

宏观经济

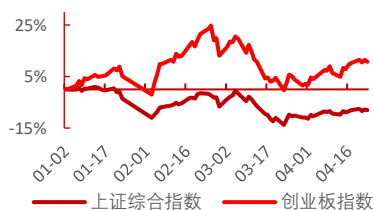
谨慎乐观（短期）

看好（中长期）

市场数据（2020-4-23）

	上证综指涨幅
近一周	0.97%
近一月	3.38%
近三月	-7.26%

股价走势图



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

联系人

李海宸

电话：010-83991799

邮箱：lihc-yjz@grzq.com

李凌云

电话：010-83991532

邮箱：lily@grzq.com

相关报告

《两会在即、政策发力，货币先行配套财政》20200414

《全球疫情远未到达最高峰，政策发力在即转债仍有空间》20200401

《2 月内需底部探明，外需下行或拉低 Q2 级复苏进度》20200327

《央行放松跨境融资上限，城投、地产企业未能受益》20200320

《民企净融资持续为正，信贷政策助力民企复工复产》20200317

3 月国内经济弱复苏，外需骤降、就业承压下政策转向积极 ——2020. 4. 23 宏观研究月报

投资要点

■ 国内已进入经济和防疫两手抓的常态化阶段。3 月经济弱复苏，生产端恢复好于投资更好于消费，CPI 回落，PPI 通缩。随着复工复产加速，经济有望逐季反弹，但离正常化尚有距离。欧美主要国家疫情已过拐点，但隔离力度不强，叠加计划提前复工，疫情呈现厚尾状态，亚非拉发展中国家疫情也进入爆发期，全球不确定性较大，外需疲弱的局面将持续影响出口产业链，二季度复苏情况或弱于预期。外部不稳，内部就业压力大，政策 3 月底明显转向积极，配套的货币政策逐步落地，更大力度的财政政策等待两会揭晓，在逆周期政策托底下经济有望逐季好转。

1) 一季度 GDP-6.8%创历史新低，未来经济有望逐步恢复。3 月份国内疫情逐步平稳，各项经济指标环比均出现不同程度的提升，预计后续有望逐步增长。

2) 3 月复工加速进行，预计二季度会逐步由复产恢复至达产。3 月工业增加值恢复明显，上游原材料多处于库存高位，二季度复苏方向确定，但能否补偿性赶工还需观察需求恢复程度。

3) 3 需求端环比有所恢复，但 Q2 外需承压。总需求的逐步恢复仍有赖于政策对内需的刺激。展望 2 季度，消费方面，复工复产的全面推进，必需消费有望继续回升，可选消费则需看补贴政策力度；投资方面，政策加码基建有望大发力，地产正常化，投资整体有望继续边际改善；但外需骤降将拖累出口和制造业投资。

4) 3 月社融、信贷如期高增长，下一步政策仍将精准刺激扩需求，Q2 信贷、社融有望维持高增幅。疫情期间企业中长期贷款仍保持较高增长，基建相关领域已经开始动工，新增万亿专项债额度正在下达，后续社融有望保持较高增长。

5) 3 月 CPI 同比回落至“4”时代，PPI 同比降幅扩大。3 月 CPI 增幅持续下行，猪通胀有所缓解；PPI 降幅扩大，工业品需求较弱，同时国际油价剧烈波动带动相关产业链价格下跌，工

业领域通缩压力加大。预计二季度CPI趋降，PPI跌幅继续加深。

6) 3月PMI低位反弹，后续或受外需制约。随着海外疫情不确定性增加，预计全球主要经济体4月PMI数据将继续承压。

7) 重点行业中，食品粮油等必选消费维持正增长，地产、汽车、手机、空调等可选消费受到冲击较大，目前呈弱复苏状态。周期行业中，目前水泥价格处于淡季的底部，挖掘机热销超预期，石油煤炭等行业需求低迷价格下跌。

8) 近期中央首提“六保”，保就业位居首位，政策取向明显转向积极，财政政策为发力重点，特别国债、新增万亿专项债额度等逆周期政策落地在即，配套货币宽松已经提前开启。

