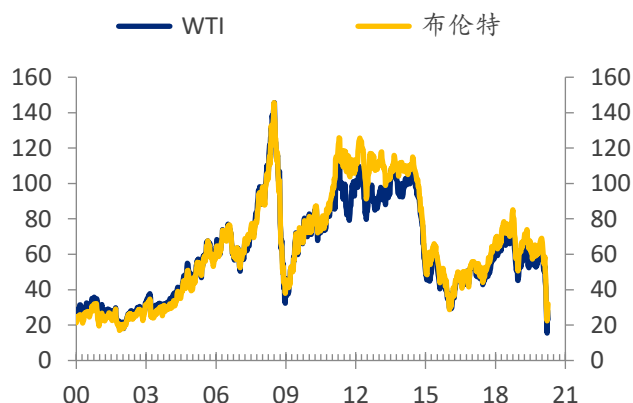
资料来源: FactSet、浦银国际

图表 28: 国际铝价价格走势



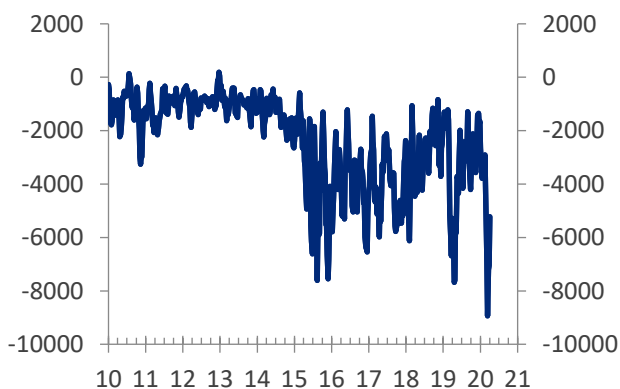
资料来源: FactSet、浦银国际

图表 29: 国际油价价格走势



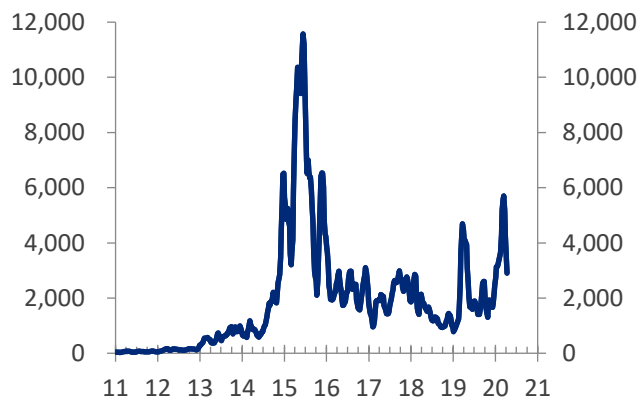
资料来源: FactSet、浦银国际

图表 30: A股主动买入净额 (4周累积,亿元)



资料来源: FactSet、浦银国际

图表 31: A股融资买入额 (4周合计, 亿元)



