

## 疫情冲击效应显著 一季度 GDP 同比负增

——2020 年一季度中国宏观经济回顾与展望

### 主要经济数据

同比增速	2020 年 一季度	2019 年 全年	2019 年 前三季度
GDP (亿元)	206,504	990,865	712,845
GDP (%)	-6.8	6.1	6.2
规模以上工业 增加值 (%)	-8.4	5.7	5.6
第三产业增加 值 (%)	-5.2	6.9	7.0
全社会累计用 电量 (%)	-6.5	5.6	4.7
固定资产投资 (%)	-16.1	5.4	5.4
社会消费品售 总额 (%)	-19.0	8.0	8.2
人民币计价进 出口总值 (%)	-6.4	3.5	3.0
项 目	3 月	2 月	1 月
社会融资规模 增量(万亿元)	5.1	0.9	5.1
M2 余额 (%)	10.1	8.8	8.4
CPI (%)	4.3	5.2	5.4
PPI (%)	-1.5	-0.4	0.1

资料来源：国家统计局，wind

### 分析师：

王青 冯琳 邹李永昊

时间：2020 年 4 月 24 日

邮箱：[dfjc@coamc.com.cn](mailto:dfjc@coamc.com.cn)

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

### 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。
- 疫情导致的复工复产延迟和需求下滑对工业生产冲击明显，工业增加值同比大幅负增。
- 季末企业融资规模大幅上升，三大类投资降幅明显收窄。
- 居民消费活动受限，一季度社零增速同比大幅负增。
- 新冠肺炎疫情的爆发对制造业供需两端均造成明显冲击，拖累进出口增速大幅下滑。
- CPI 高位回落，核心 CPI 继续处于较低水平。
- 国际油价暴跌，国内生产端恢复速度快于需求端，国内工业品价格继续承压，一季度 PPI 环比、同比跌幅明显加深。
- 随着国内疫情基本控制，政策宽松效应显现，新增社融规模创历史新高。
- 一季度经济运行受到严重冲击后，财政收入随之大幅下滑。地方政府财政压力上升，且因疫情对项目开工影响犹存，仍在一定程度上限制支出落地。

### 展望：

伴随国内疫情控制进一步巩固，复工复产进程持续加速，投资、消费和工业生产将持续改善，二季度 GDP 增速有望恢复正增长。二季度海外疫情走向是最大不确定因素，我国出口降幅有可能扩大。接下来国内有望出台一揽子宏观政策应对计划，其中财政政策将起到担纲作用，货币政策会继续降息降准，发挥配合保障作用。由此后续市场流动性将继续处于相对宽松状态，信贷、社融和 M2 同比增速有望保持改善趋势，这将为实现“六保”目标，提振下半年经济增速奠定基础。

## 一、宏观经济总体运行情况

### 1. 国内生产总值

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

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。

图 1 国内生产总值同比实际增速（当季同比，%）



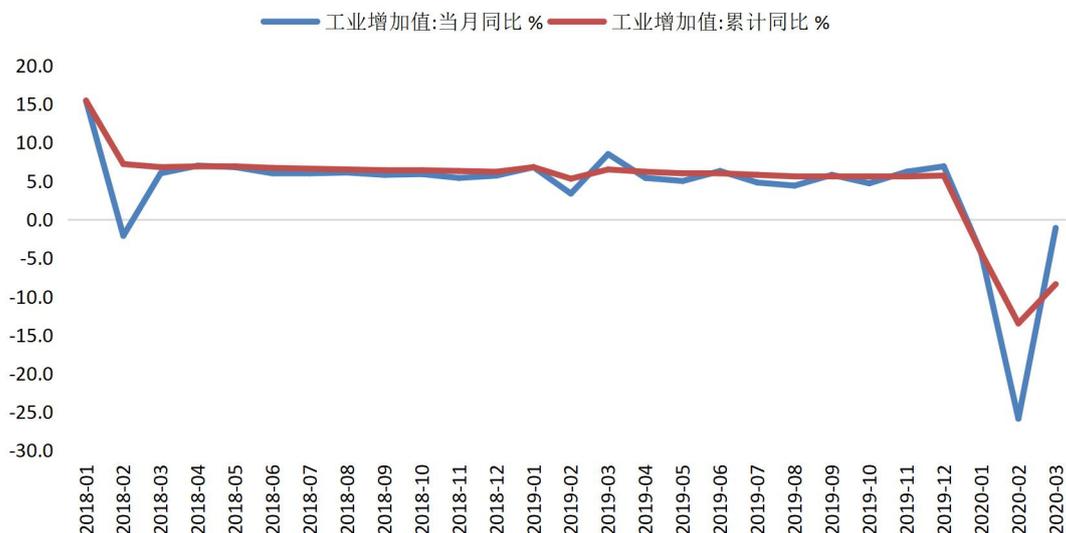
资料来源：WIND

## 2. 三次产业及行业运行状况

**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。

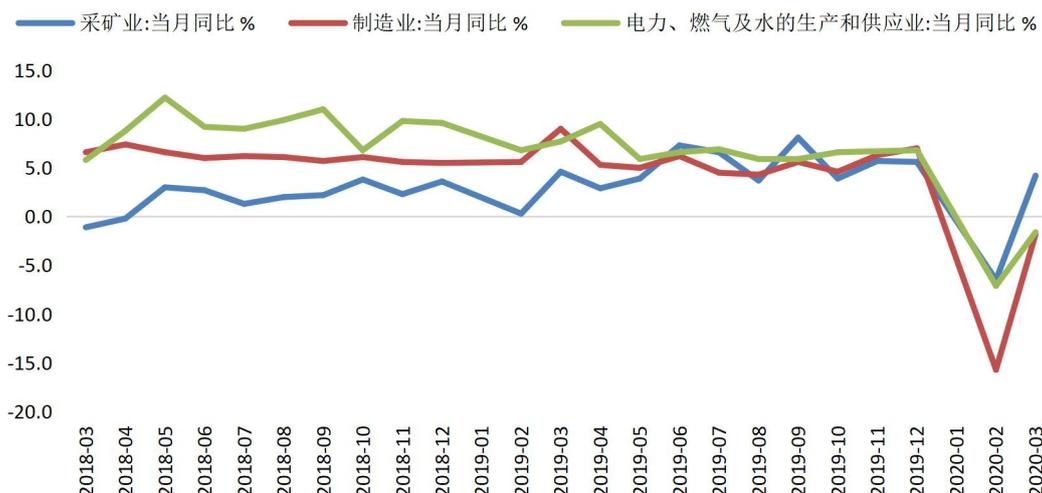
图2 规模以上工业增加值增速



资料来源：WIND

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3 三大门类增加值增速



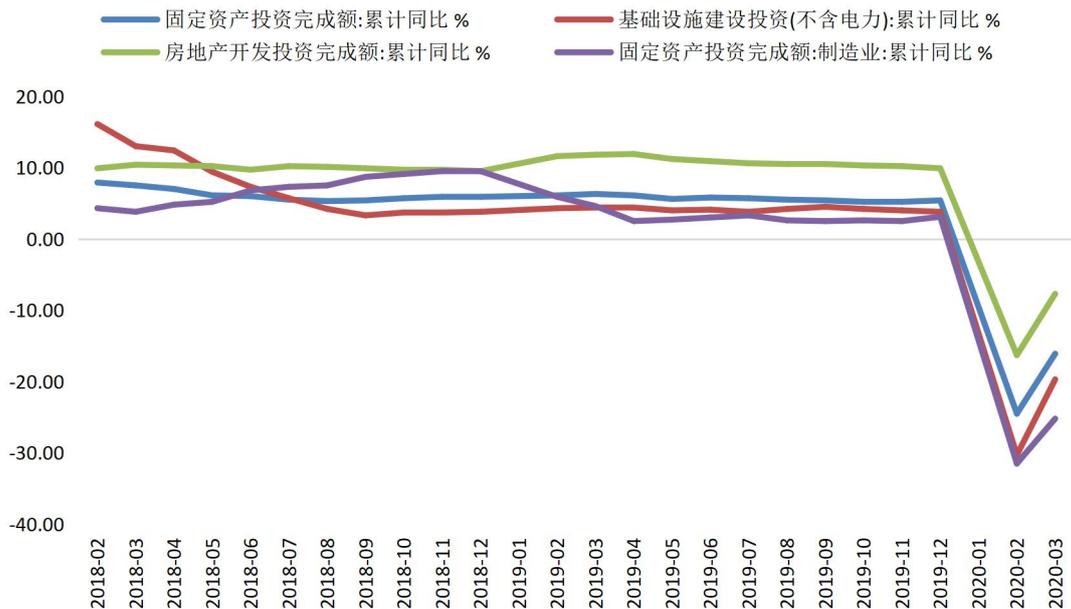
资料来源：WIND

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。

**投资：**季末复工进程加快，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，房地产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，基建投资与季末出现较大幅度回升；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

一季度固定资产投资同比下降16.1%，明显低于上年同期6.3%的正向增幅。据测算，3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。

