



证券研究报告·宏观研究报告

2020年4月21日

首创宏观“茶”： 2季度GDP增速有望转正，但全年消费增速 难以大幅反弹

——3月经济数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 3月工业增加值当月同比-1.10%，前值-25.87%；3月工业增加值累计同比-8.40%，前值-13.50%；3月固定资产投资累计同比增长-16.10%，前值-24.50%；3月社会消费品零售总额当月同比-15.80%，前值-20.50%；3月社会消费品零售总额累计同比-19.00%，前值-20.50%。我们点评如下：
 - 一、3月工业增加值当月同比回升力度较大，4月有望转正；
 - 二、基建投资有望提速，但制造业投资大概率持续低迷；
 - 三、2020年社会消费品零售总额当月同比大幅反弹概率较低。

目录

一、3月工业增加值当月同比回升力度较大，4月有望转正.....	4
二、基建投资有望提速，但制造业投资大概率持续低迷.....	6
三、2020年社会消费品零售总额当月同比大幅反弹概率较低.....	9

图表目录

图 1：3 月工业增加值当月同比回升力度较大（%）	4
图 2：1 季度工业产能利用率有数据记录以来首次跌至 70%以下（%）	6
图 3：制造业投资累计同比反弹力度最弱（%）	8
图 4：对比生产与固定资产投资，3 月消费数据的反弹力度最弱（%）	9
图 5：吃类网上商品零售额累计同比录得正增长（%）	10

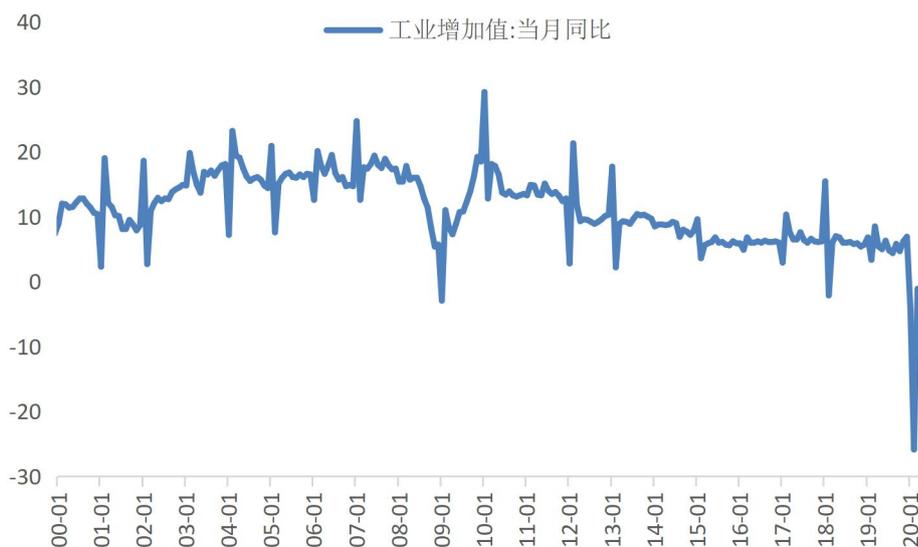
事件：3月工业增加值当月同比-1.10%，前值-25.87%；3月工业增加值累计同比-8.40%，前值-13.50%；3月固定资产投资累计同比增长-16.10%，前值-24.50%；3月社会消费品零售总额当月同比-15.80%，前值-20.50%；3月社会消费品零售总额累计同比-19.00%，前值-20.50%。

点评：

一、3月工业增加值当月同比回升力度较大，4月有望转正

3月工业增加值当月同比为-1.10%，较前值大幅上行24.77个百分点，较去年同期下行9.60个百分点。1-3月工业增加值当月同比均位于负值区间，但是3月-1.10%的读数为年内最高值。3月工业增加值累计同比为-8.40%，较前值上行5.10个百分点，较去年同期下行14.90个百分点，录得1998年7月有数据记录以来的次低值。

图 1：3月工业增加值当月同比回升力度较大（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

分部类看，采矿业、制造业、电力燃气及水的生产和供应业工业增加值累计同比分别为-1.70%、-10.20%、-5.20%，分别较前值上行4.80、5.50、1.90个百分点。其中，制造业工业增加值累计同比虽然大幅反弹5.50个百分点，但是绝对读数在三大部类中垫底，而采矿业工业增加值累计同比抗跌性最强，体现为反弹幅度达4.80个百分点，且绝对读数居于三大部类之首。