风险提示：政策宽松不及预期；海外疫情引发全球衰退超预期；国内疫情反复。

目 录

1. 一季度 GDP 负 6.8%，全年有望逐季恢复	5
2. 3 月复工加速进行，工业增加值恢复明显	5
3. 需求 3 月环比好转，但 4 月外需承压整体偏弱	6
3.1 3 月消费降幅收窄，可选消费降幅仍较大	6
3.2 3 月固投增速回暖，基建地产反弹，制造业承压	8
3.3 3 月赶工出口降幅缩窄，4 月面临外需冲击，上半年或呈现“W”型	10
4. 宽信用政策初显成效，Q2 社融有望继续高增长	12
5. 猪通胀有所缓解，PPI 通缩压力扩大	13
6. PMI 3 月低位扩张，整体呈现弱复苏	16
7. 重点行业：地产汽车家电弱复苏，水泥挖机初现转好迹象	18
8. 国内政策基调转向积极，政策发力在即	18

插图目录

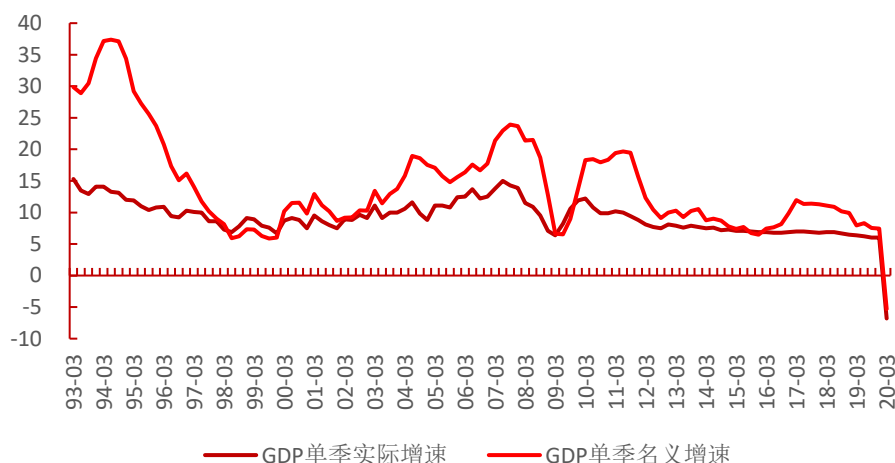
图 1 一季度 GDP 实际下降 6.8%，创 1993 年以来新低（单位：%）	5
图 2 3 月以来发电集团耗煤量正加速恢复	6
图 3 水泥价格处于淡季末期，浙江等地近期已明显好转	6
图 4 3 月社零同比降幅小幅收窄	7
图 5 3 月必需消费增速回正，可选消费多低位小幅收窄	7
图 6 3 月汽车仍是拖累社零最主要原因	8
图 7 截至 4 月 12 日汽车销售高频数据增速回正	8
图 8 3 月居民外出就餐意愿仍较低，餐饮收入持续下滑	8
图 9 珠宝首饰作为奢侈品，消费短期恐难有持续明显改善	8
图 10 3 月复工情况改善后，三大投资增速均有所回升（单位：%）	9
图 11 商品房销售 2 月触底，3 月反弹	10
图 12 近期土地购置和新开工累计增速开始恢复	10
图 13 3 月进出口跌幅增速超预期收窄	11
图 14 对主要贸易伙伴国出口均有所回升（以美元计）	11
图 15 3 月对非欧美地区的进口表现相对较好	11
图 16 3 月社融增速保持平稳，流动性持续好转	12
图 17 3 月社融同比多增主要靠贷款和企业债券（亿元）	12
图 18 贷款同比新增主要由企业短期贷款贡献（亿元）	13
图 19 3 月 CPI 增速放缓，PPI 降幅有所扩大（%）	14
图 20 3 月份食品项增速放缓带动 CPI 增速下滑（%）	14
图 21 高频数据显示猪肉价格同比增速继续回落（%）	14
图 22 3 月 PPI 同比降幅再次扩大	15
图 23 国际油价剧烈震荡，4 月 PPI 仍有下行压力	15
图 24 供给端恢复情况稍好于需求端	16
图 25 原材料与产成品存货指数增幅差别较大	16
图 26 进出口数据有所改善，但外需依然相对较弱	17
图 27 3 月企业盈利环比有所改善	17
图 28 贷款同比新增主要由企业短期贷款贡献（%）	17
图 29 3 月商品房成交面积同比降幅缩窄	18
图 30 3 月汽车、手机等行业销售量降幅均收窄	18

