

复工与冲击的混沌，修复主线在哪里

——一季度经济数据点评

日期：2020年04月19日

经济数据：

2020年一季度实际GDP同比增速-6.8%，前值6%；3月工业增加值-1.1%，前值-13.5%；固定资产投资同比增速-9.5%，前值-24.5%；社会消费品零售总额名义增速-19%，前值-20.5%。

投资要点：

- 一季度GDP同比增速创历史新低，从资本市场的反应看基本在预期之内。总体看来生产修复快于消费。3月份复工复产节奏加快，工业增加值等数据明显好转，但社会消费品零售总额、对主要经济体出口等数据仍然未见明显改善，同比仍有双位数降幅。展望二季度，我们认为受益于国内疫情的有效控制及政策加码，经济有望得到修复，但当前境外疫情快速扩散蔓延，经济仍然面临需求不足、生产成本上升、产业链受到威胁等问题，在政策对冲执行力度仍未明确的前提下，疫情对消费导向和外贸导向型行业的冲击仍未散去。
- 3月份工业增加值同比增速-1%，较1、2月份同比大幅改善。从主要行业来看，医药行业、高新技术行业和食品行业表现较好，同比增速分别为10.4%、8.9%和5.7%。3月固定资产投资同比增速-16.1%。分类别来看，房地产投资同比增速-7.7%，融资环境的改善与地方政府差异化政策的试行是房地产投资改善的重要因素。基础设施投资同比增速-16.36%，目前主要受两会推迟召开对中央和地方财政支出的滞后影响，我们预计后续财政发力二季度基础设施投资会快速改善。3月社零消费总额同比增速-19%。分类别来看，与房地产销售密切相关的家用电器、建筑装潢受销售下降影响，同比增速约为-20%左右。汽车销售同比增速-30%，汽车行业产销两弱。服装鞋帽同比增速-32.2%，预计主要受外出需求下降及商场限流的影响。餐饮收入同比下降44.3%，企业居民外出就餐仍然较少。
- **展望：**结合周五政治局会议的政策方针，我们认为目前经济的核心矛盾在于如何在不确定性的疫情冲击中寻找确定性的修复路径。而目前来看修复的主要方式有两个途径，一是政府加杠杆，对实体经济的传导体现在基建的重要性的提升以及卫生、环保等民生基础领域投资的强化。二是实现经济层面的“自主可控”。生产端来看稳产业链，上游资源品重保障，核心技术加速创新；需求端来看刺激提振国内消费，抵消海外需求及国内需求下降的影响。
- **风险因素：**疫情快速扩散影响全球宏观经济增速；财政与货币政策落实不达预期

分析师：**王思敏**

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

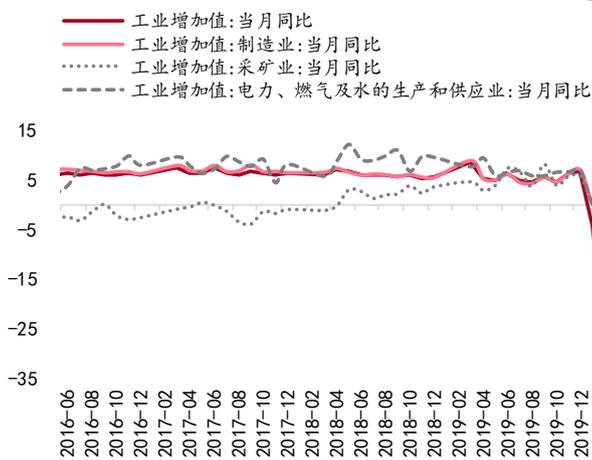
相关报告

1. 万联证券研究所 20200316_经济数据点评
_AAA_疫情防控下短期经济冲击明显
2. 万联证券研究所 20200310_经济数据点评
_AAA_2月通胀数据_供给扰动逐步消退 关注需求回升
3. 万联证券研究所 20200309_经济数据点评
_AAA_贸易数据_1-2月出口增速大幅回落

