

政策应聚焦需求侧，今年大概率实现 4%左右的增长

——3 月经济数据点评

报告摘要：

1-3 月生产、投资、消费均边际修复，但需求不足问题较生产端更突出，工业品库存积压较明显。1-3 月规上工业增加值同比降 1.1%，城镇固定资产投资同比降 13.8%，社零总额同比降 19.0%，前值-20.5%。

生产方面，结合复工率、耗煤量等高频数据来看，目前工业生产正在且仍将持续修复，但库存积压问题较明显。投资方面，当前产能利用率创有数据以来最低水平，叠加内需仍待充分释放、海外疫情致外需继续承压、企业家信心遇挫，预计制造业投资复苏动力相对不足，但先进制造业等部分重点行业在政策支持下有望实现较大增长。考虑到国内疫情逐渐平息、气候回暖、积极财政政策更积极有为，预计今年基建投资增速有望达到 10%左右。地产方面，随着后续楼市交易回暖、房企资金压力缓解，房企信心有望回稳并使房地产投资边际修复。

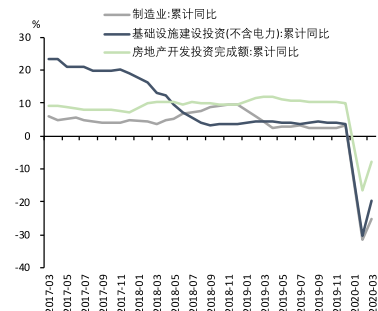
3 月消费结构表现继续分化，实物商品网上零售和非耐用品消费实现较快增长，而部分耐用品半耐用品消费仍低迷。具体结合高频数据来看，餐饮、零售、汽车消费正逐步回暖，我们预计二季度末有望回归正常水平，酒店、旅游、电影仍处于承压期。

我们认为随着复工复产进入下半段，二季度后政策应聚焦需求侧。具体而言，未来基建发力、消费刺激及回补、其他投资逐步收窄降幅或转正等是积极力量，有望推动年内经济逐步修复，增速前低后高概率较大。但须注意出口与预期两类风险，一是海外疫情致外需疲弱与外贸领域就业承压，二是企业信心受挫拖累民间投资，考虑到上述风险已有累积，可期待二季度后政府赤字率、专项债、转移支付、特别国债、降息降准等财政货币政策加码，托底经济。

预计全年 GDP 大概率可以实现 4%左右的增长。一季度 GDP 同比下降 6.8%，为全年实现 5.5%的增速带来了客观实际困难，然而稳就业始终是政策底线。根据近年 1 个 GDP 百分点对应 200 万人新增就业的体量，且部分就业可通过其他途径消化，874 万普通高校毕业生规模对应于 4%~5%GDP 增速。考虑到一季度 GDP 拖累较大，我们预计后续逆周期政策将推动经济积极修复，伴随基建的发力、消费的刺激及回补、其他投资虽弱于基建但有望逐步收窄降幅或转正，我们的 AR 模型结果显示全年 GDP 大概率可以实现 4%左右的增长。

风险提示：国内疫情二次波动，海外疫情扩散引发经济危机。

相关数据



相关报告

《一季度经济预计负增长，稳就业比保增长更重要——1-2 月经济数据点评》

20200314

《疫情冲击显现，3 月修复可期——2 月金融数据点评》

20200312

《进出口短期仍将承压——1、2 月贸易数据点评》

20200308

《全行业景气大幅回落，恢复供给是关键——2 月 PMI 数据点评》

20200302

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

联系人：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003
15216889116 liuxingc@nesc.cn

目录

1.主要数据	3
2.工业生产正在且仍将持续修复，但目前库存积压问题较明显.....	3
3.制造业、基建投资增速降幅收窄，今年基建投资增速有望 10%左右.....	4
4.楼市交易逐渐回暖，3月房地产投资、商品房销售降幅均收窄	5
5.消费表现仍分化，实物网上零售和非耐用品消费较快增长	7
6.二季度后政策应聚焦需求侧，今年大概率实现 4%左右的增长.....	9