1. 一季度 GDP 负 6.8%，全年有望逐季恢复

一季度国内生产总值同比下降 6.8%。分产业看，第一产业同比下降 3.2%；第二产业同比下降 9.6%；第三产业同比下降 5.2%。在疫情影响下，经济三驾马车均受到较大冲击，Q1 国内 GDP 增速创下新低，增速较前值下降 12.8pct。一季度名义 GDP 增速为-5.30%，较前值下降 12.72pct，也创下 93 年以来的新低。

3 月份随着国内疫情的平稳，各项经济指标环比均出现不同程度的提升。具体来看，生产端绝大部分规上企业已经复工复产，正努力正常化恢复产能利用率。需求端相对疲弱，固定投资中房地产和基建投资恢复迅速，但制造业投资严重受制于盈利信心不足；消费受疫情隔离影响较大，恢复较慢；出口降幅收窄好于预期，但 Q2 面临外需考验。

图 1 一季度 GDP 实际下降 6.8%，创 1993 年以来新低（单位：%）



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

海外疫情发酵，外需骤降，国内经济的复苏仍需逆周期政策的托底，复苏节奏取决于经济目标和政策实施力度。目前我国政策的底线为“保就业”，上限为“不走老路，不再大水漫灌”。3 月底以来，中央政策层面已经转向较为积极的方向，预计二季度财政和货币宽松将加快落地，以推动经济恢复。

总的来看，一季度将是经济明确的底部，二季度复苏有限，但下半年有望逐步正常化。不过国际情况更趋于错综复杂，海外疫情仍然是决定国内复苏进度的重要变量。

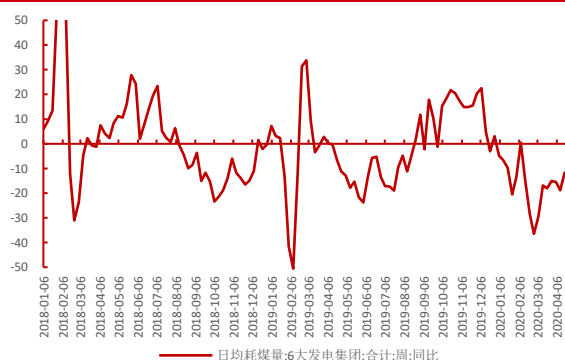
2. 3 月复工加速进行，工业增加值恢复明显

3 月份，规模以上工业增加值同比-1.1%，环比 2 月增长 32.13%；1-3 月

工业增加值同比为-8.4%。分三大门类看，3月采矿业增加值同比增长4.2%，前值为下降6.5%；制造业下降1.8%，降幅收窄13.9个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业下降1.6%，降幅收窄5.5个百分点。分经济类型看，3月份，国有控股企业增加值同比下降2.5%；股份制企业下降0.2%，外商及港澳台商投资企业下降5.4%；私营企业下降0.5%，降幅均有收窄。

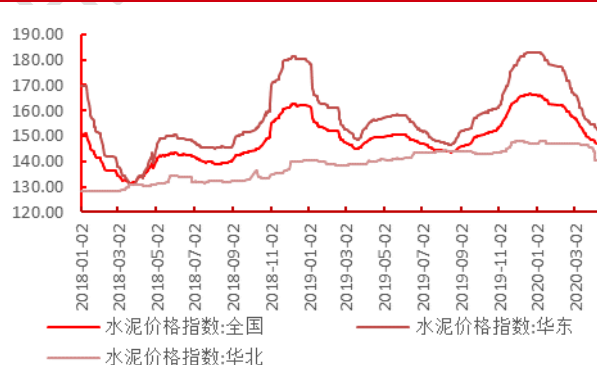
3月全国复工复产进度加速后，各行业分化严重。细分行业上看，对工业增加值拖累最大的是制造业，下降1.8%，其中汽车制造业下降22.4%，降幅较为明显。但目前商务部、发改委等多部门已明确表示将出台政策刺激汽车消费，预计两会后相关政策细则将正式落地，后续汽车消费及投资数据或将有所改善。不过制造业中，增长明显的是医药制造业，同比增长10.4%，符合预期，药企为满足疫情治疗及预防需求，积极扩大产能进行生产。高频数据显示，目前我国工业生产正快速恢复，发电耗煤量3月以来持续上升，水泥、工程机械等景气开始好转，政策加码助力基建建筑业加速反弹。随着国内疫情的平稳，3月需求端环比均出现不同程度的恢复，但整体需求仍然疲弱，预计二季度生产端将继续加速恢复，但幅度可能有限，基建、地产等相关领域生产可能恢复较快。