图4 固定资产投资及各主要投资（累计同比名义增速，%）

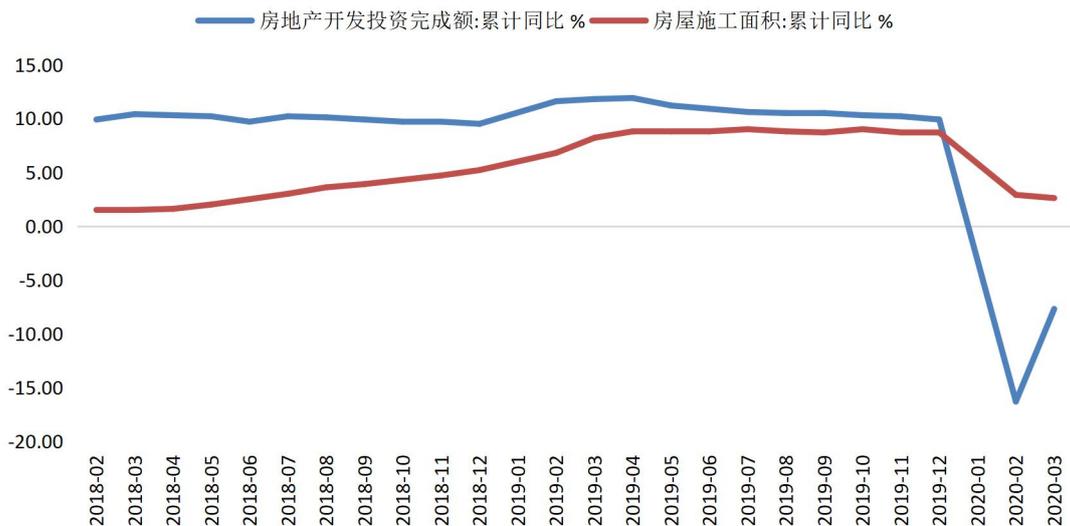


资料来源: WIND, 东方金诚整理

**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。

**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。

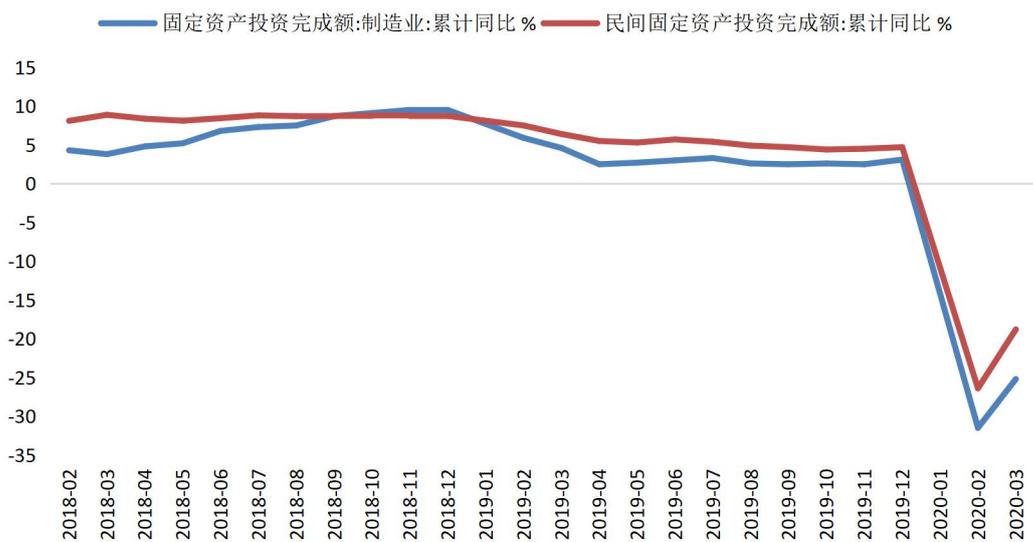
图5 房地产开发投资、房屋施工面积增速



资料来源：国家统计局网站，东方金诚整理

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%。

图6 制造业投资与民间投资增速



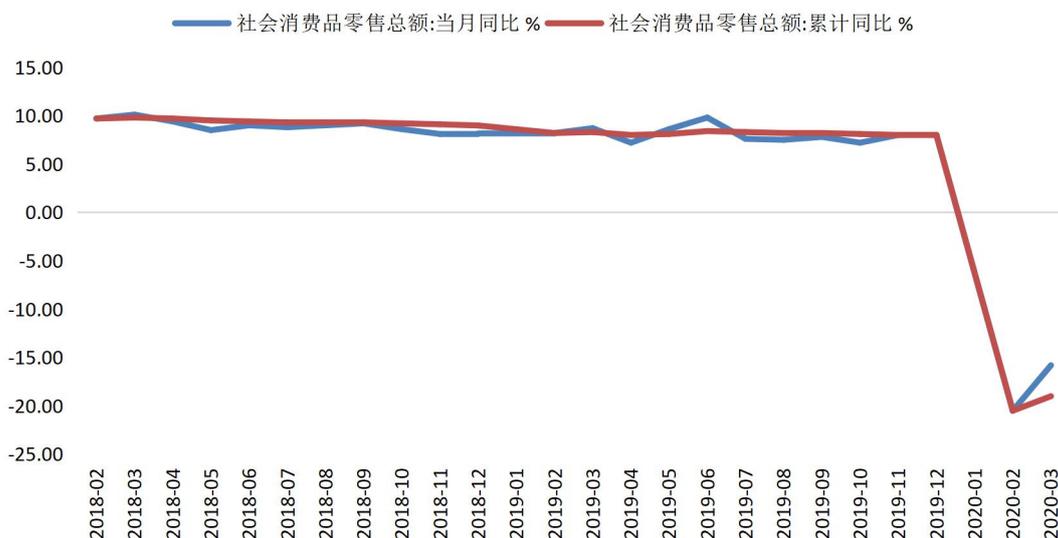
资料来源：WIND，东方金诚

**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”）同比为-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阶跃式发展，而且这一势头不会在疫情消退后出现明显回潮。

