

宏观观点评

一季度 GDP 可能负增，然后呢？

事件：1-2月规模以上工业增加值同比-13.5%（预期1.8%，19年5.7%）；1-2月固定资产投资同比-24.5%（预期2.0%，19年5.4%），其中：房地产投资同比-16.3%（19年9.9%）；狭义基建投资-30.3%（19年3.8%）；制造业投资同比-31.5%（19年3.1%）。1-2月社会消费品零售总额同比-20.5%（预期2.2%，19年8%）。

核心观点：

一、疫情冲击下，1-2月经济大幅走弱，工业增加值、房地产投资、基建投资、制造业投资和消费的增速均大幅告负，调查失业率则创有统计以来新高。工业增加值后续受制于外需。1-2月工业增加值大幅回落19.2个百分点，其中西部地区；采矿业、公用事业增速降幅相对较小。内外需对生产构成拖累。往后看，供给和内需有望明显反弹，但外需不确定性仍大。

房地产投资全年前低后高，调控松动幅度是关键。1-2月地产投资增速大幅下降26.3个百分点，地产融资有边际放松迹象。销售、开工、施工、竣工增速均大幅回落。预计随着国内疫情缓解和房地产差异化松动，地产投资有望企稳。

基建投资全年有望高增。1-2月狭义基建投资增速大幅回落34.1个百分点，主因专项债发力受疫情影响效果有限，且发行增速放缓。往后看，随着各地项目陆续复工，全年基建投资仍有望实现较高增速。

制造业投资全年形势严峻。1-2月制造业投资大幅回落34.6个百分点，高技术产业下滑幅度也较大。往后看，本次疫情打断了库存周期的触底回升，对企业投资意愿冲击十分严重，且外需压力可能对制造业投资构成持续压制。疫情与外需的双重冲击下，制造业投资不容乐观。

消费和就业短期预计仍受制于疫情。1-2月社零增速大幅下滑28.5个百分点，汽车石油拖累最大。2月调查失业率为6.2%，创18年以来新高，就业形势明显恶化。往后看，随着各地企业的复工复产，消费需求有望得到释放，就业压力也将有所缓解，仍需密切关注海外疫情的演化情况。

二、Q1 GDP 增速大概率负。基于1-2月数据，二、三产合计可能拖累经济12个百分点。3月生产虽有改观，但拉动幅度预计有限。3月上旬整体复工率接近七成，即使下旬恢复到100%，Q1 GDP增速仍可能为负（-5%左右）。

三、全年还能实现“翻番”吗？根据测算，仅Q1 GDP为负，就可能拖累全年GDP增速1.2个百分点；假设Q1 GDP增速-5%，全年要翻番，Q2-Q4平均增速需8.5%；若按1000-1100万人的预期就业目标，今年GDP增速需要在4.9%和5.4%之间。因此无论稳就业还是保“翻番”，稳增长压力都很大。

四、宏观政策可能如何发力？1) 稳就业居“六稳”之首，重在加大民企扶持和落实农民工、高校毕业生就业。2) 稳增长既要松货币更要宽财政，包括继续降准“降息”，可能降存款基准利率；财政方面包括预算赤字率破3%、新增专项债3.5万亿以上，加大政策性金融债（净融资增加4000-6000亿元）和PSL（6000亿元以上）力度，发行特别国债6000-8000亿元等。3) 资金投向，主方向还是扩大基建、放松地产、做大做稳资本市场。

五、经济的超预期反弹可能来自哪些领域？1) 稳增长可能需要全年固定资产投资增速在7%以上，基建增速超两位数，房地产差异化宽松。2) “延迟的消费”不等于“消失的消费”，提示实物消费三条主线：疫情本身利好医药，地产链可能随竣工修复，家电汽车消费刺激等。此外，服务消费占比达57%，关注医疗保健，以及疫情之后交通、文娱等反弹。3) 科技产业仍有较大空间，对GDP贡献率可能较2018年的16.1%继续提高。4) 疫情下改革仍在推进，可关注土地改革、央地关系（放权）、资本市场改革、国改等。

