

经济边际改善有望延续，更大政策力度在路上

——2020年1-3月宏观数据点评

宏观点评

核心观点：

在国内外疫情的叠加冲击下，国内生产和需求均大幅下降，这次疫情公共危机的“休克性”影响明显大于金融或经济危机。但随着疫情的好转，疫情对经济的影响也将随之较快消退，经济增长有望加快恢复。预计国内GDP将边际改善，呈“V”型走势，但恢复力度取决于全球疫情防控形势与国内逆周期调节力度。当前政策力度下，全年GDP增长3-4%左右；要实现5-6%的目标，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。预计政策力度加大是必然。

摘要：

- **工业增加值：**工业生产明显加快，制造业结构也有所改善，但外资、私企生产恢复偏弱。1-3月份规模以上工业增加值同比下降8.3%，降幅较1-2月份收窄5.1个百分点。其中，受国家加快推进复工复产和部分企业赶工积压订单影响，制造业增加值降幅较1-2月份收窄5.5个百分点，是工业生产恢复的主要贡献因素；但受海外疫情蔓延、整个世界陷入“大封锁”状态影响，外资和私企工业增加值降幅均在10%以上，产业链面临受损风险，对工业生产的中长期冲击不容小觑。另外，受益政策扶持、互联网等新型消费大幅增长，国内高技术制造业生产恢复明显更快，1-3月降幅较1-2月大幅收窄10.6个百分点。
- **国内生产总值（GDP）：**预计呈环比改善态势，二季度增长4-5%左右，当前政策力度下，全年GDP增长3-4%左右；要实现5-6%的目标，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。一是国内外疫情对经济的冲击持续显现，预计消费回补力度不宜高估，后续消费恢复依赖于更多强刺激政策的出台；二是预计投资短期分化加剧，整体增速大概率回升，即基建投资增速有望二季度回升转正，制造业投资大幅改善空间有限，房地产短期反弹，但整体仍将处于下行周期。三是受海外疫情蔓延，整个世界陷入“大封锁”状态影响，预计进出口增速下行压力均有所增加，贸易顺差料明显收窄，净出口对经济的拉动减弱。如果未来强力度政策刺激，且全球疫情在二季度稳定的情况下，全年GDP增速有望达到5-6%，不然在3-4%的水平。
- **消费：**餐饮和可选品疲软拖累社零仅弱改善，后续恢复依赖政策强刺激。1-3月份国内社零增速同比下降19.0%，较1-2月小幅收窄1.5个百分点。其中，受海外疫情蔓延、国内疫情防控常态化和居民担忧未退影响，居民餐饮消费同比下降44.3%，降幅较1-2月扩大1.2个百分点，是主要拖累因素之一。另外，分商品零售品类看，粮油食品、中西药品类等必需品消费持续恢复，可选品消费改善均有限，如汽车、房地产相关消费降幅仍均逾20%。展望未来数月，疫情对经济的冲击持续显现，居民收入下降、就业面临压力，预计消费回补力度不宜高估。后续消费恢复，特别是汽车等占比高的消费回升，需依赖更多强刺激政策出台。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com

李沐

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：010-68080380
邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

- **投资：短期分化加剧，整体增速大概率回升。**一是利好政策帮扶下民企融资环境有所改善，但海外出口需求下降和企业盈利恶化，将持续抑制企业投资热情，制造业投资大幅改善空间有限；二是一季度专项债放量和各地项目储备较多情况下，二季度基建投资增速大概率转正。同时政策偏暖和技术需求释放下，新基建将迎来快速发展，助力基建投资增速回升和经济结构转型；**三是一季度房地产市场“量价齐降”，3月销售出现回暖。**预计未来房地产投资增速在疫后施工加快、销售回暖、宽松货币政策环境、“三稳”政策等因素的综合作用下，增速有望迎来反弹提高，但整体仍处于下行周期中，增长幅度有限。
- **政策展望：年内加大政策力度是必然选择，降息、降准、抗疫特别国债在路上。**在“国际疫情持续蔓延，世界经济下行风险加剧，不稳定不确定因素显著增多”的背景下，“外部风险大于内部风险，宏观风险大于微观风险”，在这样的形势下，“关键在于加大逆周期调节力度，扎扎实实做好自己的事”。4月17日政治局会议提出“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”。预计货币政策将继续全面降准和定向降准，降息包括降低存款基准利率，再贷款、再贴现等手段，保持流动性合理充裕。财政政策方面，一是扩内需，预计财政赤字率提高至3.5%，地方专项债额度提高至3.5-4万亿元，抗疫特别国债将加大对受疫情影响严重的地区如湖北、中小微企业和低收入家庭部门的精准支持，预计该资金不会用于基建领域，规模有望在2万亿元以上；二是稳外贸外资，将继续加大力度稳定外贸和外资企业基本盘。

