

宏观经济

2020 年 04 月 19 日

如何评价一季度 GDP 的表现

宏观经济数据研究专题

分析师：冯乐宁

执业证书号：S1030511010001

电话：0755-83199599

邮箱：fengl@csco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：

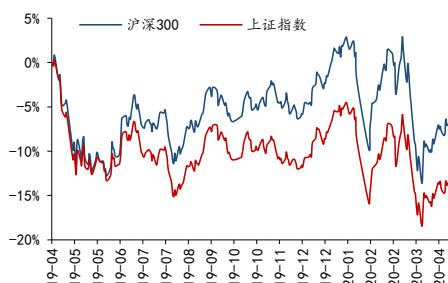
◇ 宏观专题：外需衰退降至二季度外贸承压加重 04-17

◇ 宏观深度：全球战疫下中国经济走向何方 04-03

◇ 宏观专题 3：春节因素将推动本轮通胀坚定 01-10

◇ 宏观专题 2：降准是灵活适度政策的开启 01-02

过去一年上证综指与沪深 300 指数的表现



经济预测（一致预期）

单位%	Q2/E	20/E
GDP	4.5	3.0
CPI	3.9	3.2
PPI	-2.1	-3.1
工业增加值	5.8	2.4
固定资产投资增速	2.0	5.7
出口增速	-11	-9.8
进口增速	-3.5	-3.0
社消增速	5.5	3.6
M2 增速	8.7	9.0
人民币汇率	7.04	7.10

数据来源：Wind 资讯

请务必阅读文末重要声明及免责条款

核心观点：

- 1) **一季度我国 GDP 下降 6.8%。**在新冠疫情的冲击下 2020 年一季度我国国内生产总值 206504 亿元，按可比价格计算同比 -6.8%，名义增速为 -5.3%，略低于我们的预期。经济的各项指标出现了大幅的下滑，比如工业增加值同比下滑 13.5%，固定资产投资同比下降 16.1%。一季度社会消费品零售总额 78580 亿元，同比下降 19%。而进出口总额则下降 8.4%。
- 2) **五大产业分项对 GDP 构成明显拖累。**一季度对 GDP 构成主要拖累的是工业及批发零售业，产值分别下降了 6423 亿元和 3209 亿元，分别拖累 GDP 下滑 2.72 和 1.76 个百分点。此外建筑业、交通运输业和住宿餐饮业对一季度的拖累也较为明显，分别较去年同期下降 17.5%、下降 14% 和下降 35.3%。以上五大分项合计拖累 GDP 6.6 个百分点。其它行业中金融业和信息技业表现相对稳定，贡献了 1697 亿元和 503 亿元，合计拉动 GDP 增长 1.03 个百分点。
- 3) **收入与支出双降阻碍消费的复苏。**一季度我国失业率依然保持在 5.9% 的偏高水平，而居民收入下滑 3.9%，居民支出更大幅下降 13.5%。从消费支出的结构上来看，除居住外，衣着、日用品、医疗、交通通讯、教育娱乐等下滑幅度在 10%-35% 不等，这或是消费复苏缓慢的重要原因之一。消费的部分领域相对于产业链中上游而言仍处于复苏最慢的环节，一定程度阻碍了产业链和供应链的畅通性。因而目前消费服务业的改善表现从性质上而言仅属于技术性修复。
- 4) **“六稳”+“六保”体现了中央的底线思维。**随着疫情对经济的影响，中央的政策重心从“稳增长”到“稳就业”，再到“保就业”，最新 4.17 政治局会议提出“六稳+六保”的工作定调，体现出政府越来越强的底线思维。为了完成“六保”尤其是“保就业”的任务，必须有一揽子刺激经济的计划进行驱动，因而我们对于今年迟到的“两会”满怀期待，“六稳”、“六保”大概率成为今年经济工作的核心。
- 5) **预计二季度增长 3% 左右。**意味着上半年经济累计增速依然很低，根据当前疫情形势及一季度我国 GDP 的表现，我们重申在基准情形下全年经济增长在 3%，悲观情绪下增长 1.5% 的判断，预计中央对 2020 年不会设立明确的经济增长目标，但仍有可能划定增长区间。我们预计未来经济的复苏形态将是一个“偏耐克的 V”，它将一直延续至 2021 年的年中。
- 6) **风险提示：**海外疫情进一步恶化，国内输入性病例持续增长。

