

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

疫情影响由供给端转向需求端

报告原因：事件点评

——2020年3月经济数据点评

2020年4月17日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业证书编号：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业证书编号：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座
28层北京市西城区平安里西大街28号
中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

➤ 4月17日，统计局发布2020年一季度经济数据和3月份经济数据。

点评

➤ 一季度实际GDP同比-6.8%，前值6.0%。名义GDP增速-5.3%，前值7.4%。季度经济增速为有记录以来首次跌入负值区间，且下跌幅度远超2003年非典时期和2008年金融危机时期。受到疫情影响，一季度经济负增长并不意外，疫情对经济总量上的冲击幅度也已确定。

➤ 如果要完成全年增速5.5%的目标，后续三个季度平均同比增速要达到9.0%的水平。如果后续三个季度平均增速在5.5%的水平，全年经济增速大约在2.8%左右。如果要实现十三五规划中国内生产总值（近似国民生产总值）翻一番的任务目标，即使考虑统计口径的修订，2020年全年增速目标也要在5.5%左右。那么经过简单计算可以得到，后续三个季度平均增速要达到9%左右才可以完成。四月份以来，整体经济还处于恢复过程中，二季度经济增速很难回到疫情前6%左右的增速水平。如果要实现全年5.5%的目标，就意味着下半年增速甚至要达到10%左右。考虑到目前的自然增速水平可能就在6%左右，翻一番任务完成就必须使经济走向严重过热。虽然全年经济目标在两会上才会公布，但我们认为，全年增速目标会设定更实际一些，翻一番目标大概率会放弃。

➤ 从分项来看，三大产业中，第二产业增速下降幅度更大。实际上，第二产业和第三产业从增速下降幅度都超过了10个百分点，对总体GDP的拉动看，由于第三产业量级更大，对经济的下拉更大。进入二季度，全国大部分地区基本实现复工，第二产业恢复加快。第三产业与生活正常化相关，当前防控措施未完全解除，第三产业恢复速度大概率要慢于第二产业。

➤ 平减指数不降反升，主要原因是一季度农产品价格大幅上升。第一产业平减指数上升，第二产业和第三产业平减指数下降。由于猪肉和短期鲜菜供应不足，一季度农产品价格明显上升，这也反映在了前期的CPI数据中。第二产业和第三产业平减指数下降，有一部分油价的影响，同时也反映了疫情对除食品外最终商品价格的影响需求端通缩大于供给端通胀。

➤ 3月份工业增加值同比大幅回升，与实际复工情况和高频数据相匹配。3月工业增加值同比-1.10%，前值-25.87%。几个行业大类，采矿业，制造业，电力、燃气及水的生产和供应业和高技术产业的增速都有明显提升。但数据



也显示 3 月份工业的恢复水平较疫情前仍有不小差距，从四月份以来高频数据提供的信息来看，四月份复工仍在继续，预计工业增加值在四月份继续回暖。

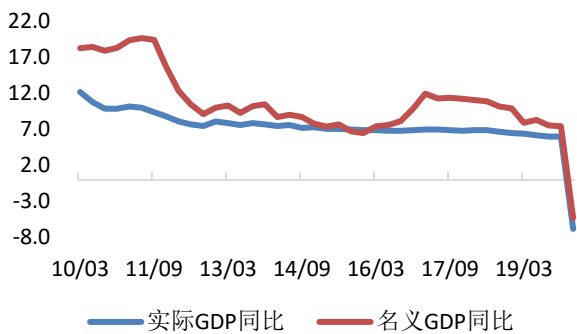
➤ **需求端虽然也在恢复，但慢于供给端。从投资来看，3 月固定资产投资完成额同比仅为-16.1%，虽然高于二月份的-24.5%，但从绝对水平来看，恢复程度有限。**对于三大投资来说，如果以疫情前去年 12 月的同比增速作为基准值，房地产降幅最小。3 月，基建和房地产在三月的增速恢复比例大约为 1/3，制造业仅恢复了二成。制造业中绝大部分是民营企业，受到疫情冲击或更大。疫情对房地产新开工和销售均冲击明显，从高频数据来看，从三月份下旬开始房地产销售情况在逐步好转。未来房地产需关注在因城施策框架下，是否有部分城市放松部分政策，以及相关政策的力度。前期政治局会议部署了提高赤字率，扩大地方专项债规模等措施，将对后续基建增速形成支撑。

➤ **社零上升幅度也有限，3 月当月同比-15.8%，前值-20.5%。从分项来看，细分商品领域依然存在明显分化。**其中，食品类零售同比不仅升高，且达到历史高位。一方面，食品属于必需品，基本不受疫情冲击。另一方面，食品价格升高拉高食品零售同比。除了食品，医药、办公用品、通讯器材在疫情零售同比也出现了明显增长，增速基本回到了疫情前水平。随着复工进程加快，办公用品，通讯器材（与远程复工相关）需求出现明显抬升。而另一方面，像服装、家电一般需要现场消费的商品恢复没有出现明显改善，其中服装零售同比 3 月份较 2 月份不升反降。汽车、家具、装潢材料、化妆品等类别消费同比虽然有所恢复，但恢复程度有限。我们在前期报告《消费事，知多少》中，详细分析了疫情对不同类别商品的冲击，里面对商品的分类也符合目前不同类别商品消费的走势。不过，本轮疫情的冲击要比非典疫情的冲击更大，受疫情影响较大的商品类别恢复速度目前看也明显慢于非典时期。

