

2020年1-2月宏观经济数据点评

## 疫情冲击下宏观经济指标大幅下滑 3月有望出现V形反转

**主要数据：**2020年1-2月规模以上工业增加值累计同比实际下降13.5%，上年全年值5.7%，上年同期值5.3%；1-2月固定资产投资累计同比下降24.5%，上年全年值5.4%，上年同期值6.1%；1-2月社会消费品零售总额累计同比下降20.5%，上年全年值8.0%，上年同期值8.2%。

**主要观点：**疫情冲击下，1-2月主要宏观经济指标均现两位数下滑，普遍逊于此前市场预期。工业生产方面，全国性的防控隔离措施对企业开工造成沉重打击，节后用工困难、复工延迟、物流受阻，生产端景气度短期内受挫，同时，需求端下滑进一步强化了疫情对生产端的负面影响，导致工业增加值同比大幅负增13.5%。投资方面，1-2月三大类投资增速全面放缓，其中，农民工复工明显延迟，对基建和房地产投资造成明显拖累；疫情造成的企业开工延后、收入和盈利能力下滑、市场需求前景减弱等，对制造业企业的投资意愿和能力也产生明显负面冲击。消费方面，疫情对各类商品销售产生普遍性影响，拖累社零增速同比大幅负增。从结构来看，疫情对食品、药品等必需品和以汽车、家电等为代表的可选消费品影响程度不均，可选消费品受到的冲击更为明显。此外，本次疫情客观上带动线上消费实现了一次阶跃式发展，1-2月网上消费增速下滑幅度缓于社零整体。

**展望3月，**伴随国内疫情得到控制，各项临时管制措施有序撤回，各地复工、复产加速，3月各项经济数据均将出现V型反转。其中，作为逆周期调节的主要抓手，基建投资增速将会出现明显回升；前期消费延后带来的需求释放，将对社零增速产生提振；疫情控制后，各城市加快复工，也将带动房地产投资、制造业投资及工业生产增速回升。考虑到在整个一季度中，3月份经济总量的比重大概占到约40%，因此一季度整体经济运行仍有望避免大幅下滑局面，二季度经济增速将出现显著反弹；未来宏观政策会进一步向稳增长方向倾斜，其中稳就业将成为今年最重要的宏观政策目标。

