

2020 年 1-2 月宏观经济数据点评

疫情冲击下宏观经济指标大幅下滑 3 月有望出现 V 形反转

主要数据：2020 年 1-2 月规模以上工业增加值累计同比实际下降 13.5%，上年全年值 5.7%，上年同期值 5.3%；1-2 月固定资产投资累计同比下降 24.5%，上年全年值 5.4%，上年同期值 6.1%；1-2 月社会消费品零售总额累计同比下降 20.5%，上年全年值 8.0%，上年同期值 8.2%。

主要观点：疫情冲击下，1-2 月主要宏观经济指标均现两位数下滑，普遍逊于此前市场预期。工业生产方面，全国性的防控隔离措施对企业开工造成沉重打击，节后用工困难、复工延迟、物流受阻，生产端景气度短期内受挫，同时，需求端下滑进一步强化了疫情对生产端的负面影响，导致工业增加值同比大幅负增 13.5%。投资方面，1-2 月三大类投资增速全面放缓，其中，农民工复工明显延迟，对基建和房地产投资造成明显拖累；疫情造成的企业开工延后、收入和盈利能力下滑、市场需求前景减弱等，对制造业企业的投资意愿和能力也产生明显负面冲击。消费方面，疫情对各类商品销售产生普遍性影响，拖累社零增速同比大幅负增。从结构来看，疫情对食品、药品等必需品和以汽车、家电等为代表的可选消费品影响程度不均，可选消费品受到的冲击更为明显。此外，本次疫情客观上带动线上消费实现了一次阶跃式发展，1-2 月网上消费增速下滑幅度缓于社零整体。

展望 3 月，伴随国内疫情得到控制，各项临时管制措施有序撤回，各地复工、复产加速，3 月各项经济数据均将出现 V 型反转。其中，作为逆周期调节的主要抓手，基建投资增速将会出现明显回升；前期消费延后带来的需求释放，将对社零增速产生提振；疫情控制后，各城市加快复工，也将带动房地产投资、制造业投资及工业生产增速回升。考虑到在整个一季度中，3 月份经济总量的比重大概占到约 40%，因此一季度整体经济运行仍有望避免大幅下滑局面，二季度经济增速将出现显著反弹；未来宏观政策会进一步向稳增长方向倾斜，其中稳就业将成为今年最重要的宏观政策目标。