正文目录

一、五大产业分项对 GDP 构成明显拖累	3
1.1 一季度我国 GDP 下降 6.8%	3
1.2 从三大产业重要分项领域解构 GDP 的表现	4
1.3 本次疫情给一季度带来的经济损失是多少?	4
二、消费呈现技术性修复	5
2.1 三月消费数据更多的是技术性修复而非报复性需求	5
(1) 疫情在国内和国外均存在影响力	5
(2) 国内的经济活跃度未达预期	6
(3) 失业率偏高, 收入水平下滑	6
2.2 消费的新模式增长迅速	7
2.3 预计二季度消费增长为 5.5%	7
三、基建投资将承担政策对冲和拉动任务	8
3.1 固定资产投资增速基本触底	8
3.2 房地产表现出一定的韧性	9
(1) 三月以来房地产市场关键指标呈现出反弹的局面	9
(2) 房地产政策在房住不炒基调不变基础上局部微调	10
(3) 预计二季度房地产投资增速增长 3% 左右	10
3.3 基建投资二季度起将是政策的主要发力点	10
(1) 基建投资有望乘政策的东风展开驱动	10
(2) 基建投资的资金来源相对充沛	11
(3) 二季度我国基建投资有望恢复双位数增长	11
四、小结	12
4.1 二季度及全年的经济该如何复苏	12
4.2 “六稳” + “六保” 体现了中央的底线思维	12
4.3 海外疫情及对国内的影响有三个层面	13
4.4 财政政策方面更加积极有为	13
五、风险提示	14

图表目录

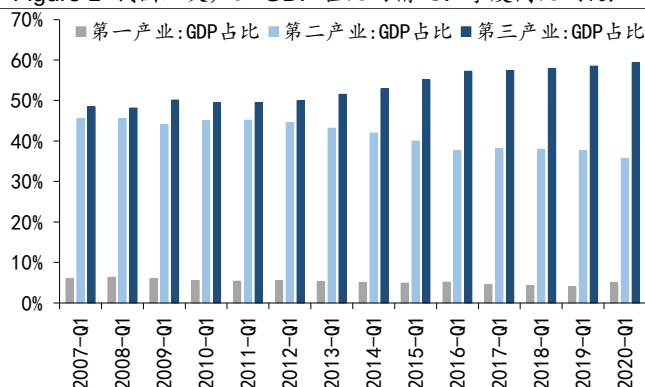
Figure 1 我国三大产业 GDP 占比的情况：季度同比 (%)	3
Figure 2 我国国民生产总值及 GDP 当季同比表现 (%)	3
Figure 3 我国三大产业的主要分项行业 GDP 的占比及历史对比 (%)	4
Figure 4 我国三大产业主要分项产业的绝对额同比变化及同比	5
Figure 5 城镇居民人均收入与支出累计同比 (%)	6
Figure 6 城镇居民人均消费支出的主要结构 (亿元)	6
Figure 7 社消零售总额及主要分项累计同比 (%)	7
Figure 8 一季度各月主要消费商品销售额同比：每月 (%)	7
Figure 9 基建房地产及制造业投资累计同比 (%)	8
Figure 10 三大产业固定资产投资完成额当月同比 (%)	8
Figure 11 住宅投资及销售新开工面积当月同比 (%)	9
Figure 12 建安投资设备投资及其他费用累计同比 (%)	9

