

宏观经济

全球战疫下中国经济走向何方

2020 年 04 月 02 日

—— 2020 年一季度中国宏观经济及全年发展预测

分析师：冯乐宁

执业证书号：S1030511010001

电话：0755-83199599

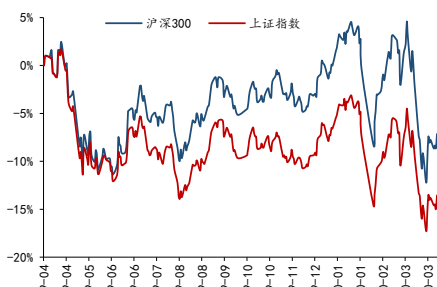
邮箱：fengln@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：

- ✧ 宏观专题 3：春节因素将推动本轮通胀坚定 01-10
- ✧ 宏观专题 2：降准是灵活适度政策的开启 01-02
- ✧ 宏观专题 1：从价格的视角关注企业利润及政策导向 12-19

过去一年上证综指与沪深 300 指数的表现



经济预测（一致预期）

单位%	1QE	20E
GDP	-5.1	3.0
CPI	4.7	3.2
PPI	-0.8	0.1
工业增加值	0	5
固定资产投资增速	-9	10
出口增速	-9	-10
进口增速	-1	-1
社消增速	-5	8.5
M2 增速	8.6	8.5
人民币汇率	7.00	7.10

数据来源：Wind 资讯

请务必阅读文末重要声明及免责条款

核心观点：

- 1) **预计一季度 GDP 增速-5.1%，全年乐观情形 5%。**今年政治局会议多次明确的提到“确保实现决胜全面建成小康社会目标任务”，意味着今年“GDP 翻番”的任务仍然是经济发展目标，这或预示 2020 年经济增速目标依然是弹性较大的区间，区间的高点或在 5.5%。由于海外因素不确定性较高，特别是新冠病毒在全球大面积感染超过百万人，外部的变量难以预测，我们初步测算一季度我国的实际 GDP 同比增速为-5.1%，全年增速乐观情形下 5%，在基准情形下为 3%。
- 2) **二季度有望全面启动促消费。**在疫情冲击下预计今年一季度社消零售总额下降 15%，二季度中央有望会启动或落地各行业促进消费的红利政策，有望涵盖包括汽车、家电、通讯、家居等多项大类，并积极强化线上商业平台的作用，进一步促进和打通商品下乡力度，通过在各地区鼓励发行消费券，利用消费券的杠杆作用驱动市场激发出更强的消费意愿。
- 3) **固定资产投资将成为全年主要发力点。**我们认为房地产投资虽然不会是逆周期刺激经济的主要手段，但在部分非限购地区可见更多的局部放松，预计一季度的房地产投资增速将滑落至-12%左右，全年 9.5%。基建投资预计二季度进入高速增长时期，预计全年基建投资额有望达到或超过 21 万亿元，全年基建投资增速有望增长 16%。随着复工复产进一步的恢复，叠加中央有望在财政政策方面展开减税降费，优惠融资等各项利好的推动，预计一季度制造业数据大幅下降将成为年内的低点，预计制造业全年投资增速将不低于去年水平。
- 4) **外部疫情对我国外贸发展影响大。**我国一季度出口形势较为严峻，出口增速将下滑 13%左右，进口下降 1%左右，虽然货物贸易的顺差大幅收窄，但服务贸易逆差的收缩有助于我国外贸差额的正向表现，由于海外疫情高峰已后移至二季度，对二季度我国的出口形势构成压力，预计二季度我国出口下滑幅度仍将明显增加。由于外部疫情发展不确定性较高，对中国经济的影响也较为复杂。
- 5) **货币政策和财政政策全面发力。**我们预计未来三个季度可实施降准 3-4 次，4 月起将会陆续看到 MLF 利率的下调，以及 1 年期和 5 年期 LPR 报价同步下调，存款基准利率也将接棒下调，带动企业贷款利率的进一步走低。预计我国财政赤字率或较去年 2.8%提升至 3.5%，今年较去年将多释放出 7000 亿元左右的财政资金。加上发行特别国债，加大地方政府专项债规模，其中地方政府专项债发行规模可达 3 万亿元以上，将有力的支持基建投资和促消费的进程。
- 6) **风险提示：**经济超预期下行；海外疫情进一步恶化；国内输入性病例及本土病例增加；货币及财政政策不达预期等。