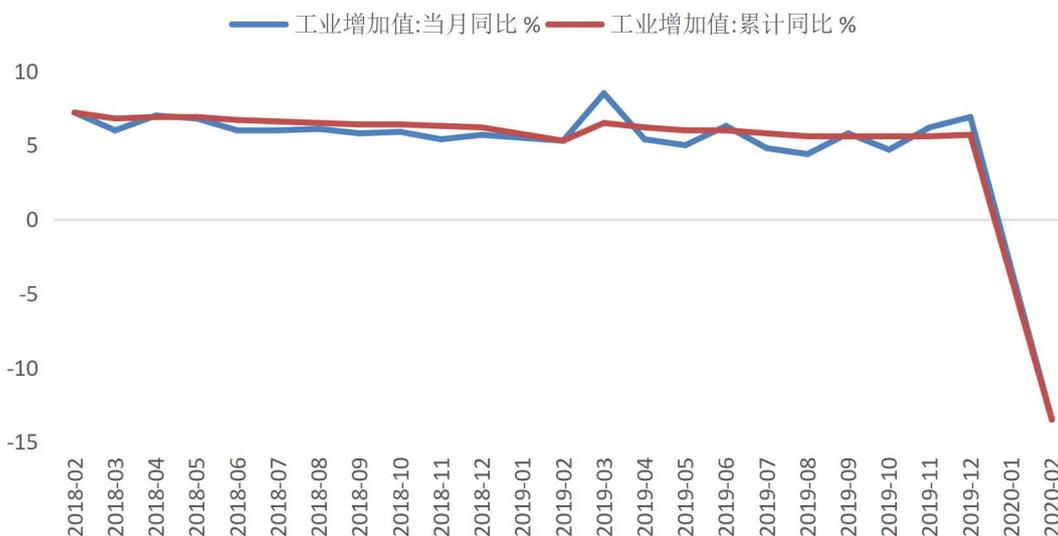
具体分析如下：

一、工业生产：全国性的防控隔离措施对企业开工影响很大，节后用工困难、复工延迟、物流受阻，生产端景气度短期内受挫，同时，需求端下滑进一步强化了疫情对生产端

## 的负面影响，1-2月工业增加值同比大幅负增

1-2月工业增加值同比下降13.5%，增速较上年全年和上年同期分别下滑19.2和18.8个百分点，较上年12月下滑20.4个百分点。1月下旬疫情升级以来，全国性的防控隔离措施对企业开工影响很大，节后用工困难、复工延迟、物流受阻，生产端景气度短期内受挫。就高频数据六大发电厂日均耗煤量和高炉开工率来看，相较于历史上农历春节过后往往出现的V字形反弹，今年2月两项数据大体呈现出快速下滑的态势。从复工复产情况来看，3月11日农业农村部相关负责人曾表示，现在还有近一半左右的返乡农民工没有返程复工；另据国网浙江电力公布的浙江省复产指数，2月浙江整体复产率仅为47.3%，上年同期为99.2%，浙江省作为全国制造业大省，其复工情况颇具代表性。

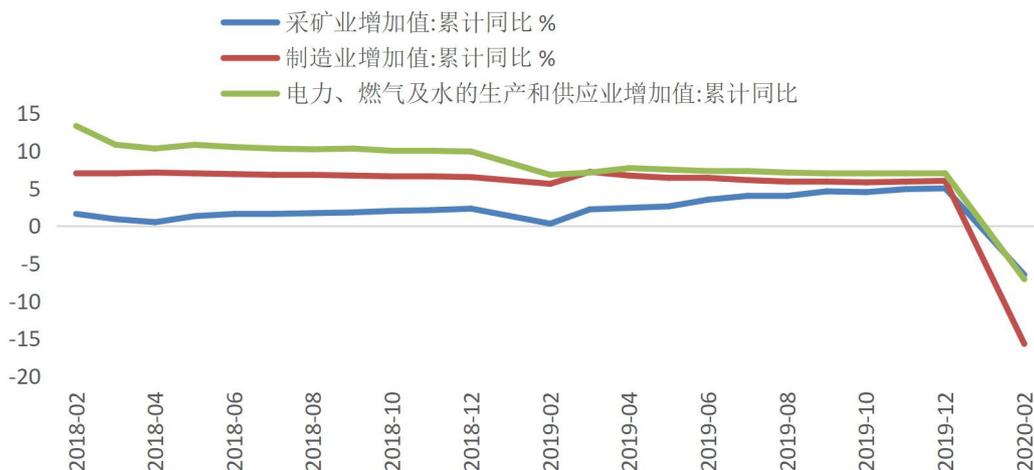
图1 规模以上工业增加值增速



资料来源：WIND，东方金诚；注：2月当月同比为1-2月累计值。

分大类看，疫情影响下，采矿业、制造业，以及电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速同步放缓，其中制造业增加值增速下滑幅度最大。1-2月制造业增加值同比下降15.7%，增速较上年全年和上年同期分别下滑21.7和21.3个百分点，较上年12月下滑22.7个百分点，这与2月官方制造业PMI创有数据记录以来最低相印证。疫情发生后，制造业供需两端均受到直接冲击，而需求端的下滑又进一步强化了疫情对制造业生产的影响。除国内投资和消费增速显著放缓指示内需受到抑制外，世卫组织将新冠疫情列为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC），以及2月下旬以来疫情全球化扩散冲击外部需求，也对外需产生下拉作用——1-2月工业出口交货值同比下降19.1%，增速较上年全年和上年同期分别下滑20.4和23.3个百分点。