图7 社会消费品零售总额同比增速 %



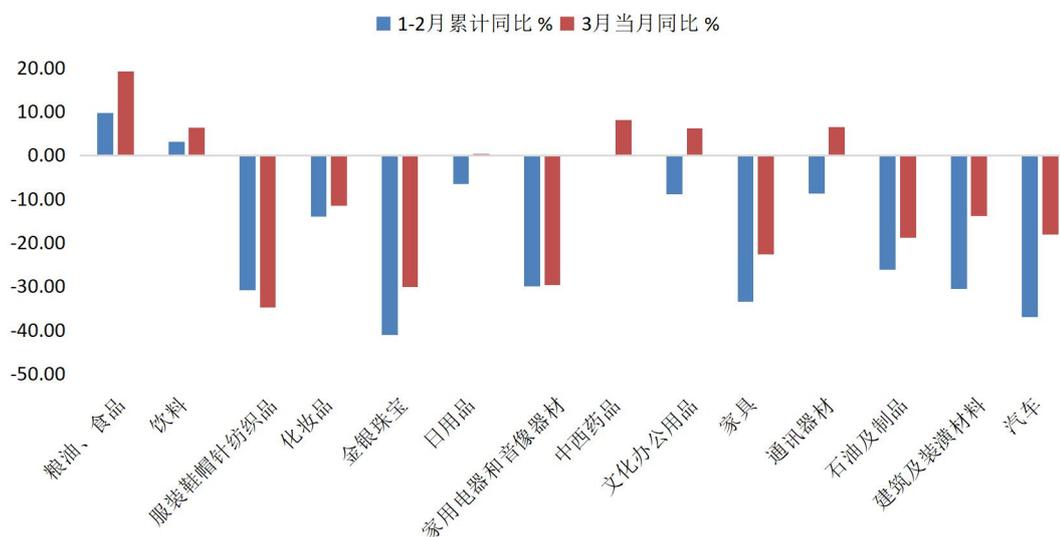
资料来源：WIND

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 8 限额以上批发零售业零售额累计同比增速 %



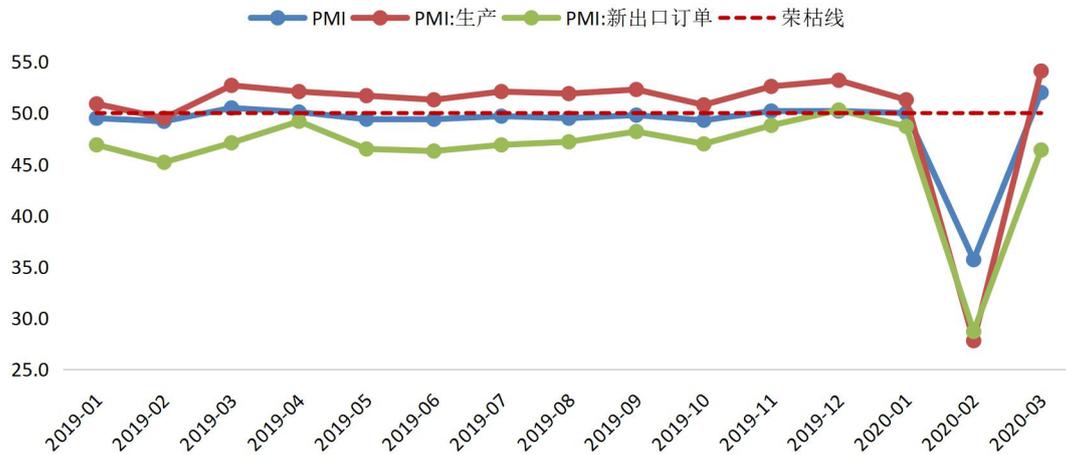
资料来源：WIND

### 进出口：受疫情影响，一季度进、出口均明显下滑

新冠肺炎疫情的爆发对国内制造业供需两端均造成明显冲击，拖累出口增速大幅下滑。1-2 月我国出口贸易额同比下降 17.2%，大幅低于前值 7.9%和上年同期值-4.5%。3 月出口降幅明显收窄，主因国内复工复产加速，供应链逐步恢复，前期积压的出口订单得以集中出货。3 月我国出口贸易韧性较强，主要归因于供给端的改善，带动前期积压订单集中出运。当月国内疫情得到控制，复工复产加速，供应链逐步恢复，前期积压的出口订单得以集中出货。这在一定程度上抵消了 3 月欧美疫情升级对我国出口的负面影响。而从需求端来看，3 月新冠疫情在境外加速扩散，作为我国主要出口市场的欧盟和美国成为新的疫情中心，对外需产

生明显冲击。我们看到，在2月大幅下滑至28.7%的情况下，3月制造业PMI新出口订单指数录得46.4%，继续处于收缩区间，即表明当月外需进一步萎缩。这也意味着，供给恢复和前期需求回补带来的出口数据改善恐难以持续。

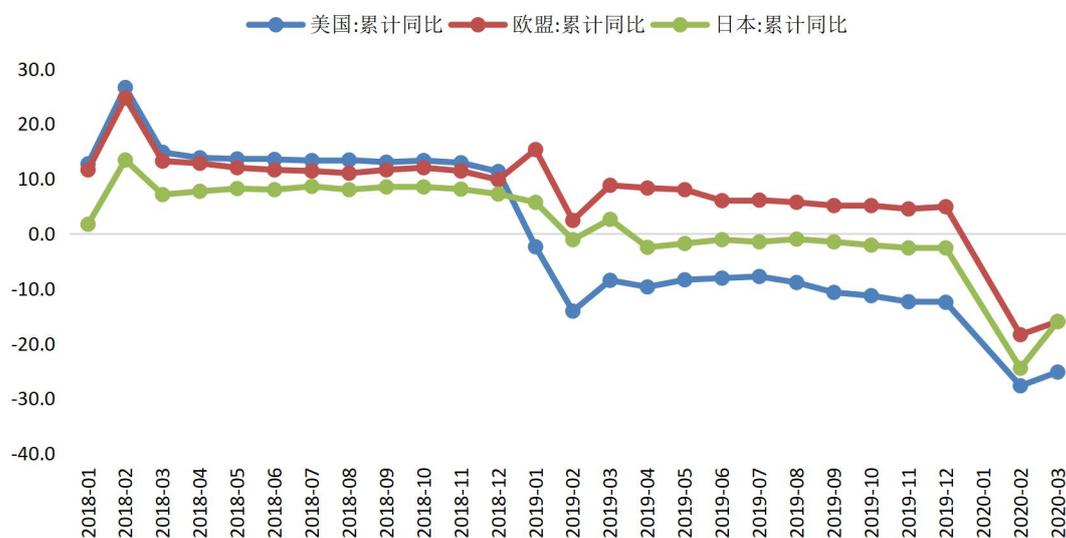
图9 制造业PMI新出口订单指数仍处收缩区间



资料来源：WIND

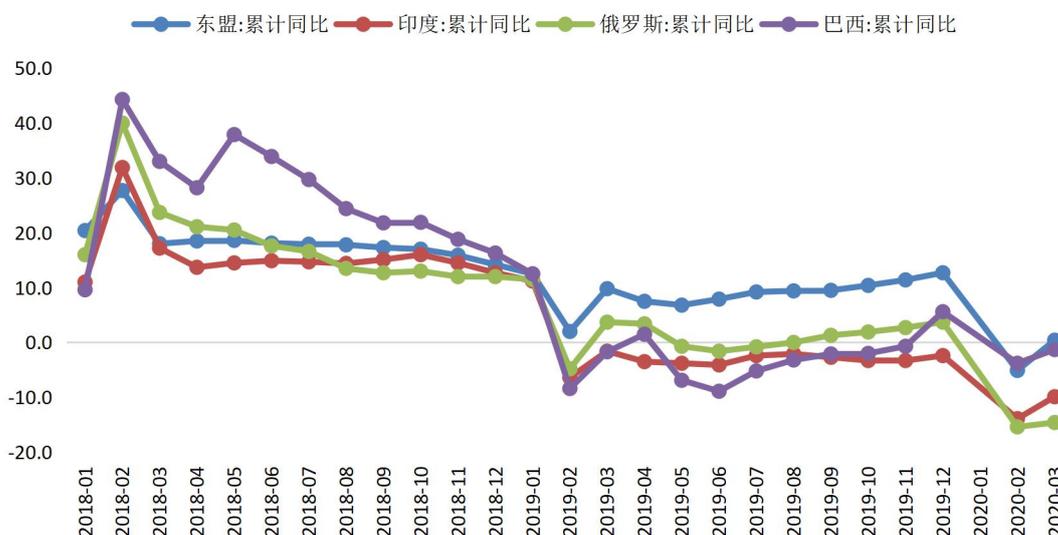
具体来看，2020年一季度我国对美国、欧盟和日本出口额累计同比下降25.2%、16.0%和16.0%，降幅较1-2月分别收窄2.5、2.4和8.5个百分点；对印度、俄罗斯、巴西出口额累计同比下降9.9%、14.6%、1.3%，降幅较1-2月分别收窄4.0、0.8和2.5个百分点。值得一提的是，3月我国对东盟出口增速转负为正，1-3月累计同比增长0.4%，较前值提高5.5个百分点；当月东盟继续为我国第一大出口市场，对东盟出口额占我国出口贸易总额的16.2%，高于欧盟的13.0%和美国的10.0%。

图10 我国对发达经济体出口金额（美元）增速：同比 %



资料来源：WIND

图 11 我国对主要新兴经济体出口额（美元）增速 %



资料来源：WIND

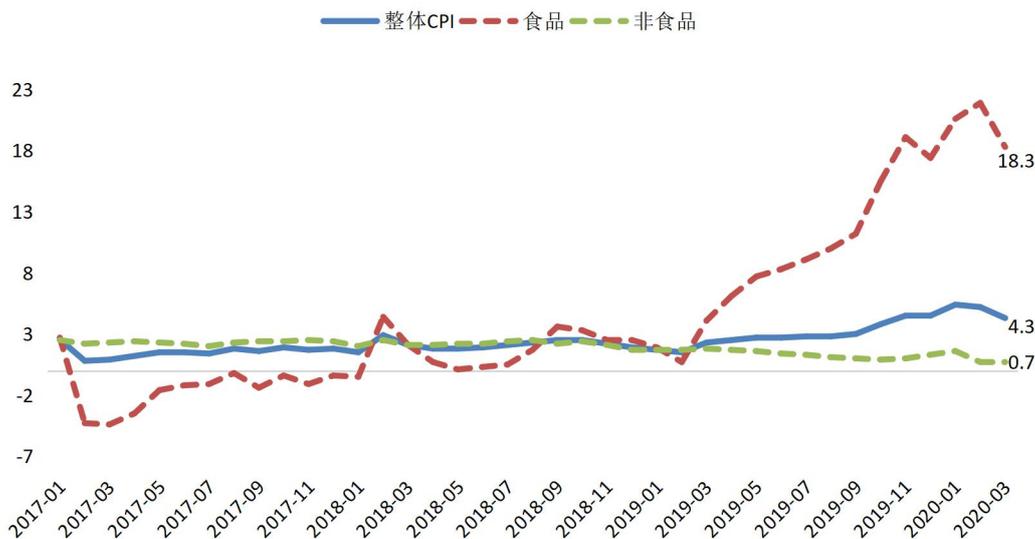
受疫情影响，1-2月进口额同比增速为-4.0%，低于前值16.5%，亦不及上年同期值-2.4%，与2月制造业PMI进口指数环比下降17.1个百分点至31.9相印证。不过，与出口相比，进口受疫情冲击相对较小，1-2月主要大宗商品进口量多数保持正增长，而部分生产环节所需的机械设备、零配件等进口量呈现负增，显示疫情对进口的冲击更多地还是受国内生产暂缓影响。由此，1-2月我国进出口贸易转为逆差，逆差额70.9亿美元，上年同期则为顺差414.5亿美元。3月国内各项生产、消费活动逐步恢复，前期积压的需求开始释放，带动进口增速回升。当月进口额同比下降0.9%，降幅较1-2月收窄3.1个百分点。而因前期国内疫情防控措施对出口的影响更为明显，3月出口增速回升幅度更大，影响当月贸易平衡重回顺差，顺差额199.0亿美元，仍大幅低于去年同期值314.6亿美元。主要大宗商品进口增速普遍回落，表明实际内需情况并不乐观。