正文目录

一、本土疫情受控复产复工启动	5
1.1 全国疫情防控的形势出现重大转折	5
1.2 月度数据反映疫情爆发期间经济下滑严重	6
1.3 “3.27”政治局会议对今年经济发展目标做了定调	7
二、从不同维度观测国内疫情周期的经济活跃度变化	8
2.1 各行业在 3 月的复产复工的进程表现不一	8
2.2 耗煤量数据较正常值仍有约 15% 的不足	8
2.3 国内 30 大中城市商品房交易量已回归常态区间	9
2.4 全国客运量离正常水平还有 40% 的差距	10
2.5 全国城市交通拥堵指数较正常值仍有 10% 的差距	12
三、预计一季度社消零售额下降 15% 二季度全面促消费	13
3.1 一季度整体消费特征及表现	13
3.2 三月全国消费复苏情况分析	14
3.3 对一季度消费数据的初步测算	15
四、固定资产投资将是今年稳增长的主要发力点	16
4.1 疫情对一季度固定资产投资的冲击相对有限	17
4.2 房地产投资：预计一季度增速-12%，全年增长 9.5%	18
(1) 房地产企业面临较大回款压力	18
(2) 房地产政策：主基调不变局部放松	19
(3) 对一季度房地产投资数据的初步测算	19
4.3 基建投资：预计一季度增速-9%，全年增长 16%	20
(1) 基建投资对经济托底的作用突出	20
(2) 前两年基建的表现一直处于“蛰伏”状态	21
(3) 2020 年我国基建投资项目有望再次“火力全开”	22
(4) 基建的各资金来源项目有望同步增长	23
(5) 对一季度基建投资数据的初步测算	24
4.4 制造业投资：预计一季度增速-8%，全年增长 4%	24
(1) 制造业投资表现与经济景气度高度相关	24

(2) 对一季度制造业投资的初步测算	25
五、进出口数据面临较大外部不确定性因素	26
5.1 外贸：预计一季度出口增速-13%，进口增速-1%	26
(1) 疫情对我国外贸的影响从内部转向外部	26
5.2 海外主要疫情严重及严格防疫国家与我国的贸易往来情况	27
5.3 服务贸易差额逆差明显收窄	29
六、疫情对海外经济造成较大冲击	30
6.1 疫情前全球主要经济体的经济表现并不稳固	30
6.1 美欧经济 2020 年二季度大概率陷入衰退	31
(1) 经济停摆失业率暴增	31
(2) 抛售风险资产股市熔断	32
(3) 国债收益率再次倒挂	32
6.2 各国采取的对冲措施长期效果仍待观察	33
(1) 美国无限量量化宽松	33
(2) 各国纷纷采取降息措施	33
6.3 发生金融危机的概率虽不大但有前提条件	35
6.4 不宜对全球经济长期发展过度悲观	35
七、应对外部冲击我国具备充足的政策储备	36
7.1 我国政策操作空间大且具备较高的弹性	36
(1) 我国经济结构完善经济基础具备较强韧性	36
(2) 我国政府杠杆率不高，利率空间充分	37
7.2 货币政策：保持主基调原则下继续偏向宽松	38
7.3 财政政策：有望成为驱动经济的主要催化剂	39
八、预计一季度 GDP 同比-5.1%，全年乐观情形下 5%左右	39
九、风险提示	41

图表目录

Figure 1 中国企业经营状况指数 (%)	5
Figure 2 中国企业经营状况指数主要分项 %	5
Figure 3 中国制造业采购经理指数 PMI (%)	6
Figure 4 中国非制造业 PMI 指数 (%)	6
Figure 5 各类型企业的 PMI 数据表现 (%)	7
Figure 6 过去四个月小微企业运行指数的表现 (%)	7
Figure 7 六大发电集团日耗煤量数据的表现 (2013 年-2020 年) %	9
Figure 8 过去三年国内 30 个大中城市商品房交易套数日成交情况 (套)	9
Figure 9 百城住宅价格指数的表现: 同比 (%)	10
Figure 10 百城住宅价格指数的表现: 环比 (%)	10
Figure 11 今年春运 40 天的客运量较去年明显萎缩	11
Figure 12 节后返程客运量的情况 (从元宵节启动返程至 3 月底)	11
Figure 13 全国 30 大城市交通拥堵指数的表现 (2016 年-2020 年)	12
Figure 14 今年 2 月我国各主要商品零售额的同比表现 (%)	14
Figure 15 线上零售的表现相对更为坚挺 (%)	15
Figure 16 固定资产投资三大分类累计同比的表现 (%)	17
Figure 17 固定资产投资不同部门的同比表现 (%)	17
Figure 18 历年一季度固定资产投资占比情况 (%)	17
Figure 19 建安投资及设备购置是固投的主要拖累 (%)	17
Figure 20 商品房销售额及销售面积的变化 (%)	18
Figure 21 商品房库存数据的变化 (%)	18
Figure 22 从 2016 年至今为止中央各类重大会议对房地产政策的表述	19
Figure 23 房屋施工新开工及竣工情况表现 (%)	20
Figure 24 各类资金来源的情况 (%)	20
Figure 25 基建投资主要领域的表现情况 (%)	21
Figure 26 基建投资累计同比情况 (%)	21
Figure 27 对基建投资测算的每月投资额及同比表现 (%)	24
Figure 28 制造业投资增速的表现 (%)	25