风险提示：全球疫情演化超预期，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《宏观专题：警惕低油价引发美国企业债违约潮》
2020-03-15
- 2、《关注海外疫情与就业—7指标跟踪复工·第5期》
2020-03-14
- 3、《稳就业更重要，会放弃“翻番”么？》2020-03-13
- 4、《疫情下积极财政的空间和发力点》2020-03-08
- 5、《如何理解2月金融数据的有强有弱？》2020-03-12
- 6、《农产品通胀PK能源通缩，物价怎么走？大类资产呢？》2020-03-10



内容目录

疫情显著冲击 1-2 月经济增速	3
工业增加值大幅回落，逆周期政策亟待发力	3
房地产投资大幅回落，边际放松仍可期	4
基建投资大幅回落，全年有望高增	5
制造业投资大幅回落，全年形势严峻	5
消费增速大幅回落，就业形势明显恶化	6
Q1GDP 增速可能为负吗？	7
“翻番”难度加大，政策和经济将如何表现？	8
全年经济增速测算	8
宏观政策可能如何发力？	9
经济的超预期反弹可能来自哪些领域？	9
风险提示	12

图表目录

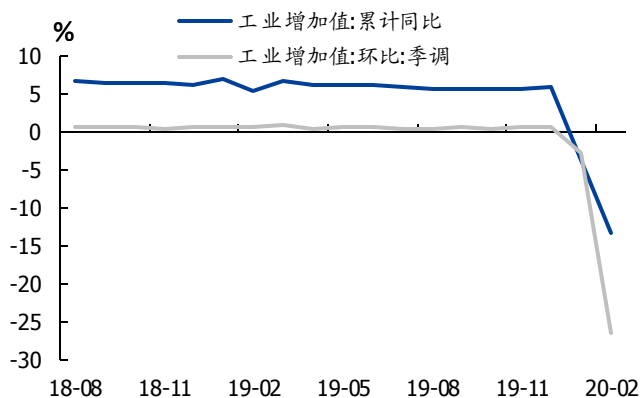
图表 1: 工业增加值增速大幅下滑	3
图表 2: 采矿业、公用事业降幅较小	3
图表 3: 内需指标大幅回落，3 月有望明显反弹	3
图表 4: 外需指标大幅回落	3
图表 5: 地产投资增速大幅回落	4
图表 6: 销售回款成为近来房企融资的主力	4
图表 7: 房地产销售销售面积和销售金额增速均大幅回落	4
图表 8: 开工、施工、竣工增速均大幅回落	4
图表 9: 基建投资增速大幅回落	5
图表 10: 基建投资分项增速	5
图表 11: 专项债发行力度暂时有所减弱	5
图表 12: 制造业投资下滑幅度最大	6
图表 13: 高技术产业下滑幅度也较大	6
图表 14: 疫情严重冲击企业投资意愿	6
图表 15: 外需压力可能持续压制制造业投资	6
图表 16: 消费增速全面下滑	7
图表 17: 分项贡献率变动: 汽车、石油拖累最大	7
图表 18: 失业率大幅提升	7
图表 19: 新增就业人数、PMI 从业人员指数大幅下行	7
图表 20: Q1 经济增速测算	8
图表 21: 全年 GDP 增速测算	8
图表 22: 后续政策判断	9
图表 23: 经济下行压力加大，需要基建托底	10
图表 24: 部分省份的重大项目投资计划对比	10
图表 25: 疫情之后，地产链消费可能有所恢复	11
图表 26: 网上消费对实物消费形成支撑	11
图表 27: 1-2 月高技术产业增加值增速大幅下滑	11
图表 28: 三新经济增加值占比不断提升	11