图2 3月以来发电集团耗煤量正加速恢复



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图3 水泥价格处于淡季末期，浙江等地近期已明显好转



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

3. 需求3月环比好转，但4月外需承压整体偏弱

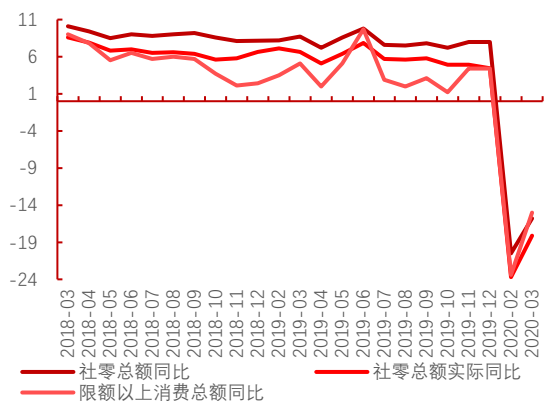
随着国内疫情的平稳，3月需求端环比均出现不同程度的恢复，但整体需求仍然疲弱，地产投资、基建投资恢复较快，消费、制造业投资恢复较慢。这种规律在二季度预计也有望持续。

3.1 3月消费降幅收窄，可选消费降幅仍较大

3月份社零总额同比下降15.8%，降幅较1-2月份收窄4.7pct；商品零售同比下降12.0%，降幅比1-2月份收窄5.6pct。按经营单位所在地分，城镇同

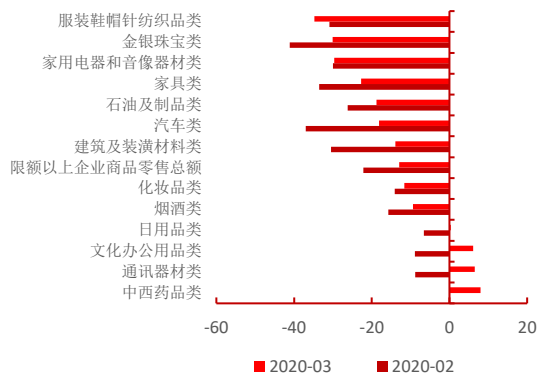
比下降 19.1%；乡村同比下降 17.7%。按消费类型分，餐饮收入同比下降 44.3%；商品零售同比下降 15.8%。与居民生活密切的必需消费呈现加速增长态势，限额以上单位粮油、食品类，饮料类和中西药品类商品分别增长 12.6%、4.1%和 2.9%，比 1-2 月份分别加快 2.9、1.0 和 2.7pct。此外，在线消费进一步体现了疫情期间宅家的优势，全国网上零售额同比下降 0.8%。其中，实物商品网上零售额同比增长 5.9%，比 1-2 月份加快 2.9pct；占社会消费品零售总额的比重为 23.6%，比 1-2 月份提高 2.1pct。目前由于一部分线下商店尚未重新开业，同时消费者也更倾向于在线购买的安全性，因此网上零售份额持续提升、品种更趋丰富的趋势仍将持续。