图表目录

图 1: 工业增加值环比回升.....	3
图 2: 4月电厂耗煤量累计同比延续升势.....	3
图 3: 3月产销率跳水，为 2004 年最低水平	4
图 4: 固定资产投资降幅收窄	5
图 5: 三大投资中，房地产韧性偏强.....	5
图 6: 制造业投资各分项均有所回升.....	5
图 7: 基建投资各分项增速同步回升.....	5
图 8: 房地产投资边际修复.....	6
图 9: 土地购置面积有所回升	6
图 10: 房地产施工、新开工及竣工面积同比走势	6
图 11: 房屋施工面积分项同比.....	6
图 12: 商品房销售面积分项同比.....	7
图 13: 商品房待售面积小幅增加	7
图 14: 房地产开发资金来源分项同比.....	7
图 15: 社零名义与实际同比增速.....	8
图 16: 社零主要分项的同比走势有所分化.....	8
图 17: 城镇单季新增就业人数	10

1. 主要数据

中国 1-3 月规模以上工业增加值同比降 1.1%，前值降 13.5%。

中国 1-3 月城镇固定资产投资同比降 13.8%，前值降 24.5%。

中国 1-3 月全国房地产开发投资同比降 7.7%，前值-16.3%；制造业投资同比降 25.2%，前值降 31.5%；基础设施建设投资（不含电力）同比降 19.7%，前值降 30.3%。

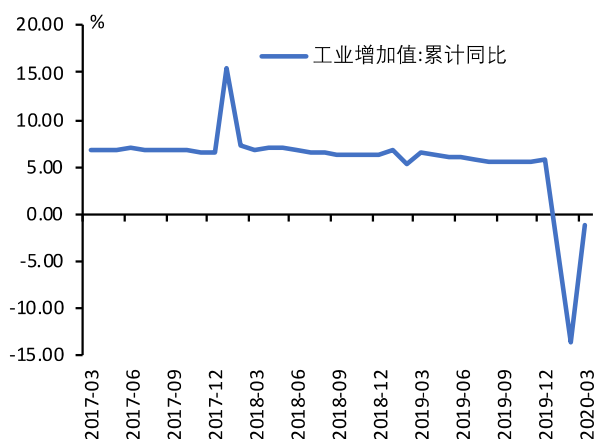
中国 1-3 月社会消费品零售总额同比降 19.0%，前值降 20.5%。

2. 工业生产正在且仍将持续修复，但目前库存积压问题较明显

受益于国内疫情改善带动复产，3 月工业行业生产均边际修复，但库存积压问题较为明显。3 月工业增加值同比下降 1.1%，较 2 月大幅回升 12.4 个百分点，具体来看，41 个大类行业中有 16 个行业增加值保持同比增长，而 1-2 月这一数据仅为 2 个。而从三大门类来看，3 月采矿业增加值同比增长 4.2%，较 1-2 月份回升 10.7 个百分点，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。累计来看，1-3 月工业增加值同比降 8.4%，高于市场预期的-10%，前值-13.5%，与 1-3 月发电耗煤量同比下降 21.9%表现基本一致。

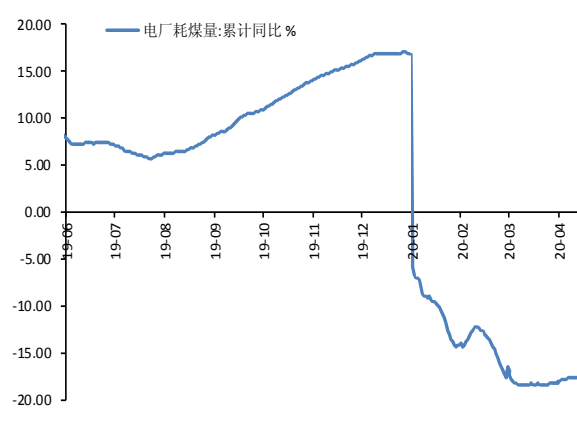
此外，数据显示 4 月全国复工复产形势向好，指向经济修复进程仍在继续。根据工信部数据，3 月 29 日时全国规上工业企业平均开工率达 98.6%，人员平均复岗率达 89.9%，中小企业复工率达 76.8%，而截至 4 月 15 日，全国规模以上工业企业平均开工率已达 99%，人员复岗率达到 94%，全国中小企业复工率进一步上升至 84%，均较 3 月底有明显提升。这与电厂耗煤数据保持一致，今年 3 月底时电厂耗煤量累计同比下降 18.1%，而截至 4 月 16 日时降幅进一步收窄至 17.3%。