分经济类型看，国有及国有控股企业、股份制企业、私营企业、外商及港澳台投资企业工业增加值累计同比分别为-6.00%、-8.40%、-11.30%、-14.50%，分别较前值上行1.90、5.80、8.90、

6.90个百分点。其中，国有及国有控股企业增加值累计同比虽然反弹幅度仅为1.90个百分点，但是绝对读数居首，而私营企业工业增加值累计同比反弹幅度达8.90个百分点，表明国家对中小企业的各项纾困政策在起作用。鉴于私营企业工业增加值累计同比依旧不大乐观，预计后期还将持续出台相关支持政策。

分地区看，东部地区、中部地区、西部地区与东北地区工业增加值当月同比分别为-0.70%、-0.80%、4.30%、-7.10%，分别较前值（2019年12月）下行7.60、7.50、3.50、16.10个百分点。其中，西部地区工业增加值当月同比录得正增长，而东北地区工业增加值当月同比垫底。考虑到近期东北地区境外疫情输入的防控压力较大，预计4月东北地区工业增加值当月同比还将面临一定压力，虽然2019年同期基数较低。

展望4月，我们认为在3月工业增加值当月同比录得-1.10%的基础上，4月工业增加值当月同比大概率录得正增长。从PMI数据看，3月PMI录得52.0%，跃至荣枯线之上，在此背景下，我们认为在政府政策的大力推动下，4月复工复产情况有望在3月的基础上取得边际好转，因此作为环比指标的生产指数缺乏大幅下行的基础，大概率位于荣枯线之上。基于同样的逻辑，5月、6月PMI生产指数大概率也不弱。从高频数据看，4月前三周全国高炉开工率均值为67.91%，较3月同期上行3.54个百分点，较2019年同期上行4.24个百分点。从产能利用率看，1季度工业产能利用率为67.30%，为2013年1季度有数据记录以来首次跌至70%以下，采矿业、制造业与电力热力燃气及水生产和供应业的产能利用率分别为67.30%、67.10%、67.20%，均处于低位，因此，我们认为随着复工复产的推进，以及“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，2季度产能利用率大概率1季度的基础上触底反弹，推动4月、5月、6月工业增加值当月同比录得正增长，在此基础上，2季度GDP增速有望录得正增长。

图 2：1 季度工业产能利用率有数据记录以来首次跌至 70%以下 (%)



资料来源：wind，首创证券研究发展部

二、基建投资有望提速，但制造业投资大概率持续低迷

3月固定资产投资完成额累计同比为-16.10%，较前值上行8.40个百分点，较去年同期下行22.40个百分点。第一、二、三产业固定资产投资累计同比分别为-13.80%、-21.90%、-13.50%，分别较前值上行11.80、6.30、9.50个百分点，其中，第二产业受疫情的负面冲击最大，体现为2月跌幅最深，3月反弹力度最弱。

3月房地产开发投资完成额当月同比录得正增长。3月房地产开发投资完成额当月同比为1.14%，较前值上行17.48个百分点，较去年同期下行10.83个百分点。从累计同比角度看，3月房地产开发投资完成额累计同比为-7.70%，较前值上行8.60个百分点，较去年同期下行19.50个百分点。先行指标方面，8个先行指标较前值5升3降，具体看：M1同比、国房景气指数、房地产开发计划总投资累计同比、房地产开发资金来源合计累计同比、商品房销售面积累计同比、房屋新开工面积累计同比、房屋施工面积累计同比、70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比分别较前值上行0.20、0.78、-0.60、3.70、13.60、17.70、-0.30、-0.50个百分点。其中，M1同比、房地产开发计划总投资累计同比、房屋施工面积累计同比总体表现不错，均录得正增长。从资金来源看，3月房地产开发资金来源合计累计同比录得-13.80%，较前值上行3.70个百分点，较去年同期下行19.70个百分点。其中，国内贷款、利用外资、自筹资金、其他资金累计同比分别为-5.90%、-42.50%、-8.80%、-19.57%，分别较前值上行2.70、34.70、6.60、2.58个百分点。其他资金中，定金及预收款、个人按揭贷款累计

