# 国内经济最坏的时候已过去

**数据：**1-2 月固定资产投资累计同比-24.5%（前值 5.4%）；1-2 月社会消费品零售总额累计同比-20.5%（前值 8.0%）；1-2 月工业增加值累计同比-13.5%（前值 5.7%），2 月份全国城镇调查失业率为 6.2%（前值 5.2%）。

**1、投资：固定资产投资全面走弱，其中，制造业降幅最大，其次为基建、房地产。**往前看，投资最弱的时期或已过去，随着复工复产进度的加快，3 月开始投资将逐步开始回升。具体来看：**（1）基建投资大幅下降。**电力、热力、燃气及水生产和供应业降幅相对较小；交通运输方面，铁路、道路交通运输业均大幅下降；水利、环境和公共设施管理业大幅下降。往前看，基建是逆周期调节的重要抓手，预计近几个月基建投资将逐步开始回升。**（2）制造业投资大幅下降。**其中，计算机、通信和电子设备制造业、有色金属冶炼和压延加工业降幅相对较小，其余降幅均在-20%以上，通用设备制造业、专用设备制造业，汽车制造业下滑严重。往前看，制造业投资最弱的时候或已过去，未来将逐步回升。**（3）房地产投资同比大幅下降。**其中，商品房销售面积大幅走弱，2 月末商品房待售面积有所增加。除房屋施工面积同比仍为正值（2.9%）以外，新开工、竣工、土地购置面积均大幅下滑。与此同时，房地产开发资金也大幅下降。

**2、消费：疫情影响下社零同比大幅下降，汽车消费是主要拖累；此外，地产链条类消费、石油制品类消费大幅下降。**扣除汽车消费以后，社零降幅有所收窄（-18.9%）。房地产销售下滑，地产链条类消费全线下降。其他分项方面，纺织服务受冲击严重，通讯器材类降幅相对较小，中西药消费虽降但仍正增长。

**3、工业：工业生产大幅走弱。**其中，疫情冲击下，2 月比上月环比下降 26.63%。从结构来看，制造业降幅最大（-15.7%），采矿业、公用事业降幅相对较小。出口交货值同比大幅下降，与前两月出口增速下滑相一致，预计未来一段时期出口仍难言乐观。从主要工业产品来看，发电量同比转负，粗钢产量虽降但增速为正，与工业生产总体走弱相一致。

**4、就业：失业率有所上升。**2 月份全国城镇调查失业率为 6.2%（前值 5.2%），31 个大城市城镇调查失业率为 5.7%（5.2%），就业压力有所增大。

**5、1-2 月经济数据有以下三点值得关注：（1）国内经济最坏的时候已过去。**疫情对国内前两个月经济造成明显负面冲击，考虑到疫情影响是相对短期性的，近期高频数据也开始有所改善，前期部分推后的消费、投资需求也将逐步得到释放。此外，当前国内疫情已经接近尾声，企业复工复产进度也在逐步加快，在逆周期政策引导下，Q2 和下半年总体经济复苏进程有望加快，国内经济最坏的时候已经过去。**（2）Q1 经济负增长概率上升，全年经济目标或有所调降。**我们在昨天报告《实现翻番目标所需的政策刺激力度》中，对可能的增长情景做了分析判断。根据 1-2 月宏观经济数据来看，虽然考虑到相对支出法 GDP，生产法 GDP 会存在部分高估，但 Q1 经济负增长的可能性在增大，全年翻番目标或难以达成。若追求经济增长翻番目标，财政和货币刺激力度需要非常大，从而引致通胀、房地产泡沫、杠杆率攀升和债务等风险问题，因此政府有可能放弃经济增长翻番目标，而将重点放在中小微企业，降低各项成本，刺激消费，保证就业稳定可能是性价比更高的政策选择。**（3）对于国内市场而言，最坏的时间可能还没有过去，还需要等待。**虽然当前国内疫情、经济已经渡过了最差的时候，但是国外疫情正处于上升期，海外经济依然面临严重不确定性。可以看到，近期海外市场波动明显强于国内，中国作为新兴经济体（EM），在发达经济体（DM）不确定增加的时候，国内市场难以独善其身。虽然 A 股向下的空间相对不大，但是向上的时间节点还需要等待，需要持续跟踪海外疫情的演变情况。

