

2020 年一季度宏观经济数据点评

如有引用请注明东方金诚首席宏观分析师王青

## 年初经济下滑幅度符合预期 二季度 GDP 有望转向正增长

**主要数据：**2020 年一季度 GDP 实际同比-6.8%，上年同期 6.4%。1-3 月规模以上工业增加值累计实际同比-8.4%，上年同期值 6.5%；1-3 月固定资产投资累计同比-16.1%，上年同期值 4.4%；1-3 月社会消费品零售总额累计同比-19.0%，上年同期值 8.3%。

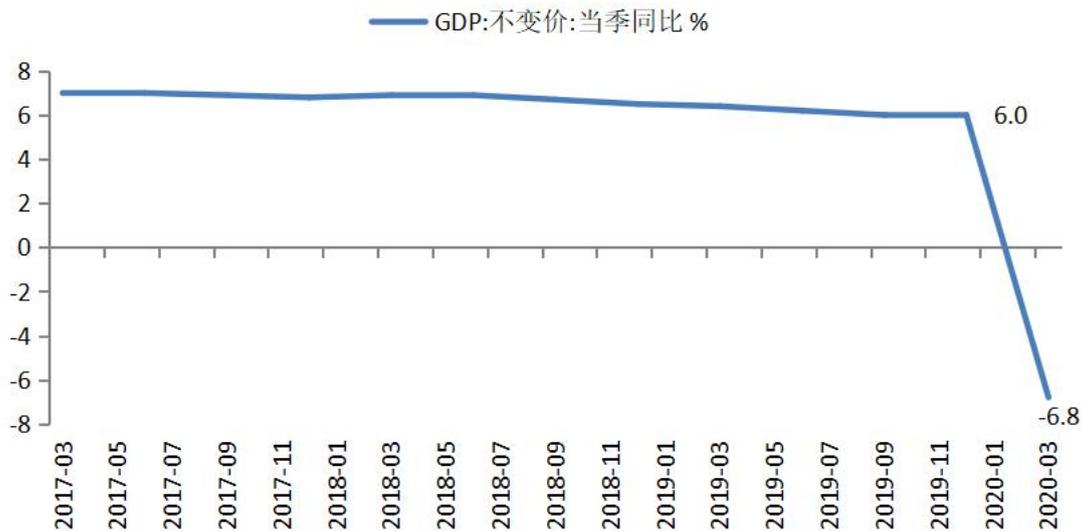
**主要观点：**一季度 GDP 同比增速为-6.8%，符合此前-5%至-10%的市场普遍预期。疫情高峰期实施必要的封锁隔离、居家禁足等措施，对宏观供需两端形成严重冲击，工业生产、消费、投资及净出口均现同比大幅负增长。值得一提的是，3 月国内疫情进入稳定控制阶段后，伴随货币及财政政策逆周期调节效果显现，各项经济指标均有较大幅度反弹。

工业生产方面，一季度工业增加值同比大幅负增，疫情导致的复工复产延迟和需求下滑对工业生产冲击明显。3 月国内疫情得到控制，复工复产加速，工业生产明显恢复，工业增加值同比降幅较 1-2 月大幅收敛 5.1 个百分点。投资方面，疫情高峰期背景下，一季度三大类投资均出现较大幅度负增，但 3 月以来房地产市场率先回暖，宏观政策逆周期调节发力，房地产和基建投资降幅明显收窄，而海外疫情升温及国内 PPI 负增继续对制造业投资形成制约。消费方面，疫情影响下居民消费活动受限，加之实际可支配收入下滑抑制居民扩大消费的能力，一季度社零增速同比大幅负增，尤其是汽车等可选消费品受到明显冲击；3 月国内防疫措施降级，居民消费活动逐步恢复，加之各地刺激消费政策频出，社零同比降幅有所收窄。

展望二季度，国内投资、消费有望延续 3 月以来的反弹势头，季度 GDP 同比将恢复正增长。考虑到二季度海外疫情仍会处于高发期，未来我国出口面临较大挑战，这意味着二季度经济恐难恢复至 6.0%左右的潜在经济增长水平，初步预计季度 GDP 同比增幅将在 3.0%左右。下半年若全球疫情开始消退，国内逆周期政策效果充分显现，消费、投资将大幅度反弹，宏观经济有望出现接近两位数的增长。