1、工业增加值：复工复产数据环比改善，医药、高新技术增速较好

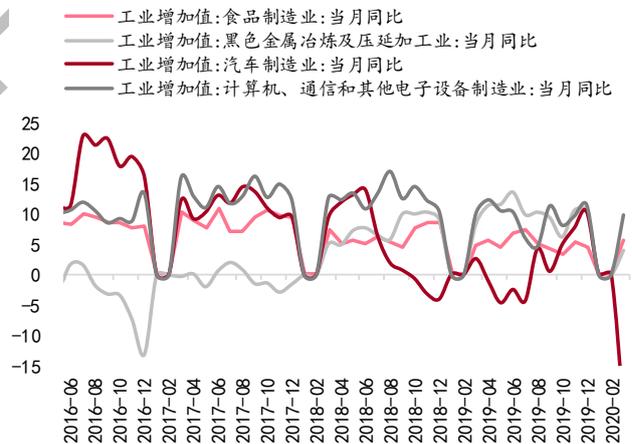
3月份工业增加值同比增速-1%，较1、2月份同比大幅改善。3月份复工复产节奏明显加快，根据工信部数据，全国规模以上工业企业平均开工率已达99%，人员复岗率达到94%。根据我们跟踪的高频数据六大发电集团耗煤量已达到去年的80%，复工复产带动工业增加值快速回升。从主要行业来看，医药行业、高新技术行业和食品行业表现较好，同比增速分别为10.4%、8.9%和5.7%。采矿业和冶炼业同比增速约在4%左右，上游生产活动受疫情影响有限，但需关注二季度受疫情冲击下总需求下降的影响。汽车行业同比增速-22.4%，行业未见明显拐点。

图表1：工业增加值同比增速为负（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：计算机、通信和电子设备同比增速较高（%）



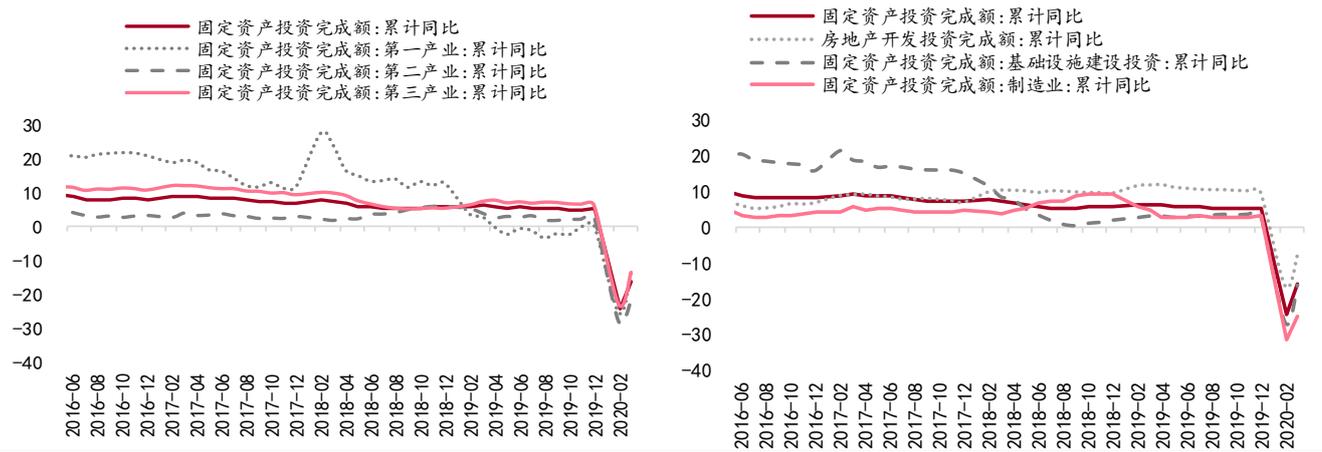
资料来源：wind，万联证券研究所

2、固定资产投资：房地产和基建改善，制造业乏善可陈

3月固定资产投资同比增速-16.1%，较1月份和2月份的-24.5%改善8个百分点。分类别来看，房地产投资同比增速-7.7%，虽然目前3月房产销售数据同比下降24.7%未见明显改善，但融资环境的改善与地方政府差异化政策的试行是房地产投资改善的重要因素。基础设施投资同比增速-16.36%，目前主要受两会推迟召开对中央和地方财政支出的滞后影响，我们预计后续财政发力二季度基础设施投资会快速改善。制造业投资同比增速-25.2%，从主要行业看采矿业和能源业投资基本不变，我们认为主要由于采矿业和能源业以国企为主，复工进程较为明显。与之对应，受对外出口和内需影响纺织业同比下降37%，一季度纺织业投资下滑明显。