图 1：工业增加值环比回升



数据来源：东北证券，Wind

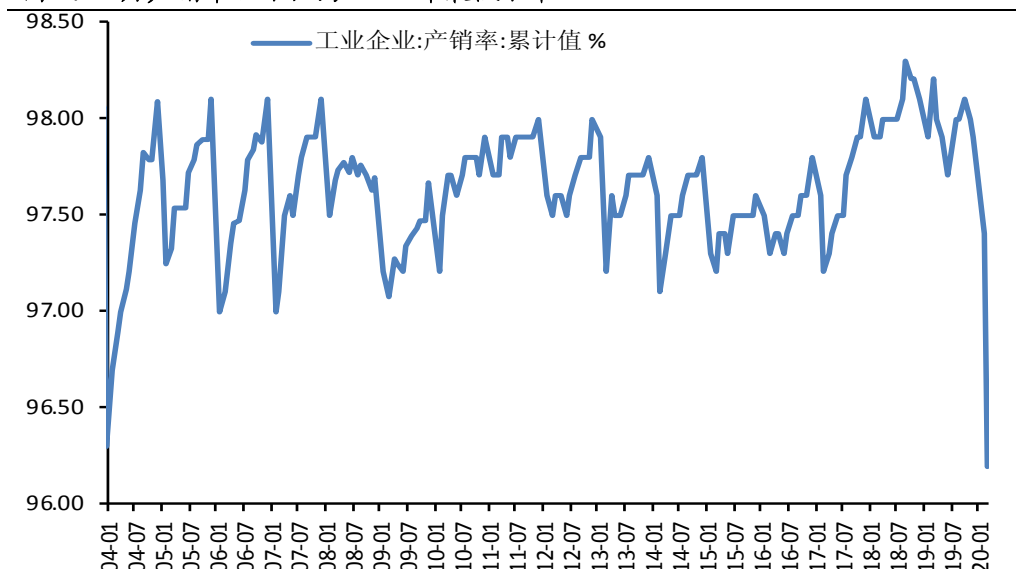
图 2：4 月电厂耗煤量累计同比延续升势



数据来源：东北证券，Wind

然而，尽管 3 月工业增加值同比改善明显，但 1-3 月累计产销率仅 96.2，为 2004 年以来最低水平，指向 3 月工业改善主要是受益于企业的赶工生产，而需求端压力仍较大，因此我们预计 3 月工业企业库存数据会有较明显的上升。

图 3: 3 月产销率跳水，为 2004 年最低水平



数据来源：东北证券，Wind

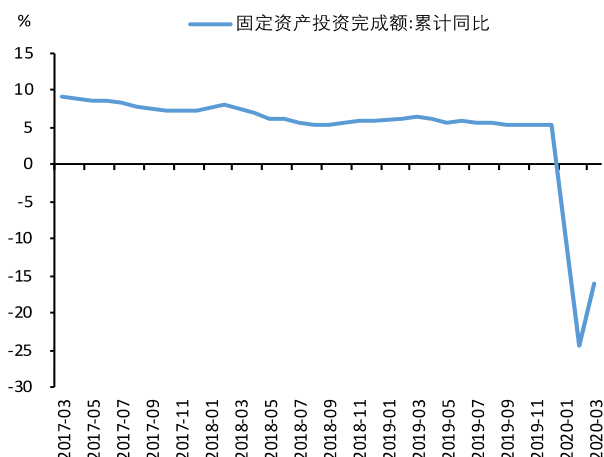
3. 制造业、基建投资增速降幅收窄，今年基建投资增速有望 10%左右

固定资产投资增速降幅收窄。1-3 月，全国固定资产投资同比下降 13.8%，较 1-2 月降幅收窄 8.4 个百分点。

制造业投资同比下降 25.2%，降幅收窄 6.3 个百分点，其中受低基数影响汽车制造业、专用设备制造业投资同比修复最为突出，汽车制造业同比降幅较 1-2 月收窄 13.8 个百分点至 27.2%，而受高基数影响化学原料及化学制品制造业、计算机通信和其他电子设备制造业投资同比较疲弱。一季度工业产能利用率录得 67.3%并创下有数据以来的最低水平，叠加目前内需仍待充分释放、海外疫情演绎下外需继续承压、经济前景不确定性打击企业家信心，预计后续制造业投资复苏的动力相对不足，但先进制造业等部分重点行业在政策支持下有望实现较大增长。