一、五大产业分项对 GDP 构成明显拖累

1.1 一季度我国 GDP 下降 6.8%

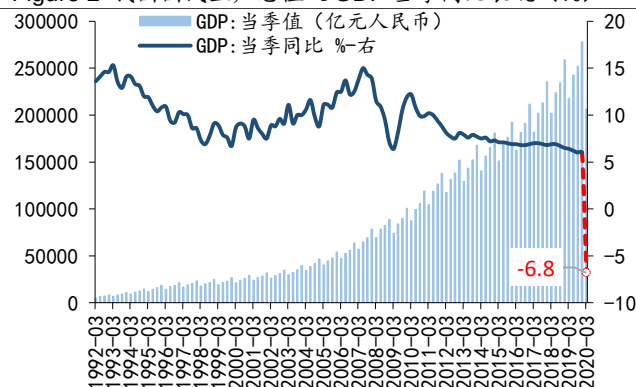
一季度国内生产总值 206504 亿元，按可比价格计算同比-6.8%，名义增速为-5.3%，是中国有数据记录以来的首度负增长，略低于我们此前的预期。中国经济的各项指标均出现了大幅度的下滑。比如工业增加值同比下滑 13.5%，从经济的“三驾马车”来看，一季度全国固定资产投资（不含农户）84145 亿元，同比下降 16.1%。其中基础设施投资下降 19.7%，制造业投资下降 25.2%，房地产开发投资下降 7.7%。此外一季度社会消费品零售总额 78580 亿元，同比下降 19%。而进出口总额则下降 8.4%。对比历史数据看，虽然一季度的 GDP 总量有所回落，但从绝对值来看仅回落到 2018 年一季度的水平，经济内在依然保持一定的韧性。

Figure 1 我国三大产业 GDP 占比的情况：季度同比 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 我国国民生产总值及 GDP 当季同比表现 (%)



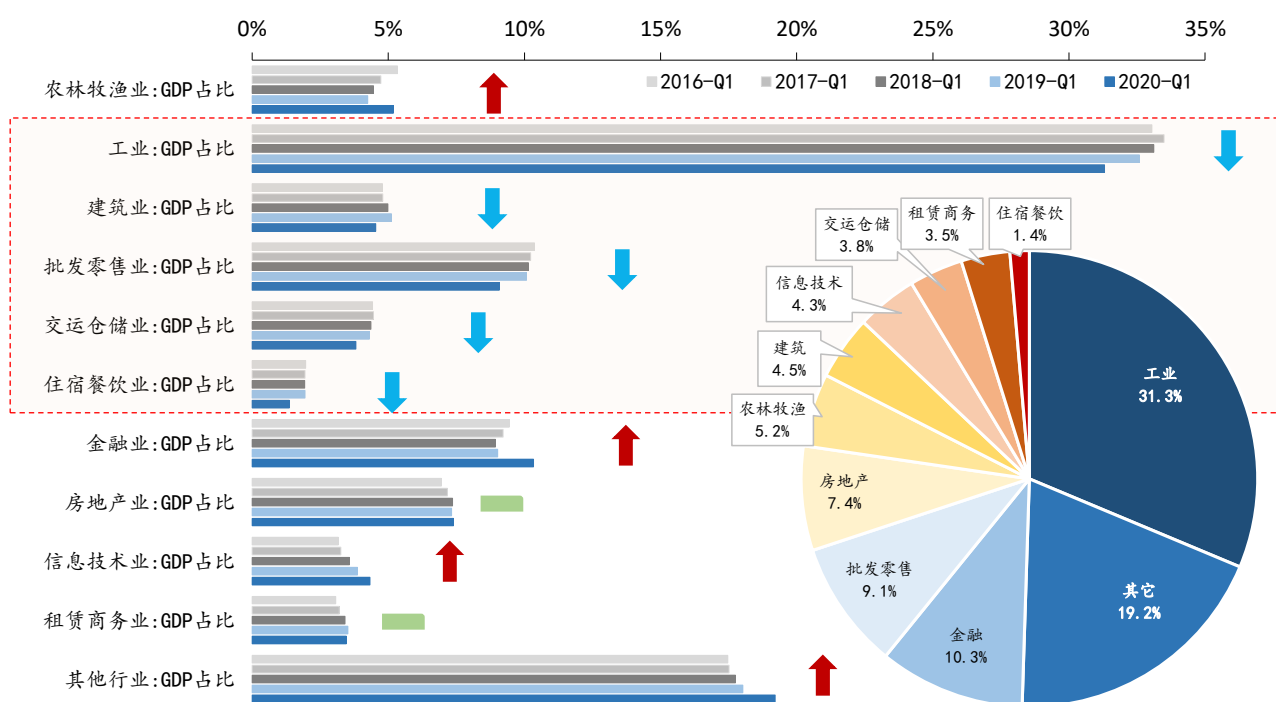
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