疫情显著冲击 1-2 月经济增速

工业增加值大幅回落，逆周期政策亟待发力

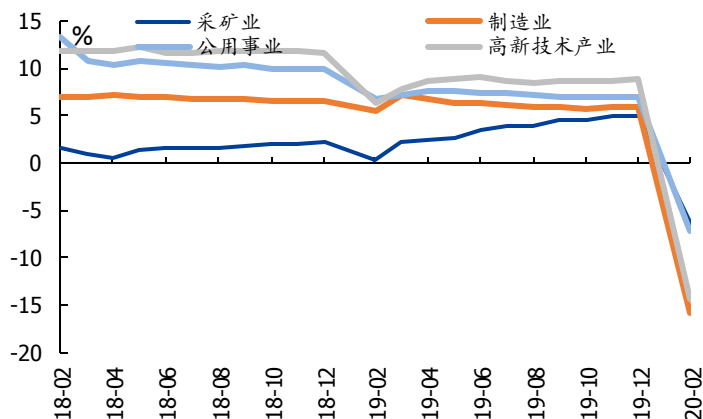
1-2 月工业增加值大幅回落，累计同比-13.5%，增速较 2019 年全年下滑 19.2 个百分点；2 月环比-26.6%，较 1 月下滑 23.9 个百分点。分区域看，受疫情影响较严重的东部、中部地区下滑幅度均在 20 个百分点以上，西部地区下滑幅度相对较小。分行业看，制造业、高新技术产业增加值增速降幅均在 20 个百分点以上，采矿业、公用事业增速降幅相对较小。

图表 1: 工业增加值增速大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

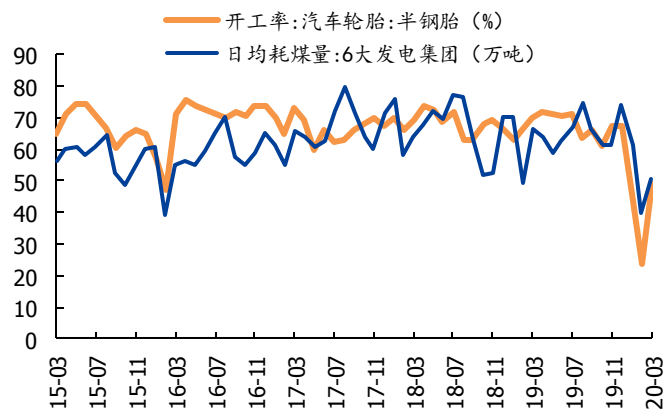
图表 2: 采矿业、公用事业降幅较小



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

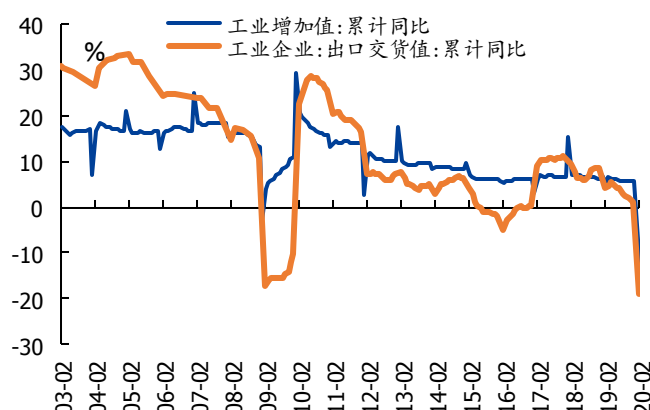
内外需对工业生产构成拖累。内需方面，1、2 月六大发电集团月均耗煤同比、汽车半钢胎开工率均出现明显下滑，显示内需疲弱，但 3 月已出现明显的反弹迹象。外需方面，1-2 月出口交货值累计同比-19.1%，较前值下滑 20.4 个百分点，外需也对生产恢复构成压制。

图表 3: 内需指标大幅回落，3 月有望明显反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 外需指标大幅回落



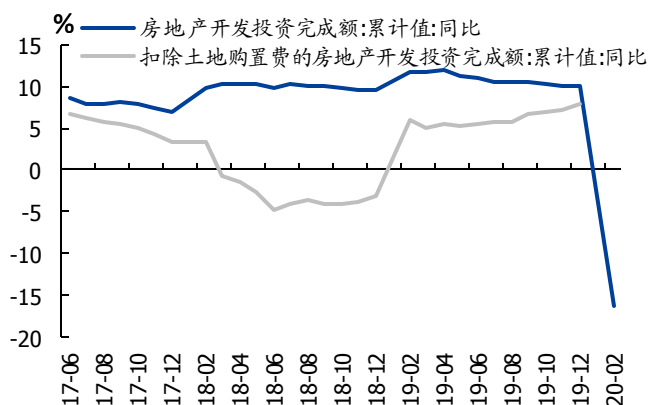
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看，随着国内复工复产的不断推进，供给和内需均有望明显反弹，对工业生产提供支撑。但海外疫情全面爆发，造成海外输入疫情的风险持续提升，且外需短期内恢复无望，国内经济下行压力显著加大。