目 录

一、工业增加值：生产加快、结构改善，但外资和私企恢复偏弱	4
二、国内生产总值（GDP）：预计环比改善，二季度增长 4-5% 左右	6
三、消费：餐饮和可选品拖累社零弱改善，后续恢复依赖政策强刺激	6
（一）餐饮和可选品消费持续低迷，社零增速降幅仍近两成	7
（二）居民收入和就业预期下降，消费企稳依赖政策刺激	7
四、投资：内部分化或加剧，整体增速大概率回升	8
（一）全球疫情下制造业难有大幅改善	9
（二）基建投资环比改善较多，稳投资作用显著	10
（三）疫后房地产投资增速有望提高，但整体仍将处于下行周期	11

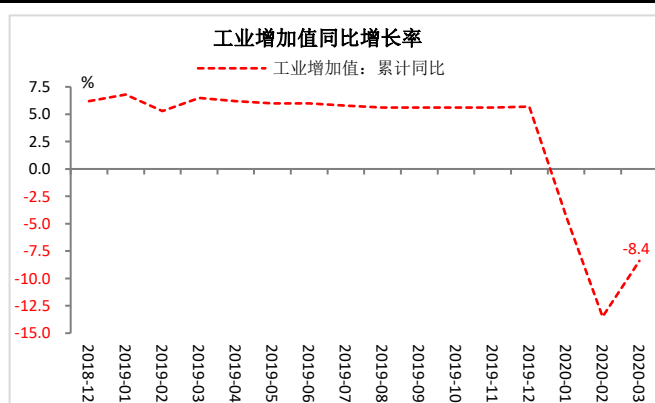
正文：

一、工业增加值：生产加快、结构改善，但外资和私企恢复偏弱

1-3 月份规模以上工业增加值同比下降 8.3%（见图 1），降幅较 1-2 月份收窄 5.1 个百分点，较去年同期降低 14.9 个百分点。其中，在去年高基数的基础上，3 月当月规模以上工业增加值同比下降 1.1%，降幅较 1-2 月份收窄 12.4 个百分点。

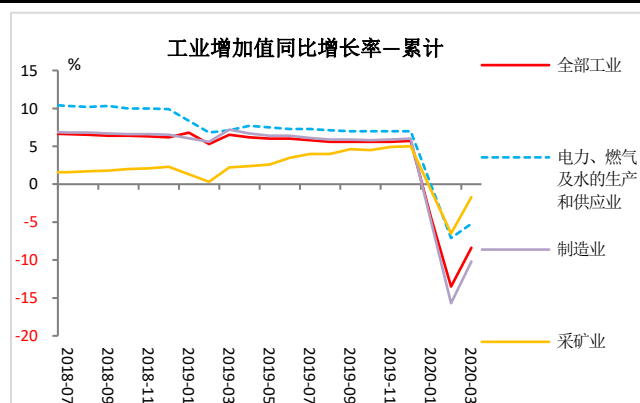
受新冠肺炎疫情意外冲击影响，一季度国内生产整体下降较多；但随着国内疫情形势好转，3 月当月国家加快推进复工复产，叠加部分企业存在赶工积压订单的需求，工业生产明显恢复，工业产出规模基本已接近去年同期水平。

图 1：工业生产明显加快



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：制造业生产加快是推动工业生产恢复的主因



资料来源：WIND，财信研究院

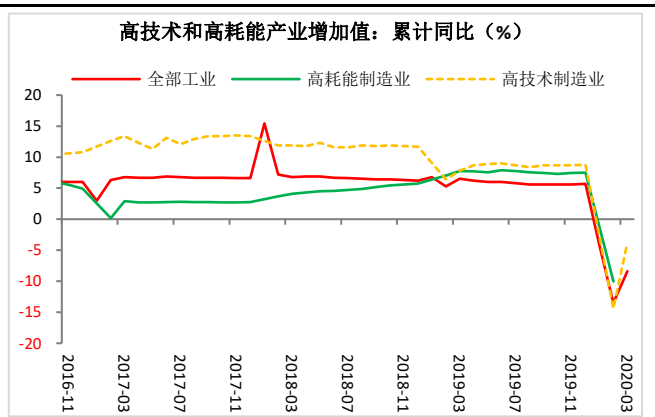
从三大门类看，制造业生产加快是推动本月工业生产恢复的主因。1-3 月份国内制造业增加值同比下降 10.2%，降幅较 1-2 月份收窄 5.5 个百分点（见图 2），边际出现明显改善迹象，考虑到制造业营收占工业营收比重达 90% 以上，毫无疑问是推动本月工业生产恢复的主因。同期，电力燃气及水的生产与供应业、采矿业增加值同比下降 5.2% 和 1.7%，降幅较 1-2 月分别收窄 1.9 和 4.8 个百分点（见图 2），也处于持续恢复的过程中，特别是采矿业 3 月增加值增速已由负转正至 4.2%。