同比分别为-22.40%、-7.40%，分别较前值上行1.50、5.00个百分点。

房地产投资的走势受国家政策的影响较大。2019年中央经济工作会议指出，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”，417政治局会议指出，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。从央行的表态看，4月10日第一季度金融统计数据新闻发布会上，央行官员指出，“2016年以来，人民银行按照党中央、国务院关于房地产市场平稳健康发展长效机制的部署要求，会同相关管理部门围绕‘稳地价、稳房价、稳预期’目标做了一些工作，主要是抑制资金过度流入房地产，取得了比较明显的效果”。从财政的角度看，4月3日在增加地方政府专项债规模和强化对中小微企业普惠性金融支持有关情况发布会上，财政部官员指出，“今年明确政府的专项债不用于土地收储和与房地产相关的项目”。根据以上信息，叠加417政治局会首提“六保”，强调脱贫攻坚补短板的重要性，且大概率弱化全年经济增速目标，我们认为大幅放松房地产调控的概率较低。但是鉴于2019年中央经济工作会议提出“全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制”，因此我们坚持此前的观点，认为房地产市场存在边际放松的空间与概率。

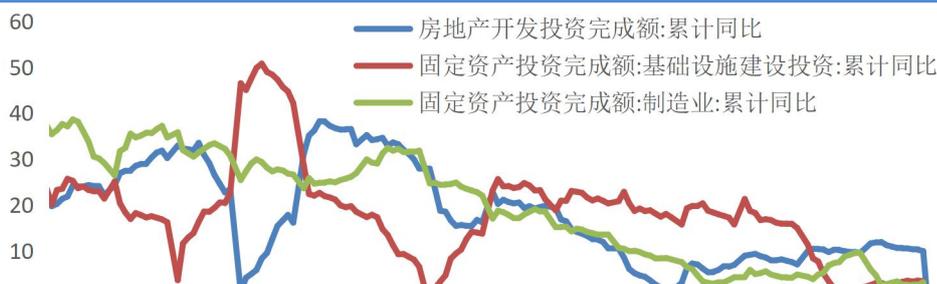
老旧小区改造是2020年房地产领域的一个重点。2019年中央经济工作会议定调2020年要“加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造”，417政治局会议指出，要“实施老旧小区改造”，4月3日在增加地方政府专项债规模和强化对中小微企业普惠性金融支持有关情况发布会上，财政部官员指出，“在专项债的使用范围方面作了调整，将城镇老旧小区改造纳入了专项债券的支持范围”，可见，不论是中央定调还是具体执行上，2020年老旧小区改造有望发力。

基础设施建设投资完成额累计同比上行动能最强。3月基础设施建设投资完成额累计同比为-16.36%，较前值上行10.50个百分点，较去年同期下行19.31个百分点。其中，电力热力燃气及水的生产与供应业、交通运输仓储和邮政业以及水利环境和公共设施管理业累计同比分别为2.00%、-20.70%、-18.50%，分别较前值上行8.40、9.40、11.60个百分点，其中，电力热力燃气及水的生产与供应业录得唯一的正增长，此外，基建投资三大分项下的所有细项均较前值上行，呈边际向好态势。基础设施建设投资（不含电力）完成额累计同比为-19.70%，较前值上行10.60个百分点，较去年同期下行24.10个百分点。针对基建投资，417政治局会议指

出，“加强传统基础设施和新型基础设施投资”。我们看到，传统基础设施投资位于新型基础设施之前，预计传统基础设施投资将挑起“稳增长”的“大梁”。

制造业投资累计同比反弹力度最弱。3月制造业投资累计同比为-25.20%，较前值上行6.30个百分点，较去年同期下行29.80个百分点。民间固定资产投资完成额累计同比为-18.80%，较前值上行7.60个百分点，较去年同期下行25.20个百分点。民间固定资产投资完成额累计比重为56.81%，较前值下行0.02个百分点，较去年同期下行3.55个百分点，连续7个月低于60%。制造业投资的32个分项，除数据缺失的两个分项外，其余分项均录得负增长，其中，纺织服装服饰业、文教工美体育和娱乐用品制造业、纺织业固定资产投资完成额累计同比分别为-45.80%、-40.70%、-37.10%，分别较前值上行4.40、7.50、6.90个百分点。此外，在前期录得历史低值的基础上，再次下探的行业有五个，石油、煤炭及其他燃料加工业、造纸及纸制品业、烟草制品业、计算机通信和其他电子设备制造业、皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业分别录得-10.10%、-20.50%、-32.90%、-10.20%、-25.70%，分别较前值下行4.20、3.70、2.60、1.90、1.40个百分点。针对制造业投资，417政治局会议指出，“促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资”，“要调动民间投资积极性”。我们认为，在2季度出口增速承压，且工业企业盈利负增长的背景下，2020年制造业投资大概率继续低迷。

图 3：制造业投资累计同比反弹力度最弱（%）



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_5666