**风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

*图表 1：国金宏观 1-2 月经济数据点评*

| 国金宏观1-2月经济数据点评：国内经济最坏的时候已过去 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 经济指标 | 单月增速（%） | | 累计增速（%） | | 数据描述与趋势判断 |
| | 1月 | 2月 | 1月 | 1-2月 | |
| 社零 | - | - | - | (20.5) | **疫情影响下社零同比大幅下降，汽车消费是主要拖累；此外，地产链条类消费、石油制品类消费大幅下降。**扣除汽车消费以后，社零降幅有所收窄（-18.9%）。房地产销售下滑，地产链条类消费全线下降。其他分项方面，纺织服务受冲击严重，通讯器材类降幅相对较小，中西药消费虽降但仍正增长。 |
| 投资 | - | - | - | (24.5) | **固定资产投资全面走弱。**其中，制造业降幅最大，其次为基建、房地产。往前看，投资最弱的时期或已过去，随着复工复产进度的加快，3月开始投资将逐步开始回升。 |
| *民间投资* | - | - | - | (26.4) | **民间投资大幅走弱。**与制造业投资总体趋弱相一致，疫情冲击是主要因素。 |
| *基建投资* | - | - | - | (26.9) | **基建投资大幅下降。**电力、热力、燃气及水生产和供应业降幅相对较小（-6.4%）；交通运输方面，铁路、道路交通运输业均大幅下降；水利、环境和公共设施管理业大幅下降（-30.1%）。往前看，基建是逆周期调节的重要抓手，预计近几个月基建投资将逐步开始回升。 |
| *制造业投资* | - | - | - | (31.5) | **制造业投资大幅下降。**其中，计算机、通信和电子设备制造业（-8.3%）、有色金属冶炼和压延加工业（-17.3%）降幅相对较小，其余降幅均在20%以上，通用设备制造业（-40.1%），专用设备制造业（-36.2%），汽车制造业下滑严重（-41%）。往前看，制造业投资最弱的时候或已过去，未来将逐步回升。 |
| *房地产投资* | - | - | - | (16.3) | **房地产投资同比大幅下降。**其中，商品房销售面积大幅走弱，2月末商品房待售面积有所增加。除房屋施工面积同比仍为正值（2.9%）以外，新开工、竣工、土地购置面积均大幅下滑。与此同时，房地产开发资金来源也大幅下降。 |
| *新开工面积* | - | - | - | (44.9) | 商品房销售面积同比大幅下滑，新开工面积增速大幅走弱。 |
| *资金来源* | - | - | - | (17.5) | 商品房销售面积同比大幅下滑，房地产开发资金来源大幅下降。其中，国内贷款降幅相对较小（8.6%），受销售下滑影响，定金及预收款大幅下降，自筹资金、个人按揭贷款降幅较大。房地产资金来源存在压力。 |
| *商品房销售面积* | - | - | - | (39.9) | **商品房销售面积、销售额均大幅下降。**疫情冲击下，房地产销售活动几乎停滞。 |
| *商品房销售额* | - | - | - | (35.9) | |
| 出口 | - | - | - | (17.2) | **海外疫情冲击下，未来出口趋弱。**出口同比大幅下滑，主要原因疫情对供需的影响，部分海外经济体需求的下滑也形成一些扰动。进口同比转负，疫情冲击下国内需求下滑形成拖累。未来国内生产和需求有望逐步恢复支撑进口，但海外疫情加剧会拖累出口。 |
| 进口 | - | - | - | (4.0) | |
| 工业增加值 | - | - | - | (13.5) | **工业生产大幅走弱。**其中，疫情冲击下，2月比上月环比下降26.63%。从结构来看，制造业降幅最大（-15.7%），采矿业、公用事业降幅相对较小。 |
| *出口交货值* | - | - | - | (19.1) | **出口交货值同比大幅下降，**与前两月出口增速下滑相一致，预计未来一段时期出口仍难言乐观。 |
| *发电量* | - | - | - | (8.2) | **发电量同比转负，**与工业生产总体走弱相一致。 |
| *粗钢产量* | - | - | - | 3.1 | **粗钢产量虽降但增速为正，**与工业生产总体走弱相一致。 |
| M1 | - | - | 0.0 | 4.8 | **社融其实不差，降息预计很快落地。**2月金融数据下滑的方向是确定的，但从下滑的幅度来看，还是相对不错的（总量增速相对稳定，企业融资也不差）。其中，居民中长期贷款、企业中长期贷款均偏弱，M1的大幅回升或源于春节错位。全年来看，我们认为，疫情影响下，信贷投放进度或有所后移，社融增速将呈现前低后高的趋势，预计全年社融存量增速10.9%。 |
| M2 | - | - | 8.4 | 8.8 | |
| 信贷（万亿） | 3.3 | 0.9 | 3.3 | 4.2 | |
| 社融（万亿） | 5.1 | 0.9 | 5.1 | 5.9 | |
| CPI | 5.4 | 5.2 | 5.4 | 5.3 | **CPI同比涨幅逐渐回落，PPI通缩压力将显。**2月CPI当月同比小幅回落至5.2%，主要原因是猪肉、蔬菜等必需消费品供给受限的影响。2月PPI当月同比再度转负，环比-0.5%，主要原因在于疫情对国内外工业品需求造成较大负向冲击所致。 |
| PPI | 0.1 | -0.4 | 0.1 | -0.2 | |
| 制造业PMI | 50.0 | 35.7 | - | - | **PMI创历史新低，部分行业有亮点。**2月制造业PMI较上月大幅下降，其中，生产、需求均大幅回落，价格下降，各类型企业景气度均大幅走弱。非制造业商务活动大幅下降。基建稳增长预期升温下，土木工程建筑业业务活动预期指数位于景气区间。 |
| 非制造业PMI | 54.1 | 29.6 | - | - | |
| 综合PMI | 53.0 | 28.9 | - | - | |