图表3：固定资产投资同比增速小幅改善（%）

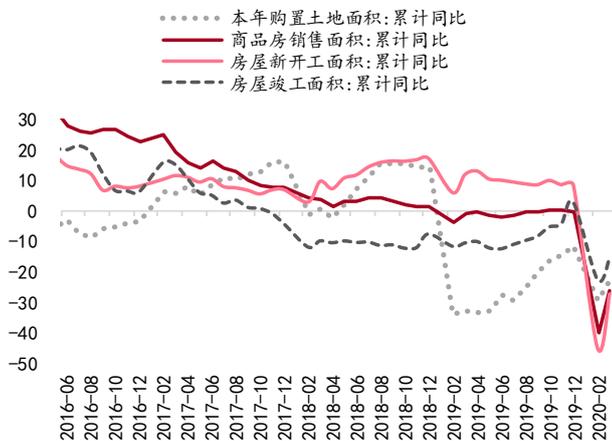
图表4：各行业固定资产投资小幅回升（%）



资料来源: wind, 万联证券研究所

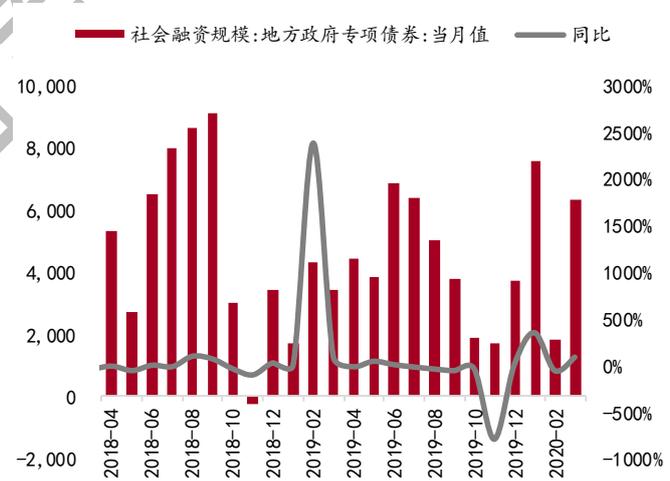
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表5: 土地销售、竣工面积改善 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表6: 政府债券发行环比回升 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

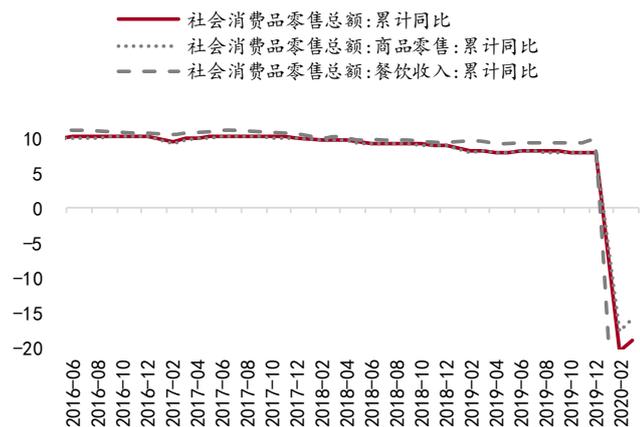
3、社零消费: 未见明显改善, 仍处于下行区域

3月社零消费总额同比增速-19%, 较1月份和2月份的-20.5%改善1.5个百分点。分类别来看, 必须消费品同比增速表现较好, 主要包括粮油、文具等。与房地产销售密切相关的家用电器、建筑装潢受销售下降影响, 同比增速约为-20%左右。汽车销售同比增速-30%, 汽车行业产销两弱。服装鞋帽同比增速-32.2%, 预计主要受外出需求下降及商场限流的影响。餐饮收入同比下降44.3%, 企业居民外出就餐仍然较少。

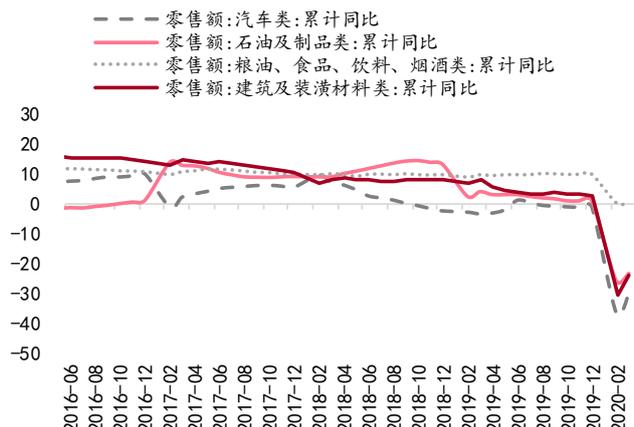
全国网上零售额同比下降 0.8%, 降幅比1月份和2月份收窄 2.2 个百分点, 随着数字和通讯技术的发展, 居民更青睐于网络化消费的习惯有可能加速。展望二季度, 由于海外疫情带来的居民收入预期和出行预期担忧会影响部分可选消费, 总需求面临不足的问题, 总体来看消费在二季度有希望反弹, 但幅度不会太大。

