

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%。

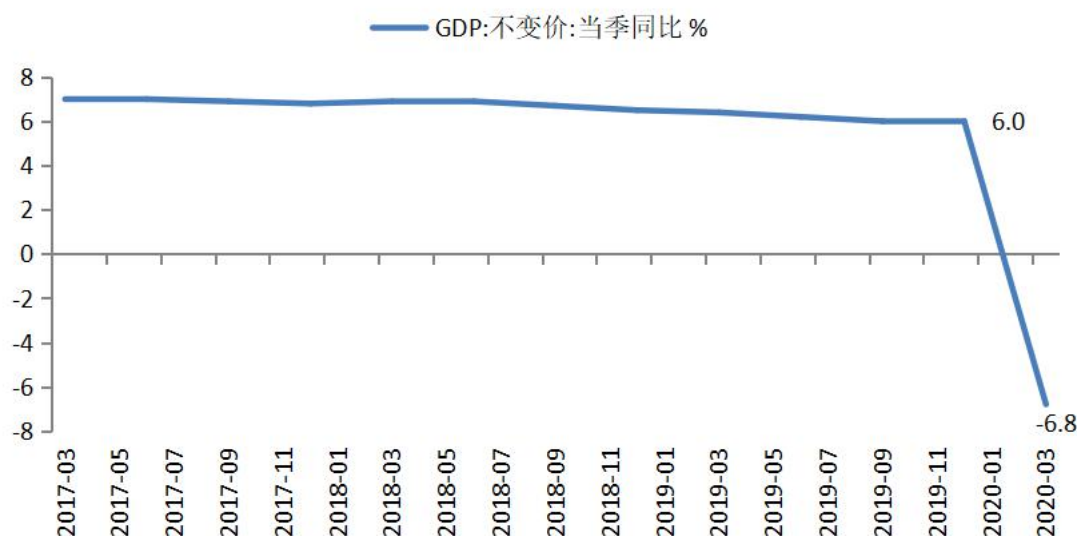
主要观点：一季度 GDP 同比增速为-6.8%，符合此前-5%至-10%的市场普遍预期。疫情高峰期实施必要的封锁隔离、居家禁足等措施，对宏观供需两端形成严重冲击，工业生产、消费、投资及净出口均现同比大幅负增长。值得一提的是，3 月国内疫情进入稳定控制阶段后，伴随货币及财政政策逆周期调节效果显现，各项经济指标均有较大幅度反弹。

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

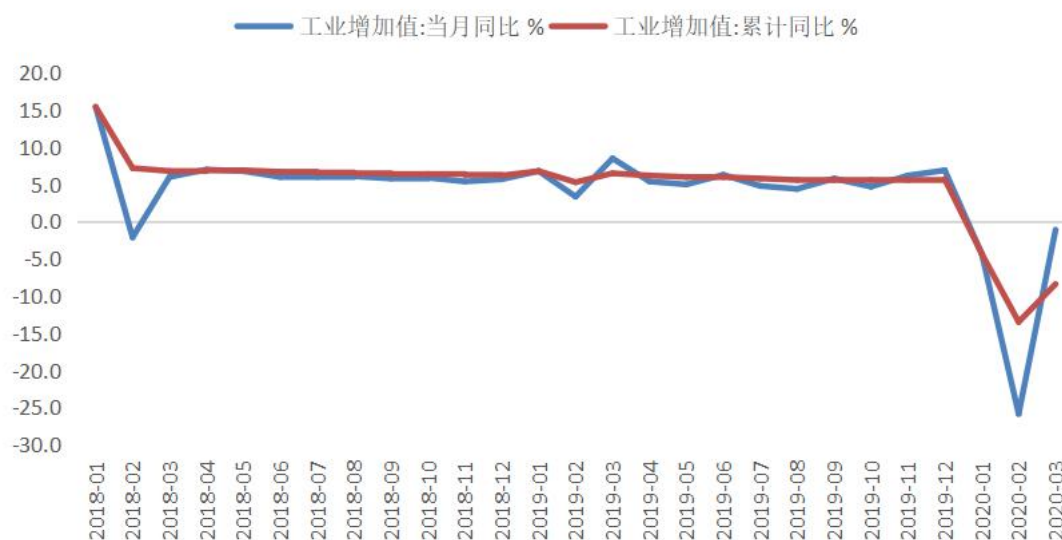
一季度 GDP 同比增速为-6.8%，疫情高峰期实施必要的封锁隔离、居家禁足等措施，对宏观供需两端形成严重冲击，工业生产、消费、投资及净出口均现同比大幅负增长。从产业比较来看，疫情对农业生产影响相对较小，第一产业同比下降 3.2%；疫情期间大量制造业企业被迫暂时停工，建筑施工被迫推迟，第二产业同比下降 9.6%；疫情对交通、旅游等服务业造成严重冲击，但线上购物、娱乐、办公等行业逆市大幅增长，一季度服务业同比 5.2%，好于宏观经济整体表现，显示服务业转型增强了经济的抗冲击韧性。值得一提的是，3 月国内疫情进入稳定控制阶段后，伴随货币及财政政策逆周期调节效果显现，各项经济指标均现较大幅度反弹。我们判断，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。