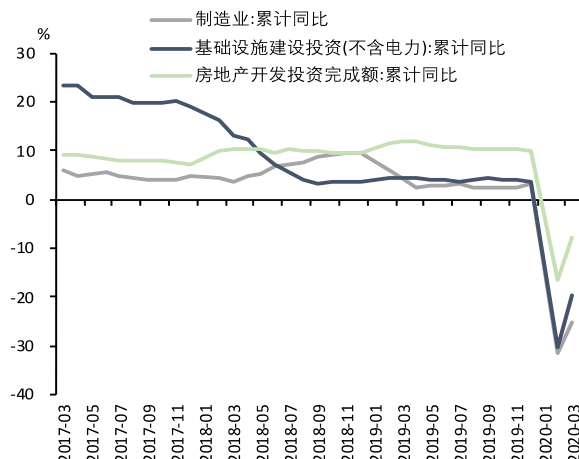
1-3 月基建投资同比下降 19.7%，考虑到国内疫情逐渐平息、气候回暖、积极财政政策更加积极有为，预计今年基建投资增速有望达到 10%左右。

图 4: 固定资产投资降幅收窄



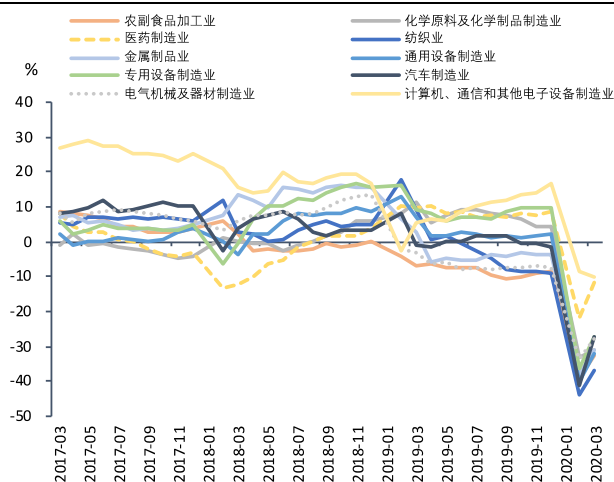
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 三大投资中, 房地产韧性偏强



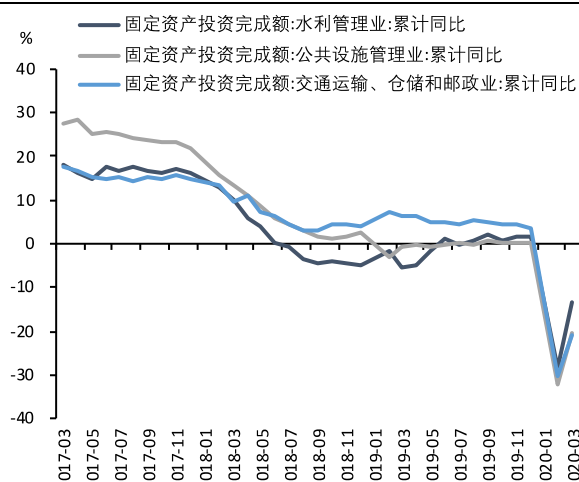
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 制造业投资各分项均有所回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 基建投资各分项增速同步回升