### 3. 消费及生产价格

#### 一季度CPI高位回落，核心CPI继续处于较低水平

一季末CPI同比上涨4.3%，涨幅较上月大幅回落0.9个百分点，为连续两个月下行，但仍明显高于3.0%的控制目标水平。从结构上来看，截至3月食品价格同比上涨18.3%，涨幅较上月下行3.6个百分点，非食品价格仅上涨0.7%，涨幅较上月回落0.2个百分点。这意味着此前广受关注的食品和非食品价格涨幅之间的“剪刀差”收窄，拉动本轮物价上涨的核心动力在削弱。

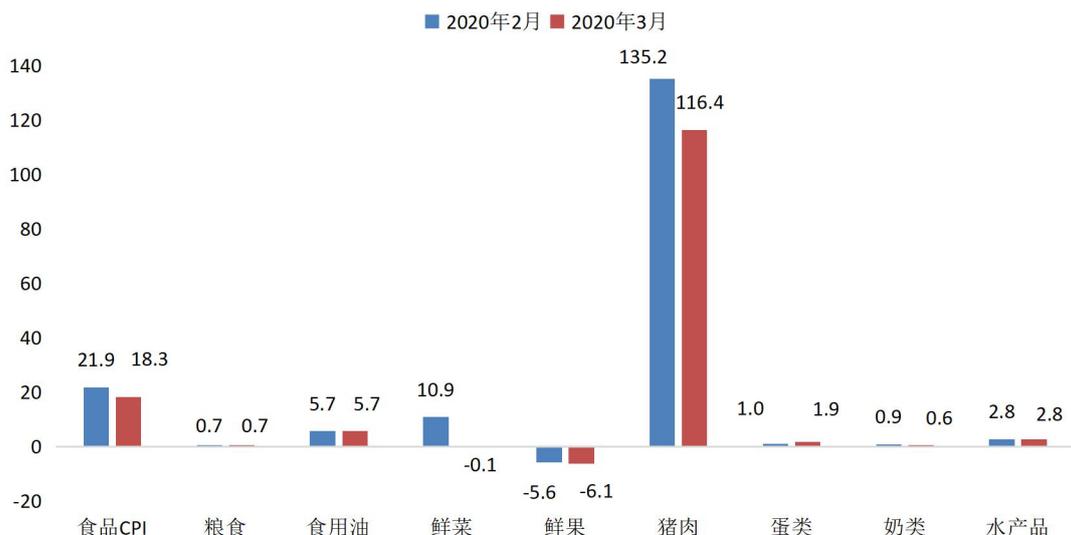
图 12 CPI：当月同比 %



资料来源:WIND

食品价格方面，一季度猪肉、蔬菜价格有所走低，是带动 CPI 涨幅回落的主要原因，粮价继续保持稳定。猪肉和蔬菜价格是当前食品 CPI 中权重最高、波动最大的两个品种。数据显示，伴随 3 月疫情进入稳定控制阶段，生猪调运逐步畅通、屠宰企业复工复产、各地陆续加大储备肉投放力度，3 月猪肉价格比上月下降 6.9%，而上年同期价格基数上升，进一步带动猪肉价格同比涨幅大幅回落 18.8 个百分点；3 月蔬菜价格下降 12.2%，主要原因是春季到来上市量增加，这也带动菜价同比由升转降，涨幅较上月大幅回落 11 个百分点。3 月鸡蛋价格同比走高，主要原因是上年同期价格基数偏低，本月蛋价实际上比 2 月也有所回落。其他食品价格变化不大。值得一提的是，本月粮食价格与上月持平，同比涨幅继续维持在 0.7% 的低位，这表明疫情并未对国内粮食供需及粮价形成冲击。

图 13 食品 CPI 整体及主要类别价格涨幅变动：累计同比 %

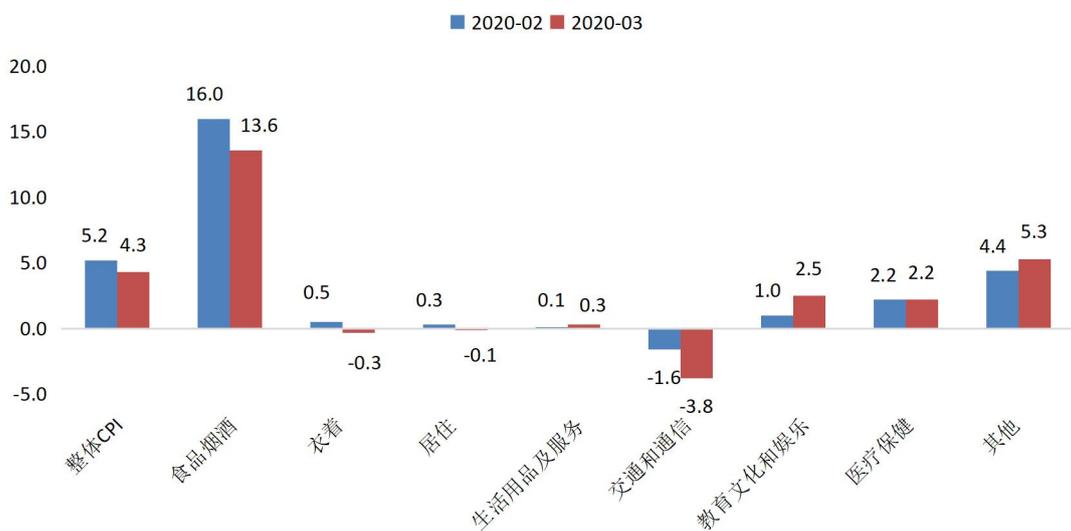


资料来源:WIND

非食品价格方面,近期国际油价暴跌,交通通信价格同比降幅加深,带动非食品价格涨幅回落0.2个百分点。受需求萎缩、沙特和俄罗斯展开原油价格战影响,3月国际油价出现近50%的大幅下跌,国内成品油价格随之大幅调低;另外,疫情期间出行大幅减少,飞机票价格下降近三成。以上两项直接带动3月交通通信价格比上月下降了2.5%,同比降幅也明显扩大。其他商品和服务价格方面,疫情背景下需求总体受到一定抑制,价格环比多呈小幅走低态势,同比涨幅则普遍变化不大。

一季末,扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1.2%,涨幅较上月扩大0.2个百分点,继续处于偏低水平。这意味着当前“猪通胀”并未扩散至食品之外,整体物价水平偏低,对货币政策的掣肘作用有限。

图14 非食品CPI整体及主要类别价格涨幅变动:累计同比 %



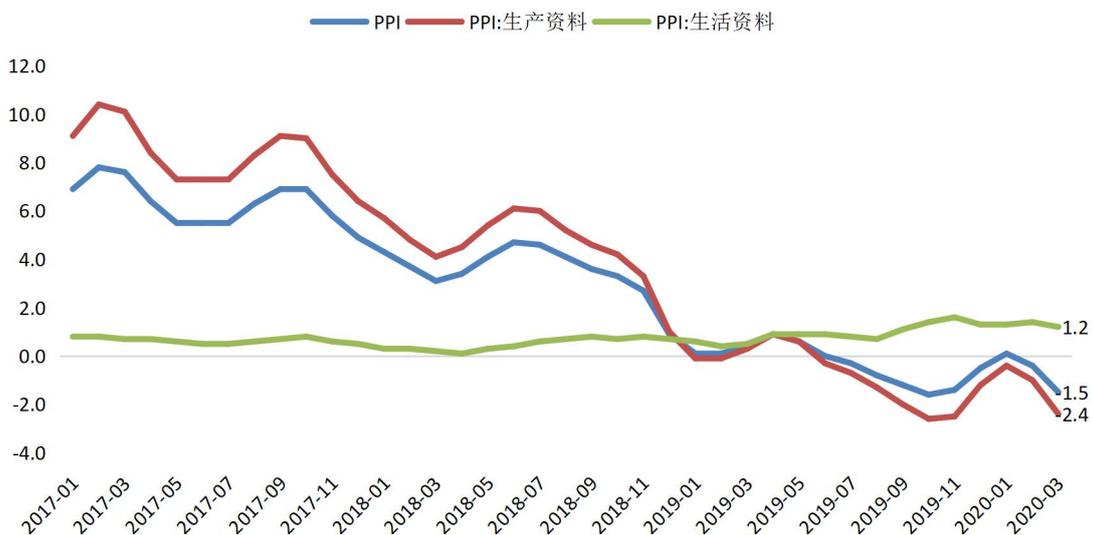
资料来源:WIND

国际油价暴跌,加之国内生产端恢复速度快于需求端,产出缺口有所扩大,造成库存积压,国内工业品价格继续承压,一季度PPI环比、同比跌幅明显加深。

3月国际油价大跌,国内工业品价格亦有所走低,PPI环比、同比跌幅明显加深。当月PPI环比下跌1.0%,同比下跌1.5%,跌幅较上月分别扩大0.5和1.1个百分点。