分产业看，第一产业增加值 10186 亿元，下降 3.2%；第二产业增加值 73638 亿元，下降 9.6%；第三产业增加值 122680 亿元，下降 5.2%。其中第二产业对 GDP 的拖累较为显著。我们从对第二产业影响较大的工业增加值指标的表现看，一季度，全国规模以上工业增加值同比下降 8.4%。其中，3 月份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，环比增长 32.13%。3 月份规模以上工业产出基本恢复到了去年同期水平。在 41 个工业行业中，90% 的行业当月增加值都比 1-2 月份加快。说明伴随着国内抗“疫”取得的初步成果，全国规模以上企业的复工复产速度明显加快，目前已经接近 100%，由此带动了工业生产逐渐修复。

1.2 从三大产业重要分项领域解构 GDP 的表现

从三大产业主要分项产业对 GDP 的影响从 GDP 现价的角度来看，一季度对 GDP 构成主要拖累的是第二产业的工业，及第三产业的批发零售业，一季度的产值分别下降了 6423 亿元和 3209 亿元，分别拖累 GDP 下滑 2.72 和 1.76 个百分点，对 GDP 的影响合计在六成以上。此外建筑业、交运仓储业和住宿餐饮业对一季度的拖累也较为明显，分别较去年同期有明显的下降 17.5%、下降 14% 和下降 35.3%。

Figure 3 我国三大产业的主要分项行业 GDP 的占比及历史对比 (%)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

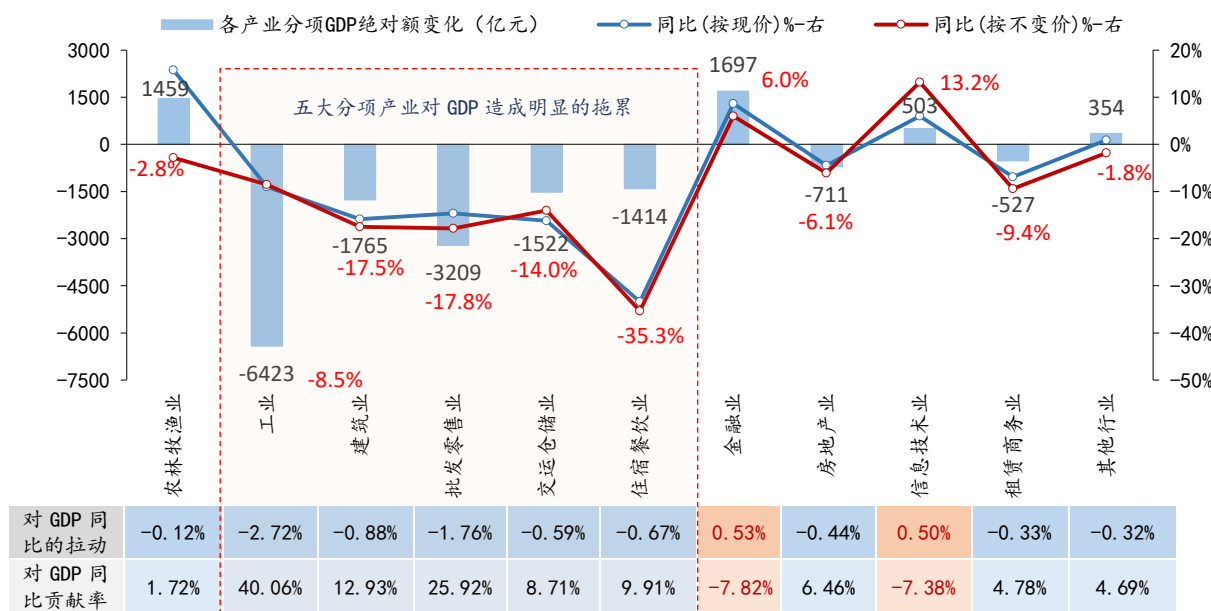
以上五大分项较历史同期均出现了明显的占比下降，今年一季度对 GDP 总体拖累合计在 6.6 个百分点。其它行业中金融业和信息技业表现相对稳定，贡献了 1697 亿元和 503 亿元，合计拉动 GDP 增长 1.03 个百分点，也基本对冲了由农林牧渔、房地产业、租赁商务及其他行业形成的第二梯队的拖累。