具体分析如下：

图 1 实际 GDP 增速



资料来源：WIND，东方金诚

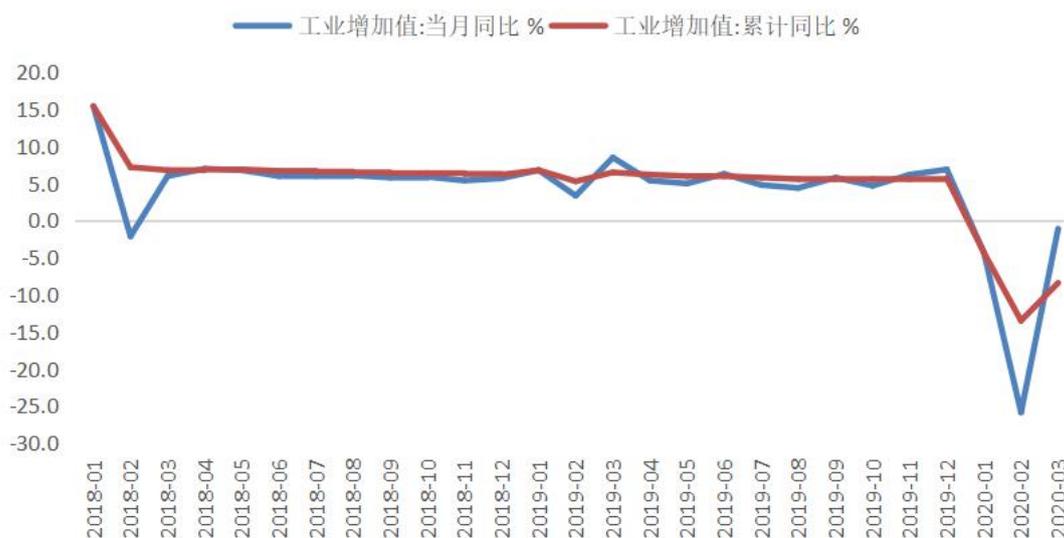
一季度 GDP 同比增速为-6.8%，疫情高峰期实施必要的封锁隔离、居家禁足等措施，对宏观供需两端形成严重冲击，工业生产、消费、投资及净出口均现同比大幅负增长。从产业比较来看，疫情对农业生产影响相对较小，第一产业同比下降 3.2%；疫情期间大量制造业企业被迫暂时停工，建筑施工被迫推迟，第二产业同比下降 9.6%；疫情对交通、旅游等服务业造成严重冲击，但线上购物、娱乐、办公等行业逆市大幅增长，一季度服务业同比 5.2%，好于宏观经济整体表现，显示服务业转型增强了经济的抗冲击韧性。值得一提的是，3 月国内疫情进入稳定控制阶段后，伴随货币及财政政策逆周期调节效果显现，各项经济指标均现较大幅度反弹。我们判断，二季度国内投资、消费有望延续 3 月以来的反弹势头，季度 GDP 同比将恢复正增长。考虑到二季度海外疫情仍会处于高发期，未来我国出口面临较大挑战，这意味着二季度经济恐难恢复至 6.0%左右的潜在经济增长水平。下半年若全球疫情开始消退，国内逆周期政策效果充分显现，宏观经济有望出现接近两位数的增长。

**一、工业生产：一季度工业增加值同比大幅负增，疫情导致的复工复产延迟和需求下滑对工业生产冲击明显；3 月国内疫情得到控制，复工复产加速，工业生产明显恢复，工业增加值同比降幅较 1-2 月大幅收敛。**

一季度工业增加值同比下降 8.4%，增速较上年全年下滑 14.1 个百分点，较上年同期下滑 14.9 个百分点。1 月下旬国内疫情升级，全国范围采取隔离防控措施，导致节后复产延

迟、用工困难、物流受阻，生产端景气度严重受挫。1-2月工业增加值同比下降13.5%，其中，2月同比降幅达到25.9%。3月以来，国内疫情得到有效控制，防疫措施开始有序撤回，各地加快推进复工复产，加之前期积压的需求有所回补，工业生产明显恢复。当月工业增加值同比下降1.1%，降幅较1-2月大幅收窄12.4个百分点。