分大类看,3月生产资料PPI环比下跌1.2%,跌幅较上月扩大0.5个百分点,同比跌幅则较上月扩大1.4个百分点至-2.4%,反映了新涨价动能减弱和基数走高的共同影响;当月生活资料PPI涨幅相对稳定,环比下跌0.2%,不及前值0.0%,同比上涨1.2%,亦小幅低于前值1.4%——在供给逐步恢复以及上游价格下跌向下游传导影响下,当月生活资料各分项价格环比均为负增,且除耐用消费品价格环比跌幅略有收敛外,其他分项价格环比跌幅均有所扩大;同比涨幅回落则主要受食品类价格涨幅大幅下滑以及衣着类价格跌幅加深拖累。

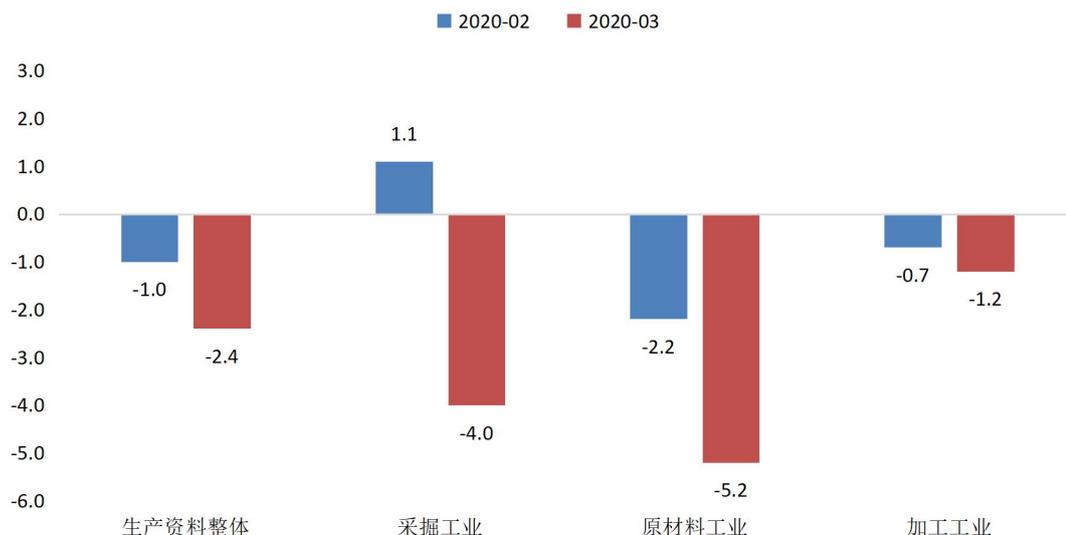
图 15 PPI 当月同比 %



资料来源:WIND

生产资料各分项中,一季末采掘工业、原材料工业和加工工业PPI环比分别下跌3.5%、2.7%和0.5%,跌幅较上月均有不同程度扩大。同比来看,3月采掘工业PPI下跌4.0%,前值为上涨1.1%,下滑5.1个百分点;原材料工业和加工工业PPI同比跌幅则分别较上月加深3.0和0.5个百分点至-5.2%和-1.2%。

图 16 生产资料各项 PPI 同比增速 %



资料来源:WIND

从细分行业来看，因疫情冲击全球原油需求，以及 OPEC 与俄罗斯减产谈判破裂、沙特和俄罗斯发起原油价格战，3 月国际油价暴跌——当月布伦特原油期货价月均值从上月的 55.5 美元/桶降至 33.7 美元/桶，同比降幅达 49.7%（前值为-13.9%）。受此影响，3 月石油和天然气开采业 PPI 环比下跌 17.0%，同比下跌 21.7%（前值为-0.4%），石油、煤炭和其他燃料加工业 PPI 环比下跌 7.8%，同比下跌 10.6%（前值为-0.8%）。同时，3 月国内疫情得到控制，复工复产加速，但从 PMI 分项指标来看，生产端恢复速度快于需求端，产出缺口反而有所扩大，造成库存积压，加之国际大宗商品价格下跌的传导作用，当月国内工业品价格继续承压。

总体看一季度 PPI 累计同比下跌 0.6%，较上年同期值下滑 0.9 个百分点，且跌幅逐月扩大，明显弱于去年年底市场的普遍预期。主要原因就是疫情全球化扩散背景下，各国防控措施不断升级，对需求产生严重冲击，同时，主要产油国之间的价格战又从供给端加剧油价下行压力，从而打断了去年四季度以来 PPI 的企稳回升态势。

## 二、宏观经济政策环境

### 1. 信贷与货币政策

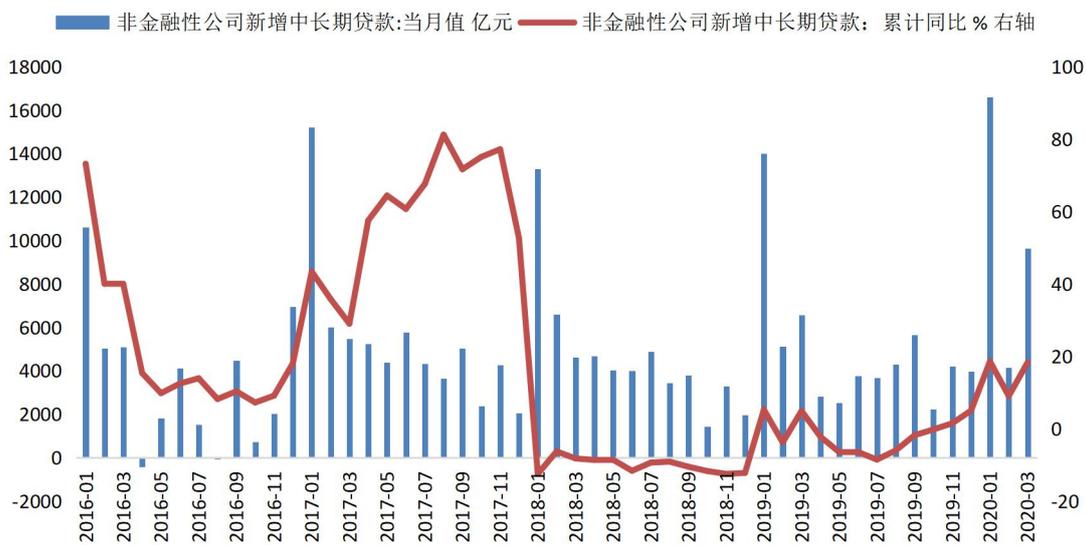
随着国内疫情基本控制，生产、生活逐步回归常态，融资活动相应回升；疫情发生以来，各类定向支持政策持续发力，银行信贷额度充足，伴随疫情影响减退，银行信贷投放节奏明显加快

一季度新增人民币贷款 7.3 万亿元，同比多增 0.9 万亿。其中，2 月新增人民币贷款环比季节性少增，同比小幅多增则与低基数、宽信用政策加码以及监管容许受疫情影响较大的

中小微企业贷款展期等因素有关。从结构来看，居民购房和消费活动暂缓，2月居民贷款大幅缩量，企业贷款占比相应上升，但在银行短贷冲量和企业通过短贷补充短期流动性的影响下，当月企业贷款短期化特征明显。而3月新增人民币贷款环比、同比大幅多增，表明随着国内疫情基本控制，生产、生活逐步回归常态，融资活动相应回升；更为重要的是，疫情发生以来，各类定向支持政策持续发力，银行信贷额度充足，伴随疫情影响减退，银行信贷投放节奏明显加快。