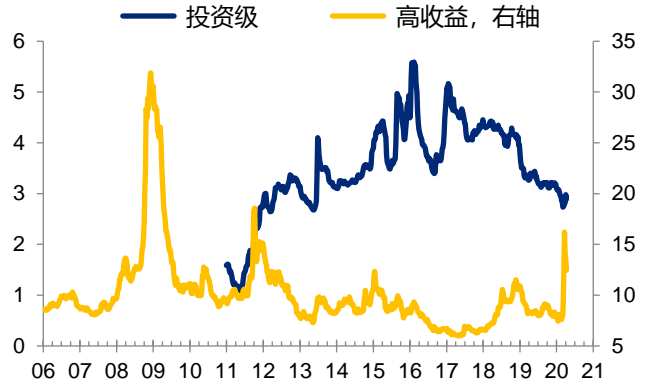
资料来源: FactSet、浦银国际

图表 32: 中国国债收益率%



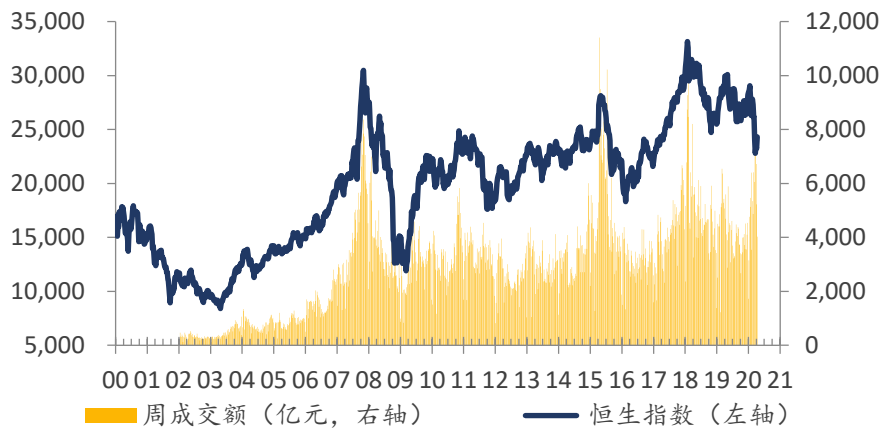
资料来源: FactSet、浦银国际

图表 33: 中资美元债收益率%



资料来源: FactSet、浦银国际

图表 34: 恒生指数及交易量



资料来源: Wind、浦银国际

图表 35: 沪深 300 指数及 A 股交易额



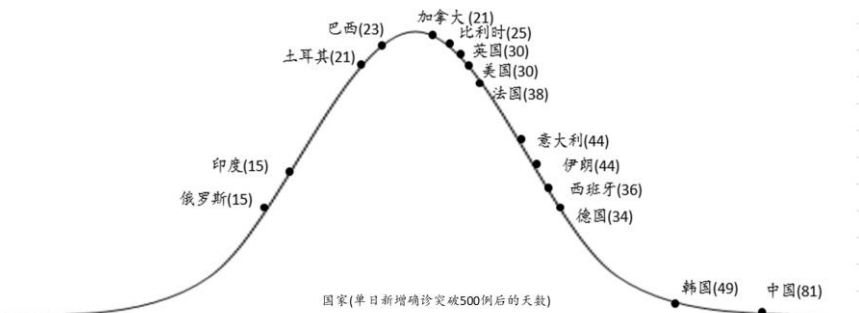
资料来源: Wind、浦银国际

疫情数据追踪

截至4月16日，全球新冠肺炎确诊病例已超过200万，达到2,069,819例，死亡137,666例。疫情首先爆发的国家来看，中国和韩国似乎峰值已过，两国疫情似乎已得到有效控制，本周新确诊病例徘徊在两位数。第二波疫情高发国家中，伊朗、意大利、德国、西班牙和美国的新确诊病例似乎也已达到峰值。尽管美国确诊病例数仍大幅高于其他国家，排在全球首位，但其新确诊数从4月11日的峰值35,386例降至4月15日的24,446例。然而，英国和西班牙的新确诊数仍在波动。与此同时，一些新兴市场国家如印度和埃及等新增确诊病例正在攀升。