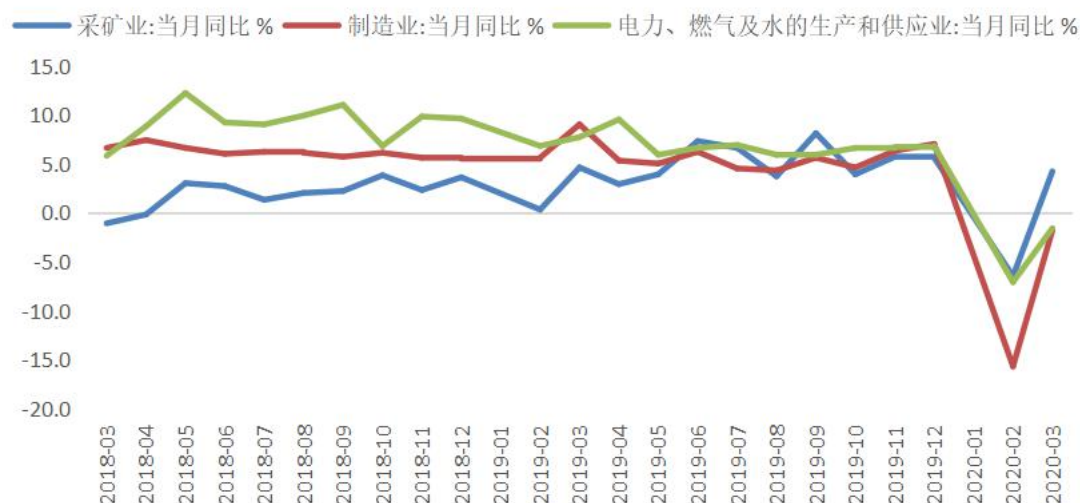
图2 规模以上工业增加值增速 %



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。

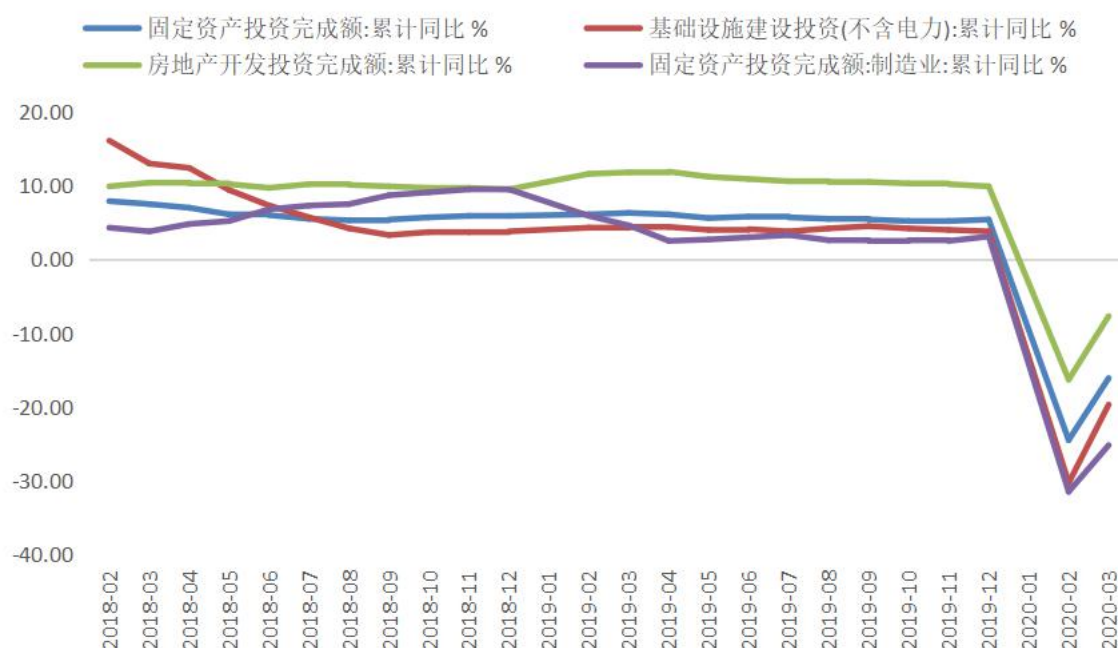
3月工业增加值数据在2月大幅萎缩基础上深蹲起跳,但1.1%的同比降幅显示工业生产景气度依然偏弱。究其原因,3月海外疫情迅速扩散、升级,这一来导致国内防疫措施无法完全撤回,对企业生产、人员流动和国内需求反弹仍有抑制,二来作为全球主要消费市场的美国和欧洲成为新的疫情中心,相关国家升级防疫措施,对外需造成明显冲击。