Figure 29 高新技术制造业和服务业的表现 (%)	25
Figure 30 我国外贸进出口的同比表现：每月 (%)	26
Figure 31 我国贸易差额的表现：每月 (%)	26
Figure 32 我国对美欧日的出口表现：每月 (%)	27
Figure 33 我国对东盟等新兴经济体出口表现：每月 (%)	27
Figure 34 我国对美欧日的进口表现：每月 (%)	27
Figure 35 我国对东盟等新兴经济体进口的表现：每月 (%)	27
Figure 36 银行净息差的表现与实际贷款利率的趋势有较高相关性 (%)	28
Figure 37 企业订单及出口订单的表现不及预期 (%)	29
Figure 38 财新经营活动指数的表现 (%)	29
Figure 39 欧美发达国家的 PMI 数据表现 (%)	30
Figure 40 摩根大通全球制造业指数 (%)	31
Figure 41 欧元区制造业及投资信心指数 (%)	31
Figure 42 欧盟国家工业生产指数 (%)	32
Figure 43 美国再次出现国债利率倒挂 (%)	32
Figure 44 美国制造业 PMI 指数及预期指数 (%)	33
Figure 45 美国消费信心指数及 ECRI 领先指数 (%)	33
Figure 46 一季度全球各国纷纷展开降息（不完全统计）	34
Figure 47 工业增加值表现与 GDP 累计增速 (%)	40
Figure 48 工业增加值与 GDP 增速相关性测算 (%)	40

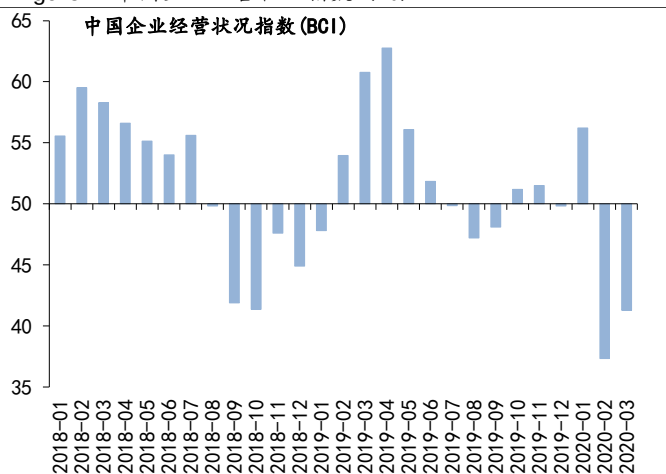
一、本土疫情受控复产复工启动

1.1 全国疫情防控的形势出现重大转折

农历新年前夕新冠疫情在我国爆发后，为阻断疫情的蔓延，全国各地实施了最为严格交通限流和人员流动的管制措施。为了保障全国人民的命健康，阻断新冠病毒的进一步扩散，中央使用的近似休克式疗法的措施，也使得一季度尤其是 2 月份的经济活动基本处于停摆状态。随着 1-2 月经济数据的发布，观察到我国为抗击新冠“战疫”，在经济方面付出了巨大的“牺牲”。不过我们可以看到股市投资者的情绪反应，并没有因为国内月度高频经济数据的下滑而出现恐慌或挤兑，而更多的表达出人们对中央在对抗新冠“战疫”中，不惜“牺牲”短期经济活动，保障长期经济的稳定及国民生命权的措施，表示了高度的理解和认同。

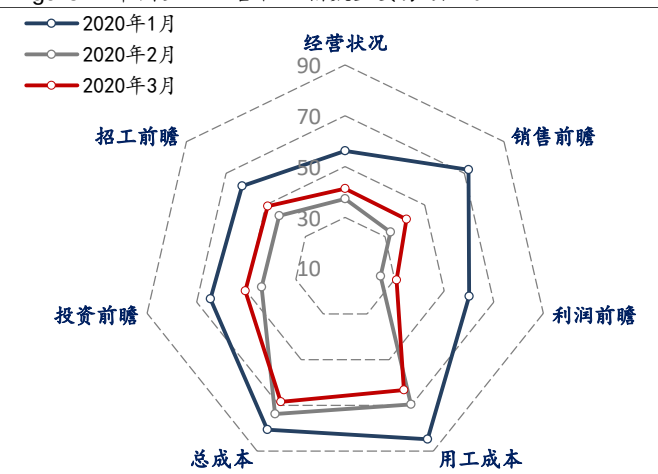
进入 3 月下旬以来，我国内地本地的新增病例数量已经明显减少，越来越多的省市已经取得连续多日的确诊人数零增长，随着湖北宣布解封，表明中国本土的疫情基本得到控制，国内疫情防控的重点已转向防止海外输入以及无症状病例的防控上。国内各类型企业自 3 月下旬以来逐步启动复产复工，且进度不断加快。对于月度数据下滑的本身，只反映了本次疫情事件集中爆发对经济的冲击力度，并不是我国经济内在核心发展动力和增长的韧性的真实反映，因而着眼于未来各地复工复产率的逐步提升，我国经济和生产也在逐步的回稳。

Figure 1 中国企业经营状况指数 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 中国企业经营状况指数主要分项 %



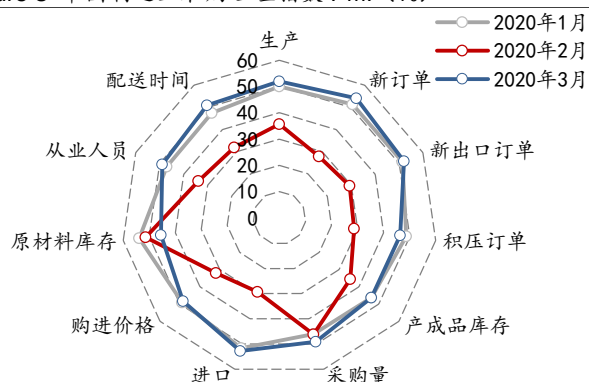
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

1.2 月度数据反映疫情爆发期间经济下滑严重

数据显示：今年 1-2 月我国在生产、投资和消费方面的增长数据，均创下过去三十年以来的新低，比如工业增加值同比下降 13.5%，固定资产投资同比下降 24.5%，社会消费品零售总额同比下降 20.5%，其中 2 月是疫情阻断的主要时期，因而 2 月数据反映了主要的拖累因素，但降幅超出市场一致预期。

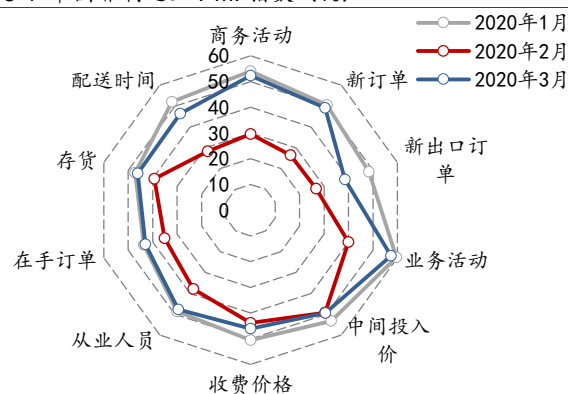
制造业的增速表现与经济的景气度高度相关。一般而言，企业会根据现金流、订单量、利润、库存、产能利用率等指标来进行资本开支规划。通过跟踪中国企业经营状况的 BCI 指数，它主要反映国内企业尤其是中小企业在各期的经营状况，由于 1 月大多数工作日处于疫情爆发前，在全国展开疫情防控措施实施前，因而各项指标还是正常表现，而 2-3 月处于疫情爆发及疫情控制与恢复期，各项数据则呈现大幅收缩，其中 3 月的数据多数达不到 50 景气线以上。而从企业销售、利润、成本、投资与招工等指标的情况看，大多数指标也未恢复至 1 月的水平。

Figure 3 中国制造业采购经理指数 PMI (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 中国非制造业 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

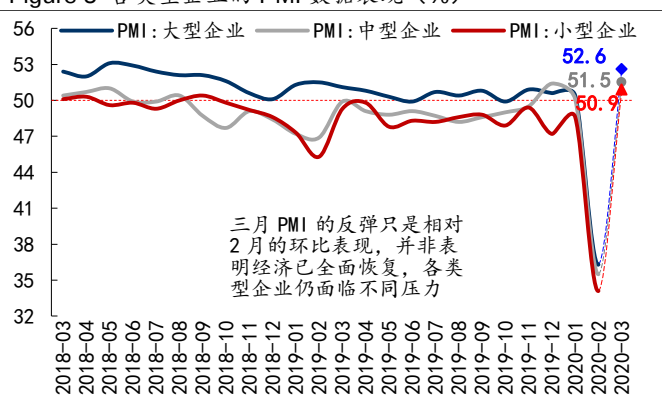
此外观察 PMI 指标，数据显示一季度 PMI 数据在 2 月呈现大幅度的下降，足见疫情冲击力度之大，我国 2 月的综合 PMI 产出指数为 28.9，而 1 月和 3 月均为 53，表明中国企业生产经营活动受“黑天鹅”事件的重击的影响严重。此外长期处于扩张区间的中国非制造业 PMI 同样受疫情较为严重的冲击，在 2 月亦创下记录以来的新低。其中 2 月在调查的 21 个行业中，有 19 个行业的商务活动指数位于收缩区间，不过金融业商务活动指数为 50.1，继续保持在扩张区间，对疫情防控和经济发展发挥了重要作用。制造业 PMI 与非制造业 PMI 指数在经过 2 月的暴跌后，3 月明显反弹并比恢复到以往正常波动区间，意味着随着自 3 月开始复工复产，国内经济呈现月度环比改善的状况，基本上符合预期的，但并不改变一季度我国经济整体依然疲弱的状况。

1.3 “3.27” 政治局会议对今年经济发展目标做了定调

(1) 稳就业，救扶中小企业是稳经济的基础

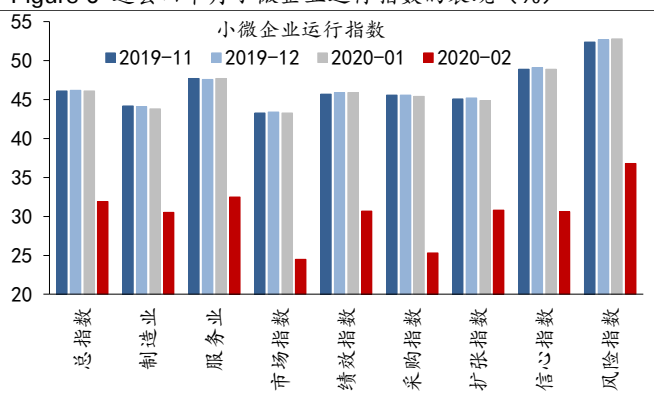
在 3 月 12 日，总理在国常会的会议就强调了“稳就业”。在一季度经济大概率负增长的情况下，外部环境也因疫情的扩散，而面临较大的不确定性，因而从总理的表态中不难体会，当下“稳就业”是“六稳”工作的首要任务，而“稳经济”依然是今年的最终目标。从另一个角度来看，如果稳就业的目标达成，也是稳经济达成的基础。而稳就业最大的挑战就是要降低失业率，让中小企业能持续经营，救扶因疫情导致经营困难的中小企业。

Figure 5 各类型企业的 PMI 数据表现 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 过去四个月小微企业运行指数的表现 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

中小企业在国内数量庞大，就业人口众多，由于疫情表现复杂，国内前期疫情影响较大，而当下疫情在全球爆发，各国开始封城、封关，这对全球经济以及供应链造成了新的冲击，对我国的外贸企业及供需链条对外依赖度高的中小企业，形成了新的冲击因素。因而是否让各类型中小企业继续健康的“存活”下去，不能出现大面积破产的情况，是经济复苏中的最大挑战。如果企业破产过多，不仅推升失业率，更会对影响我国经济的稳定趋势。所以预计中央在后期仍将展开各项促消费、财政支持、货币政策等，以防止中小企业

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_6083

