



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

供给好于需求 内需仍需提振

—3月及一季度宏观经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2020年4月17日

内容提要:

一季度GDP同比下滑6.8%，预期下滑6.7%，前值增长6%；3月工业增加值同比下滑1.1%，预期下滑4.8%，前值下滑25.9%；1-3月固定资产投资累计同比下滑16.1%，预期下滑13.7%，前值下滑24.5%；3月社会消费品零售总额同比下滑15.8%，预期下滑6.6%，前值下滑20.5%。

3月以来复工复产持续推进，供给改善幅度好于需求，需求仍需要时间恢复，结合近期中观高频数据，或印证了消费只有弥补性而非报复性反弹的结论。

当前规模以上企业复工程度接近100%，中小企业复工程度超过80%，但企业面临物流成本上升以及订单减少等困难，对于工业生产的积极性仍有一定的影响。此外，由于终端需求恢复较慢，部分工业品库存上升较快，如钢铁库存同比增速自3月中旬以来连续刷新历史记录，未来仍有较大的去库存压力。

投资增速回升，房地产投资表现抢眼。1-3月固定资产投资同比下降16.1%，降幅比1-2月收窄8.4个百分点。其中，基建投资降幅(-16.4%)收窄10.5个百分点，制造业(-25.2%)收窄6.3个百分点，房地产(-7.7%)收窄8.6个百分点。

疫情对一季度经济影响显著，外部二次冲击影响尚未完全体现，短期稳增长压力尚存。未来，财政适度加码成为重中之重，预计赤字率有望从2.8%扩大至3.5%，专项债规模扩容至3.5-4.0万亿元，发行特别国债0.5-1.0万亿元等等，政策的发力点注重于(新老)基建投资、拉动居民消费、纾困企业与提振制造业投资等方面。内需恢复有望拉动二季度经济同比增速转正，但同时也要提防外需萎缩对中国出口以及产业链的二次冲击。

风险提示: 央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

VAI



失业率



相关报告

1. 《识时知务 静待花开—2020年国内宏观经济展望》
2. 《识时知务 静待花开—2020年国内宏观经济展望》
3. 《疫情对一季度经济影响超预期显著—2月经济数据点评》

事件:国家统计局4月17日公布的数据显示,一季度GDP同比下滑6.8%,预期下滑6.7%,前值增长6%;3月工业增加值同比下滑1.1%,预期下滑4.8%,前值下滑25.9%;1-3月固定资产投资累计同比下滑16.1%,预期下滑13.7%,前值下滑24.5%;3月社会消费品零售总额同比下滑15.8%,预期下滑6.6%,前值下滑20.5%。

点评:一季度宏观经济数据总体符合预期,供给改善好于需求,但疫情对经济的影响仍在持续。展望未来,基建投资和房地产投资增速继续改善的可能性较大,但制造业投资相对低迷,叠加二季度外部冲击或将全面显现,经济完全恢复常态仍面临一定困难。在外需短期萎缩较大的情况下,内需提振的重要性凸显。

1、一季度GDP基本符合预期

一季度GDP同比下滑6.8%,与市场预期(Wind一致性预期剔除零值以上样本后均值为-6.7%)大体一致。疫情对一季度经济影响显著且变化迅速,3月中旬前市场普遍预计GDP仍可为正,但此后不断修正,部分机构甚至给出下滑9-11%的预测。

从供需情况看,供给改善好于需求。在诸多政策的提振下,复工复产加快推进,但是需求受制于疫情控制、企业与居民收入增速放缓等因素恢复相对较慢。其中,基建投资与房地产投资增速改善情况较好,前者后期加速反弹的可能性较大,有助于稳定经济增长。不过,当前制造业投资仍然低迷,叠加二季度海外疫情加速扩散对中国出口以及产业链的冲击将全面显现,短期而言经济完全恢复常态仍面临一定困难,大力提振内需的重要性和迫切性上升。

2、供给改善好于需求

3月以来复工复产持续推进,供给改善幅度好于需求,需求仍需要时间恢复,结合近期中观高频数据,或印证了消费只有弥补性而非报复性反弹的结论。

工业生产接近正增长。3月工业增加值同比下滑1.1%,较2月(-25.9%)大幅回升;1-3月累计增速回升5.1个百分点至-8.4%。其中,3月采矿业增加值同比增长4.2%,1-2月为下降6.5%;制造业下降1.8%,降幅收窄13.9个百分点;电力、热力、燃气及水生产和供应业下降1.6%,降幅收窄5.5个百分点。截至4月中旬,规模以上企业复工程度接近100%,

