

疫情冲击效应显著 一季度 GDP 同比负增

——2020 年一季度中国宏观经济回顾与展望

主要经济数据

同比增速	2020 年 一季度	2019 年 全年	2019 年 前三季度
GDP (亿元)	206,504	990,865	712,845
GDP (%)	-6.8	6.1	6.2
规模以上工业 增加值 (%)	-8.4	5.7	5.6
第三产业增加 值 (%)	-5.2	6.9	7.0
全社会累计用 电量 (%)	-6.5	5.6	4.7
固定资产投资 (%)	-16.1	5.4	5.4
社会消费品售 总额 (%)	-19.0	8.0	8.2
人民币计价进 出口总值 (%)	-6.4	3.5	3.0
项 目	3 月	2 月	1 月
社会融资规模 增量(万亿元)	5.1	0.9	5.1
M2 余额 (%)	10.1	8.8	8.4
CPI (%)	4.3	5.2	5.4
PPI (%)	-1.5	-0.4	0.1

资料来源：国家统计局，wind

分析师：

王青 冯琳 邹李永昊

时间：2020 年 4 月 24 日

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

主要观点：

- 一季度 GDP 同比增速为-6.8%，符合此前-5%至-10%的市场普遍预期。
- 疫情导致的复工复产延迟和需求下滑对工业生产冲击明显，工业增加值同比大幅负增。
- 季末企业融资规模大幅上升，三大类投资降幅明显收窄。
- 居民消费活动受限，一季度社零增速同比大幅负增。
- 新冠肺炎疫情的爆发对制造业供需两端均造成明显冲击，拖累进出口增速大幅下滑。
- CPI 高位回落，核心 CPI 继续处于较低水平。
- 国际油价暴跌，国内生产端恢复速度快于需求端，国内工业品价格继续承压，一季度 PPI 环比、同比跌幅明显加深。
- 随着国内疫情基本控制，政策宽松效应显现，新增社融规模创历史新高。
- 一季度经济运行受到严重冲击后，财政收入随之大幅下滑。地方政府财政压力上升，且因疫情对项目开工影响犹存，仍在一定程度上限制支出落地。

展望：

伴随国内疫情控制进一步巩固，复工复产进程持续加速，投资、消费和工业生产将持续改善，二季度 GDP 增速有望恢复正增长。二季度海外疫情走向是最大不确定因素，我国出口降幅有可能扩大。接下来国内有望出台一揽子宏观政策应对计划，其中财政政策将起到担纲作用，货币政策会继续降息降准，发挥配合保障作用。由此后续市场流动性将继续处于相对宽松状态，信贷、社融和 M2 同比增速有望保持改善趋势，这将为实现“六保”目标，提振下半年经济增速奠定基础。