房地产投资大幅回落，边际放松仍可期

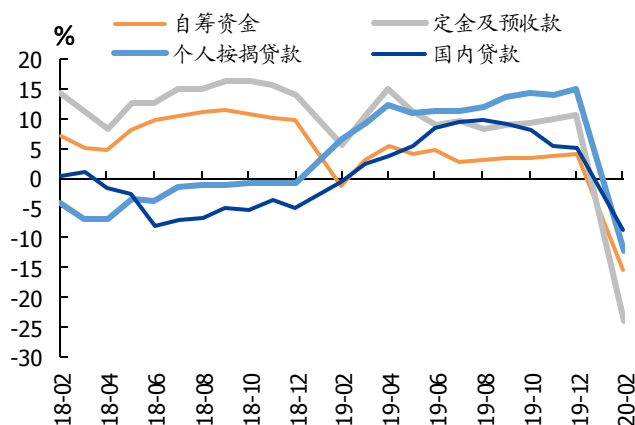
1-2月地产投资增速大幅回落。1-2月房地产投资累计同比增速为-16.3%，增速较2019年全年下滑26.3个百分点，创历史新低。剔除土地购置费之后，2019年地产投资累计同比为7.9%，高于1-11月的7.2%¹。**地产融资有边际放松迹象。**1-2月房地产开发资金来源中的国内贷款累计同比-8.6%，较前值下滑13.7个百分点，降幅明显小于其他融资方式，可能反映了在流动性宽松环境下地产融资的约束有所松动。疫情冲击导致销售停滞，个人按揭贷款和预收款增速大幅回落30个百分点左右。

图表 5：地产投资增速大幅回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

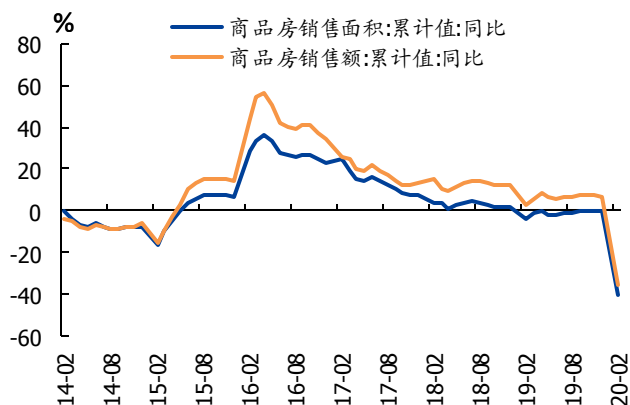
图表 6：销售回款成为近来房企融资的主力



资料来源：Wind，国盛证券研究所

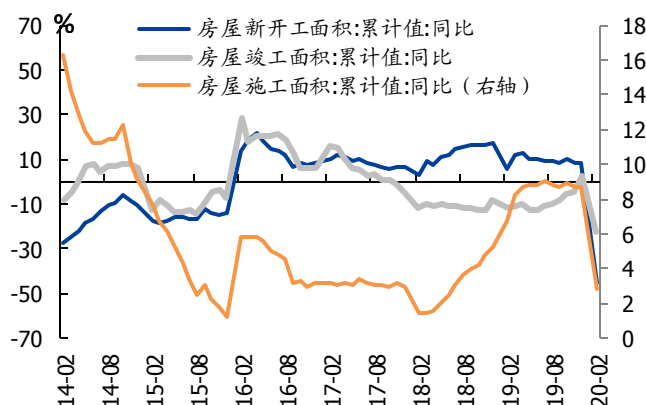
销售、开工、施工、竣工增速均大幅回落，其中施工降幅最小。受疫情冲击影响，1-2月商品房销售面积累计同比-39.9%，较前值回落39.8个百分点；销售额累计同比-35.9%，较前值回落42.4个百分点。1-2月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-44.9%、2.9%、-22.9%，分别较前值下滑53.4、5.8、25.5个百分点。

图表 7：房地产销售销售面积和销售金额增速均大幅回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 8：开工、施工、竣工增速均大幅回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