中小企业复工程度超过 80%，后者较 1 个月前增幅超过 20 个百分点，但企业面临物流成本上升以及订单减少等困难，对于工业生产的积极性仍有一定的影响。此外，由于终端需求恢复较慢，部分工业品库存上升较快，如钢铁库存同比增速自 3 月中旬以来连续刷新历史记录，未来仍有较大的去库存压力。

投资增速回升，房地产投资表现抢眼。1-3 月全国固定资产投资（不含农户）同比下降 16.1%，降幅比 1-2 月收窄 8.4 个百分点。其中，基建投资降幅（-16.4%）收窄 10.5 个百分点，制造业（-25.2%）收窄 6.3 个百分点，房地产（-7.7%）收窄 8.6 个百分点。

基建投资增速回升节奏慢于市场预期。年初以来，专项债发行与贷款投放均有所加速，但是从基建投资表现看，并没有很好地发挥稳增长的作用。一方面匹配的优质项目在逐步减少，新基建目前而言体量较小，还是主要以传统基建项目为主，而两会推迟召开对计划下达有一定的影响；另一方面虽然表外融资有所恢复，但地方建设资金缺少的情況并没有得到根本性缓解，叠加疫情对复工复产的影响仍在，3 月基建投资表现（同比在 -10% 左右）不及预期或在情理之中。考虑到一季度 GDP 负增长，拖累全年增速，未来还要面临外部冲击，二季度基建投资加速推进的可能性上升。

制造业投资反弹力度仍然较弱。其中，高技术产业投资下降 12.1%，降幅小于全部投资 4.0 个百分点，高技术制造业和高技术服务业投资分别下降 13.5% 和 9.0%。制造业投资顺周期特征明显，但年初以来四个方面的因素对其扰动较大：第一，疫情直接影响复工复产，尤其是 2 月份；第二，国内外订单较之前萎缩，影响其扩大再生产；第三，经济下滑预期明显，无论是全球还是国内经济增长，不利于制造业投资反弹；第四，大宗商品价格低迷，近几个月 PPI 连续负增长，全年或下降近 2%，也影响企业投资意愿。从目前的情况看，政策端多助力企业纾困，企业短期流动性需求上升，而中长期融资扩张迹象不明显，企业投资意愿回升仍需要政策面的持续呵护。

房地产投资单月增速转正，未来或缓慢回升。3 月当月房地产投资同比增长 1.1%，较 2 月大幅回升 17.5 个百分点；销售金额同比下降 14.6%，较 2 月大幅收窄 21.4 个百分点。1-3 月在建面积同比增长 3.1%，新开工面积仍然下滑 27.2%（2 月为 -44.9%），3 月新开工面积增速大幅收窄 34.4 个百分点至 -10.5%，当前仍然靠在建项目拉动，后期新开工增速的回升

仍有待于政策边际放松、销售增速回暖的进一步确认。

消费增速不及预期。3月社会消费品零售总额同比名义下降15.8%（扣除价格因素实际下降18.1%）。其中，除汽车以外的消费品零售额下降15.6%。消费恢复较慢，未来只有弥补性修复而非报复性反弹。首先，即使今年1-2月同环比连续负增长，3月环比（经季调）增速也仅为0.24%，为2011年2月发布环比数据以来的绝对低位，仅高于2012年1月（0.19%）、2018年5月（0.15%）。其次，3月餐饮收入同比下降46.8%，降幅比1-2月扩大3.7个百分点，疫情对餐饮业的影响并未缓解。同时，失业率上升、收入增速放缓抑制消费反弹。3月全国城镇调查失业率5.9%，较2月下降0.3个百分点，但仍显著高于去年同期与去年末（均为5.2%），就业端仍有压力；一季度全国居民人均可支配收入同比名义增长0.8%，实际增速则下降3.9%。

综上，疫情对一季度经济影响显著，外部二次冲击影响尚未完全体现，短期稳增长压力尚存。未来，财政适度加码成为重中之重，预计赤字率有望从2.8%扩大至3.5%，专项债规模扩容至3.5-4.0万亿元，发行特别国债0.5-1.0万亿元等等，政策的发力点注重于（新老）基建投资、拉动居民消费、纾困企业与提振制造业投资等方面。内需恢复有望拉动二季度经济同比增速转正，但同时也要提防外需萎缩对中国出口以及产业链的二次冲击。

风险提示：央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_5643