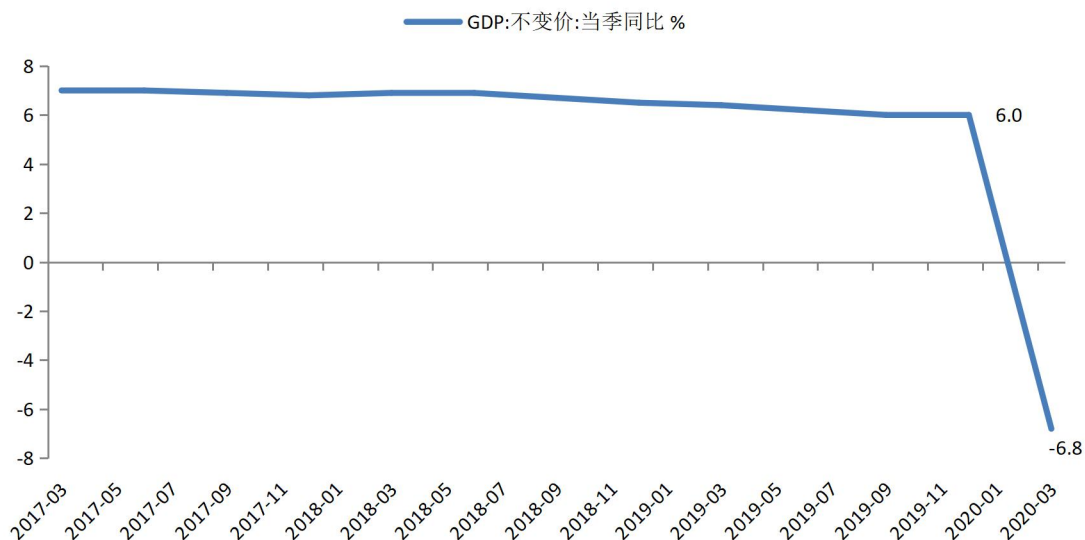
一、宏观经济总体运行情况

1. 国内生产总值

一季度 GDP 同比增速为-6.8%，符合此前-5%至-10%的市场普遍预期。疫情高峰期实施必要的封锁隔离、居家禁足等措施，对宏观供需两端形成严重冲击

一季度 GDP 同比增速为-6.8%，疫情高峰期实施必要的封锁隔离、居家禁足等措施，对宏观供需两端形成严重冲击，工业生产、消费、投资及净出口均现同比大幅负增长。从产业比较来看，疫情对农业生产影响相对较小，第一产业同比下降 3.2%；疫情期间大量制造业企业被迫暂时停工，建筑施工被迫推迟，第二产业同比下降 9.6%；疫情对交通、旅游等服务业造成严重冲击，但线上购物、娱乐、办公等行业逆市大幅增长，一季度服务业同比 5.2%，好于宏观经济整体表现，显示服务业转型增强了经济的抗冲击韧性。值得一提的是，3 月国内疫情进入稳定控制阶段后，伴随货币及财政政策逆周期调节效果显现，各项经济指标均现较大幅度反弹。我们判断，二季度国内投资、消费有望延续 3 月以来的反弹势头，季度 GDP 同比将恢复正增长。考虑到二季度海外疫情仍会处于高发期，未来我国出口面临较大挑战，这意味着二季度经济恐难恢复至 6.0%左右的潜在经济增长水平。下半年若全球疫情开始消退，国内逆周期政策效果充分显现，宏观经济有望出现接近两位数的增长。

图 1 国内生产总值同比实际增速（当季同比，%）



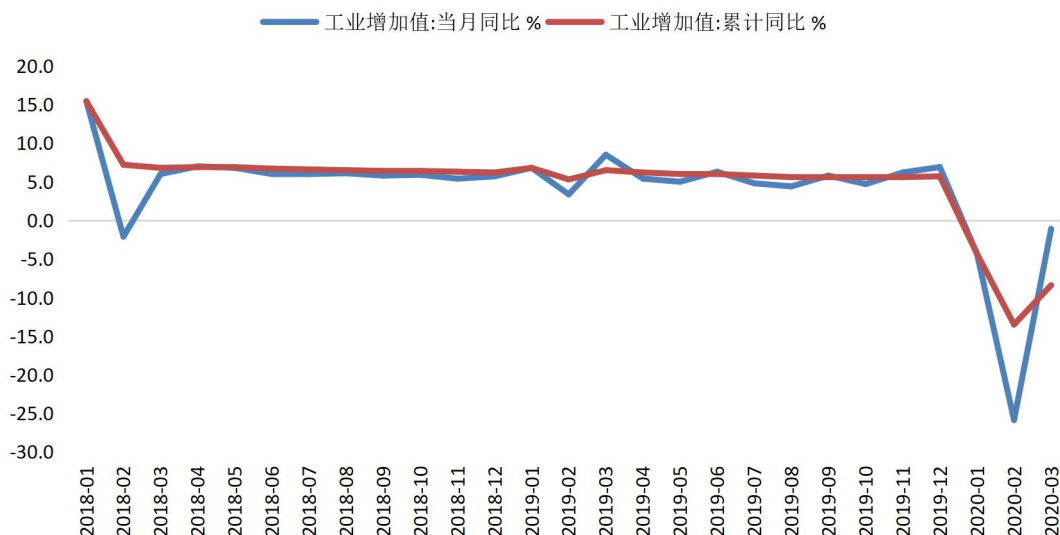
资料来源：WIND

2. 三次产业及行业运行状况

工业生产：一季度工业增加值同比大幅负增，疫情导致的复工复产延迟和需求下滑对工业生产冲击明显；3月国内疫情得到控制，复工复产加速，工业生产明显恢复，工业增加值同比降幅较1-2月大幅收敛