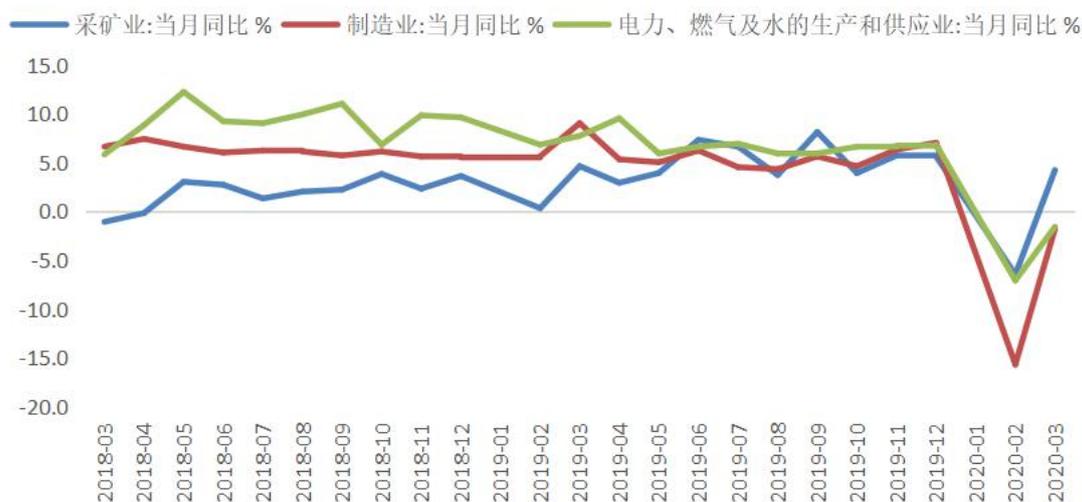
**图2 规模以上工业增加值增速 %**



资料来源：WIND，东方金诚

分大类看，3月采矿业增加值同比增长4.2%，增速较1-2月回升10.7个百分点；当月制造业、电力燃气及水的生产和供应业增加值同比下降1.8%和1.6%，降幅较1-2月分别收窄13.9和5.5个百分点。

**图2 三大门类增加值增速**



资料来源：WIND，东方金诚；注：2月数据为1-2月累计同比增速。

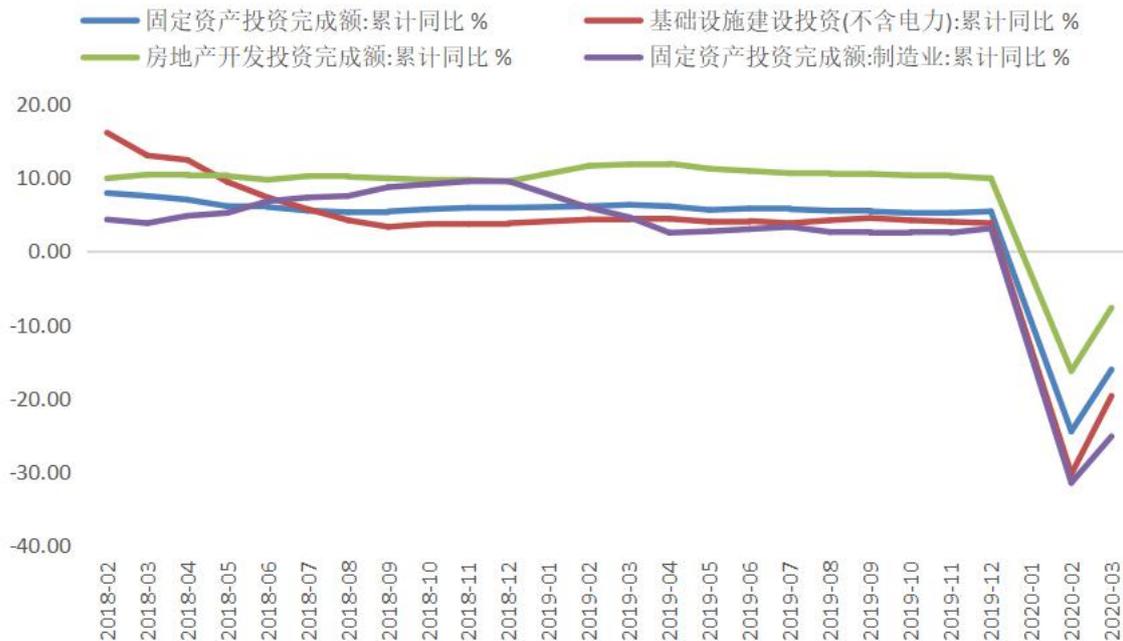
3月工业增加值数据在2月大幅萎缩基础上深蹲起跳,但1.1%的同比降幅显示工业生产景气度依然偏弱。究其原因,3月海外疫情迅速扩散、升级,这一来导致国内防疫措施无法完全撤回,对企业生产、人员流动和国内需求反弹仍有抑制,二来作为全球主要消费市场的美国和欧洲成为新的疫情中心,相关国家升级防疫措施,对外需造成明显冲击。从3月制造业PMI数据来看,供需两端均有恢复,但供给端的生产指数回升幅度较大,需求端的新订单和新出口订单指数回升幅度较小,且新出口订单指数仍处收缩区间,反映当前供需缺口正在扩大,这加剧了库存积压和PPI通缩的压力。