从3月制造业PMI数据来看,供需两端均有恢复,但供给端的生产指数回升幅度较大,需求端的新订单和新出口订单指数回升幅度较小,且新出口订单指数仍处收缩区间,反映当前供需缺口正在扩大,这加剧了库存积压和PPI通缩的压力。

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)



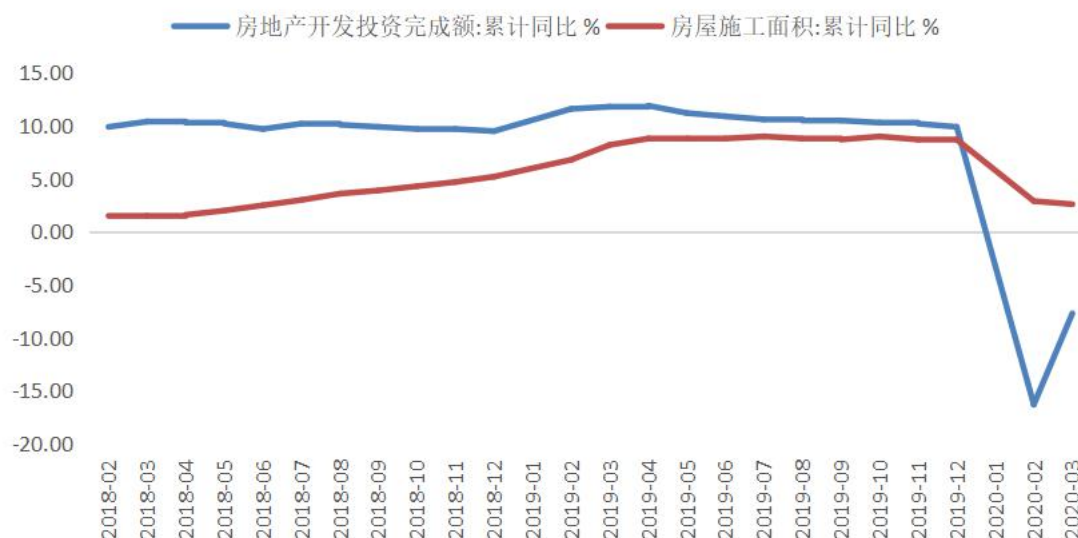
资料来源：WIND

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%。

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_5628