一季度工业增加值同比下降8.4%，增速较上年全年下滑14.1个百分点，较上年同期下滑14.9个百分点。1月下旬国内疫情升级，全国范围采取隔离防控措施，导致节后复产延迟、用工困难、物流受阻，生产端景气度严重受挫。1-2月工业增加值同比下降13.5%，其中，2月同比降幅达到25.9%。3月以来，国内疫情得到有效控制，防疫措施开始有序撤回，各地加快推进复工复产，加之前期积压的需求有所回补，工业生产明显恢复。当月工业增加值同比下降1.1%，降幅较1-2月大幅收窄12.4个百分点。

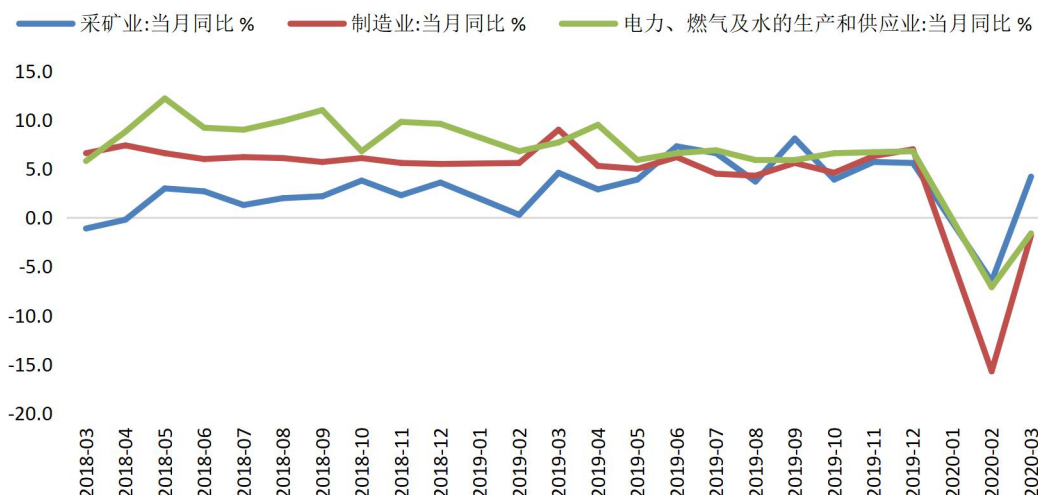
图2 规模以上工业增加值增速



资料来源：WIND

分大类看，3月采矿业增加值同比增长4.2%，增速较1-2月回升10.7个百分点；当月制造业、电力燃气及水的生产和供应业增加值同比下降1.8%和1.6%，降幅较1-2月分别收窄13.9和5.5个百分点。