数据来源: 东北证券, Wind

4. 楼市交易逐渐回暖, 3 月房地产投资、商品房销售降幅均收窄

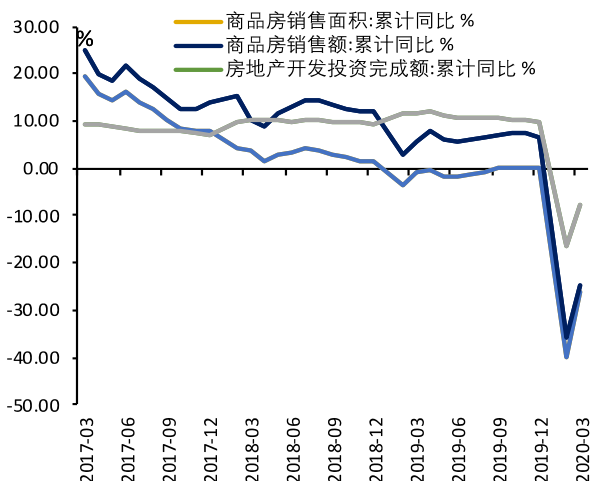
1-3 月房地产投资同比下降 7.7%，前值降 16.3%。

从资金来源来看, 1-3 月房地产开发企业到位资金同比下降 17.5%，其中国内贷款同比降 5.9%，销售回款同比降 22.4%，自筹资金同比降 8.8%。受疫情改善后政府增加供地、房企拿地需求释放的影响, 1-3 月土地购置面积同比降幅较 1-2 月份收窄 6.7 个百分点至 22.6%，土地成交价款同比降幅大幅收窄 18.1 个百分点至 18.1%。

从动工情况来看, 1-3 月施工面积同比增长 4.1%，较 1-2 月份提高 1.2 个百分点，新开工面积下降 27.2%，降幅收窄 17.7 个百分点，竣工面积同比下降 15.8%，降幅收窄 7.1 个百分点。

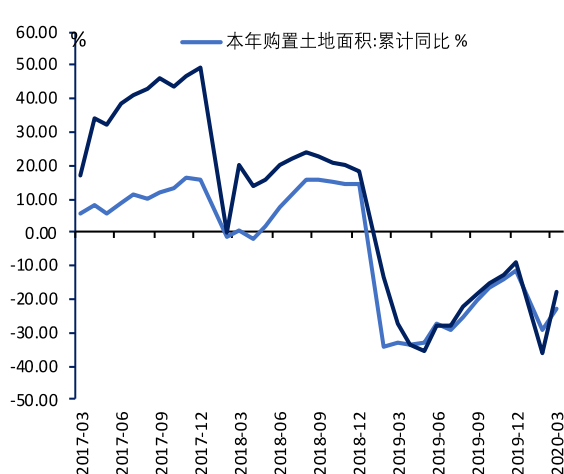
销售方面，1-3月商品房销售同比下降26.3%，降幅比1-2月份收窄13.6个百分点。我们认为随着后续楼市交易回暖、房企资金压力缓解，房企信心有望回稳并使房地产投资边际修复。