后续随着复工复产持续推进,国内供应链和物流进一步恢复,以及各类支持制造业企业的金融、财税政策效果显现,二季度工业生产增速将延续边际回升势头,总体有望出现3.0%左右的增长。我们判断,后续制约工业生产的因素将更多地从供给端转向需求端,尤其是外需下滑对出口导向型制造业的影响将在二季度加速显现。

**二、投资:3月复工进程加快,企业融资规模大幅上升,三大类投资降幅明显收窄。具体来看,当前房地产市场回暖势头明显,新开工面积保持正增,房地投资增速明显领先于固定资产投资整体水平;作为宏观政策逆周期调节的主要发力点,基建投资在3月回升幅度最大;3月以来海外疫情显著升温,制造业出口前景承压,当月制造业投资反弹势头较弱。**

1-3月固定资产投资同比下降16.1%,降幅较1-2月收窄8.4个百分点,但明显低于上年同期6.3%的正向增幅。据测算,当月固定资产投资增速同比为-10.9%,较前两个月累计同比-24.5%显著改善。主要原因在于,3月国内疫情进入稳定控制阶段后,复工进程明显加快,各类企业融资规模大幅上升——从社融数据来看,3月资金通过信贷和债市大规模流向企业,一季度企业仅通过这两个渠道获得的新增融资即比上年同期多增近1万亿元。3月三大类投资表现环比均有不同幅度改善,其中,1-3月基建、房地产和制造业投资降幅较前值分别收窄10.6、8.6和6.3个百分点。展望二季度,在逆周期调节政策效果进一步显现带动下,基建、制造业投资增速有望转正,房地产投资将出现一定幅度正增长,预计固定资产投资整体投资增速将达到4.0%左右。