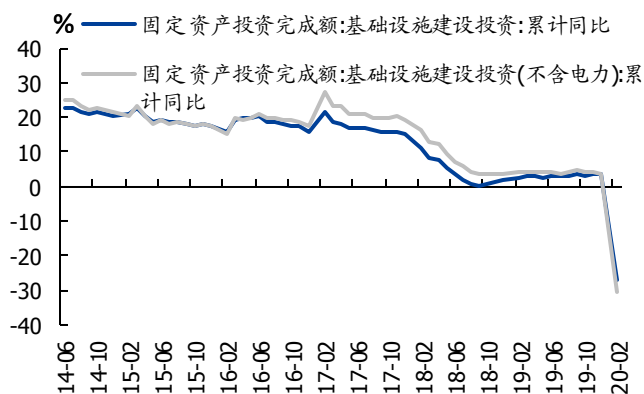
总体看，受疫情影响，1-2月地产销售、投资出现明显下滑，预计随着国内疫情缓解和房地产差异化松动，线下销售、地产施工有望稳步回升，带动地产投资企稳。

¹ 该数据更新至12月末。

基建投资大幅回落，全年有望高增

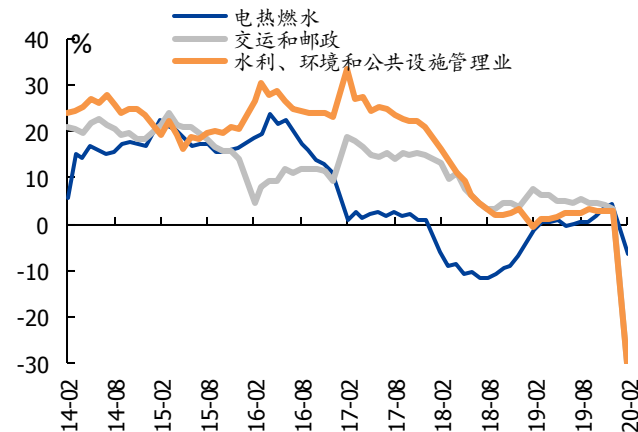
1-2月基建投资大幅回落。狭义、广义基建投资累计同比分别为-30.3%、-26.9%，较2019年增速大幅回落34.1、30.2个百分点。分项看，电热燃水投资-6.4%，下滑相对较小，交运邮政、水利、环境和公共设施投资下滑均超过30个百分点。

图表9：基建投资增速大幅回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

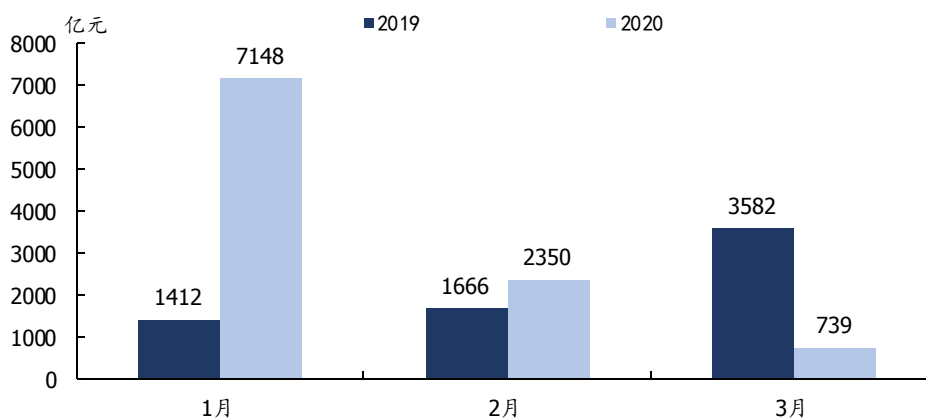
图表10：基建投资分项增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1-2月专项债大幅发力，但受疫情影响效果有限，且发行增速趋于放缓。1月新增专项债发行7148亿元，较19年1月大幅增加406%，但受疫情影响复工受阻，拉动投资效果可能有限；而2月仅发行2350亿元，较19年2月增加41%，增速明显回落。截至3月16日，3月已公布的专项债发行计划仅739亿，较去年3月3582亿的发行规模仍有较大差距。前三月新增专项债发行总额已经接近1.29万亿的提前下达规模，进一步发力可能需要“两会”时明确扩容。总体看，受疫情影响，1月专项债资金可能未全部下达至项目中，开工复工延迟也导致实际有效投资受限。不过，全年基建仍是稳增长的重要抓手，后续有望加大资金投放和项目建设力度。