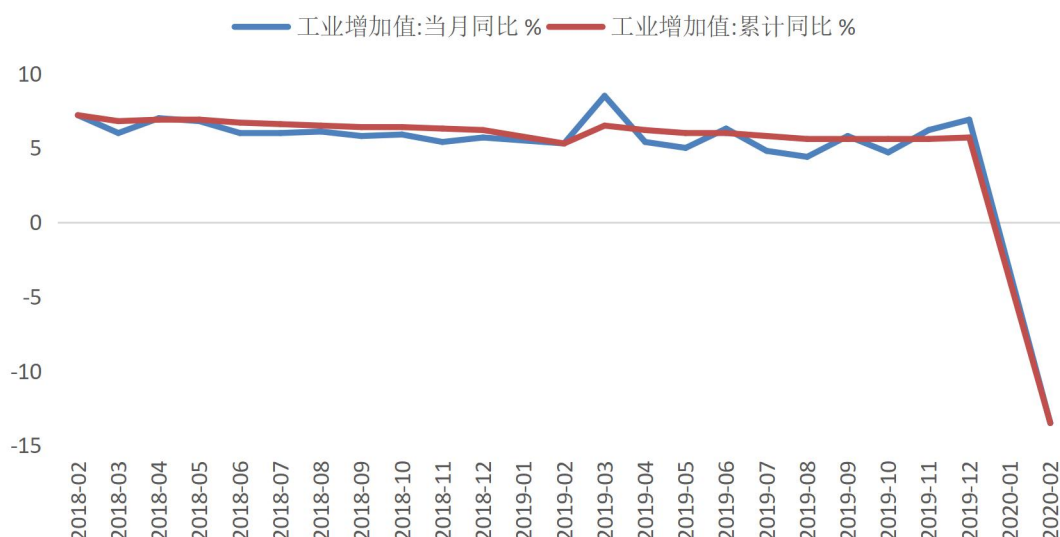
具体分析如下：

一、工业生产：全国性的防控隔离措施对企业开工影响很大，节后用工困难、复工延迟、物流受阻，生产端景气度短期内受挫，同时，需求端下滑进一步强化了疫情对生产端

的负面影响，1-2 月工业增加值同比大幅负增

1-2 月工业增加值同比下降 13.5%，增速较上年全年和上年同期分别下滑 19.2 和 18.8 个百分点，较上年 12 月下滑 20.4 个百分点。1 月下旬疫情升级以来，全国性的防控隔离措施对企业开工影响很大，节后用工困难、复工延迟、物流受阻，生产端景气度短期内受挫。就高频数据六大发电厂日均耗煤量和高炉开工率来看，相较于历史上农历春节过后往往出现的 V 字形反弹，今年 2 月两项数据大体呈现出快速下滑的态势。从复工复产情况来看，3 月 11 日农业农村部相关负责人曾表示，现在还有近一半左右的返乡农民工没有返程复工；另据国网浙江电力公布的浙江省复产指数，2 月浙江整体复产率仅为 47.3%，上年同期为 99.2%，浙江省作为全国制造业大省，其复工情况颇具代表性。

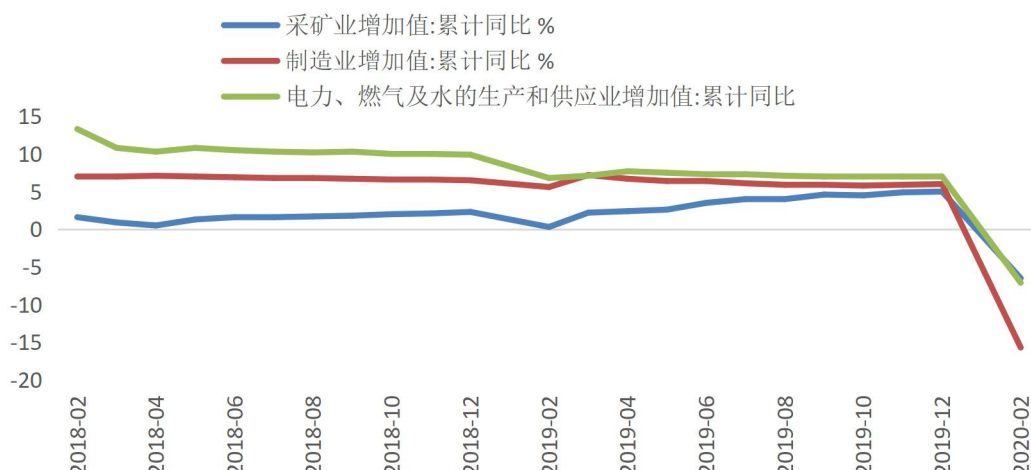
图 1 规模以上工业增加值增速



资料来源：WIND，东方金诚；注：2 月当月同比为 1-2 月累计值。

分大类看，疫情影响下，采矿业、制造业，以及电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速同步放缓，其中制造业增加值增速下滑幅度最大。1-2 月制造业增加值同比下降 15.7%，增速较上年全年和上年同期分别下滑 21.7 和 21.3 个百分点，较上年 12 月下滑 22.7 个百分点，这与 2 月官方制造业 PMI 创有数据记录以来最低相印证。疫情发生后，制造业供需两端均受到直接冲击，而需求端的下滑又进一步强化了疫情对制造业生产的影响。除国内投资和消费增速显著放缓指示内需受到抑制外，世卫组织将新冠疫情列为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC），以及 2 月下旬以来疫情全球化扩散冲击外部需求，也对外需产生下拉作用——1-2 月工业出口交货值同比下降 19.1%，增速较上年全年和上年同期分别下滑 20.4 和 23.3 个百分点。