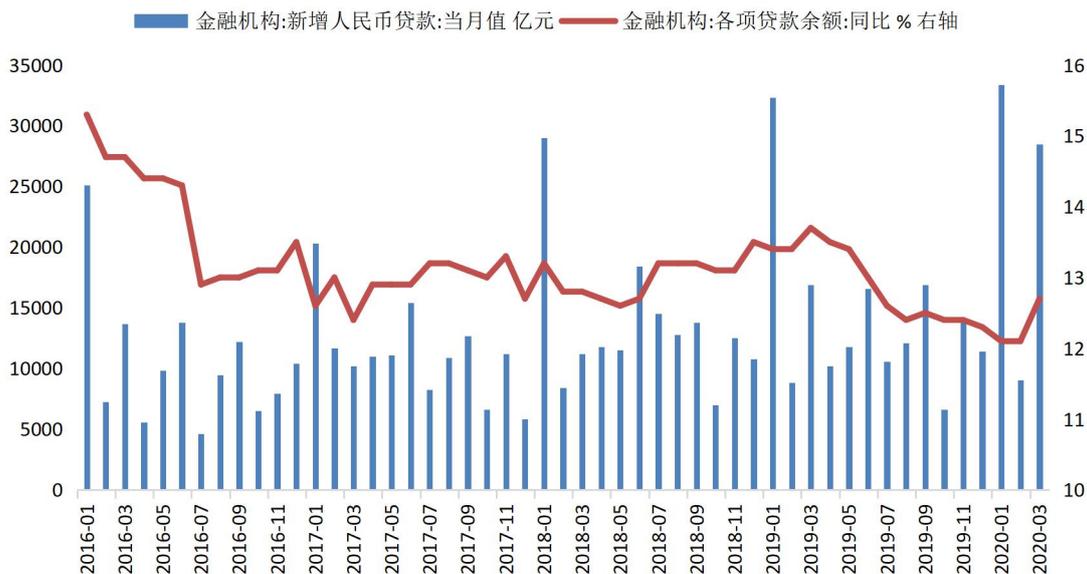
具体来看，一季度非金融企业贷款增长明显。由于政策引导银行加大对企业，尤其是中小微企业的信贷支持力度，但银行风险偏好较低，存在短贷冲量现象。另外，从资金需求端来看，疫情影响下，企业投资活动受到抑制、项目工地开工延迟，配套中长期融资需求下降，同时企业通过短贷来补充短期流动性的需求上升。季末企业复工复产加速，融资需求明显恢复。政策着力提升银行对实体经济信贷投放能力，鼓励加大对企业，尤其是中小微企业的信贷支持力度。从期限结构来看，疫情影响下，企业补充短期流动性的需求上升，同时政策也支持银行对企业的短期信贷支持，3月企业短贷环比多增2203亿，同比多增5651亿，票据融资环比多增1441亿，同比多增1097亿。中长期贷款方面，尽管企业增加资本支出、借入中长期资金的意愿不足，但3月以来政策重心向稳增长倾斜，积极引导金融机构加大对企业复工复产支持力度，加之基建发力提振中长期配套资金需求，3月企业中长期贷款表现并不弱，环比多增5486亿，同比多增3070亿。

图 17 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND

图 18 新增人民币贷款规模及增速

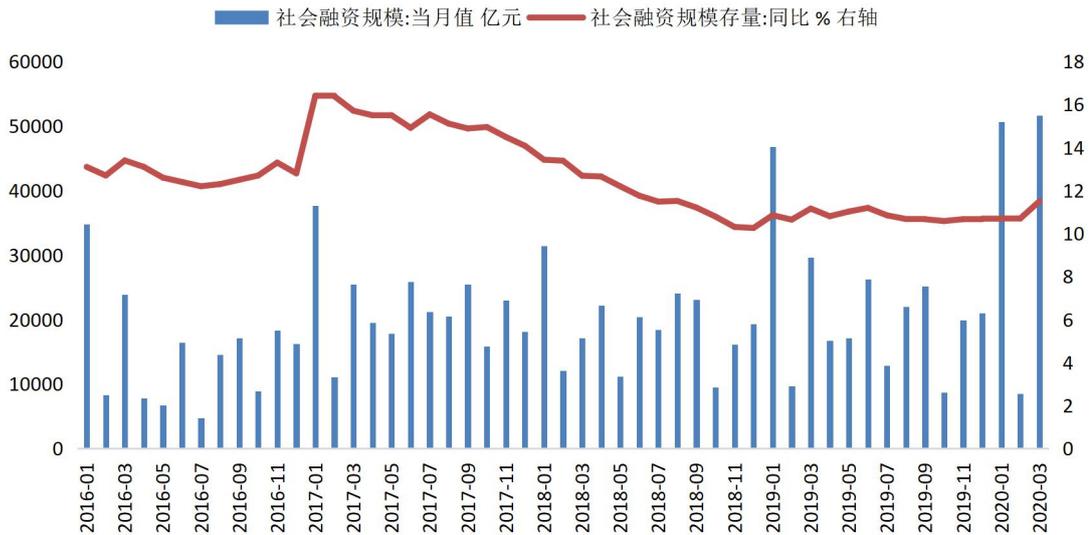


数据来源: WIND

### 一季度新增社融规模创历史新高，除人民币贷款外，新增企业债券融资、政府债券融资和表外票据融资同比明显增长

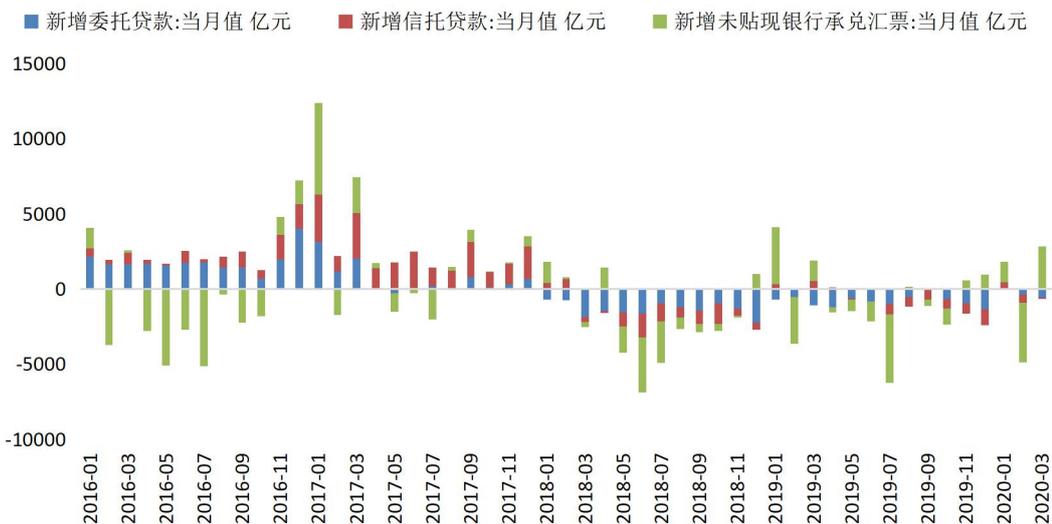
2020年一季度新增社会融资规模达11.1万亿，同比多增2.6万亿。在3月同比大幅多增拉动下，月末社融存量同比增速较上月末加快0.8个百分点至11.5%，为近一年半以来最高。具体来看，由于流动性充裕带动债券发行利率走低，加之疫情背景下政策支持企业通过发债来缓解流动性压力，一季度信用债发行量和净融资额均创历史新高，尤其是3月企业债券融资环比多增6093亿，同比多增6407亿。政府债券方面，一季度地方债发行继续缩量，但国债净融资规模上升，加之2月发行的部分专项债未纳入社融，而是体现在3月数据当中，因此，3月政府债券环比多增4539亿，同比多增2951亿。此外，3月票据承兑活跃，在当月信贷高增的情况下，表外票据融资环比多增6779亿，同比多增1453亿。这一方面反映了企业融资需求的恢复，另一方面也表明银行信贷额度充足，有意扩大信贷投放。但3月委托贷款和信托贷款两项仍然延续压降，除反映监管方向不变外，也在一定程度上反映了信贷和债券等标准化债务融资对非标的挤出作用。

图 19 社会融资规模增长状况



数据来源：WIND

图 20 表外融资增量变化



数据来源：WIND

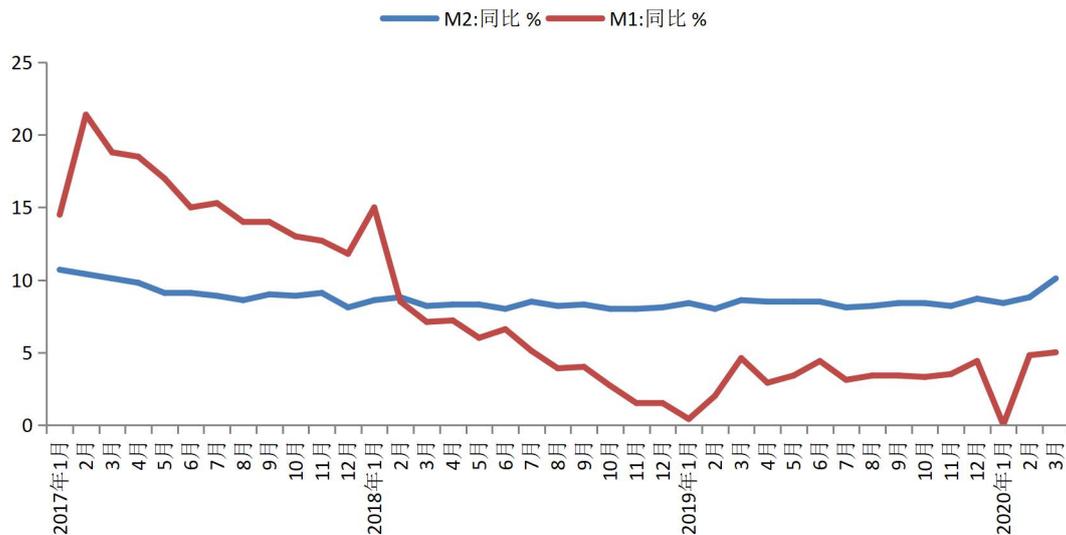
主要受企业融资大幅改善、新增存款显著多增影响，一季末 M2 增速创近三年以来新高；M1 增速保持上行，显示疫情进入稳定控制阶段后，国内企业等微观主体活力恢复，房地产市场回暖