图3 三大门类增加值增速



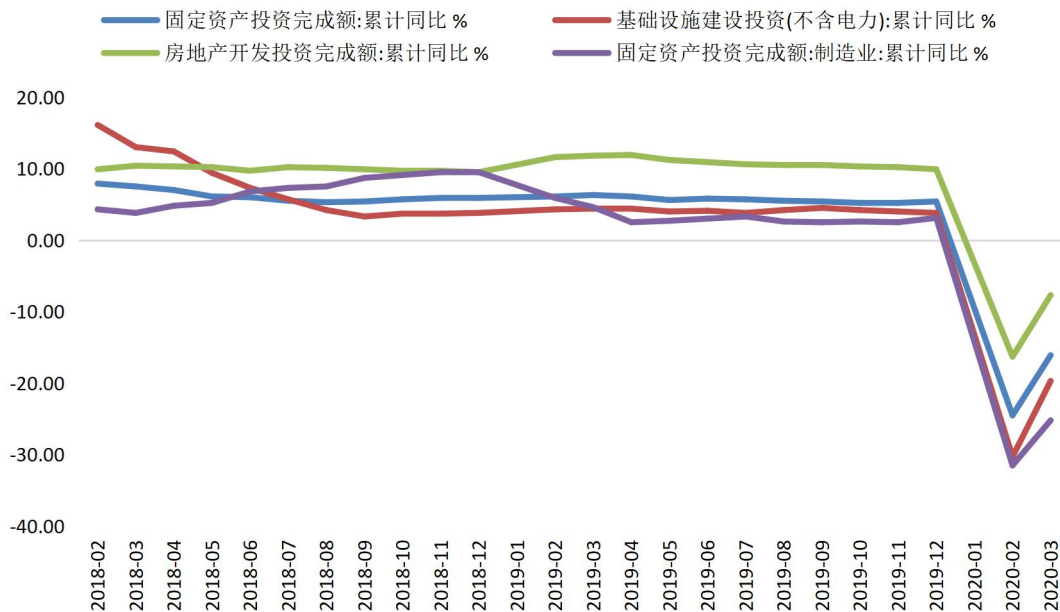
资料来源: WIND

3月工业增加值数据在2月大幅萎缩基础上深蹲起跳,但1.1%的同比降幅显示工业生产景气度依然偏弱。究其原因,3月海外疫情迅速扩散、升级,这一来导致国内防疫措施无法完全撤回,对企业生产、人员流动和国内需求反弹仍有抑制,二来作为全球主要消费市场的美国和欧洲成为新的疫情中心,相关国家升级防疫措施,对外需造成明显冲击。从3月制造业PMI数据来看,供需两端均有恢复,但供给端的生产指数回升幅度较大,需求端的新订单和新出口订单指数回升幅度较小,且新出口订单指数仍处收缩区间,反映当前供需缺口正在扩大,这加剧了库存积压和PPI通缩的压力。

投资:季末复工进程加快,企业融资规模大幅上升,三大类投资降幅明显收窄。具体来看,当前房地产市场回暖势头明显,新开工面积保持正增,房地投资增速明显领先于固定资产投资整体水平;作为宏观政策逆周期调节的主要发力点,基建投资与季末出现较大幅度回升;3月以来海外疫情显著升温,制造业出口前景承压,当月制造业投资反弹势头较弱

一季度固定资产投资同比下降16.1%,明显低于上年同期6.3%的正向增幅。据测算,3月固定资产投资增速同比为-10.9%,较前两个月累计同比-24.5%显著改善。主要原因在于,3月国内疫情进入稳定控制阶段后,复工进程明显加快,各类企业融资规模大幅上升——从社融数据来看,3月资金通过信贷和债市大规模流向企业,一季度企业仅通过这两个渠道获得的新增融资即比上年同期多增近1万亿元。3月三大类投资表现环比均有不同幅度改善,其中,1-3月基建、房地产和制造业投资降幅较前值分别收窄10.6、8.6和6.3个百分点。

图4 固定资产投资及各主要投资(累计同比名义增速, %)