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

**正文如下：**

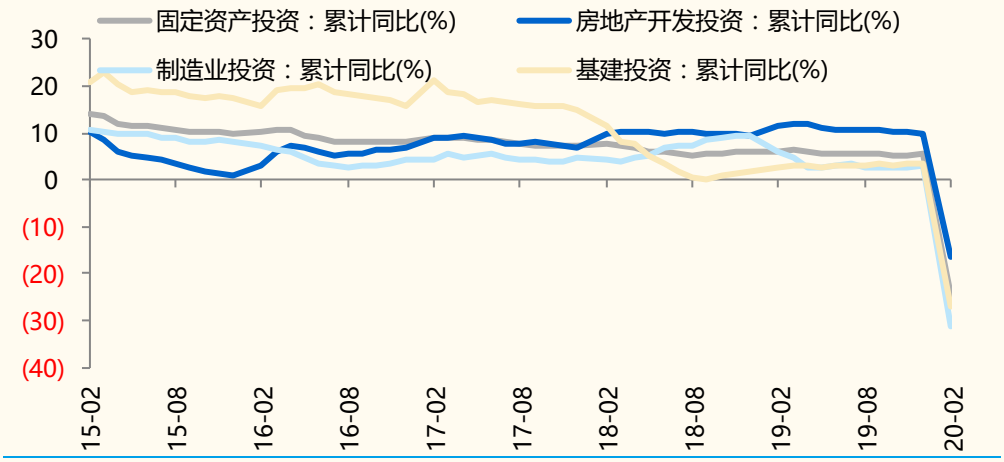
**1、固定资产投资全面走弱。**其中，制造业降幅最大，其次为基建、房地产。往前看，投资最弱的时期或已过去，随着复工复产进度的加快，3 月开始投资将逐步开始回升。

**（1）基建投资大幅下降。**电力、热力、燃气及水生产和供应业降幅相对较小（-6.4%）；交通运输方面，铁路、道路交通运输业均大幅下降；水利、环境和公共设施管理业大幅下降（-30.1%）。往前看，基建是逆周期调节的重要抓手，预计近几个月基建投资将逐步开始回升。具体来看：1）交运行业累计同比降至-30.1%（前值 3.4%），其中铁路运输业增速降至-31.7%（前值-0.1%），道路运输业增速降至-28.9%（前值 9.0%）；2）水利大环保行业累计同比降至-30.1%（前值 2.9%），其中权重最大的公共设施管理业增速降至-32.1%（前值 0.3%），水利管理业增速降至-28.5%（前值 1.4%）。