从产业结构变化来看，高技术制造业恢复明显更快，但持续性存疑，新旧动能转换仍任重道远。1-3 月份国内高技术制造业增加值同比下降 3.8%（见图 3），降幅较 1-2 月份大幅收窄 10.6 个百分点，增速高出同期工业增加值增速 4.6 个百分点。其中，医药制造、计算机通信和其他电子设备制造业为主要贡献因素，1-3 月份分别同比下降 2.3% 和 2.8%，降幅较 1-2 月均收窄 10 个百分点。（见图 4）。同期，高耗能制造业增加值也大概率有所改善（行业数据未全部公布），但改善幅度或低于高技术制造业。如高耗能制造业中的黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品业、非金属矿物制品业，1-3 月增速较 1-2 月仅分别小幅提高 2.5、4.7、5.5 和 4.7 个百分点（见图 5）。

预计未来高技术制造业改善仍面临较多挑战，新旧动能转换加快节奏或趋于放缓。一是海外疫情正加速蔓延、扩散，对国内出口和产业链带来较大冲击，而高技术制造业

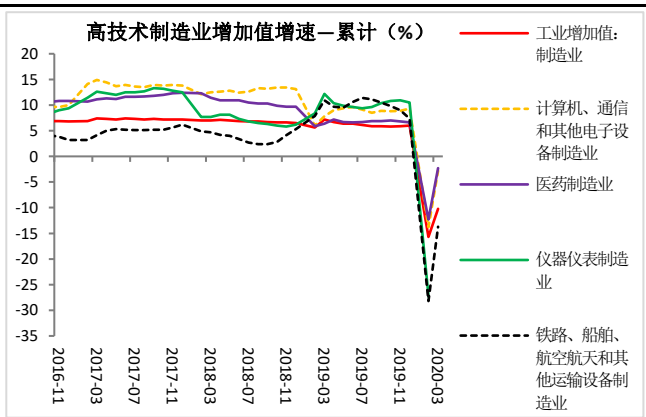
中计算机、通信和其他电子设备制造业出口占比较高，产业链受国外供给的影响大，未来面临的挑战不容小觑；二是未来数月为去年同期高技术制造业增加值增速的高点，高基数效应也不利于高技术制造业增速的提高；三是 2020 年完成国内社会目标时间紧、任务重，逆周期调节将大幅加码，但当前高技术制造业利润占制造业总利润的比重仍不足两成，仅依靠“新基建”的作用有限，传统制造业仍是稳增长的重要抓手之一。