图表7: 社零增速环比小幅回升 (%)

图表8: 汽车消费环比小幅改善 (%)

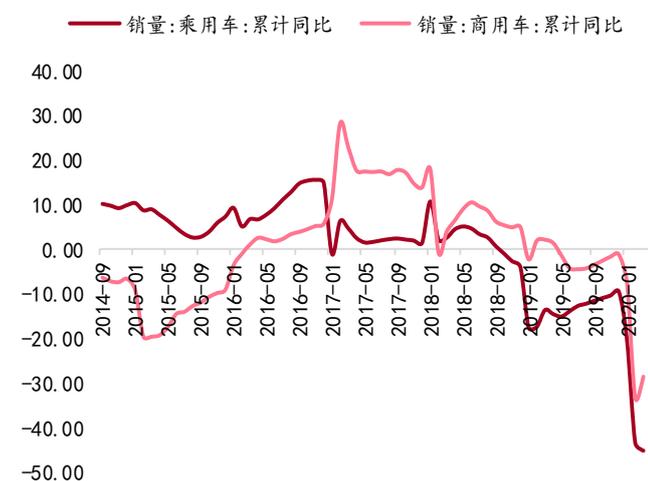


资料来源: wind, 万联证券研究所



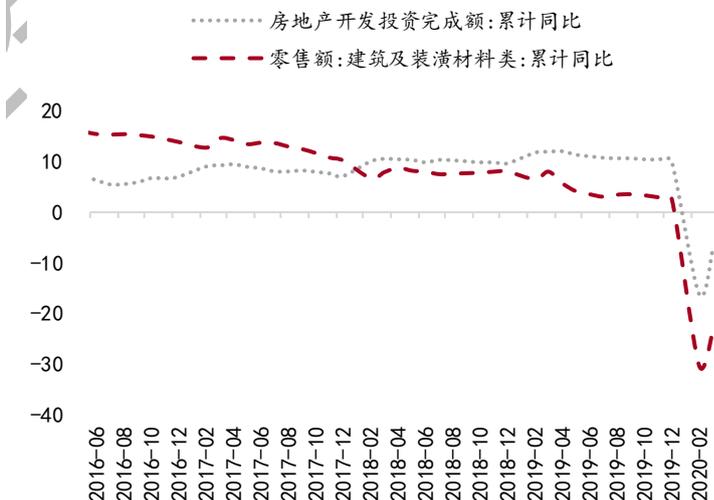
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表9: 汽车销量维持低位 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表10: 装修开支环比小幅上升



资料来源: wind, 万联证券研究所

4、总结与展望

一季度GDP同比增速创历史新低,从资本市场的反应看基本在预期之内。总体看来生产修复快于消费。3月份复工复产节奏加快,工业增加值等数据明显好转,但社会消费品零售总额、对主要经济体出口等数据仍然未见明显改善,同比仍有双位数降幅。展望二季度,我们认为受益于国内疫情的有效控制及政策加码,经济有望得到修复,但当前境外疫情快速扩散蔓延,经济仍然面临需求不足、生产成本上升、产业链受到威胁等问题,在政策对冲执行力度仍未明确的前提下,疫情对消费导向和外贸导向型行业的冲击仍未散去。

结合周五政治局会议的政策方针,我们认为目前经济的核心矛盾在于如何在不确定性的疫情冲击中寻找确定性的修复路径。而目前来看修复的主要方式有两个途径,一是政府加杠杆,对实体经济的传导体现在基建的重要性的提升以及卫生、环保等民生基础领域投资的强化。二是实现经济层面的“自主可控”。生产端来看稳产业链,上

游资源品重保障，核心技术加速创新；需求端来看刺激提振国内消费，抵消海外需求及国内需求下降的影响。

5、风险因素

疫情快速扩散影响全球宏观经济增速
财政与货币政策落实不达预期

万联证券

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_5693