图 2 三大门类增加值增速

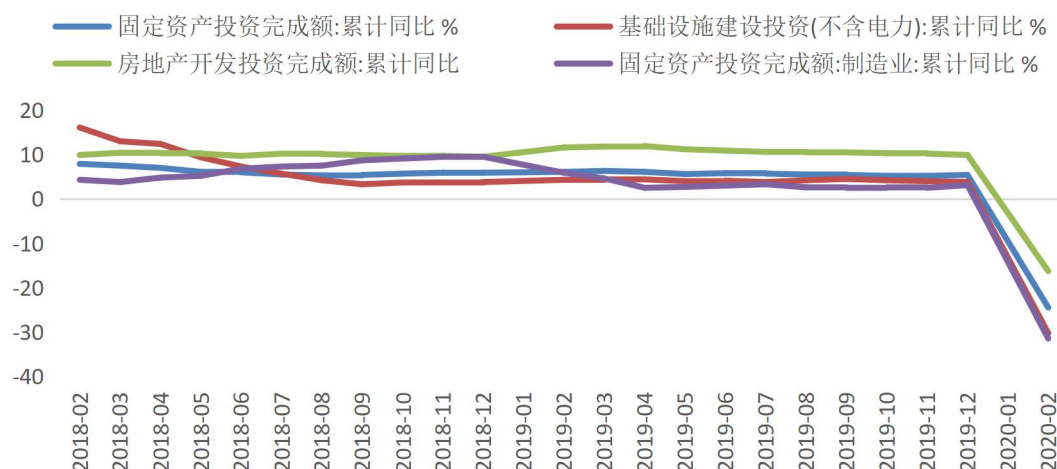


资料来源: WIND, 东方金诚

二、投资: 1-2 月固定资产投资大幅负增, 三大类投资增速全面下滑。具体来看, 受疫情影响, 农民工复工明显延迟, 对基建和房地产投资造成明显拖累; 同时, 疫情造成的企业开工延后、收入和盈利能力下滑、市场需求前景减弱等, 对制造业企业的投资意愿和能力也产生明显的负面冲击

1-2 月固定资产投资同比下降 24.5%, 增速大幅低于上年全年值 5.4% 和上年同期值 6.1%。从季节性来看, 1-2 月受春节、气候等因素影响, 传统上即为固定资产投资的淡季。今年 2 月份, 受疫情影响, 农民工复工明显延迟, 用工不足直接导致 2 月份建筑工程行业基本处于停滞状态, 对基建和房地产投资造成明显拖累。此外, 疫情造成的企业开工延后、收入和盈利能力下滑、市场需求前景减弱等, 对制造业企业的投资意愿和能力也产生明显的负面冲击。

图 3 固定资产投资及三类主要投资 (累计同比: 名义增速)

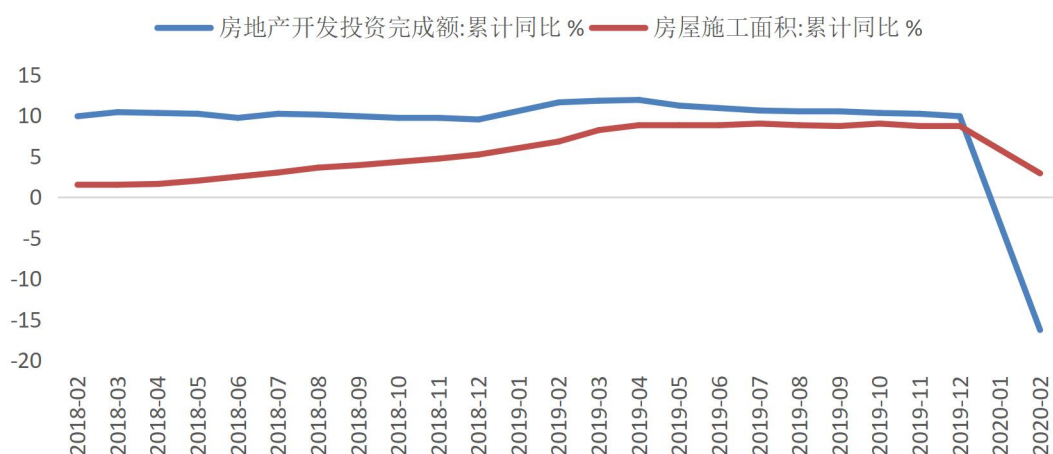


资料来源: WIND

基建投资方面，1-2 月基建投资（不含电力）同比下降 30.3%，不仅大幅低于上年全年值 3.8%和上年同期值 4.3%，也明显弱于市场预期。今年以来，逆周期调节进一步发力，专项债与此前相比明显向基建方向倾斜，配套资金融资环境趋于宽松，加之目前中央和各地项目储备也比较丰富，故此市场普遍认为 1-2 月基建投资表现将相对稳定。此番数据明显不及预期，反映疫情导致的农民工返程复工延迟、项目开工延后对基建投资的负面影响显著；但另一方面，这也预示着随着农民工逐步返工，以及为平滑 1-2 月增速大幅下滑对全年增速的拖累，后续基建项目开工进度将显著加快。