图 3：高技术与高耗能制造业增加值增速



资料来源：WIND，财信研究院

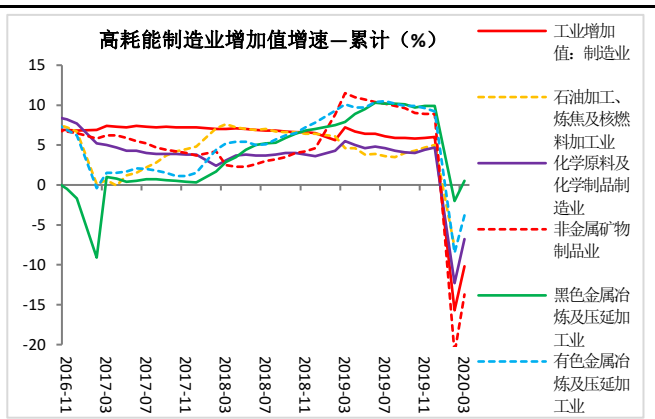
图 4：高技术制造业生产均加快恢复



资料来源：WIND，财信研究院

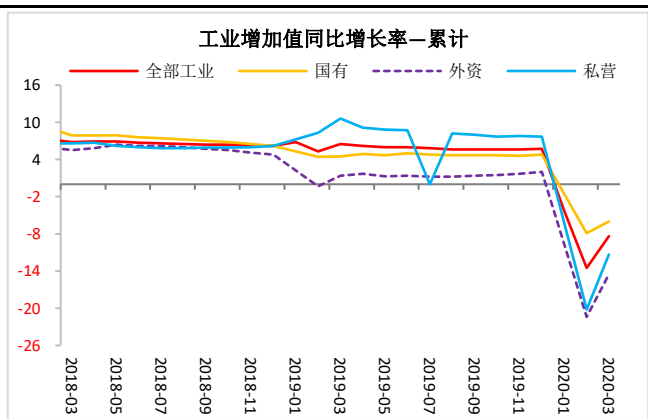
注：高技术和高耗能制造业与统计局口径略有差异但走势一致

图 5：高耗能制造业增速也小幅改善



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：国企、外资和私营企业增加值增速



资料来源：WIND，财信研究院

从企业登记注册类型看，外资、私企生产增速降幅仍超 10%，恢复整体偏弱。1-3 月份国有企业、外资企业、私营企业工业增加值分别同比下降 6.0%、14.5%和 11.3%，降幅较 1-2 月份分别收窄 1.9、6.9 和 8.9 个百分点（见图 6），较去年同期分别下降 10.5、15.9 和 21.9 个百分点。

外资和私企工业增加值降幅均在 10% 以上，产业链面临受损风险，对工业生产的中长期冲击不容小觑。一方面，受海外疫情蔓延、整个世界陷入“大封锁”状态影响，外资恢复生产的意愿明显减弱，如在去年同期仅 1.4% 的低增速基础上，1-3 月外资增加值增速依旧大幅下降 14.5%。另一方面，受国内疫情冲击最大的民营和中小微企业，也是国内出口和制造业的主力，未来还面临着海外需求下降和国内居民收入下降导致消费承压的第二波、第三波冲击，生产恢复亟待政策加大扶持力度。

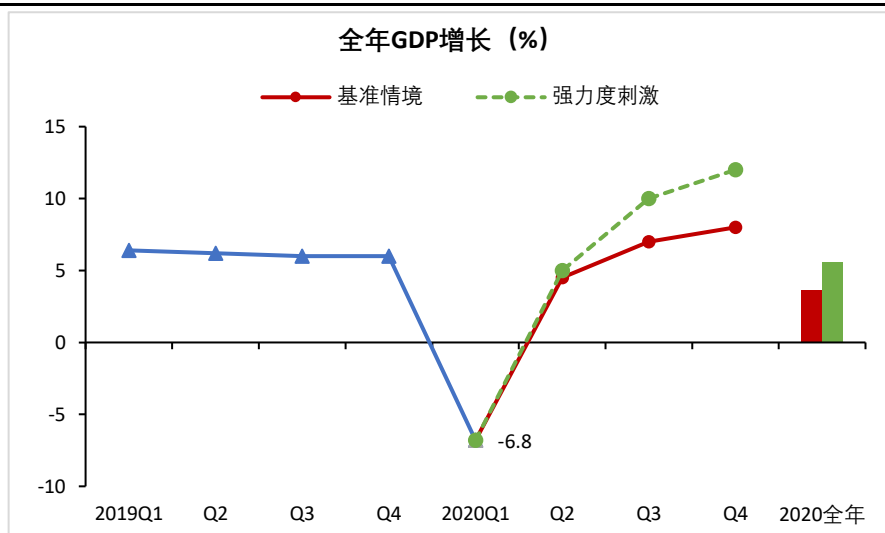
二、国内生产总值（GDP）：预计环比改善，二季度增长 4-5%左右

2020 年一季度，国内 GDP 同比下降 6.8%，较 2019 年四季度降低 12.8 个百分点，增速创近 50 年的历史新低。在国内外疫情的叠加冲击下，国内生产和需求都出现大幅下降，消费、投资、出口和工业增加值都出现较大幅度的负增长。消费和投资增速出现自有公开统计数据以来的负值，说明这次疫情公共危机的“休克性”影响，明显大于金融或经济危机的影响。但是，随着疫情的好转，疫情对经济的影响也将随之快速消退，经济增长有望加快恢复。