图 8: 房地产投资边际修复



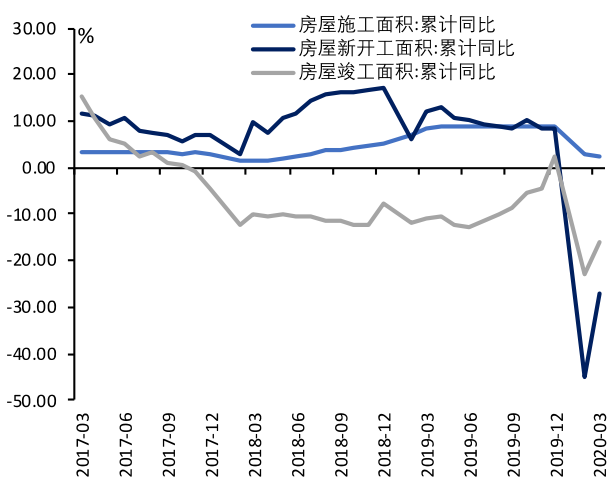
数据来源：东北证券，Wind

图 9: 土地购置面积有所回升



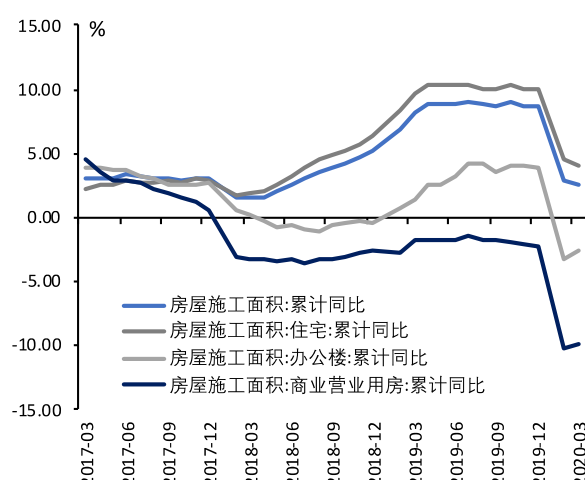
数据来源：东北证券，Wind

图 10: 房地产施工、新开工及竣工面积同比走势



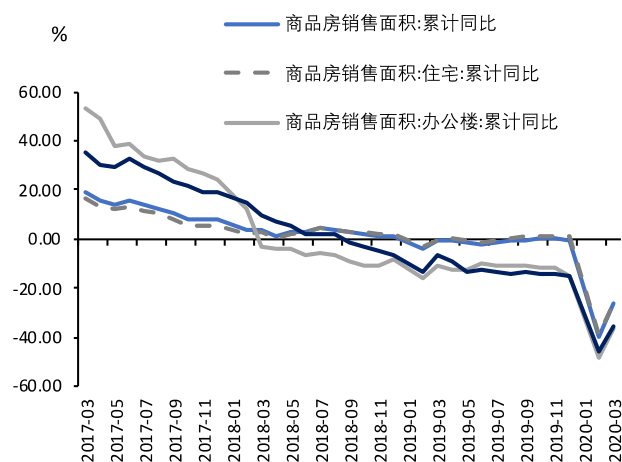
数据来源：东北证券，Wind

图 11: 房屋施工面积分项同比



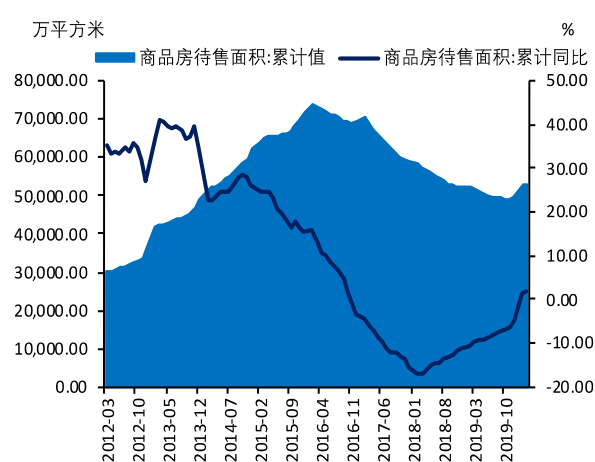
数据来源：东北证券，Wind

图 12: 商品房销售面积分项同比



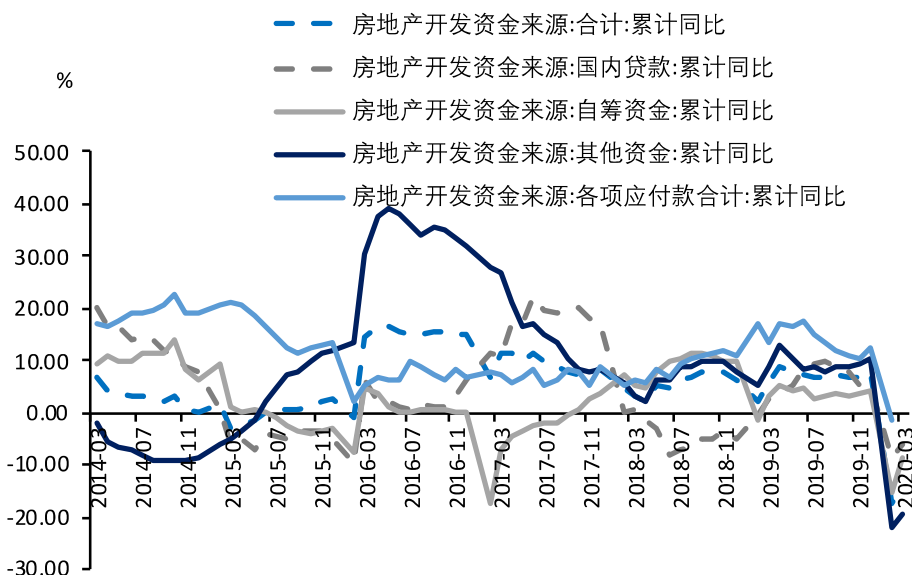
数据来源：东北证券，Wind

图 13: 商品房待售面积小幅增加



数据来源：东北证券，Wind

图 14: 房地产开发资金来源分项同比



数据来源：东北证券，Wind

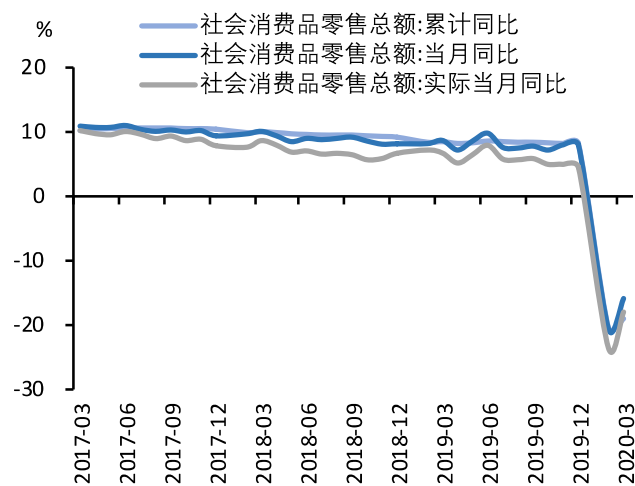
5. 消费表现仍分化，实物网上零售和非耐用品消费较快增长

1—3 月份，社会消费品零售总额 78580 亿元，同比名义下降 19.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额 72254 亿元，下降 17.7%。

消费表现继续分化，实物商品网上零售和非耐用品消费实现较快增长，汽车服装家电等耐用品、半耐用品消费仍低迷。1-3 月社会消费品零售总额同比下降 19.0%，除汽车以外的消费品零售额同比下降 17.7%。疫情冲击下 3 月线上消费继续逆势增长，1-3 月实物商品网上零售额同比增长 5.9%，占社会消费品零售总额的比重为 23.6%，较 1-2 月提高 2.1 个百分点，其中吃类和用类商品分别增长 32.7%和 10.0%，穿类商品下降 15.1%。从结构上看，受疫情期间居民足不出户、可支配收入大幅滑