一季末 M2 同比增长 10.1%，增速比上期同期加快 1.5 个百分点，为 2017 年 3 月以来最高增长水平。伴随疫情对居民储蓄的影响消退，3 月居民存款新增近 2.4 万亿，不仅扭转了 2 月小幅负增局面，也比上年同期多增了近 1.3 万亿，也对当月 M2 增速上行起到了重要推动作用。不过，综合 2 至 3 月累计居民存款增量来看，基本与上年同期持平——作为对比，2 至 3 月企业存款同比多增约 2.8 万亿，加之本月财政存款降幅与上年相当，这意味着 3 月

M2 增速跳升，主要源于企业融资大幅增长带来的存款多增，也显示货币政策在量、价两个维度发力后带来的直接影响。

季末 M1 同比增速较上月末回升 0.2 个百分点，达到 5.0%，与上年同期相比加快 0.4 个百分点，为近 20 个月以来的最高增速。我们认为，3 月 M1 增速上行，一个重要原因是伴随当月复工复产进度加快，企业等微观主体活动增强，活期存款多增。此外，当月房地产销售活动也在明显回暖，这不仅体现在居民房贷增量回到上年同期水平，也带动房企等相关企业活期存款保持较高增速。

图 21 M2 与 M1 增速



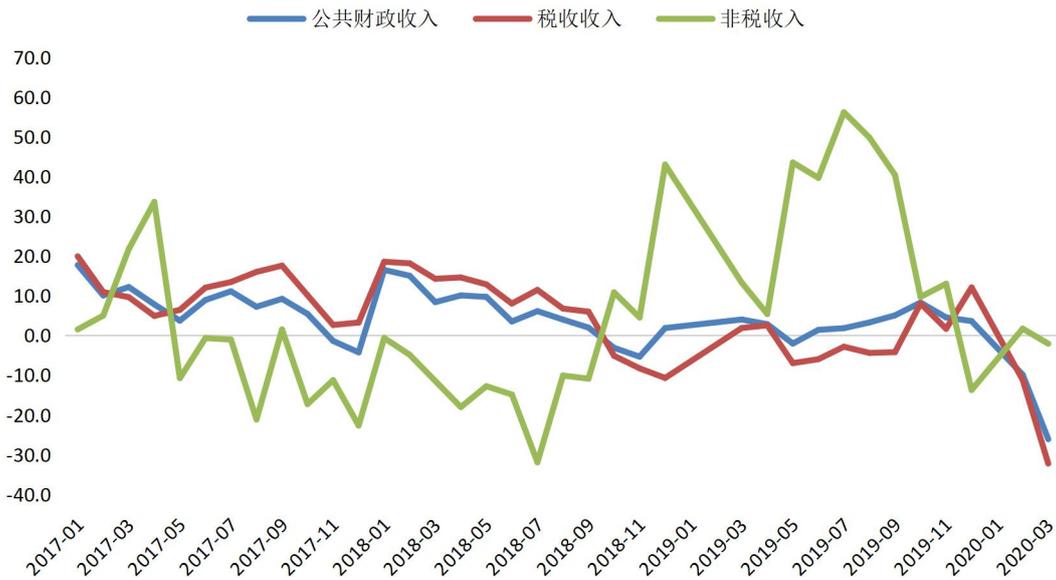
数据来源: WIND

## 2. 财政收支与财政政策

一季度财政收入大幅下滑，反映了前期严格的疫情防控措施对税收的滞后影响、当期疫情冲击仍未完全消退、PPI 通缩和 CPI 回落带动价格因素减弱，以及政府加大减税力度等因素的共同影响

一季度财政收入累计同比增速同比为-14.3%，其中 3 月财政收入同比为-26.1%，降幅较 1-2 月扩大 16.2 个百分点。尽管国内疫情得到有效控制，生产和消费活动有所恢复，但因境外疫情升级，国内疫情防控手段仍未完全撤回，各项经济指标仍大幅低于疫情前增长水平，2 月疫情高峰期间国内严格的防控措施对税收的滞后影响在 3 月集中体现。此外，油价暴跌背景下 3 月国内 PPI 通缩进一步加剧，CPI 同比自高点加速回落，价格因素对税收收入增速也起到下拉作用；最后，为帮助企业和居民渡过难关，更大力度的减税降费正在推进。

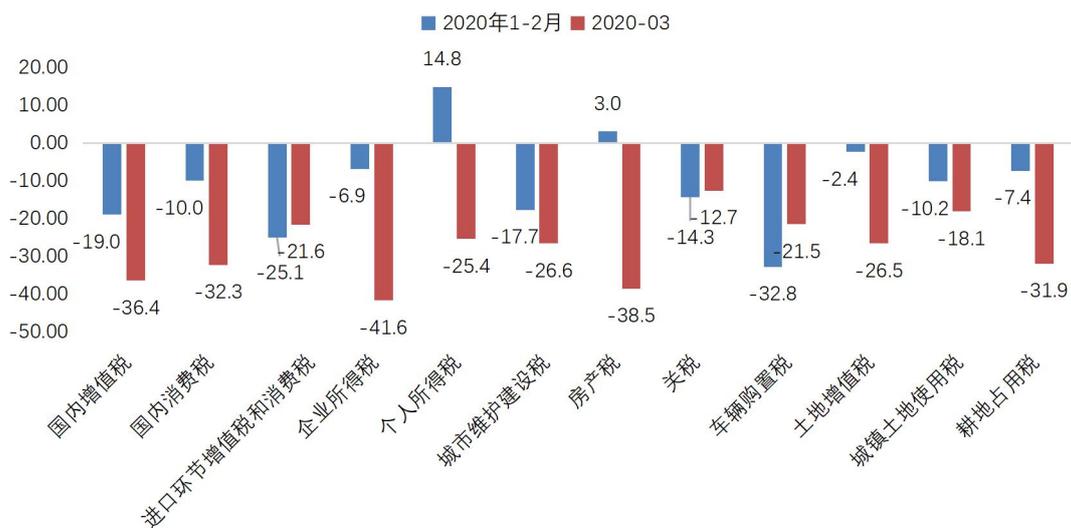
图 22 月度财政收入增速变化情况



数据来源：WIND

从主要税种收入增速变化来看，一季度各主要税种收入均呈现两位数的同比负增，3月多数税种收入降幅与1-2月相比出现较大幅度走阔。其中，增值税降幅加大，主要源于上年高基数效应——2020年增值税减税从4月开始，以及当月生产活动放缓，PPI负增加剧；消费税负增32.3%，与疫情期间汽油等应税商品销量大幅下滑有关；进口环节税收收入延续负增长，与3月进口额同比持续下降相吻合；个人所得税增速由正转负，则因此前年终奖发放因素带来的短期影响消退，以及部分居民收入出现下滑；企业所得税大幅负增41.6%，或与企业赢利下降，以及现金流吃紧背景下，部分税收缓交有关。其他与房地产、汽车销售相关的税收收入持续负增，与同期相关市场表现相印证。