展望未来几个季度，我们预计国内 GDP 呈环比边际改善态势，但恢复力度取决于全球疫情形势变化与国内逆周期调节力度：一是国内外疫情对经济的冲击持续显现，居民收入下降、就业面临压力，居民收入增长预期也随之下降，预计消费回补力度不宜高估，后续消费恢复依赖于更多强刺激政策的出台；二是预计投资短期分化加剧，整体增速大概率回升。其中基建投资增速在专项债放量和储备项目充足的推动下有望持续回升，二季度大概率转正；制造业投资大幅改善空间有限，海外出口需求下降和企业盈利恶化将持续抑制企业投资热情；房地产投资在疫后生产销售恢复、宽松货币政策环境下融资趋稳、“三稳”政策等的综合作用下，增速有望迎来反弹提高，但房地产投资仍将处于下行周期，预计增长幅度有限。三是受海外疫情蔓延、整个世界陷入“大封锁”状态影响，预计进出口增速下行压力均有所增加，贸易顺差料明显收窄，净出口对经济的拉动减弱。

综上，在当前已出台政策的基准情境下，2020 年 GDP 增长 3-4%左右；如果后期加大政策力度强力刺激，且海外疫情在二季度能稳定下来，那么 GDP 增速有望达到 5-6%的区间（见图 7）。

图 7：2020 年 GDP 增速将呈“前低后高”走势



资料来源：WIND，财信研究院

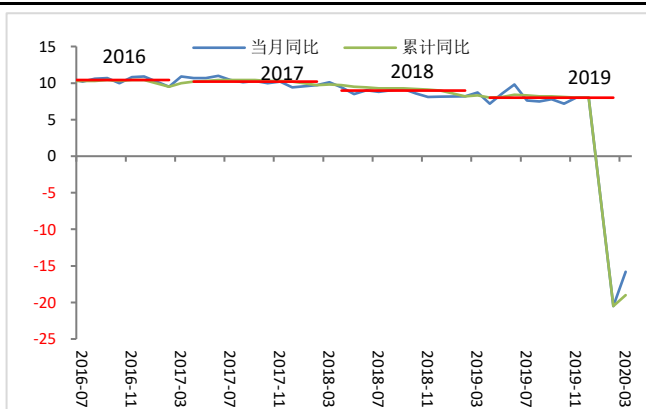
三、消费：餐饮和可选品拖累社零弱改善，后续恢复依赖政策强刺激

（一）餐饮和可选品消费持续低迷，社零增速降幅仍近两成

1-3 月社会消费品零售总额为 78580 亿元，名义和实际同比下降 19.0% 和 22.0%，降幅较 1-2 月份分别收窄 1.5 和 1.7 个百分点，较去年同期分别降低 27.3 和 28.9 个百分点（见图 8），整体改善有限。

其中，1-3 月餐饮收入同比下降 44.3%，降幅较 1-2 月份扩大 1.2 个百分点，是主要拖累因素之一。餐饮收入占社零总额比重约 10%，其降幅扩大，背后的原因主要有二：一是虽然国内疫情防控取得实质性成效，各地在实行分区分级精准防控的基础上，也加快了复工复产力度，但受海外疫情蔓延和居民担忧未退影响，居民外出消费还是比较谨慎，导致 3 月份当月餐饮增速与去年同期相比，增速下降幅度较大；二是 3 月份餐饮增速下降幅度大于 1-2 月份，还与今年 1 月份餐饮基本正常有关。

图 8：社会消费品零售总额增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 9：1-3 月消费品零售总额细项增速及变化

	2020年1-3月增速	较2019年同期变化
日用品类	-4.2	-20.3
粮油、食品类	12.6	2.0
饮料类	4.1	-5.2
烟酒类	-14.0	-19.9
中西药品类	2.9	-7.2
服装类	-32.2	-35.5
化妆品类	-13.2	-24.1
办公用品类	-3.4	-7.2
金银珠宝类	-37.7	-40.3
石油及制品类	-23.5	-27.6
汽车类	-30.3	-26.9
家用电器类	-29.9	-37.7
家具类	-29.3	-34.3
建筑材料类	-23.9	-32.0

资料来源：WIND，财信研究院

从商品零售品类看，必需品消费持续恢复，可选品消费降幅多数仍超 20%。如 1-3 月份粮油食品类、饮料类、中西药品类等必需消费品增速分别为 12.6%、4.1% 和 2.9%（见图 9），较 1-2 月份分别提高 2.9、1.0 和 2.7 个百分点。同期，其他品类累计消费增速仍为负，其中金银珠宝类、汽车类、石油及制品类消费分别同比下降 37.7%、30.3% 和 23.5%，房地产相关消费如家具、建筑及装潢材料、家用电器的降幅均仍在 20% 以上（见图 9）。上述数据表明，疫情影响下，除了维持必需的消费外，居民增加消费的意愿明显不足，这其中有居民收入下降的影响，也有收入预期下降的因素在，且 1-3 月份国内居民短期贷款同比减少 4801 亿元，也明显不利于消费的增加。