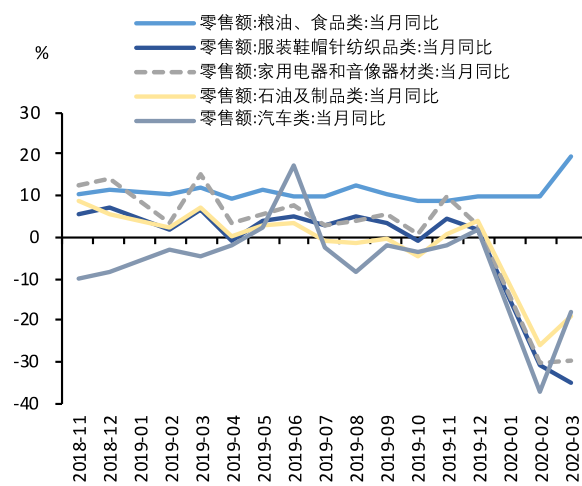
落的影响，粮油食品等非耐用品、生活必需品消费相对韧性较强，而汽车、家具、服装等耐用品、半耐用品消费仍低迷。最后从消费类型来看，目前餐饮业受影响仍大，1-3月份餐饮收入同比下降44.3%，商品零售同比下降15.8%。

图 15: 社零名义与实际同比增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 16: 社零主要分项的同比走势有所分化



数据来源: 东北证券, Wind

值得注意的是，据美团统计，3月以来国内生活服务业进入修复期，商户复工率自2月底的50%提升至80%，同期消费复苏率自20%修复至50%，距离正常水平仍有差距，显示当前居民外出消费依然较为谨慎，需求端修复速度相对较慢。具体来看，餐饮、零售、汽车消费逐步回暖，预计二季度末有望回归正常水平，酒店、旅游、电影仍处于承压期。

餐饮：截至4月17日，餐饮业累计损失约占上年营业收入的15%。据哗啦啦统计，4月前半月，餐饮业日均营业额约为上年同期的53%，较3月后半月环比增长15.6%。全国餐饮门店营业率恢复至88%，较3月末提升近8个百分点。

零售：2月下旬以来需求端虽在逐步修复，但暂未观察到明显的报复性消费的出现。据商务部统计，零售企业基本已经复工，超市便利店销售已经超过去年同期水平，百货商场的营业额恢复速度依然较慢，仅为上年同期的50%左右。从商务部重点监测1000家零售企业日均销售额来看，至4月上旬，零售企业日均销售额较2月中

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_5701