房地产投资方面，1-2 月房地产开发投资同比下降 16.3%，低于上年全年值 9.9%和上年同期值 11.6%。疫情对房地产投资的影响主要体现在两方面：一方面，疫情导致工人返岗困难，房企销售及回款不畅——1-2 月商品房销售面积和销售额同比分别下降 39.9%和 35.9%，房企开复工受到影响。我们注意到，1-2 月房屋新开工面积同比下降 44.9%，增速较上年全年下滑 53.4 个百分点，而同期房屋施工面积同比增长 2.9%，增速仅较前值下滑 5.8 个百分点，对当期房地产投资产生明显支撑，这也反映出在用工短缺、销售不佳的情况下，房企集中资源保障在建项目施工，新开工意愿和能力则受到很大抑制。另一方面，疫情影响下，政府土地供应相应减少，房企现金流偏紧下补库存意愿下降，拿地也受到抑制。1-2 月购置土地面积同比下降 29.3%，土地成交价款同比下降 36.2%，降幅较上年全年分别扩大 17.9 和 27.5 个百分点。

图 4 房地产开发投资、房屋施工面积增速



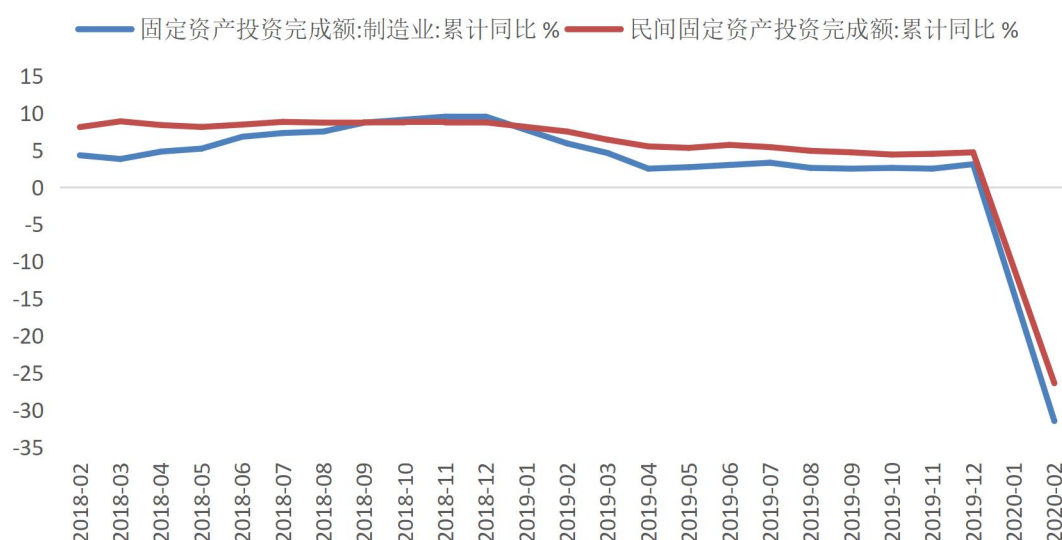
资料来源：WIND，东方金诚

制造业投资方面，1-2 月制造业投资同比下降 31.5%，增速较上年全年下滑 34.6 个百分点，较上年同期下滑 37.4 个百分点；与此相呼应，1-2 月民间投资同比下降 26.4%，增速较

上年全年和上年同期分别下滑 31.1 和 33.9 个百分点。其背景在于，疫情导致交通和物流管制，人员返工率和企业复工率较低，限制企业投资活动，而企业收入和盈利能力受损，现金流受到影响，加之市场需求前景减弱，进一步限制了企业投资意愿和投资能力。

从细分行业来看，1-2 月制造业各行业投资增速普遍呈现两位数负增，且与上年全年相比，增速下滑幅度多数在 20 个百分点以上。值得一提的是，1-2 月医药制造业投资额同比下降 22.1%，增速较上年全年下滑 30.5 个百分点，表明短期内疫情对相关药品、疫苗研发和生产投入的提振不及其对全行业的负面影响，不过，从中长期来看，疫情有利于支撑和强化医药行业的中长期发展趋势。