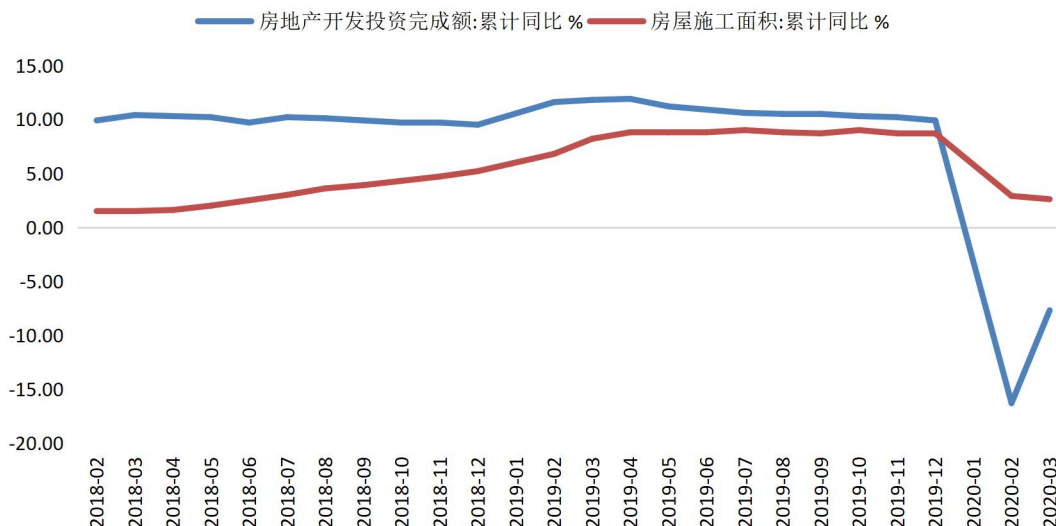


资料来源: WIND, 东方金诚整理

基建投资: 1-3月基建投资(不含电力)同比-19.7%, 大幅低于上年同期值4.4%, 但显著高于今年1-2月的-30.3%, 环比改善幅度达到10.6个百分点, 明显领先固定资产投资增速整体8.4个百分点的反弹水平。我们分析, 带动3月基建投资回暖的主要因素有两个: 首先, 面对疫情带来的强烈冲击, 加大宏观政策逆周期调节力度的政策方向已经确立, 而基建投资成为主要发力点。可以看到, 今年一季度主要投向基建领域的地方政府专项债发行规模达到11,040亿元, 较上年同期大幅增长66.7%。其次, 3月疫情稳定下来后, 各地基建工程复工进度明显加快。

房地产投资: 1-3月房地产开发投资同比-7.7%, 低于上年同期值11.8%, 但明显高于今年1-2月的-16.3%, 也明显好于整体投资水平。据测算, 3月当月房地产投资同比增速已经率先转正, 达到1.2%, 疫情冲击下房地产投资韧性凸显。3月房地产投资回暖或主要有三个原因: 首先面对当前商品房销售大幅下滑的局面, 各地纷纷出台扶助房企措施, 房企融资环境明显好转; 其次, 在货币政策逆周期调节力度加大的整体背景下, 房贷利率也已开始下行, 且未来一段时期内还会延续。这在很大程度上提振了房地产投资预期。最后, 3月复工进程加快, 房地产施工进度随之改善。后期伴随房地产销售端大幅回升, 房企资金压力会进一步缓解。在房贷利率持续走低预期下, 房地产投资增速将逐步向两位数回归, 整体增长水平大概率不会低于上年的9.9%——历史数据显示, 在2008以来的三个降息周期中, 年度房地产投资增速从未出现过下滑。