图表11：专项债发行力度暂时有所减弱



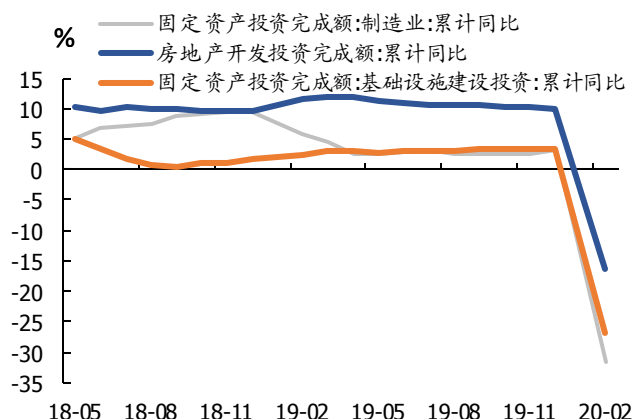
资料来源：Wind，国盛证券研究所注：2020年3月数据截止至3月16日

制造业投资大幅回落，全年形势严峻

1-2月制造业投资大幅回落。1-2月制造业投资同比-31.5%，较2019年全年回落34.6

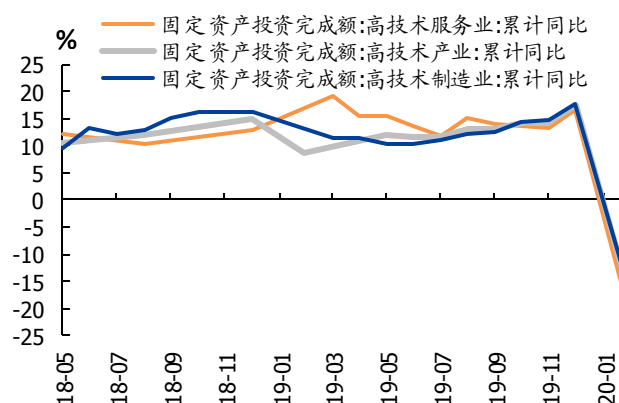
个百分点，回落幅度明显高于地产投资和基建投资。其中高技术制造业投资增速-16.5%，较2019年全年回落34.2个百分点，增速下滑幅度接近制造业整体。

图表 12: 制造业投资下滑幅度最大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

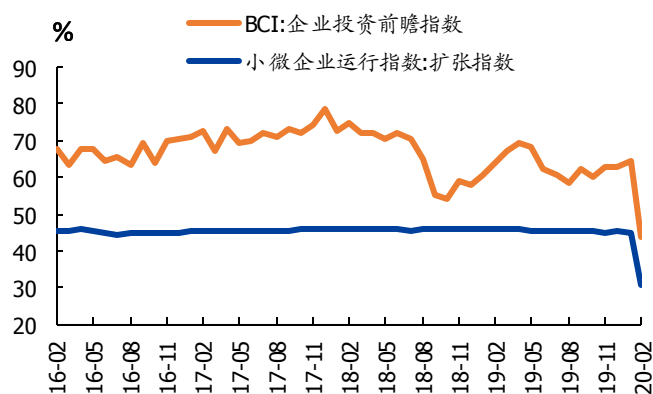
图表 13: 高技术产业下滑幅度也较大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