**图3 固定资产投资及三类主要投资(累计同比:名义增速)**



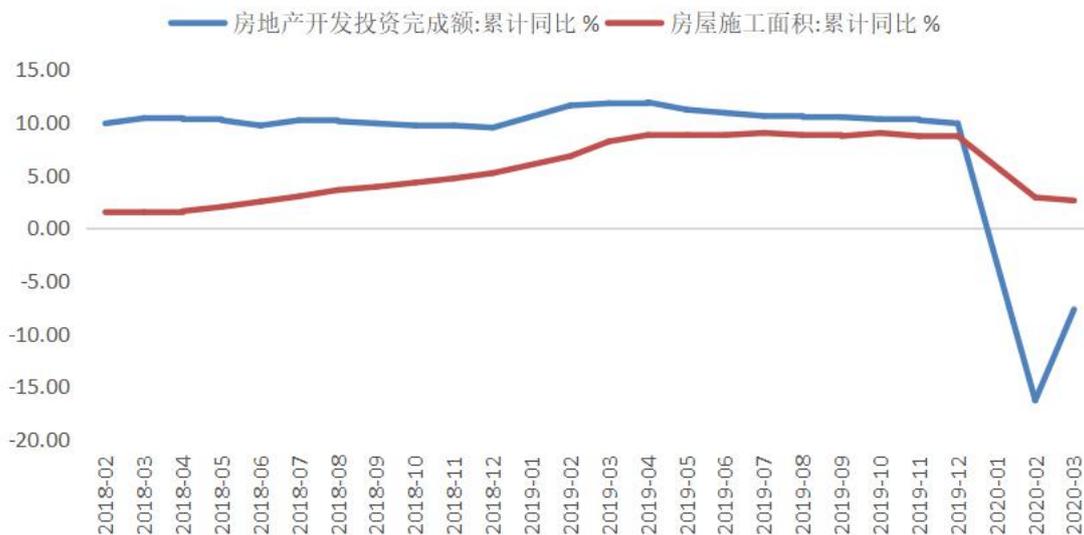
资料来源: WIND

**基建投资:** 1-3月基建投资(不含电力)同比-19.7%,大幅低于上年同期值4.4%,但显著高于今年1-2月的-30.3%,环比改善幅度达到10.6个百分点,明显领先固定资产投资增速整体8.4个百分点的反弹水平。我们分析,带动3月基建投资回暖的主要因素有两个:首先,面对疫情带来的强烈冲击,加大宏观政策逆周期调节力度的政策方向已经确立,而基建投资成为主要发力点。可以看到,今年一季度主要投向基建领域的地方政府专项债发行规模达到11,040亿元,较上年同期大幅增长66.7%。其次,3月疫情稳定下来后,各地基建工程复工进度明显加快。我们判断,后续国内疫情出现反复的可能性很小,加之逆周期政策对冲力度进一步加大,二季度基建投资有望实现一定幅度的同比正增长。

**房地产投资:** 1-3月房地产开发投资同比-7.7%,低于上年同期值11.8%,但明显高于今年1-2月的-16.3%,也明显好于整体投资水平。据测算,3月当月房地产投资同比增速已经率先转正,达到1.2%,疫情冲击下房地产投资韧性凸显。3月房地产投资回暖或主要有三个原因:首先面对当前商品房销售大幅下滑的局面,各地纷纷出台扶助房企措施,房企融资环境明显好转;其次,在货币政策逆周期调节力度加大的整体背景下,房贷利率也已开始下行,且未来一段时期内还会延续。这在很大程度上提振了房地产投资预期。最后,3月复工进程加快,房地产施工进度随之改善。后期伴随房地产销售端大幅回升,房企资金压力会进一步缓解。在房贷利率持续走低预期下,房地产投资增速将逐步向两位数回归,整体增长水平大