图 4 3 月社零同比降幅小幅收窄



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

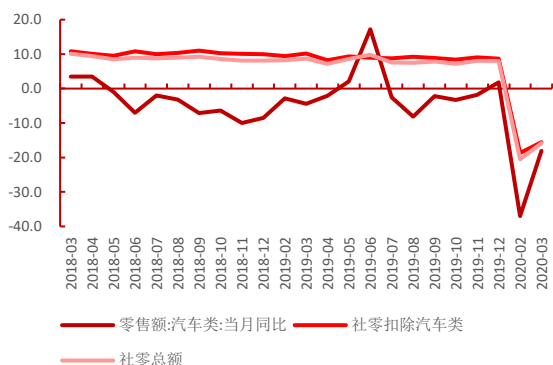
图 5 3 月必需消费增速回正，可选消费多低位小幅收窄



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

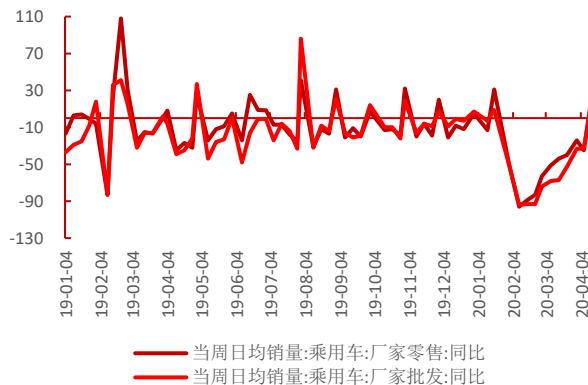
3 月汽车零售额降幅缩窄至-18.10%，但仍对社零数据形成较大拖累。目前，国家出台了“新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年”、“二手车”和“淘汰旧标准货车”等新政，部分地方也相继针对汽车出台减税、补贴等多项政策，未来还有更多，目的都是要稳定汽车消费信心，提振市场需求。根据乘联会高频数据显示，截至 4 月 12 日，厂家批发和零售乘用车日均销量增速均已回正，前期累积的需求开始释放，但由于汽车属典型的可选消费，疫情后居民收入预期下降，汽车全年消费可能呈弱复苏状态，后续仍有反复。

图 6 3 月汽车仍是拖累社零最主要原因



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 7 截至 4 月 12 日汽车销售高频数据增速回正



数据来源: 乘联会, 国融证券研究与战略发展部

餐饮业 3 月受损扩大。尽管隔离逐步解除, 但居民外出就餐的意愿仍然较低, 餐饮开业也受限, 3 月限额以上企业餐饮收入同比增长-46.70%, 降幅较上期扩大 7.0pct。在全国逐步恢复正常生产生活秩序过程中, 居民外出就餐需求提升, 因此预计二季度餐饮收入降幅会明显缩窄。

3 月份, 可选消费同比降幅略有收窄, 但有限。其中较为典型的金银珠宝和化妆品消费同比分别下降 30.10%和 11.60%, 降幅较上期收窄 11pct 和 2.5pct。

图 8 3 月居民外出就餐意愿仍较低, 餐饮收入持续下滑

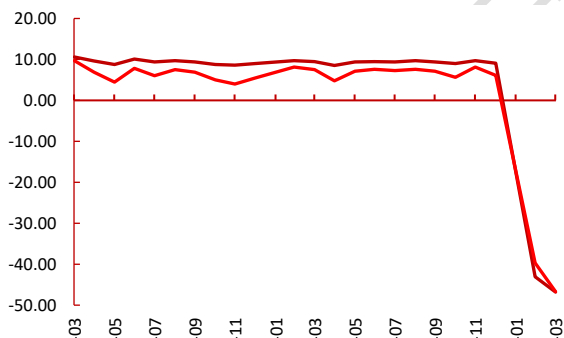
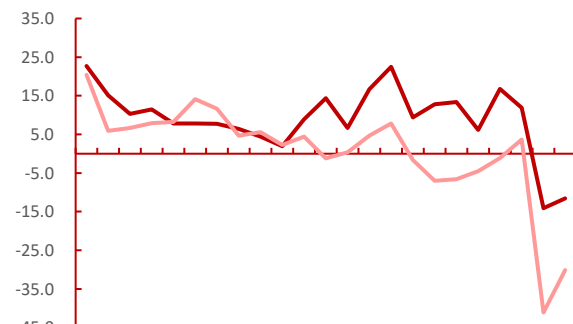


图 9 珠宝首饰作为奢侈品, 消费短期恐难有持续明显改善



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5616