1.3 本次疫情给一季度带来的经济损失是多少？

从统计局发布的数据来看，2020 年在疫情的影响下一季度的名义 GDP 是 20.65 万亿元，同比下滑了 -6.8%（不变价口径），虽然从名义 GDP 的绝对值来看，今年一季度较去年同期减少了 1.16 万亿元，但这个减少值只能反映了经济的部分缺口，它忽略了经济本身还具备自然增长的特征。

根据我们的测算，如果在没有疫情的情况下，考虑到经济在一季度大概率可自然增长 5.5% 的假设条件下，一季度国内名义 GDP 生产总值应可达到 23.37 万亿元，因而客观上一季度我国名义 GDP 因疫情少增了 2.72 万亿元。

Figure 4 我国三大产业主要分项产业的绝对额同比变化及同比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

二、消费呈现技术性修复

2.1 三月消费数据更多的是技术性修复而非报复性需求

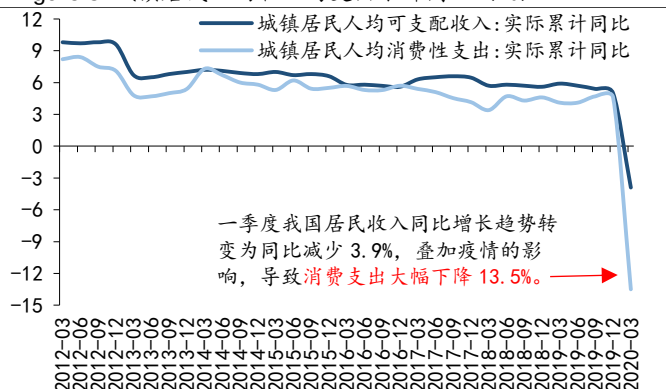
(1) 疫情在国内和国外均存在影响力

从实际数据上看，目前基本上已推翻了疫情初期比照 SARS 的模型预估本次疫情后期将出现报复性消费的预期，主要原因是本次新冠疫情蔓延和恶化的程度非常快，死亡人数的增长及波及面也远超 SARS 疫情，它对经济的打击和影响力也是 SARS 疫情无法相比的。本次新冠疫情的发生时点在 1-2 月份，由于恰逢春节期间，虽然有利于全国进行居家隔离的操作，但在新冠疫情由内向外发散影响下，今年前两个月社会消费品零售总额大幅下降 20.5%，而 3 月虽然复产复工，但国内零售额仅仅增长了 1.5 个百分点至 -19%，反映出预期中的报复性消费实际上并没有出现。

(2) 国内的经济活跃度未达预期

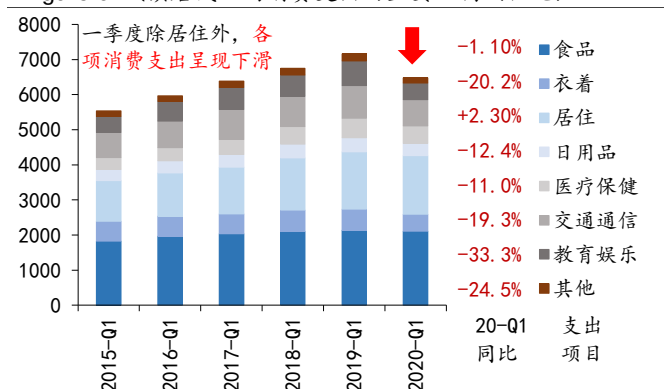
此外，我们观察到3月虽然规上工业的复工率很高达到99%，但中小企业复工率依然不到80%，同期海外疫情处于高发阶段，国内的输入性病例及无症状病例依然存在，因而人们对外出消费的担忧心理尚未完全消除，虽然室外旅游型消费可见到较快的反弹，不过餐饮、服装、电影、KTV等室内聚集性消费及娱乐活动的开工率仍明显不足，这也导致3月份的经济活跃度尚未恢复到上年的同期水平，对这一点我们在4月3日的宏观深度报告中，我们通过不同维度对各项日频数据的观察，揭示了3月份我国经济活跃度不及同期的表现。

Figure 5 城镇居民人均收入与支出累计同比 (%)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 城镇居民人均消费支出的主要结构 (亿元)