概率不会低于上年的 9.9%——历史数据显示，在 2008 以来的三个降息周期中，年度房地产投资增速从未出现过下滑。

图 4 房地产开发投资、房屋施工面积增速

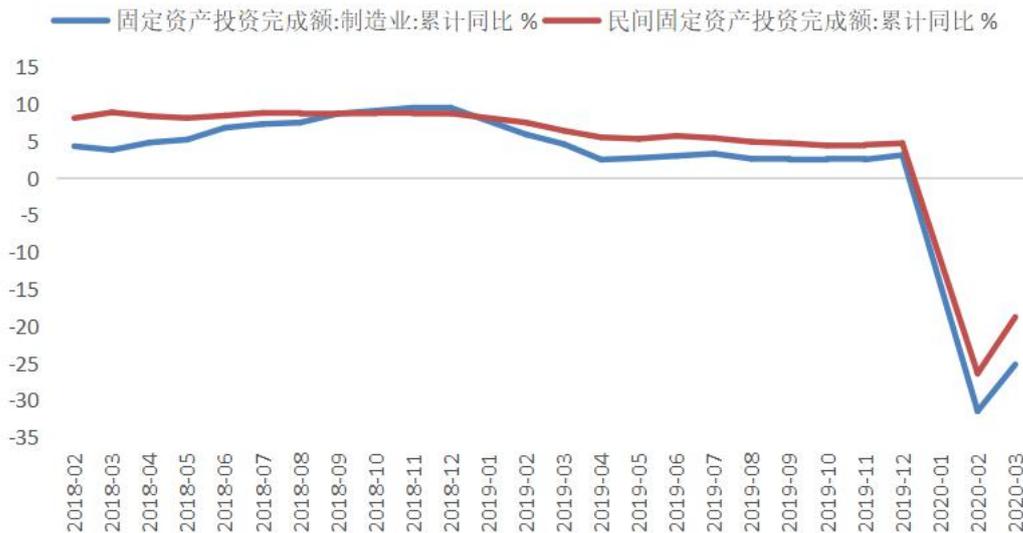


资料来源: WIND, 东方金诚

**制造业投资:** 1-3 月制造业投资同比-25.2%，显著低于上年同期的 4.6%，较今年 1-2 月回升了 6.3 个百分点。以上数据显示，制造业投资表现不仅远低于固定资产投资整体水平，且 3 月反弹也有所滞后。其背后的主要原因是，制造业以民营企业为主，出口导向比较明显。3 月以来宏观政策逆周期调节力度加大，以民企为主的中小微企业信贷融资大幅增长。但这些资金仍以流动性救急为主，在 PPI 负增长、海外疫情将对我国出口形成较为强烈冲击的前景下，民企投资信心仍处于较低水平。不过，一季度数据也显示，疫情并未打断我国制造业转型升级过程：1-3 月高技术制造业投资同比-13.5%，降幅远低于制造业投资整体下降水平，而高技术制造业中，计算机及办公设备制造业投资增长 3.2%。

展望未来，当前支持制造业中长期投资已在宏观政策议程中居于优先位置。3 月末，制造业中长期贷款余额 4.15 万亿元，同比增长 16.7%，增速是 2011 年 4 月以来新高，也远高于同期人民币贷款余额增速 12.7%；其中，高技术制造业中长期贷款余额 8402 亿元，同比增长 39.2%。考虑到未来一段时间海外疫情走向仍存在较大不确定性，制造业投资信心恢复还需要一段时间，二季度制造业投资出现较高同比正增长仍面临较大挑战。

图 5 制造业投资与民间投资增速



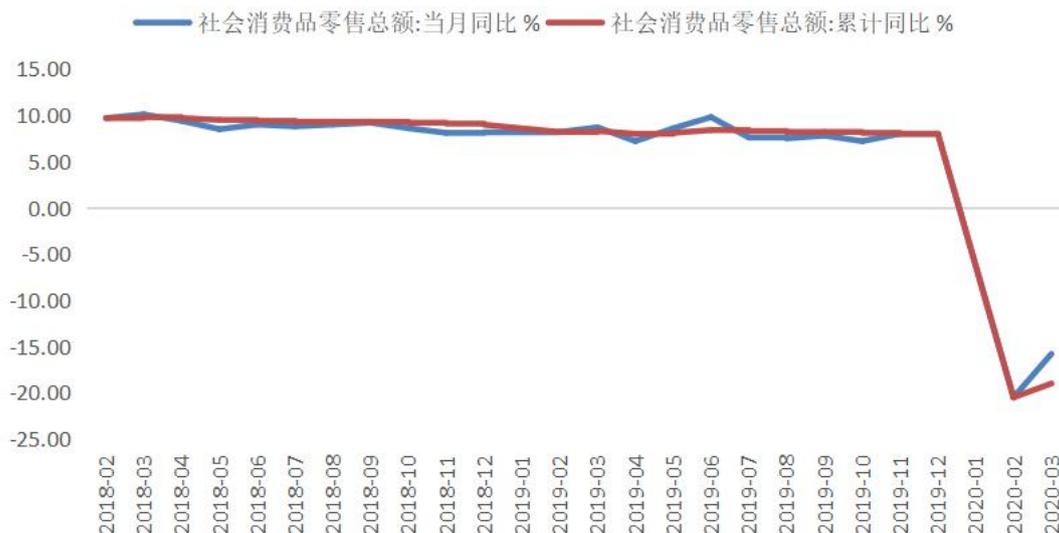
资料来源: WIND

三、消费:疫情影响下居民消费活动受限,加之实际可支配收入下滑抑制居民扩大消费的能力,一季度社零增速同比大幅负增,尤其是汽车等可选消费品受到明显冲击;3月国内防疫措施降级,居民消费活动逐步恢复,加之各地刺激消费政策频出,社零同比降幅有所收窄。

一季度社会消费品零售总额(以下简称“社零”)同比-19.0%,大幅低于上年同期值8.3%;扣除价格因素后,社零实际-22.0%,低于上年同期值6.9%。疫情影响下,消费场所延期开业、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,这一拖累因素在3月得到缓解,加之各地刺激消费政策频出,3月消费活动有所恢复。不过,由于防疫措施仍未完全撤回,且疫情影响下经济下行风险加大、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产生较大负面影响,3月社零同比降幅虽较1-2月有所收窄,但仍处深度下跌区间(-15.8%)。

值得一提的是,一季度网上商品和服务零售额同比下降0.8%,虽较上年全年值16.5%和上年同期值15.3%也有大幅下滑,但下滑幅度明显缓于社零总体。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