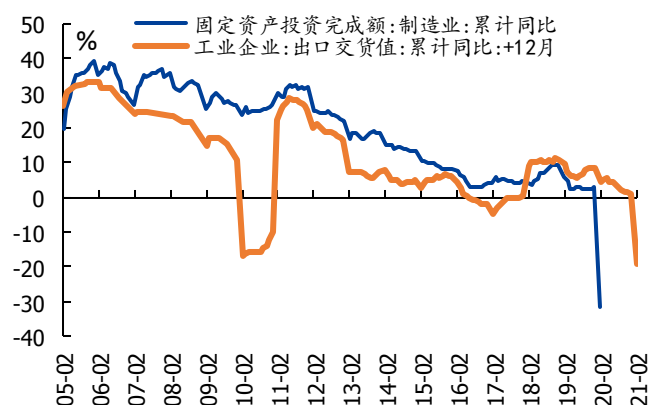
总的来看，疫情与外需的双重冲击下，制造业投资形势严峻。短期看，本次疫情打断了库存周期的触底回升，对企业投资意愿冲击十分严重，BCI 企业投资前瞻指数、小微企业扩张指数均创历史新低，显示企业投资意愿十分低迷。全年看，海外疫情全面爆发，美欧股市、石油价格连续暴跌，可能引发美国企业债违约潮（具体请参考前期报告《警惕低油价引发美国企业债违约潮》），外需压力可能对制造业投资构成持续压制。因此虽然随着国内疫情逐步缓解，但全年制造业形势依然严峻。

图表 14: 疫情严重冲击企业投资意愿



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 外需压力可能持续压制制造业投资

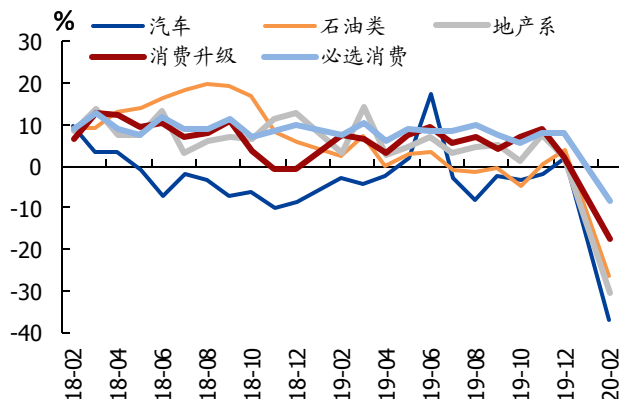


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

消费增速大幅回落，就业形势明显恶化

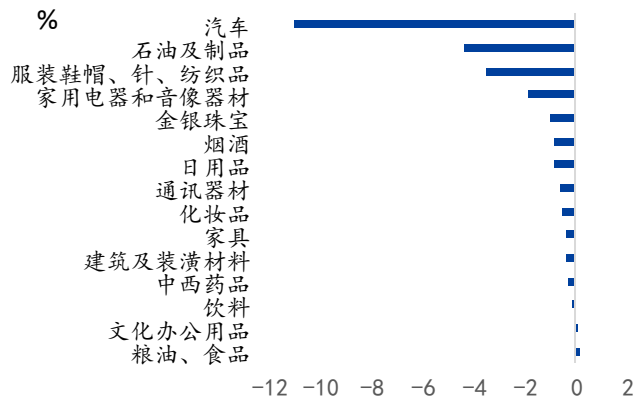
1-2 月社零增速大幅回落，汽车石油拖累最大。1-2 月名义、实际社零累计增速分别为-20.5%、-23.7%，分别较 2019 年全年下降 28.5、29.7 个百分点。结构看，必选消费增速下滑较少，可选消费普遍下滑较多，其中汽车、石油消费增速分别回落 38.8、30.2 个百分点，是社零增速的最大拖累。

图表 16: 消费增速全面下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

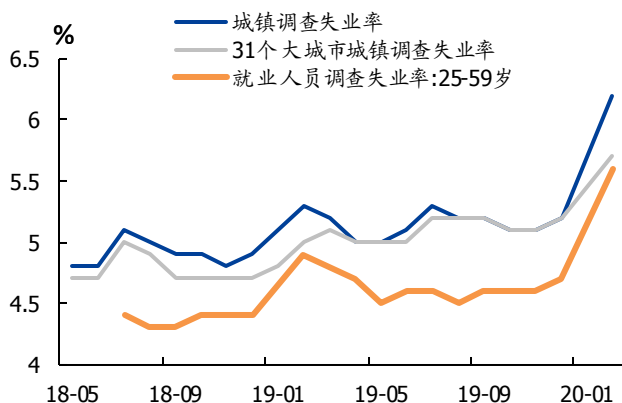
图表 17: 分项贡献率变动: 汽车、石油拖累最大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