**（2）制造业投资大幅下降。**其中，计算机、通信和电子设备制造业、有色金属冶炼和压延加工业降幅相对较小，其余降幅均在-20%以上，通用设备制造业、专用设备制造业，汽车制造业下滑严重。往前看，制造业投资最弱的时候或已过去，未来将逐步回升。具体来看，1）新兴行业中，医药制造业累计同比降至-22.1%（前值 8.4%），计算机通信行业累计同比降至-8.3%（前值 16.8%）；2）装备制造业中，汽车制造业累计同比降至-41.0%（前值-1.5%），铁路船舶行业累计同比降至-39.7%（前值-2.5%）；3）通用专用设备业中，通用设备累计同比降至-40.1%（前值 2.2%），专用设备累计同比降至-36.2%（前值 9.7%）；4）轻工行业中，农副食品加工业累计同比降至-38.9%（前值-8.7%），食品制造累计同比降至-35.1%（前值-3.7%）；5）传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比降至-17.3%（前值 1.2%）。

**（3）房地产投资同比大幅下降。**其中，商品房销售面积大幅走弱，2 月末商品房待售面积有所增加。除房屋施工面积同比仍为正值（2.9%）以外，新开工、竣工、土地购置面积均大幅下滑。与此同时，房地产开发资金也大幅下降。

***图表 2：固定资产投资累计同比大幅走弱***




来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

**2、工业生产大幅走弱。**其中，疫情冲击下，2 月比上月环比下降 26.63%。从结构来看，制造业降幅最大（-15.7%），采矿业、公用事业降幅相对较小。出口交货值同比大幅下降，与前两月出口增速下滑相一致，预计未来一段时期出口仍难言乐观。从主要工业产品来看，发电量同比转负，粗钢产量虽降但增速为正，与工业生产总体走弱相一致。

**（1）从结构上看，**制造业降幅最大，采矿业、公用事业降幅相对较小。采矿业同比降至-6.5%（前值 5.0%），制造业同比降至-15.7%（前值 6.0%），公用事业部门同比降至-7.1%（前值 7.0%）。

**（2）从制造业内部结构上看，制造业工业增加值全线回落。**

**1）新兴产业下滑幅度相对较小。**其中医药制造业同比降至-12.3%（前值 6.6%），计算机、通信和电子行业同比降至-13.8%（前值 9.3%）。

**2）装备制造业下滑幅度更大。**其中汽车同比降至至-31.8%（前值 1.8%），金属制品业同比降至-26.9%（前值 5.8%），运输设备业同比降至-28.2%（前值 7.4%），电气机械器材业同比降至-24.7%（前值 10.7%）。

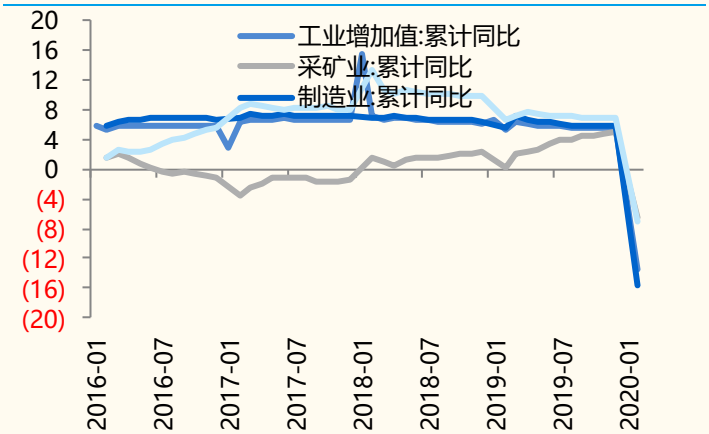
**3）通用专用设备制造业大幅下滑。**其中通用设备制造业同比降至-28.2%（前值 4.3%），专用设备制造业同比下降至-24.4%（前值 6.9%）。