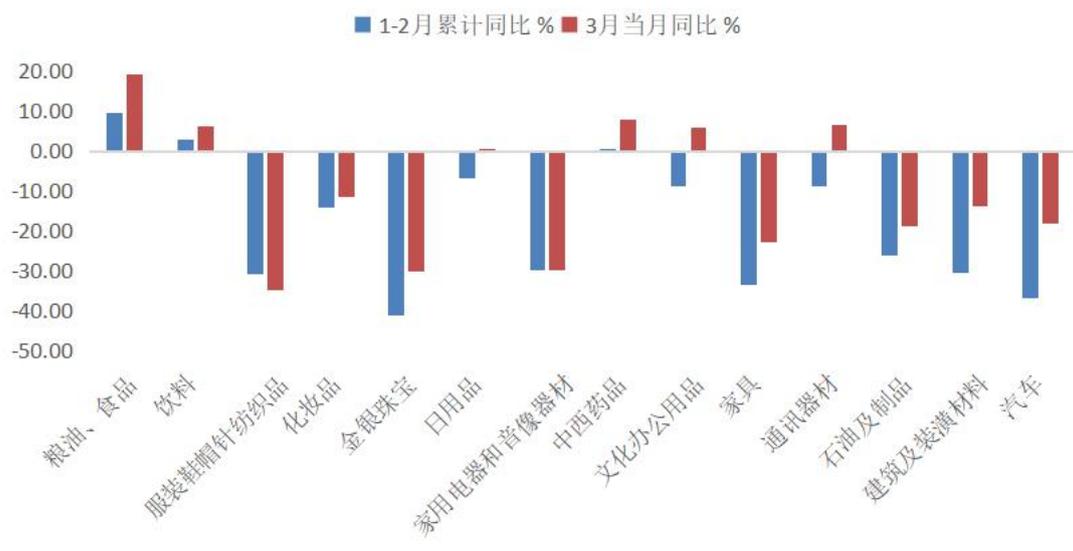


资料来源: WIND; 注: 2月当月同比为1-2月累计值。

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,一季度限额以上各类别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,可选消费品受到的冲击明显大于必需品,当季汽车、服装、家具、家电、金银珠宝、化妆品等可选消费品零售额同比增速与上年全年值相比下滑幅度均超过25个百分点。值得一提的是,一季度通讯器材类零售额同比下降3.6%,增速较上年全年下滑12.1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。

3月以来,国内防疫管控降级,部分消费需求回补,限额以上各类别商品零售额同比增速普遍回升。与1-2月相比,3月食品、饮料、中西药品零售额同比增速加快;日用品、文化办公用品、通讯器材类零售额同比增速转正;当月房地产交易有所回暖,带动家具、家电、建筑及装潢材料等相关商品零售额降幅收窄;汽车销售活动恢复,各地刺激措施频出,当月汽车零售额降幅较1-2月收窄18.9个百分点;此外,化妆品、金银珠宝、石油及制品等类别零售额降幅亦有不同程度收敛,仅服装零售额降幅进一步走阔。

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

展望二季度，国内后疫情阶段的补偿性消费以及各地促消费措施不断加码，将带动二季度社零增速进一步回升至正增长。但海外疫情仍处高发期以及居民收入增长下滑仍会在一定程度上制约居民消费活动。由此我们预计，二季度社零累计增速或将在 4.0% 左右。

#### 四、二季度 GDP 增速有望恢复正增长，海外疫情走向是最大不确定因素

展望二季度，国内投资、消费有望延续 3 月以来的反弹势头，季度 GDP 同比将恢复正增长。考虑到二季度海外疫情仍会处于高发期，未来我国出口面临较大挑战，这意味着二季度经济恐难恢复至 6.0% 左右的潜在经济增长水平，我们初步判断季度 GDP 同比增幅有望达到 3.0% 左右。下半年若全球疫情开始消退，国内逆周期政策效果充分显现，消费、投资会有超过近年平均水平的大幅反弹，宏观经济有望出现接近两位数的增长。反之，若下半年拉美、非洲和南亚等地区出现本次疫情的第三波高峰，则国内防疫措施仍难以全面撤回，其对宏观经济的压制作用也会延续。这样来看，未来海外疫情走向将成为宏观经济能否如期反弹的最大不确定因素。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非某种决策的结论、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。