图2 三大门类增加值增速

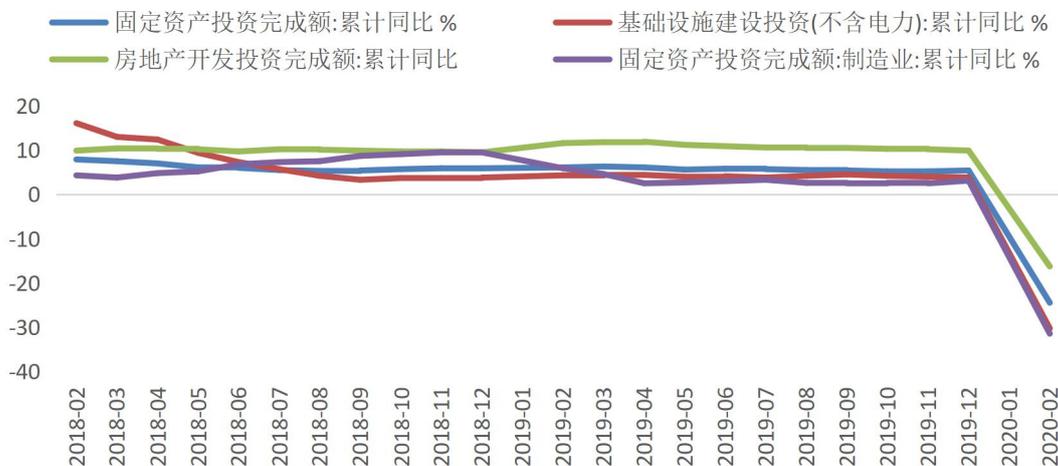


资料来源: WIND, 东方金诚

二、投资: 1-2月固定资产投资大幅负增, 三大类投资增速全面下滑。具体来看, 受疫情影响, 农民工复工明显延迟, 对基建和房地产投资造成明显拖累; 同时, 疫情造成的企业开工延后、收入和盈利能力下滑、市场需求前景减弱等, 对制造业企业的投资意愿和能力也产生明显的负面冲击

1-2月固定资产投资同比下降24.5%, 增速大幅低于上年全年值5.4%和上年同期值6.1%。从季节性来看, 1-2月受春节、气候等因素影响, 传统上即为固定资产投资的淡季。今年2月份, 受疫情影响, 农民工复工明显延迟, 用工不足直接导致2月份建筑工程行业基本处于停滞状态, 对基建和房地产投资造成明显拖累。此外, 疫情造成的企业开工延后、收入和盈利能力下滑、市场需求前景减弱等, 对制造业企业的投资意愿和能力也产生明显的负面冲击。

图3 固定资产投资及三类主要投资 (累计同比: 名义增速)

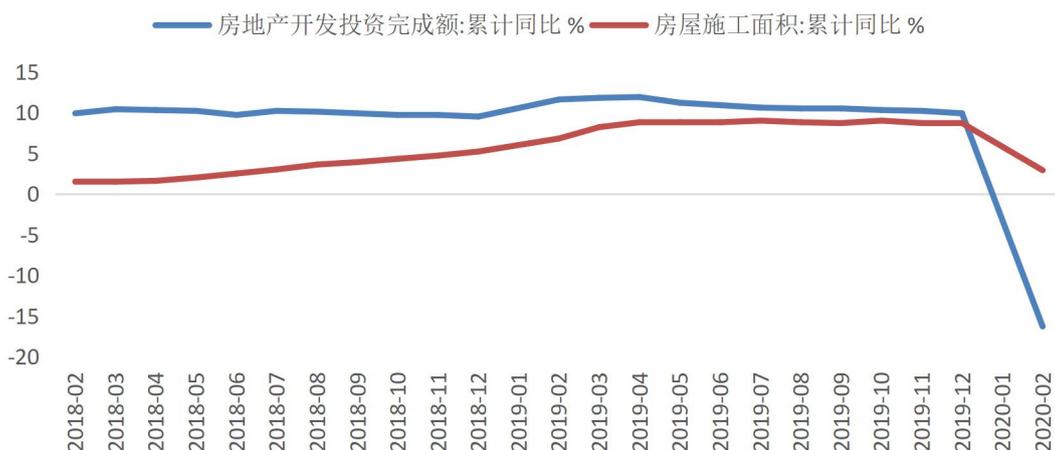


资料来源: WIND

**基建投资方面**，1-2月基建投资（不含电力）同比下降30.3%，不仅大幅低于上年全年值3.8%和上年同期值4.3%，也明显弱于市场预期。今年以来，逆周期调节进一步发力，专项债与此前相比明显向基建方向倾斜，配套资金融资环境趋于宽松，加之目前中央和各地项目储备也比较丰富，故此市场普遍认为1-2月基建投资表现将相对稳定。此番数据明显不及预期，反映疫情导致的农民工返程复工延迟、项目开工延后对基建投资的负面影响显著；但另一方面，这也预示着随着农民工逐步返工，以及为平滑1-2月增速大幅下滑对全年增速的拖累，后续基建项目开工进度将显著加快。

**房地产投资方面**，1-2月房地产开发投资同比下降16.3%，低于上年全年值9.9%和上年同期值11.6%。疫情对房地产投资的影响主要体现在两方面：一方面，疫情导致工人返岗困难，房企销售及回款不畅——1-2月商品房销售面积和销售额同比分别下降39.9%和35.9%，房企开复工受到影响。我们注意到，1-2月房屋新开工面积同比下降44.9%，增速较上年全年下滑53.4个百分点，而同期房屋施工面积同比增长2.9%，增速仅较前值下滑5.8个百分点，对当期房地产投资产生明显支撑，这也反映出在用工短缺、销售不佳的情况下，房企集中资源保障在建项目施工，新开工意愿和能力则受到很大抑制。另一方面，疫情影响下，政府土地供应相应减少，房企现金流偏紧下补库存意愿下降，拿地也受到抑制。1-2月购置土地面积同比下降29.3%，土地成交价款同比下降36.2%，降幅较上年全年分别扩大17.9和27.5个百分点。