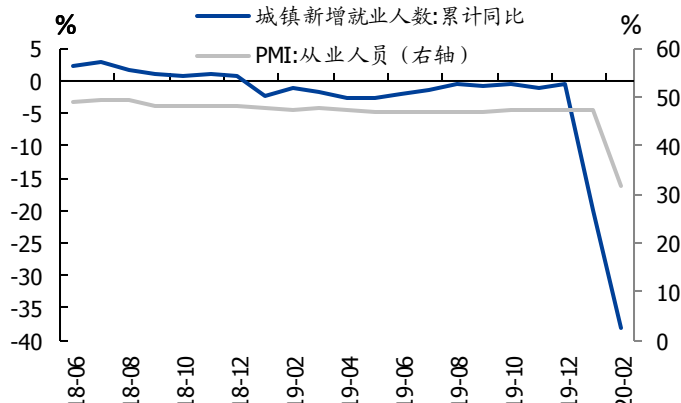
就业形势明显恶化。2020年2月调查失业率为6.2%，较2019年末增加1.0个百分点，创18年以来新高；PMI从业人员指数31.8%，较2019年末下降15.7个百分点；1-2月城镇新增就业人数累计同比-37.9%，较2019年末下行18.2个百分点，创历史新低。所有指标均反映了我国短期就业形势明显恶化。

图表 18: 失业率大幅提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 新增就业人数、PMI从业人员指数大幅下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看，随着各地企业的复工复产，消费需求有望得到释放，就业压力也将有所缓解。但海外疫情全面爆发，我国疫情的输入性风险持续上升，增加了复工复产工作的不确定性。而全球经济下行压力加剧，通过出口产业链也会冲击我国就业市场，给我国就业和消费带来压力。因此后续消费的复苏还需密切观察海外疫情情况，并需要政策进一步发力支持。

Q1GDP 增速可能为负吗？

Q1 GDP 增速大概率负。1) 从1-2月数据来看，二三产业对经济拖累较大。截至2019年底数据，第二产业对GDP贡献率为37%，其中工业贡献率近31%。1-2月规上工业增加值增速同比下降13.5%，预计工业约拖累GDP增速4.2个百分点。2019年底第三

产业对 GDP 贡献率为 59%。以 1-2 月全国服务业生产指数²同比下降 13%大致估计，约拖累 GDP 增速 7.7 个百分点。2) 3 月生产虽将有所改观，但拉动幅度预计有限。高频数据显示 3 月上旬整体复工率可能有七成左右（详见《关注海外疫情与就业—7 指标跟踪复工·第 5 期》），即使下旬复工率恢复到 100%，结合 3 月经济在 Q1 经济比重 40%左右，Q1 GDP 增速也可能为负（-5%左右）。

图表 20: Q1 经济增速测算

项目	第一产业	第二产业	第二产业：工业	第三产业
1-2 月增速 (%)	3.00	-13.50	-13.50	-13.00
对经济拉动 (百分点)	0.11	-4.97	-4.17	-7.72
3 月增速 (%)	3.00	5.19	5.19	5.95
对经济拉动 (百分点)	0.11	1.91	1.60	3.53
Q1 增速 (%)	3.00	-6.03	-6.03	-5.42
分项贡献率 (%)	3.80	36.80	30.89	59.40
Q1 GDP 增速 (%)	-5.32			

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

“翻番”难度加大，政策和经济将如何表现？

全年经济增速测算

根据我们测算，假设 Q1GDP 增速为-5%，如果全年要实现翻番目标，则 Q2-Q4 平均增速要达到 8.5%；若全年经济增速在 3%-5%之间，则 Q2-Q4 平均增速要达到 5.3%-7.8%之间。以 Q1GDP 占全年 22%的来看，Q1GDP 为负可能拖累全年 GDP 增速 1.2 个百分点。结合我们在报告《稳就业更重要，会放弃“翻番”么？》中所述，若按 1000-1100 万人的预期目标，意味着今年 GDP 增速需要在 4.9%和 5.4%之间，因此不论是稳就业还是实现“翻番”，后续稳增长的压力均加大。

图表 21: 全年 GDP 增速测算

假设 Q1 增速	-10%	-5%	-3%	-1%	0%	1%	2%	3%
5.53%(翻番) 目标下 Q2-Q4 最低平均增速	9.9%	8.5%	8.0%	7.4%	7.1%	6.8%	6.5%	6.2%

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_6453