图 23 主要税种收入增速变化 %

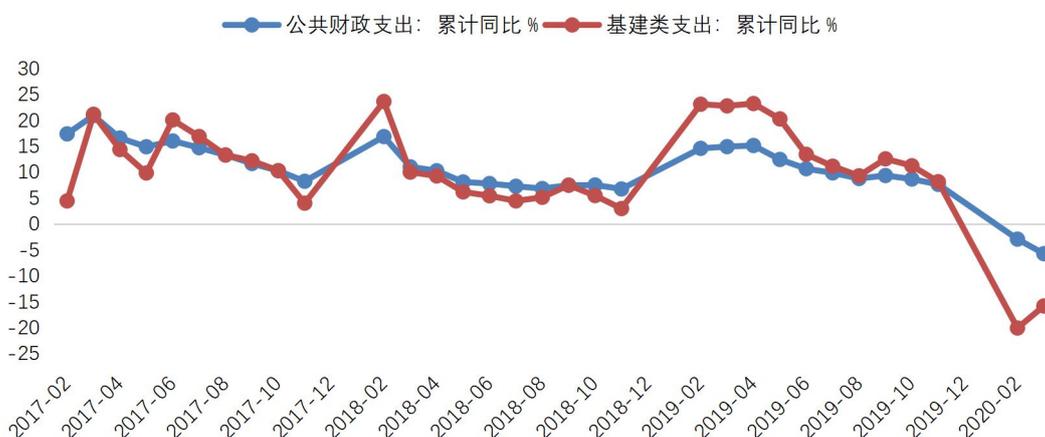


数据来源：WIND

在疫情影响下，地方政府财政压力上升，且因疫情对项目开工影响犹存，仍在一定程度上限制支出落地

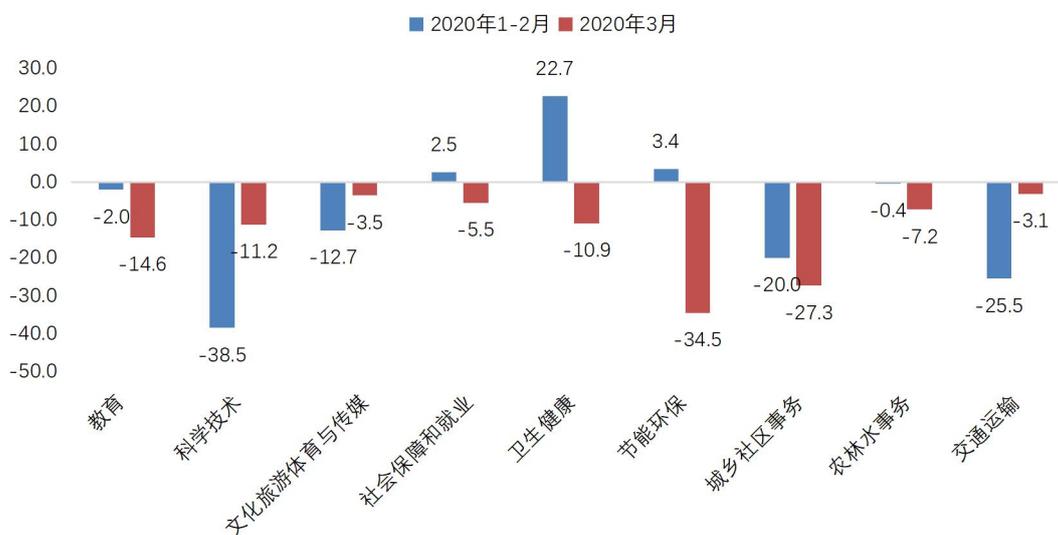
一季度财政支出累计同比为-5.7%，明显低于上年同期的15.0%和上年全年的8.1%。其中，3月财政支出同比下降9.4%，降幅较1-2月扩大6.5个百分点。在宏观政策逆周期调节力度加大的政策导向下，财政支出降幅却进一步走阔，一方面反映季末财政收入降幅扩大，财政压力上升，制约支出发力空间，另一方面，疫情对经济活动和项目开工的影响犹存，仍在一定程度上限制财政支出的落地。另外，我们注意到，3月各主要项目财政支出增速同比均为负增，但从增速的边际变化来看，支出结构正在发生转变——当月卫生健康支出同比增速转负，交通运输支出降幅则较1-2月有明显收窄，并带动基建类整体支出降幅收敛，表明随着国内疫情得到有效控制，政策重心正逐步从防疫向稳增长、保复工转移。

图 24 财政支出增速



数据来源: WIND

图 25 主要财政支出项目增速变化 %



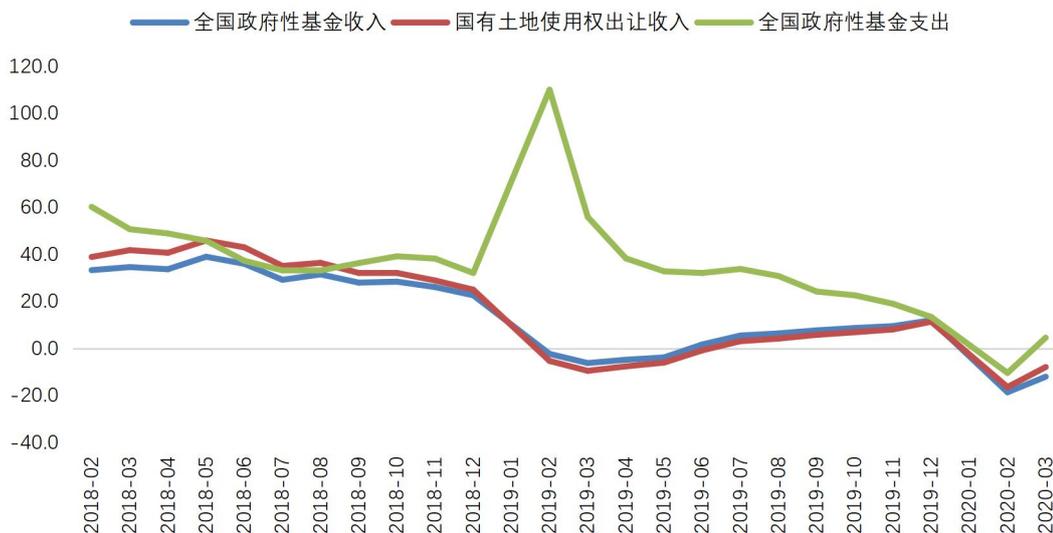
数据来源: WIND

### 季末土地出让收入增速转正，带动政府性基金收入改善；专项债发力支撑政府性基金支出同比高增

一季度政府性基金收入同比下降 12.0%，降幅较 1-2 月收窄 6.6 个百分点。其中，地方政府性基金收入同比下降 10.7%，降幅较 1-2 月收窄 8.0 个百分点，主要原因是地方政府加大土地供应以缓解财政压力，带动土地出让收入增速回升——1-3 月国有土地使用权出让收入同比下降 7.9%，降幅较 1-2 月收窄 8.5 个百分点；根据我们的测算，3 月当月土地出让收入同比增速已实现转正，达到 9.4%。

一季度政府性基金支出同比增长 4.6%，其中地方政府性基金支出增长 5.2%。根据我们的测算，3 月当月政府性基金支出同比增长 52.4%，大幅高于当月政府性基金收入同比涨幅 0.8%，其背景在于专项债发力对基金支出形成有力支撑。1-3 月累计，政府性基金收支缺口为 7172 亿元，比上年同期扩大 2591 亿元。

图 26 政府性基金收支增速 %



数据来源：WIND

## 三、展望

### 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、工业生产有望延续 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。

3 月以来海外疫情迅速升级，各国陆续启动严格的疫情管控措施，这对全球供应链和需求的冲击将在 4 月充分显现，加之带动 3 月进出口降幅收敛的主要因素——国内疫情管控放松后，前期积压订单的集中出货和国内需求回补——将在 4 月减退，预计 4 月进出口降幅将有所扩大。不过，当前国内逆周期调节加力势头明显，以基建为代表的投资端发力将对进口需求产生提振，加上中美贸易第一阶段协议确认的贸易采购要求，后续进口获得的支撑要强于出口，贸易顺差同比收敛的态势还将持续。这也意味着接下来稳定国内经济运行需要着力扩大包括消费和投资在内的内需。

物价方面，4 月 CPI 同比涨幅有望实现连续三个月下行，其中猪肉和鲜菜价格走低仍将是主要影响因素，粮价将继续保持稳定，物价对央行加大货币政策逆周期调节力度的掣肘作用有限。PPI 方面，基建发力难以弥补总需求萎缩，油价同比仍将处于深跌状态，二季度 PPI 同比将延续负增，这也意味着未来宏观政策需要加大对冲力度。

**二季度国内将出台一揽子宏观政策应对计划，其中财政政策将起到担纲作用，货币政策会继续降息降准，发挥配合保障作用。由此后续市场流动性将继续处于相对宽松状态，信贷、社融和 M2 同比增速有望保持改善趋势，这将为实现“六保”目标，提振下半年经济增速奠定基础。**

伴随新冠疫情全球蔓延态势加剧，未来我国出口面临严峻考验，二季度国内宏观经济反弹将受到一定制约。为此，需要货币政策进一步加大逆周期调节力度。3 月 31 日国务院常务会议决定增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元；4 月 3 日央行宣布定向降准，并大幅下调银行超额存款准备金利率——后者明确表达了敦促银行加大向实体经济、特别是向中小微企业发放信贷力度的政策意图。更为重要的是，我们判断二季度以财政政策担纲的一揽子政策应对计划有可能出台，货币政策逆周期调节力度还会进一步加大，预计会继续保持市场流动性处于偏于宽松状态，并实施进一步降息降准。这将为实现“六保”目标，提振下半年经济增速奠定基础。

这意味着尽管 4 月企业新增信贷和社融会出现季节性回落，但同比仍将显著多增，人民币信贷、社融及 M2，存量增速将保持小幅上行势头。目前形势下，以上指标适度高于名义 GDP 增速，显示在疫情特殊时期，货币政策对冲力度正在加大。但未来央行仍将坚持控制总量调结构原则，引导金融资源重点流向民企、中小微企业等国民经济薄弱环节，年内出现大水漫灌的风险很低。

财政政策方面，二季度国内经济活动进一步恢复，将带动财政收入增速回升，但基本面对整体偏弱，加之减税降费力度加大，意味着上半年财政收入增速可能较难摆脱负增状态。同时，积极财政政策加码又需要扩大财政支出力度，后续支出增速或将显著回升转正。4 月 17 日中央政治局会议明确财政政策要“提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债

券”，这些举措将缓解收入下滑和支出发力给预算内财政平衡造成的压力，确保后续财政政策能够在稳增长、保民生方面积极作为。最后，我们预计二季度开始土地出让收入将继续保持正增长，这也会对后期房地产投资形成有力支撑。

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。