**图4 房地产开发投资、房屋施工面积增速**



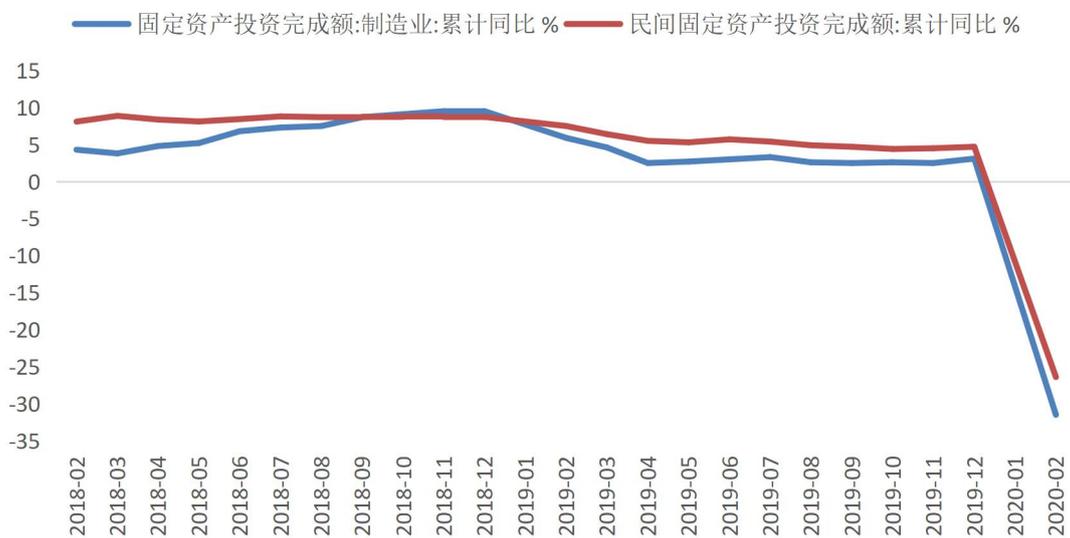
资料来源：WIND，东方金诚

**制造业投资方面**，1-2月制造业投资同比下降31.5%，增速较上年全年下滑34.6个百分点，较上年同期下滑37.4个百分点；与此相呼应，1-2月民间投资同比下降26.4%，增速较

上年全年和上年同期分别下滑 31.1 和 33.9 个百分点。其背景在于，疫情导致交通和物流管制，人员返工率和企业复工率较低，限制企业投资活动，而企业收入和盈利能力受损，现金流受到影响，加之市场需求前景减弱，进一步限制了企业投资意愿和投资能力。

从细分行业来看，1-2 月制造业各行业投资增速普遍呈现两位数负增，且与上年全年相比，增速下滑幅度多数在 20 个百分点以上。值得一提的是，1-2 月医药制造业投资额同比下降 22.1%，增速较上年全年下滑 30.5 个百分点，表明短期内疫情对相关药品、疫苗研发和生产投入的提振不及其对全行业的负面影响，不过，从中长期来看，疫情有利于支撑和强化医药行业的中长期发展趋势。