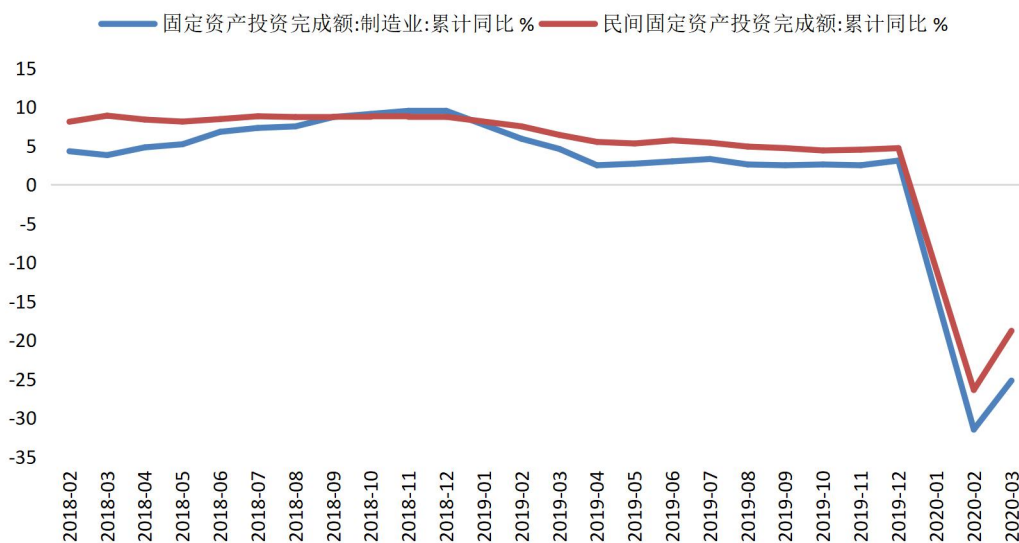
图5 房地产开发投资、房屋施工面积增速



资料来源：国家统计局网站，东方金诚整理

制造业投资：1-3月制造业投资同比-25.2%，显著低于上年同期的4.6%，较今年1-2月回升了6.3个百分点。以上数据显示，制造业投资表现不仅远低于固定资产投资整体水平，且3月反弹也有所滞后。其背后的主要原因是，制造业以民营企业为主，出口导向比较明显。3月以来宏观政策逆周期调节力度加大，以民企为主的中小微企业信贷融资大幅增长。但这些资金仍以流动性救急为主，在PPI负增长、海外疫情将对我国出口形成较为强烈冲击的前景下，民企投资信心仍处于较低水平。不过，一季度数据也显示，疫情并未打断我国制造业转型升级过程：1-3月高技术制造业投资同比-13.5%，降幅远低于制造业投资整体下降水平，而高技术制造业中，计算机及办公设备制造业投资增长3.2%。

图6 制造业投资与民间投资增速



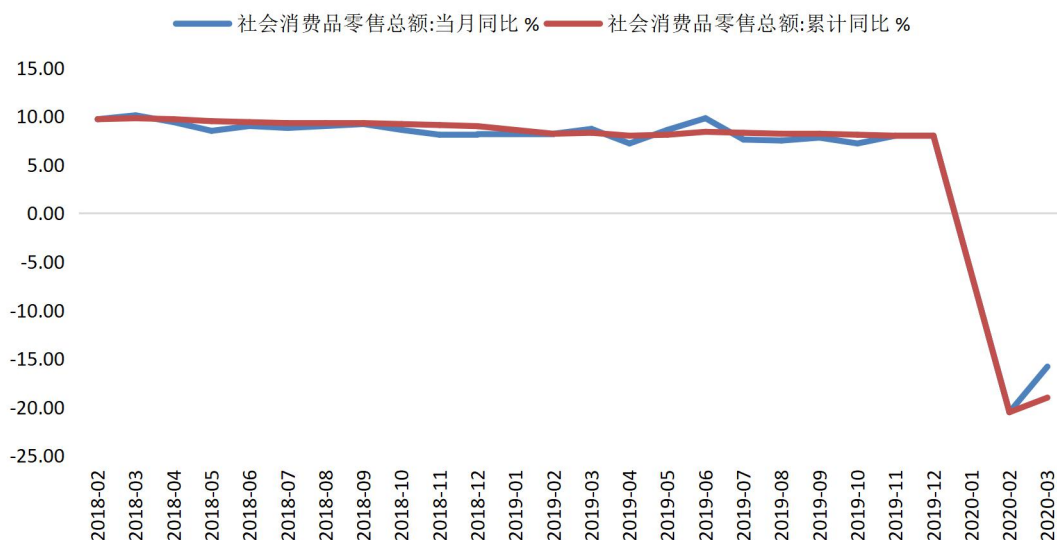
资料来源：WIND，东方金诚

消费：疫情影响下居民消费活动受限，加之实际可支配收入下滑抑制居民扩大消费的能力，一季度社零增速同比大幅负增，尤其是汽车等可选消费品受到明显冲击；3月国内防疫措施降级，居民消费活动逐步恢复，加之各地刺激消费政策频出，社零同比降幅有所收窄