图 5 制造业投资与民间投资增速



资料来源：WIND

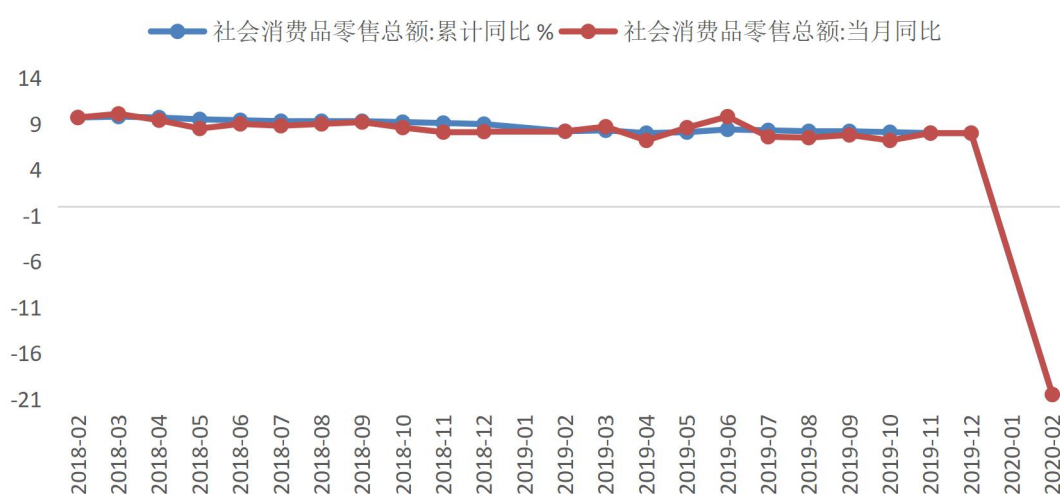
三、消费：疫情对各类商品销售产生普遍性的负面冲击，拖累 1-2 月社零增速同比大幅负增。从结构来看，疫情对食品饮料、药品等必需品和以汽车、家电等为代表的可选消费品影响程度不均，可选消费品受到的冲击更为明显。此外，本次疫情客观上带动线上消费实现了一次阶跃式发展，1-2 月网上消费增速下滑幅度缓于社零整体

1-2 月社会消费品零售总额（以下简称“社零”）同比名义下降 20.5%，大幅低于上年全年值 8.0%和上年同期值 8.2%。扣除价格因素后，1-2 月社零实际下降 23.7%，低于上年全年值 6.0%和上年同期值 7.15%。疫情影响下，商场等购物场所延期开业、居民出行不便、交通物流不畅等因素对消费活动产生明显抑制，同时，疫情导致的经济下行风险加大、就业压力加剧、个人收入增长前景减弱等对居民消费信心和消费能力也产生较大负面影响。

值得一提的是，1-2 月网上商品和服务零售额同比下降 3.0%，虽较上年全年值 16.5%和

上年同期值 13.6%也有大幅下滑，但下滑幅度明显缓于社零总体，表明线上消费模式的推广在一定程度上缓和了疫情对消费的负面冲击。我们注意到，3月13日，国家发改委等23个部门联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，针对疫情期间凸显的一些消费特征做了具体回应和部署，其中提出要鼓励线上线下融合等新消费模式发展，大力发展“互联网+社会服务”消费模式，促进各项服务消费线上线下融合发展等。可以看到，本次疫情客观上带动线上消费实现了一次阶跃式发展，而且这一势头不会在疫情消退后出现明显回潮。

图6 社会消费品零售总额同比增速



资料来源：WIND；注：2月当月同比为1-2月累计值。

从具体商品类别来看，疫情对各类商品消费产生普遍性的负面冲击，1-2月限额以上各类别商品零售额同比增速全面下滑，但下滑幅度存在一定分化。其中，粮油、食品零售额同比增长9.7%，增速较上年全年仅放缓0.5个百分点；饮料零售额同比增长3.1%，增速下滑7.3个百分点；因疫情推升部分药品需求，中西药品零售额增长0.2%，增速较上年全年放缓8.8个百分点。或因居家办公带动个人办公用品购置需求，文化办公用品零售额同比下降

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_6447