图 5 制造业投资与民间投资增速



资料来源：WIND

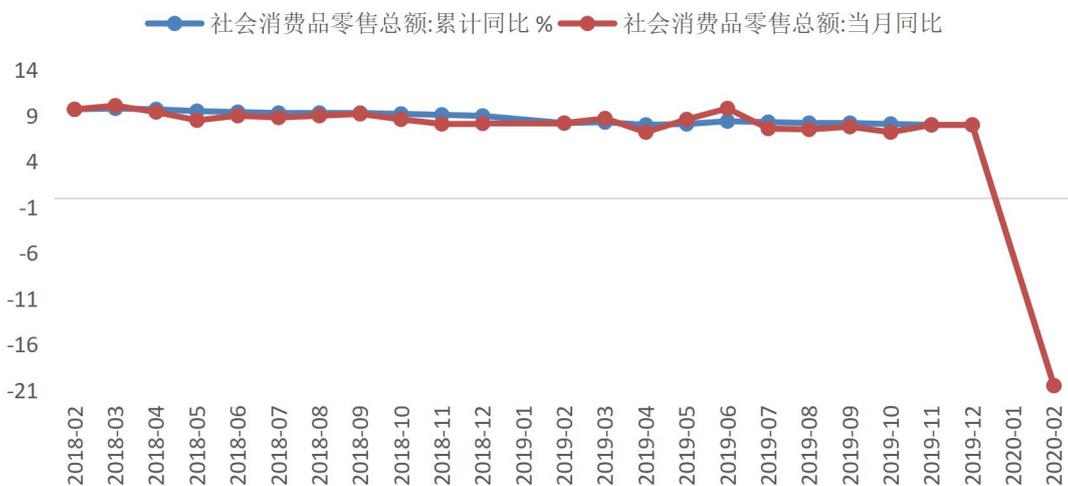
三、消费：疫情对各类商品销售产生普遍性的负面冲击，拖累 1-2 月社零增速同比大幅负增。从结构来看，疫情对食品饮料、药品等必需品和以汽车、家电等为代表的可选消费品影响程度不均，可选消费品受到的冲击更为明显。此外，本次疫情客观上带动线上消费实现了一次阶跃式发展，1-2 月网上消费增速下滑幅度缓于社零整体

1-2 月社会消费品零售总额（以下简称“社零”）同比名义下降 20.5%，大幅低于上年全年值 8.0%和上年同期值 8.2%。扣除价格因素后，1-2 月社零实际下降 23.7%，低于上年全年值 6.0%和上年同期值 7.15%。疫情影响下，商场等购物场所延期开业、居民出行不便、交通物流不畅等因素对消费活动产生明显抑制，同时，疫情导致的经济下行风险加大、就业压力加剧、个人收入增长前景减弱等对居民消费信心和消费能力也产生较大负面影响。

值得一提的是，1-2 月网上商品和服务零售额同比下降 3.0%，虽较上年全年值 16.5%和

上年同期值 13.6%也有大幅下滑，但下滑幅度明显缓于社零总体，表明线上消费模式的推广在一定程度上缓和了疫情对消费的负面冲击。我们注意到，3月13日，国家发改委等23个部门联合发布《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》，针对疫情期间凸显的一些消费特征做了具体回应和部署，其中提出要鼓励线上线下融合等新消费模式发展，大力发展“互联网+社会服务”消费模式，促进各项服务消费线上线下融合发展等。可以看到，本次疫情客观上带动线上消费实现了一次跨越式发展，而且这一势头不会在疫情消退后出现明显回潮。