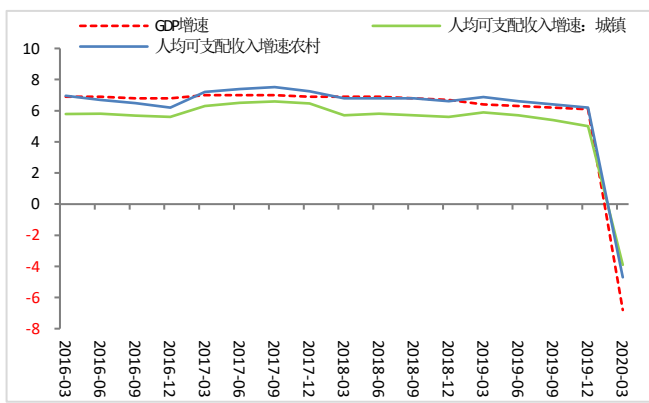
（二）居民收入和就业预期下降，消费企稳依赖政策刺激

展望未来数月，预计消费回补力度或仍低于预期，社会消费品零售总额增长压力依旧较大，消费企稳依赖更多的政策刺激。原因有三：

一是居民收入和就业预期下降对消费形成制约。受国内经济回落影响，2020 年一季度城镇和农村居民人均可支配收入分别同比下降 3.9% 和 4.7%，较 2019 年降低 8.9 和 10.9 个百分点（见图 10），对消费形成明显制约。同时，新冠肺炎疫情冲击下，国内中小微企业受损严重，3 月份数据显示居民经营净收入下降 7.3%，预计居民收入增长预期

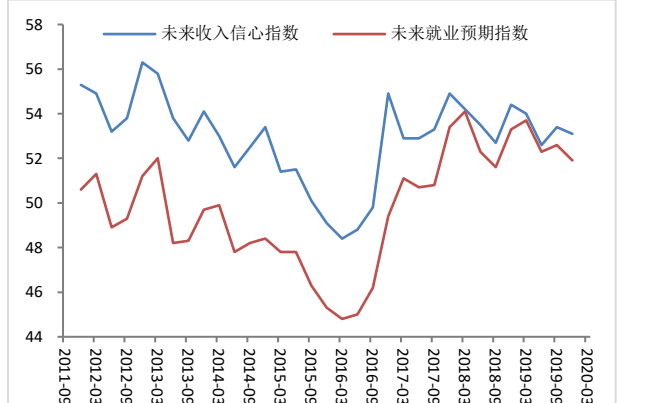
大概率难以大幅提升(见图 11), 不利于中长期消费增加。另外, 历史数据显示, 工业企业利润增速约领先城镇居民人均可支配收入增速 3 个季度左右, 国内工业企业利润自 2018 年三季度以来持续回落, 至今已连续 14 个月维持负增长, 创 1996 年以来的最长负增长记录, 预示未来居民收入大概率还有下降压力。

图 10: GDP 增速与人均可支配收入增速



资料来源: WIND, 财信研究院

图 11: 未来收入信心指数和未来就业预期指数



资料来源: WIND, 财信研究院

二是居民购房本息负担仍待消化。“房住不炒”背景下, 虽然购房支出增速减缓, 将对居民消费的挤占效应有所减小, 但前期累积的居民贷款及利息负担仍需时间消化, 且随着房地产销售降温、名义 GDP 回落, 居民信贷增速亦大概率下降, 不利于消费支出增加较多。

三是受疫情影响汽车对消费的拖累亟待政策对冲。2018 年下半年以来, 购置税政策透支作用对汽车消费的负面影响逐渐显现, 叠加居民收入增速的下行, 汽车消费持续负增长。经过一年多的调整, 汽车库存已经处于历史低位, 但受新冠肺炎疫情疫情影响, 汽车消费再度陷入低迷。为缓解国内汽车产业链企业的生存压力, 稳定消费, 更多刺激汽车消费的政策亟待继续出台, 预计未来数月汽车消费降幅有望收窄, 对消费的拖累作用将有所减弱。

四、投资：内部分化或加剧，整体增速大概率回升

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_5670