**4）轻工业整体下行。**其中农副食品加工业当月同比下降至-16.0%（前值 1.9%），食品制造同比降至-18.2%（前值 5.3%），纺织业工业同比降至-27.20%（前值 1.3%）。

**5）传统制造业下行。**黑色金属冶炼及压延加工行业增加值同比降至-2.0%（前值 9.9%），有色金属冶炼及压延加工业同比降至-8.5%（前值 9.2%），非金属矿物制品业同比下降至-21.1%（前值 8.9%）。

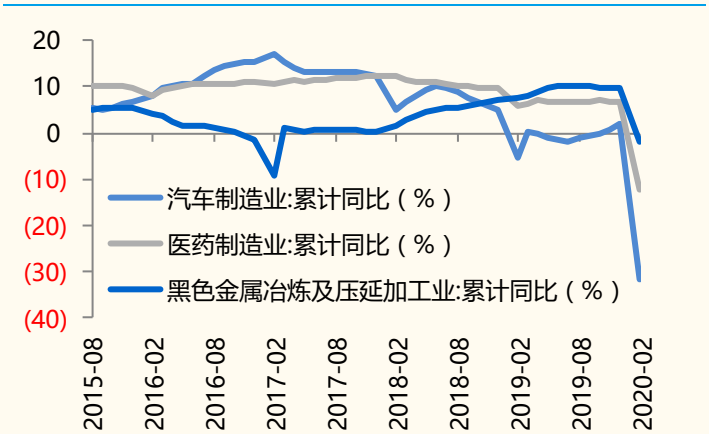
**（3）规模以上工业企业出口交货同比大幅下滑。**规模以上出口交货值同比下降至-19.1%（前值 1.3%）。

*图表 3：工业增加值累计同比大幅下滑（%）*




来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

*图表 4：汽车、医药和黑色金属累计同比大幅下滑*




来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

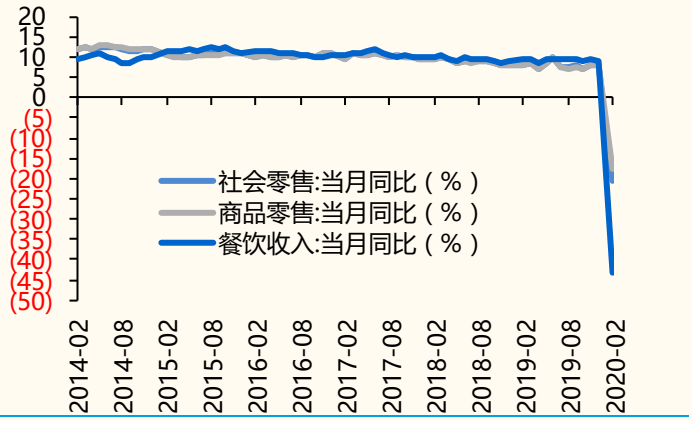
**3、社零同比大幅下降，汽车消费是主要拖累；此外，地产链条类消费、石油制品类消费大幅下降。扣除汽车消费以后，社零降幅有所收窄（-18.9%）。**房地产销售下滑，地产链条类消费全线下降。其他分项方面，纺织服务受冲击严重，通讯器材类降幅相对较小，中西药消费虽降但仍正增长。

**（1）地产链条大幅下滑。**建筑装潢材料同比下降至-30.5%（前值 2.8%）；家具同比降至-33.5%（前值 5.1%）；家电同比降至-30.0%（前值 5.6%）。

**（2）升级型消费同样走弱。**通讯类消费同比降至-8.8%（前值 8.5%）；中西药同比降至 0.2%（前值 9.0%）；石油及制品类消费降至-26.2%（前值 1.2%）。

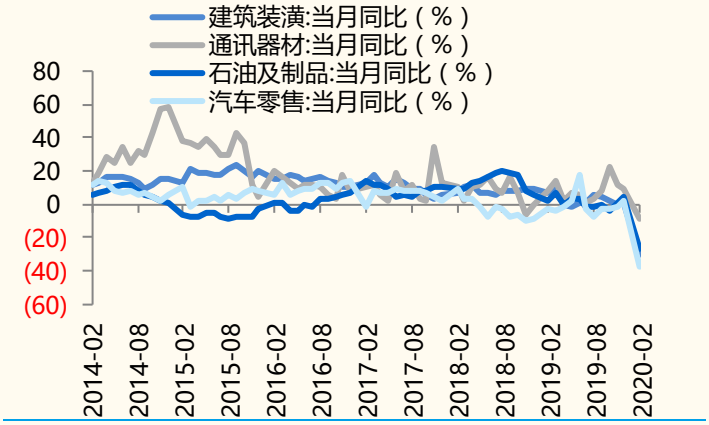
**（3）汽车消费大幅下跌。**汽车消费同比降至-37.0%（前值-0.8%）。

*图表 5：消费同比大幅下降*




来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

*图表 6：汽车、地产类链条、升级型消费均走弱*




来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

**风险提示：**

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；

2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经

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_6460