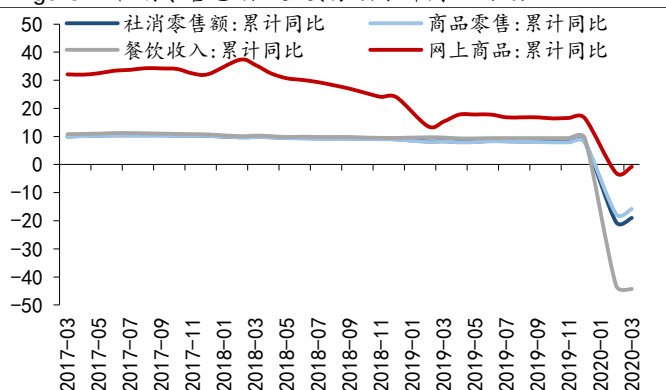
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

(3) 失业率偏高，收入水平下滑

由于一季度失业率依然保持在5.9%的偏高水平，而居民收入水平从以往的持续增长转变为一季度下滑3.9%，而疫情的隔离措施及谨慎消费的心理导致一季度居民消费支出大幅下降13.5%，从消费支出的分项来看，除居住外，各项消费支出均呈现不同程度的下滑，特别是衣着、日用品、医疗、交通通讯、教育娱乐等下滑幅度在10%-35%不等，这些也导致消费复苏的缓慢。

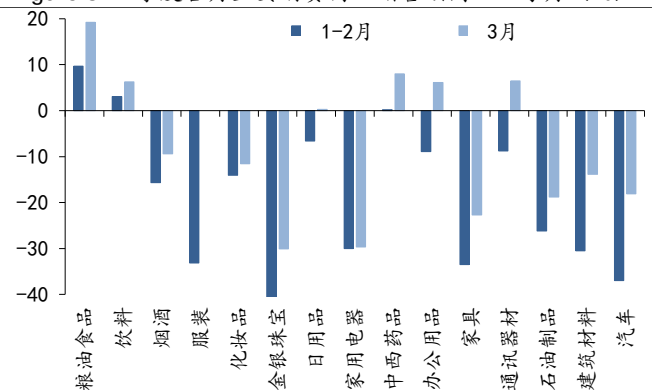
因而消费领域相对于产业链中上游而言仍处于复苏最慢的环节，一定程度阻碍了产业链和供应链的畅通性。对于消费服务业而言，它的元气恢复需要市场的自我调整和修复，这意味着流通业的开工率的推动可能需要更多的措施来进行助力。因而目前我国经济的改善表现从性质上而言，仍属于环比意义上的技术性修复，后疫情阶段，中国经济仍将面临的巨大挑战，需要更加积极的政策来应对。

Figure 7 社消零售总额及主要分项累计同比 (%)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 一季度各月主要消费商品销售额同比: 每月 (%)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 消费的新模式增长迅速

一季度, 社会消费品零售总额 78580 亿元, 同比下降 19.0%。其中, 3 月份社会消费品零售总额 26450 亿元, 下降 15.8%, 降幅比 1-2 月份收窄 4.7 个百分点; 商品零售下降 12.0%, 降幅比 1-2 月份收窄 5.6 个百分点。按消费类型分, 餐饮收入 6026 亿元, 下降 44.3%; 商品零售 72553 亿元, 下降 15.8%。与居民生活密切相关的刚性消费品呈现出增长的态势, 如粮油食品, 饮料、中西药商品分别增长 12.6%、4.1%和 2.9%, 比 1-2 月份分别加快 2.9、1.0 和 2.7 个百分点。

此外一季度由于疫情的原因, 也催生了远程线上新经济的快速发展, 如“生鲜到家”、“带货直播”、“在线游戏”、“远程办公”、“在线网课”、“远程会议”、“远程医疗”等一系列传统消费业的升级模式的蓬勃发展, 从而提升了中国经济发展的科技含量和经济效益。因而从数据上看, 3 月份全国网上零售额 22169 亿元, 同比下降 0.8%, 高出整体社消额数据 18.2 个百分点。其中, 3 月实物商品网上零售额 18536 亿元, 同比增长 5.9%, 比 1-2 月份加快 2.9

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_5711