**图 6 社会消费品零售总额同比增速**



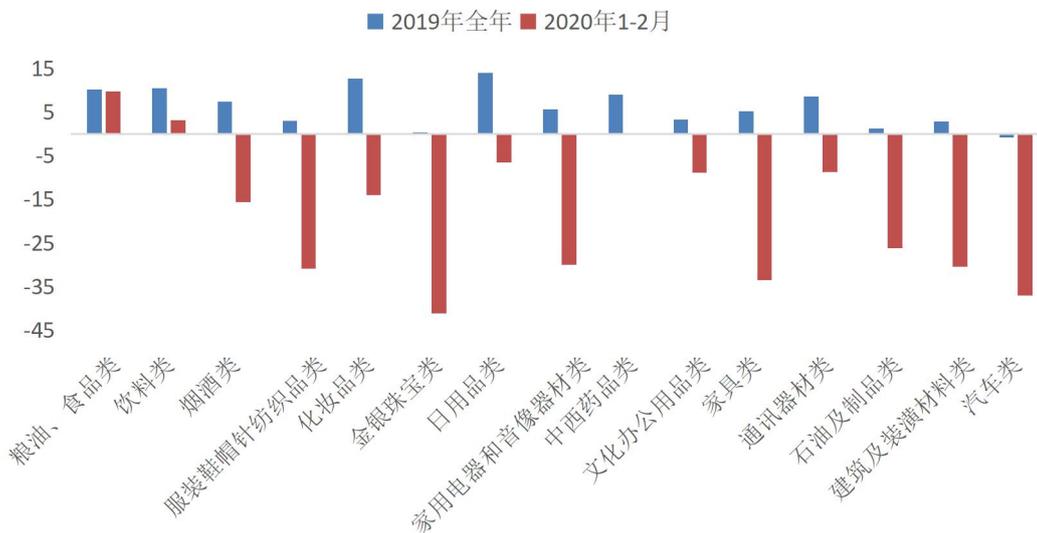
资料来源：WIND；注：2月当月同比为1-2月累计值。

从具体商品类别来看，疫情对各类商品消费产生普遍性的负面冲击，1-2月限额以上各商品零售额同比增速全面下滑，但下滑幅度存在一定分化。其中，粮油、食品零售额同比增长 9.7%，增速较上年全年仅放缓 0.5 个百分点；饮料零售额同比增长 3.1%，增速下滑 7.3 个百分点；因疫情推升部分药品需求，中西药品零售额增长 0.2%，增速较上年全年放缓 8.8 个百分点；或因居家办公带动个人办公用品购置需求，文化办公用品零售额同比下降 8.9%，增速较上年全年下滑 12.2 个百分点，在各类别商品中下滑幅度也比较小。

与此同时，1-2月可选消费品零售额增速与上年全年相比普遍出现 25 个百分点以上的大幅度放缓。其中，汽车零售额同比下降 37%，降幅较上年全年扩大 36.2 个百分点，与同期汽车销量数据相印证——据中汽协统计，1-2月国内汽车销量同比下滑 42.0%，降幅较上年全年扩大 24.0 个百分点；1-2月商品房销售面积同比下降 39.9%，拖累房地产相关消费大幅下行，同期家电、家具、建筑及装潢材料零售额增速与上年全年相比下滑幅度均超过 30 个百分点。此外，1-2月金银珠宝零售额同比下降 41.1%，化妆品零售额下降 14.1%，增速

较上年全年分别下滑 41.5 和 26.7 个百分点；不过，同期通讯器材类零售额同比下降 8.8%，增速下滑 17.3 个百分点，在各类可选消费品中表现最为稳定，或与各大中小学校组织网上教学激发部分手机、平板电脑等购置需求有关。

图 7 限额以上批发零售业零售额累计同比增速 %



资料来源：WIND

四、预计 3 月各项经济指标将出现 V 型反转，但受国内疫情防控手段仍未完全撤回，以及疫情全球化扩散影响，除基建投资外，各项指标均难以恢复到疫情前增长水平

国内疫情防控已经取得突出成效，除武汉外新增病例以输入性病例为主，在此背景下，政策层面上防控疫情的迫切性有所下降，稳增长重要性提升，各地复工复产正在加速，各项经济活动逐步恢复。3 月以来，6 大发电集团日均耗煤量环比趋于回升，同比跌幅亦有明显收敛；高炉开工率与 2 月相比亦有所提升，同比小幅转正；同时，3 月首周乘联会公布的乘用车零售量同比下降 51%，较上月约 80% 的同比降幅相比也有所改善。不过，3 月上旬发电耗煤量和汽车销量同比仍处较大幅度下滑态势，显示国内经济活动的完全恢复仍然需要时间。

此外，当前疫情全球化趋势明显，欧洲成为新的疫情中心。国外疫情扩散对国内的影响至少体现在两个方面：一是输入性病例导致的疫情反复，这一风险可以通过加强边境检测及采取入境人员隔离措施等加以缓解，目前来看比较可控；二是疫情全球化加剧全球经济下行压力，尤其是与我国经贸联系密切的日本、韩国等国疫情形势较为严重，这将冲击全球供应链、影响全球总需求，从供需两端拖累我国经济增长，拉低后疫情阶段国内经济增速回升的速度。从各国目前已经采取的防疫措施来看，防疫力度相较中国均存在一定差距，同时考虑到欠发达国家医疗卫生水平较差，疫情全球蔓延的风险不容低估。后续需密切关注国外疫情

进展，及时调整对经济基本面和政策走向的预测。

整体来看，我们预计 3 月各项经济数据均将出现 V 型反转，其中，作为逆周期调节的主要抓手，基建投资增速将会出现明显回升；前期消费延后带来的需求释放，将对社零增速产生提振；疫情控制后，各城市加快复工，也将带动房地产投资、制造业投资及工业生产增速回升。考虑到在整个一季度中，3 月份经济总量的比重大概占到约 40%，因此一季度整体经济运行仍有望避免大幅下滑局面，二季度经济增速将出现显著反弹。未来宏观政策会进一步向稳增长方向倾斜，这包括财政政策更加积极，货币政策更加灵活，以及就业政策的支持力度会更大。考虑到今年的具体情况，稳就业将超过 GDP 增速，成为宏观经济管理最重要的目标。

研究发展部 王青、冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。