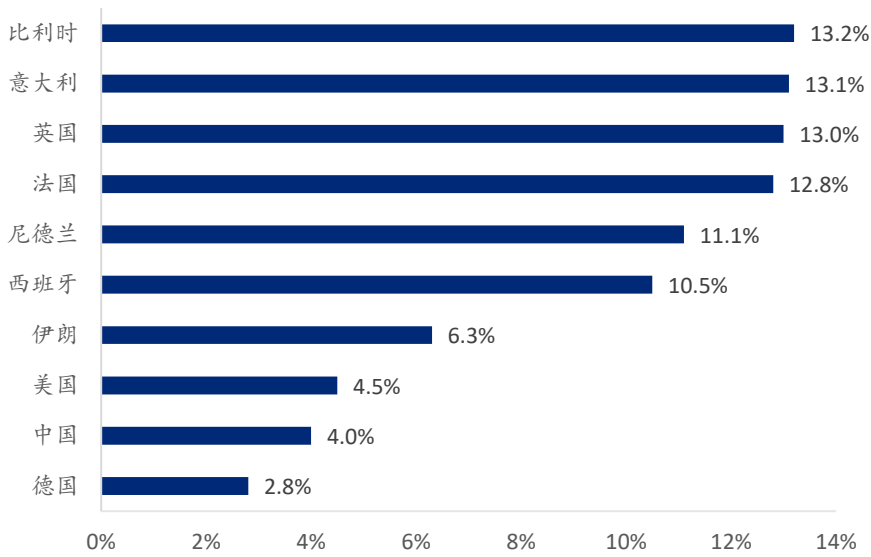
死亡率来看，各国差异较大。欧洲国家的死亡率高达10%，其中比利时、意大利和英国死亡率更是超过了13%；而欧洲主要国家中，德国的死亡率最低，仅为2.8%。中美的死亡率相当，为4%左右。研究表明，检测、医疗保健系统和感染者的平均年龄导致了死亡率的差异。当前疫情开始在一些新兴国家有爆发迹象，情况让人忧虑。

图表 36：各国疫情发展走势曲线



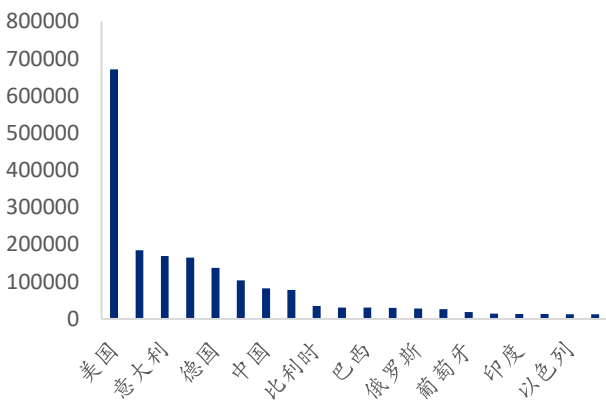
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 37: 全球死亡率排名



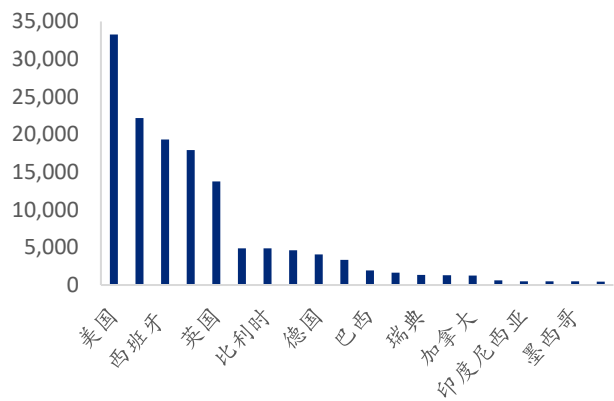
资料来源: 约翰斯·霍普金斯大学、浦银国际

图表 38: 全球累计确诊病例排名



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 39: 全球累计死亡病例排名



资料来源: Bloomberg、浦银国际

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

权益披露

- 1) 浦银国际的自营交易部及/或其关联公司并没有持有本报告所述公司之股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件), 表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告, 且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际控股有限公司及其子公司(统称“浦银国际”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源, 但并不保证数据之准确性、可信性及完整性, 亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明, 否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据, 所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外, 本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告期内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的, 不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐, 阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出, 日后可作修改而不另通知, 亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息, 阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外, 本报告可能包含前瞻性的陈述, 牵涉多种风险和不确定性, 该等前瞻性陈述可基于一些假设, 受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际的立场。浦银国际董事及/或雇员, 可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失, 概不承担任何法律责任。

浦银国际建议投资者应独立地评估本报告内的资料, 考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要, 在参与有关报告中所述公司之证券的交易前, 委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言, 分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用, 浦银国际对任何第三方的该等行为保留追述权利, 并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。