➤ **市场对经济的预期差不在经济的拐点，而在于后续经济的恢复速度。**在过往下行周期中，市场往往关注下行的拐点。但是由于疫情冲击集中在短期，因此即使没有后续的数据做支撑，基本也能判断一季度是全年增速的低点，所以当前的关注点在于经济的恢复速度。进入四月份后，除了部分地区，全国基本实现全面复工，疫情对供给端冲击逐渐消退，未来经济恢复矛盾焦点转向需求端。目前部分防控措施仍然对需求产生影响，生活和生产方式尚不能完全实现正常化，对需求形成抑制，长期或使部分行业面临“无工可复”的局面。因此，未来一段时间，应该是政策，尤其是需求端政策的集中发力期。考虑到政策影响的时滞和前期金融数据传导至实体的时滞，如果疫情按照目前估计在全球主要经济体中进入拐点期，预期我国经济或在四季度恢复到疫情前水平。

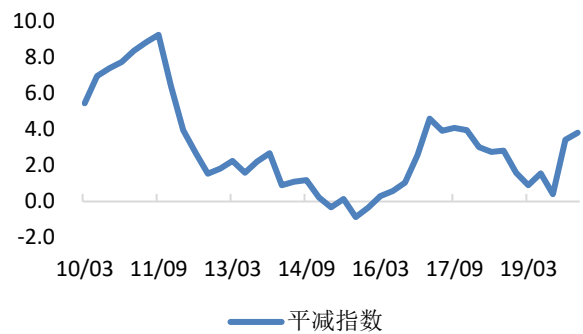


图 1：实际 GDP 与名义 GDP 同比走势



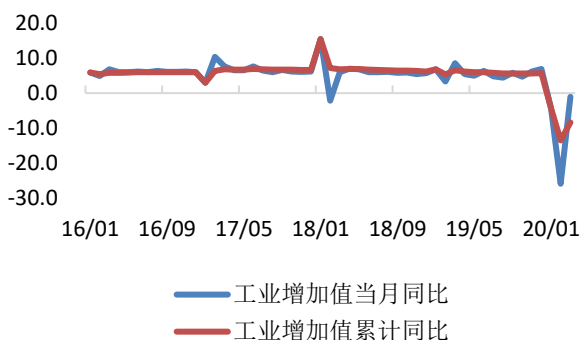
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：平减指数走势



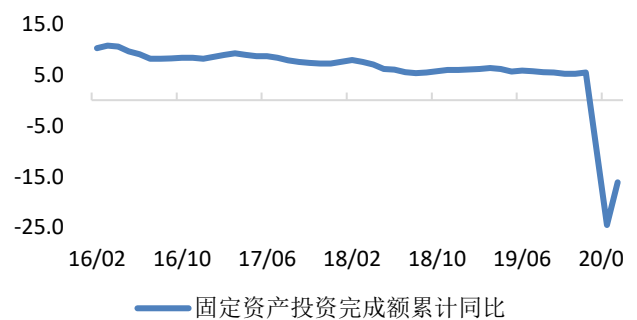
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：工业增加值同比走势



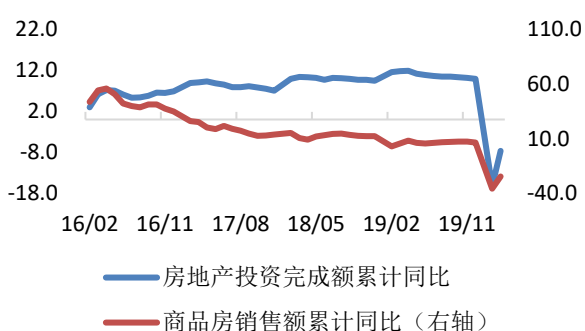
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：固定资产投资完成额累计同比走势



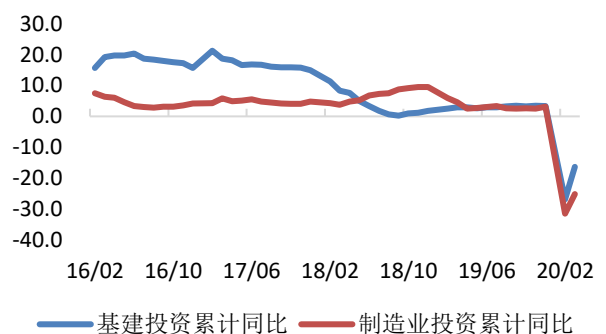
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：房地产投资和销售累计同比走势



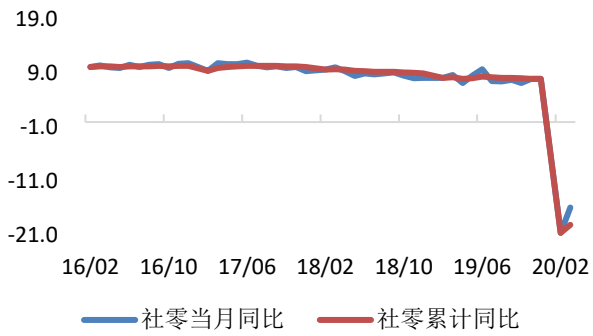
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：基建和制造业累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：社零累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

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_5728