一季度社会消费品零售总额（以下简称“社零”）同比为-19.0%，大幅低于上年同期值8.3%；扣除价格因素后，社零实际-22.0%，低于上年同期值6.9%。疫情影响下，消费场所延期开业、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，这一拖累因素在3月得到缓解，加之各地刺激消费政策频出，3月消费活动有所恢复。不过，由于防疫措施仍未完全撤回，且疫情影响下经济下行风险加大、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产生较大负面影响，3月社零同比降幅虽较1-2月有所收窄，但仍处深度下跌区间（-15.8%）。

值得一提的是，一季度网上商品和服务零售额同比下降0.8%，虽较上年全年值16.5%和上年同期值15.3%也有大幅下滑，但下滑幅度明显缓于社零总体。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7 社会消费品零售总额同比增速 %



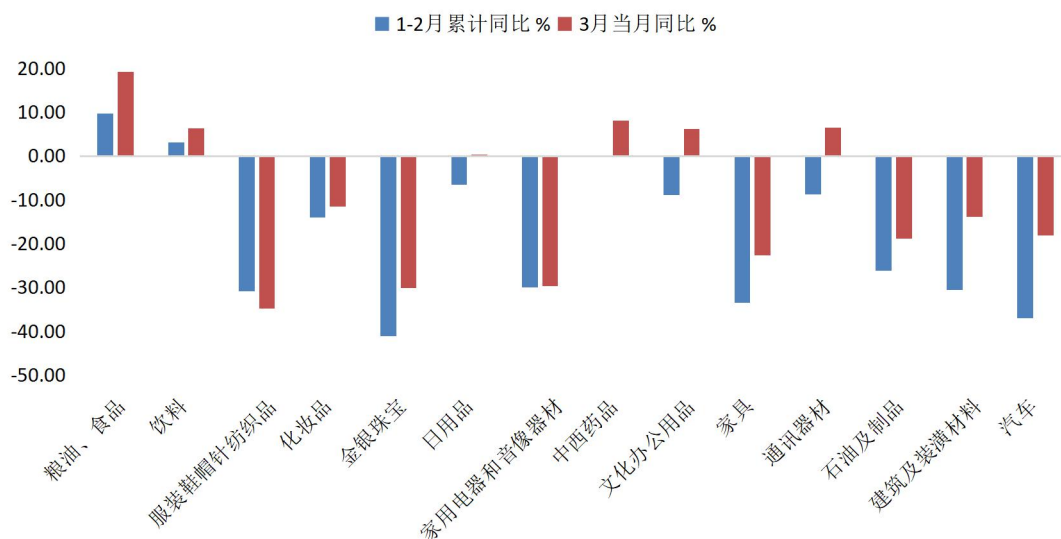
资料来源：WIND

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，一季度限额以上各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，可选消费品受到的冲

击明显大于必需品，当季汽车、服装、家具、家电、金银珠宝、化妆品等可选消费品零售额同比增速与上年全年值相比下滑幅度均超过 25 个百分点。值得一提的是，一季度通讯器材类零售额同比下降 3.6%，增速较上年全年下滑 12.1 个百分点，在各类可选消费品中表现最为稳定，或与各大中小学校组织网上教学激发部分手机、平板电脑等购置需求有关。

3 月以来，国内防疫管控降级，部分消费需求回补，限额以上各类别商品零售额同比增速普遍回升。与 1-2 月相比，3 月食品、饮料、中西药品零售额同比增速加快；日用品、文化办公用品、通讯器材类零售额同比增速转正；当月房地产交易有所回暖，带动家具、家电、建筑及装潢材料等相关商品零售额降幅收窄；汽车销售活动恢复，各地刺激措施频出，当月汽车零售额降幅较 1-2 月收窄 18.9 个百分点；此外，化妆品、金银珠宝、石油及制品等类别零售额降幅亦有不同程度收敛，仅服装零售额降幅进一步走阔。

图 8 限额以上批发零售业零售额累计同比增速 %



资料来源：WIND

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_5562



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn