

3月和一季度经济数据点评

新冠疫情冲击下，一季度数据走出V型趋势

一季度经济数据下行深、反弹相对弱，经济恢复有待政策刺激。

- 一季度GDP实际同比-6.8%，名义同比-5.3%。平减指数累计同比1.61%。一产同比增长-3.2%，二产同比增长-9.6%，三产同比增长-5.2%。
- 3月工业增加值同比增速-1.1%，1-3月工业增加值同比增速-8.4%。一季度全国工业产能利用率为67.3%，去年同期下降了8.6个百分点。3月工业增加值环比增长32.13%。
- 3月社零同比增速-15.8%，1-3月社零累计同比增速为-19%。除汽车以外的消费品零售额下降15.6%。
- 1-3月固定资产投资增速为-16.1%，民间固定资产投资增速-18.8%，制造业累计同比-25.2%，基建累计同比-19.7%，地产累计同比-7.7%。
- 1-3月商品房销售面积同比增长-26.3%，销售额累计同比增长-24.7%。土地购置面积和土地成交价款1-3月累计同比增长-22.6%和-18.1%。1-3月房地产开发资金来源累计同比增速-13.8%。
- 一季度全国居民人均可支配收入同比增长0.8%，实际增速-3.9%。一季度居民人均消费支出同比增速-12.5%，其中用于教育文化娱乐(-36.1%)、其他用品和服务(-22.2%)、衣着(-17.8%)的消费增速回落幅度最大。
- **从经济数据再次反思新冠影响。**3月经济数据如市场预期出现反弹，但反弹幅度略低于预期，表现在中游行业工业增加值受需求回落拖累、社零中可选消费品增速未见显著回升、固定资产投资整体依然较为疲弱。从一季度数据来看，生产端复苏快于需求端，投资需求复苏快于消费需求。从目前国内生产恢复看，二季度GDP增速预计环比大幅回升，同比正增长3%。目前的不确定性来自两方面，一是海外疫情尚无拐点迹象，主要经济体预计5月中下旬重启经济，全球需求萎缩从贸易链条对国内二季度增长将构成影响；二是新冠疫情对经济增速下行的负面影响超出市场预期，在国内未见明显失业率大幅上升的情况下，居民收入增速大幅回落接近0增长，尽管目前稳消费仍是政策重心之一，但居民收入在经历了一季度下降后能否回升，是后续消费需求能否有效回升的关键。
- **预计仍是财政政策积极，货币政策辅助。**从一季度经济数据的波动再次反思新冠疫情的影响：就业、居民收入、最终需求是重中之重。从国内政策应对来看，通过财政政策提振需求将是主要抓手，近期地方债发行明显加快，将对后续基建投资形成提振；同时稳企业也是财政政策落实的重点所在，减税降费和企业纾困仍是政策重心。考虑到实体经济受冲击，将导致财政支出扩大的同时财政收入减少，赤字率有所上升难以避免。货币政策预计在维持流动性合理充裕的前提下，仍以稳货币、宽信用为导向，考虑到新冠疫情对全球经济产生的冲击可以类比次贷危机，且国内货币政策目前较海外依然相对克制，未来随着经济恢复的进度和走向，量价工具均在可用之列。

风险提示：疫情在全球传播时间过长，全球经济下行幅度超预期；国内通胀压力较高。

相关研究报告

《需求回落，政策积极：8月经济数据点评》
2019.9.16

《稳增长的压力依然大，四季度仍期待政策作为：9月和三季度经济数据点评》 2019.10.18

《当月同比宽幅波动，累计同比稳步下行：5月经济数据点评》 2019.11.14

《数据好转，持续性有待观察：11月经济数据点评》 2019.12.16

《2019年完成任务：12月和四季度经济数据点评》
2020.1.17

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

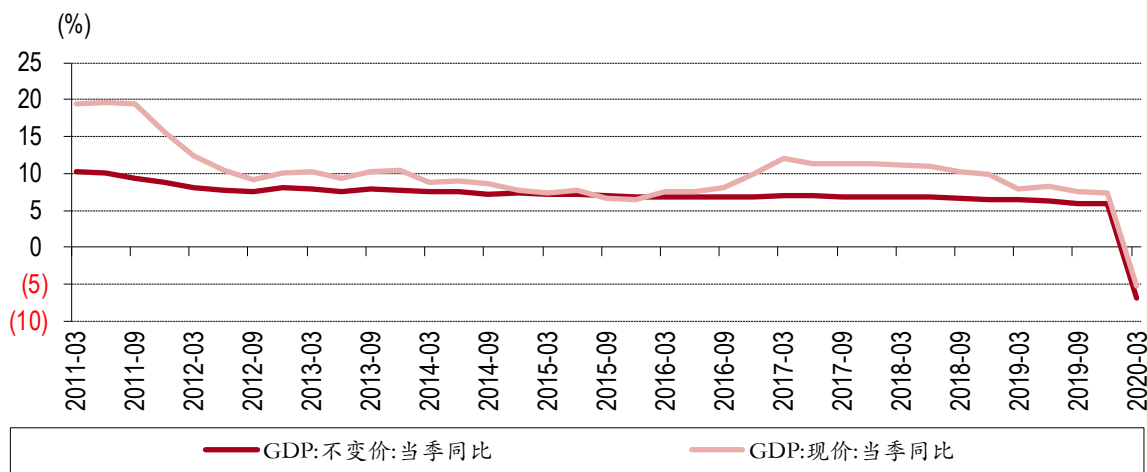
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

一季度 GDP 增长-6.8%

一季度 GDP 实际同比-6.8%，名义同比-5.3%。一季度 GDP 当季实际同比增速-6.8%，较 2019 年四季度下降了 12.8 个百分点；一季度名义同比增速-5.3%，较 2019 年四季度下行了 12.7 个百分点。一季度平减指数累计同比 1.61%，较 2019 年上行了 0.02 个百分点，主要是受第一产业和 CPI 同比增速大幅上行的影响。整体来看，一季度 GDP 增速略低于市场预期，显示出新冠疫情对经济的冲击较大且迅速，但经济恢复速度则相对缓慢。

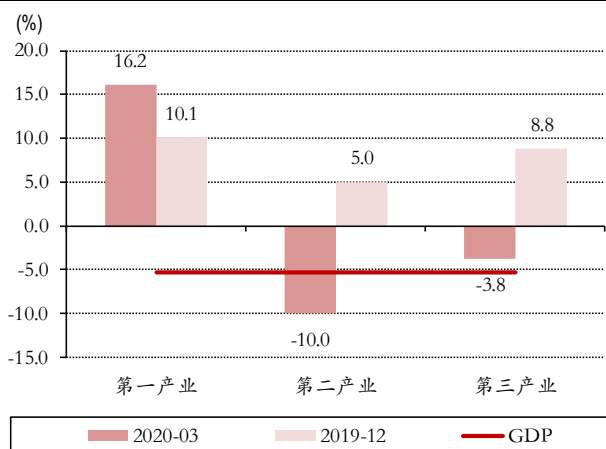
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

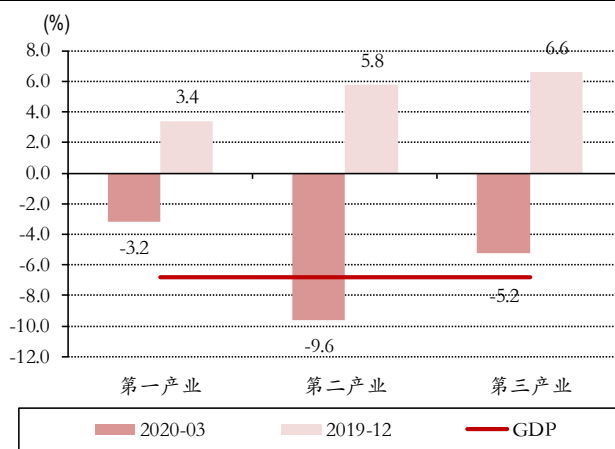
通胀支撑一产，二产回落显著。从名义增速的角度看，一季度一产同比增速 16.2%，远超过二产的-10%和三产的-3.8%；从实际增速的角度看，一产同比增长-3.2%，可见价格因素对一产 GDP 增长的影响较为显著，三产增长-5.2%，剔除价格影响之后，三产增速回落的更显著。新冠疫情对一产的影响相对较小，但对二产和三产的影响较大，其中二产不仅复工受到影响，目前还未订单和需求也受到明显冲击，且价格再次落入同比负增长区间；三产也受到价格和需求的双重打击，但预计随着社会生产秩序和人员流通逐渐恢复正常，三产需求或将逐步释放和反弹。

图表 2. 一季度 GDP 现价分产业同比



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 一季度 GDP 不变价分产业同比

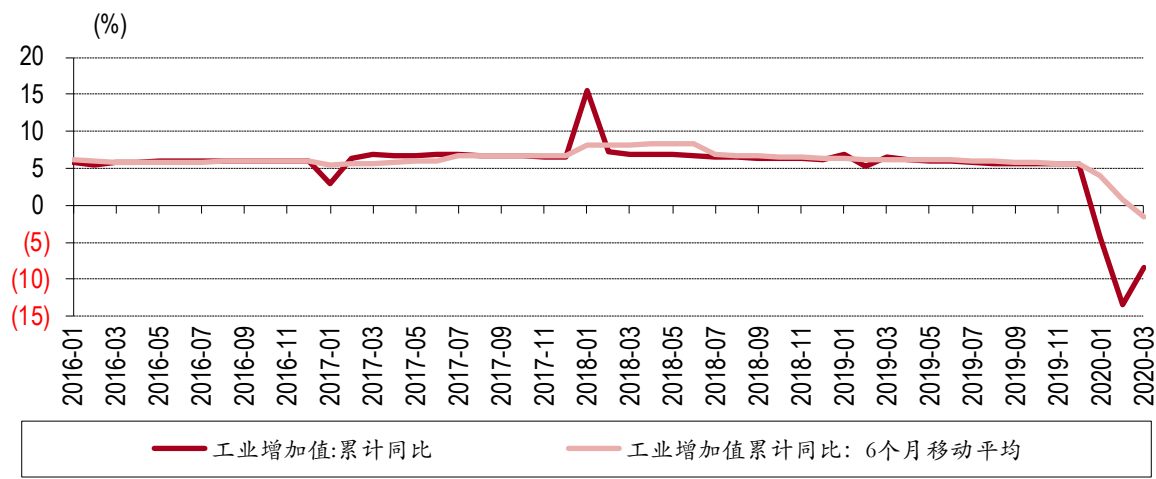


资料来源：万得，中银证券

工业增加值增速反弹

工业生产努力恢复中。3月工业增加值同比增速-1.1%，较1-2月上升24.8个百分点，较去年同期下降9.6个百分点；1-3月工业增加值同比增速-8.4%，较去年同期下降14.9个百分点。自3月开始，复工成为工业生产的重点，一季度全国工业产能利用率为67.3%，去年同期下降了8.6个百分点，考虑到3月国内疫情影响依然没有完全退去，结合3月环比强势增长32.13%，我们预计4月工业增加值同比将转正。

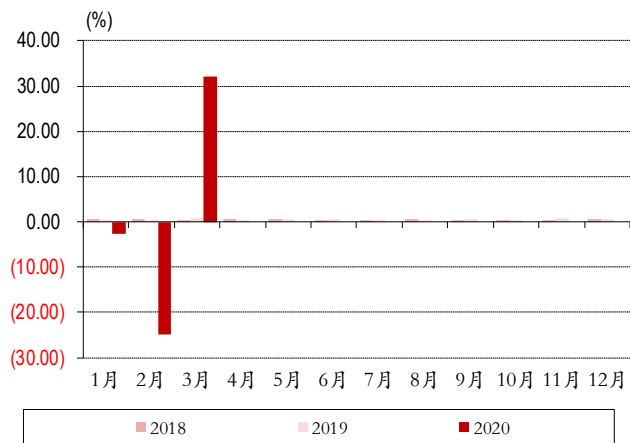
图表 4. 工业增加值累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

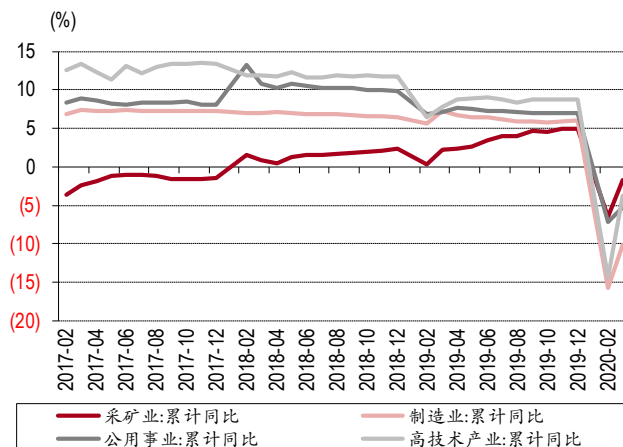
3月环比继续创造历史。从环比增速来看，3月工业增加值环比增长32.13%，主要是受疫情造成的低基数所致。目前看来，工业生产恢复趋势较为强劲，预计4月工业增加值同比增速可以回正。从行业分类来看，1-3月采矿业工业增加值累计同比增速-1.7%，制造业累计同比增速-10.2%，公用事业累计同比增速-5.2%，高技术产业累计同比增速-3.8%。虽然新冠疫情对工业造成普遍冲击，恢复过程当中高技术产业增速反弹更为强劲。从企业类型来看，1-3月工业增加值中国有企业、股份制企业、外企、私企工业增加值同比增速较去年同期分别下降10.5个百分点、16.2个百分点、15.9个百分点和21.9个百分点。

图表 5. 工业增加值环比



资料来源: 万得, 中银证券

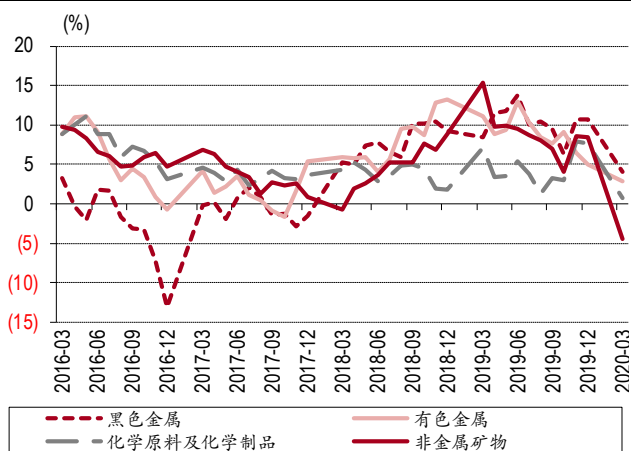
图表 6. 各行业工业增加值累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

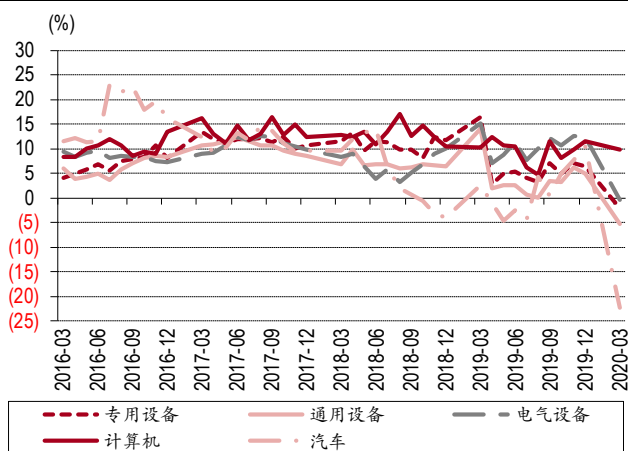
中游行业拖累工业增加值反弹。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长-6.8%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长-13.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长0.5%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长-3.8%，从当月工业增加值增速来看，黑色金属、有色金属、化学原料行业工业增加值同比增速已经开始转正。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长-17.2%，专用设备制造业增加值累计同比增长-13.5%，汽车制造业增加值累计同比增长-26%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长-12.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长-2.8%，3月中游行业工业增加值增速表现整体依然逊于上游，只有计算机行业增速回正，累计同比增速依然均大幅负增长。从行业整体来看，下游行业表现依然整体较为稳妥，特别是必须消费品，上游行业3月工业增加值增速明显反弹，中游受到需求下行的影响，成为拖累工业增加值增速的主要行业。

图表 7. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 中游制造业工业增加值当月同比增速

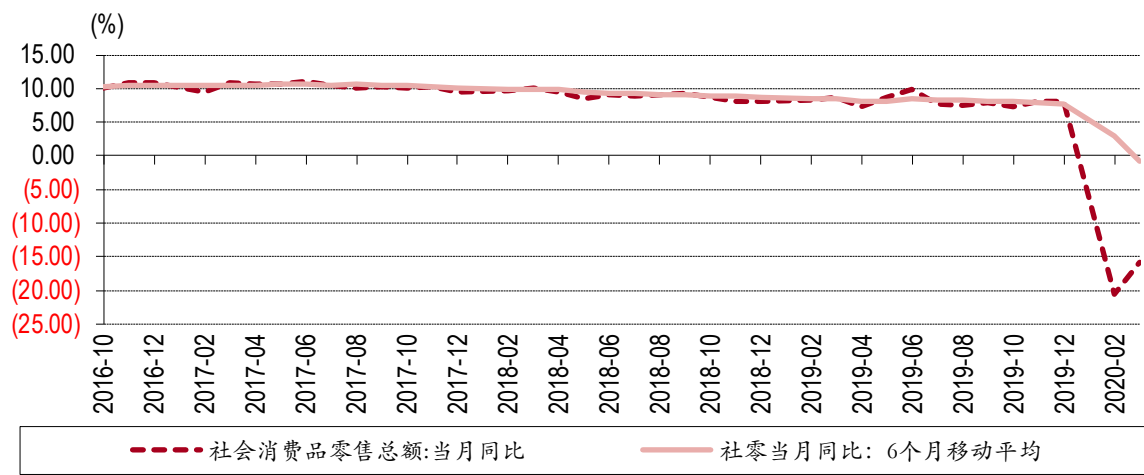


资料来源：万得，中银证券

社零增速有所反弹

消费反弹的幅度相对较弱。3月社零同比增速-15.8%，较1-2月回升了4.7个百分点，1-3月社零累计同比增速为-19%，较1-2月回升1.5个百分点。3月社零增速整体有所反弹，其中除汽车以外的消费品零售额23,841亿元，下降15.6%。消费复苏依然缓慢。

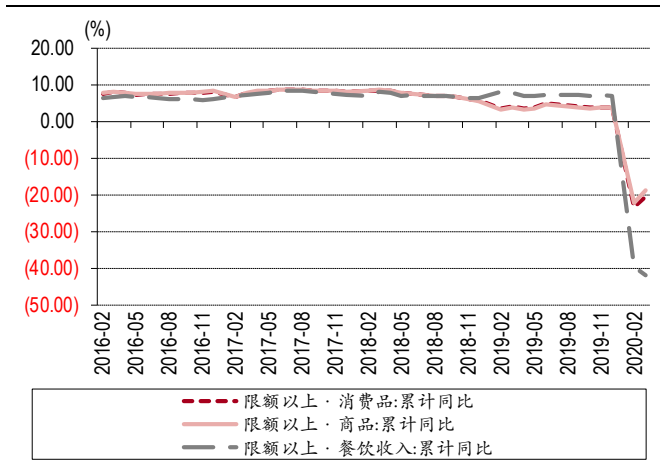
图表 9. 社零当月名义同比增速和6个月移动平均同比增速



资料来源：万得，中银证券

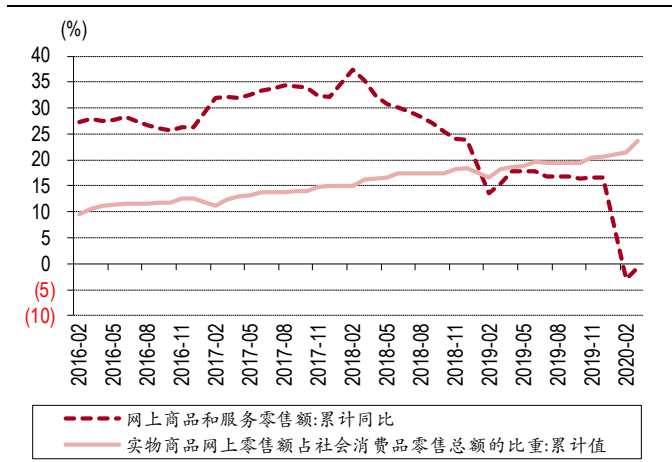
消费加速上网。3月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-15%，较1-2月上升8.4个百分点，其中商品零售总额同比增速为-12.9%，较1-2月回升9.3个百分点，餐饮收入总额同比增速-46.7%，较1-2月下降7个百分点。1-3月网上零售额占比达到28.2%，较1-2月上升1.9个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为-0.8%，较1-2月上升2.2个百分点。从城乡消费增速来看，3月乡村的消费增速-15.1%，较1-2月上升3.9个百分点，城镇消费同比增速-15.9%，较1-2月上升4.8个百分点。3月餐饮行业收入增速-46.8%，较1-2月下降3.7个百分点，商品销售收入增速-12%，较1-2月上升5.6个百分点。从3月社零消费增速的变化来看，网上商品和服务销售的增速高于社零整体，占比也持续提升，消费上网的趋势在加速，但从社零分类看，餐饮消费增速降幅在扩大，居民消费明显继续受抑制。

图表 10. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

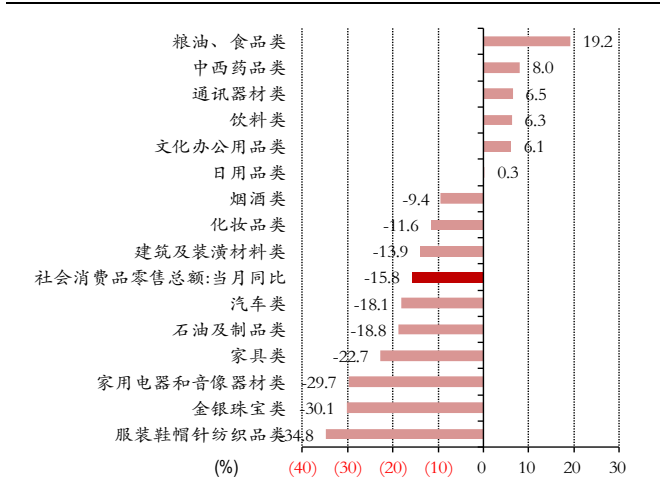
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

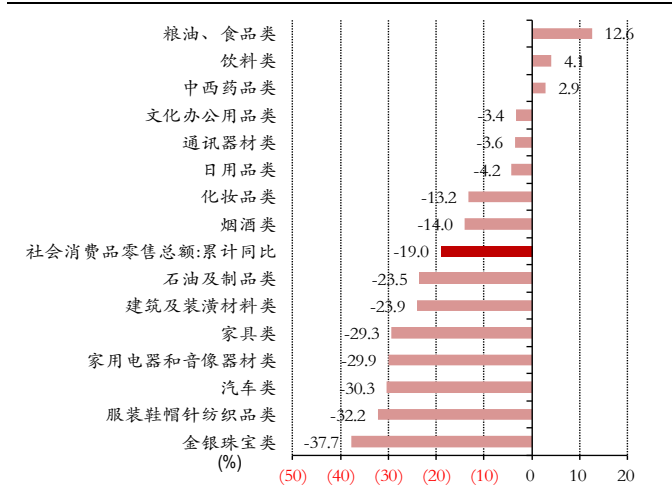
居民收入抑制可选消费增速。从同比增速来看，3月限额以上企业商品零售总额同比增速-12.9%，较1-2月大幅反弹9.3个百分点，同比增速正增长的细分行业从粮油食品、饮料和中西药品，扩大到了通讯器材、文化办公用品和日用品，增速最低的行业则包括服装、金银珠宝、家电等。与1-2月相比只有服装的增速继续回落，增速回升幅度较大的则有汽车、建材、通讯等。从累计同比增速来看，1-3月只有粮油食品、饮料和中西药品正增长，负增长幅度较大的则包括金银珠宝、服装和汽车。我们预计4月社零增速仍将继续上行，但受到居民收入下行的影响，预计2020年社零增速继续下台阶是大概率事件。

图表 12. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 各品类社零累计同比

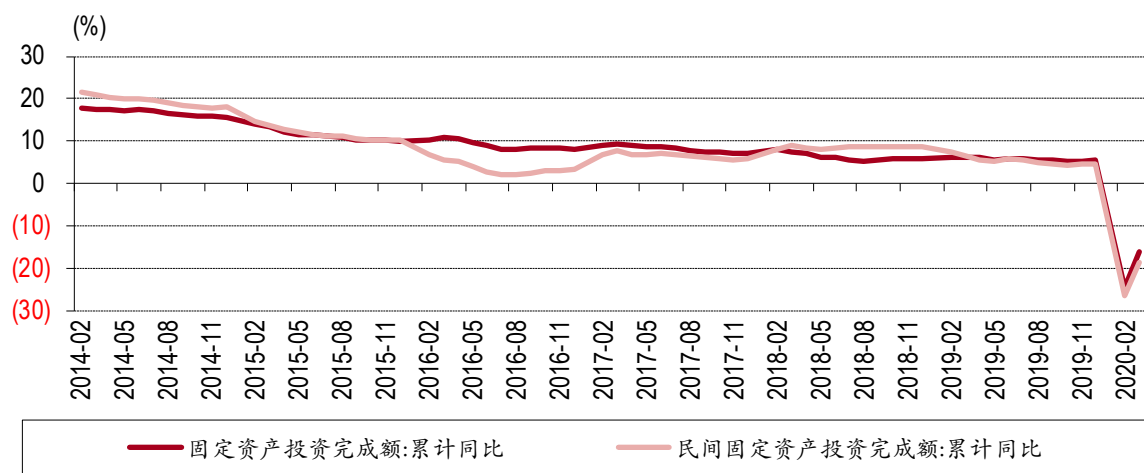


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速有所反弹

固投有待政策发力。1-3月固定资产投资增速为-16.1%，较1-2月回升8.4个百分点，1-3月民间固定资产投资增速-18.8%，较1-2月回升7.6个百分点。3月固定资产投资回升的幅度明显有限，如果2020年经济增长目标不调整，那么接下来积极的财政政策将向投资倾斜。

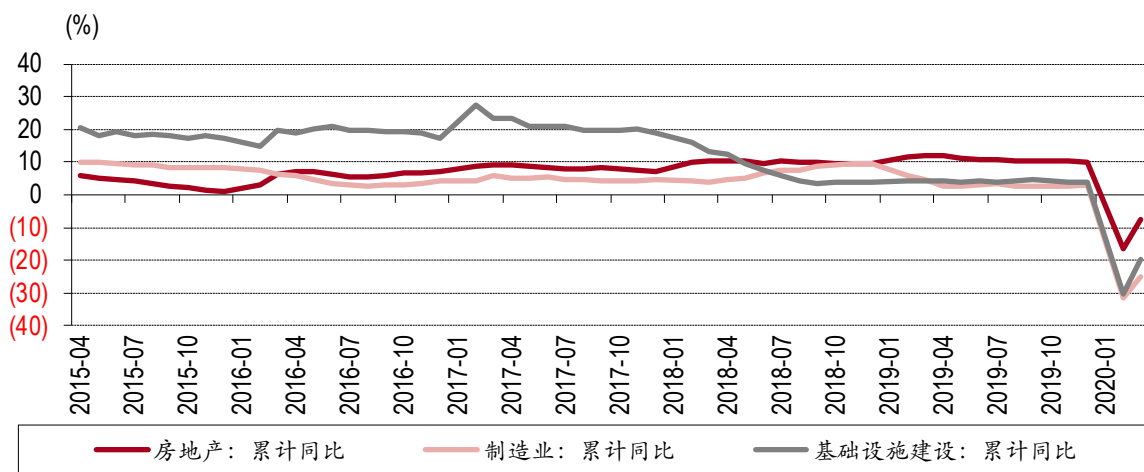
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

房地产最强劲，且看基建投资增速的变化。分类别看，制造业投资1-3月累计同比增长-25.2%，较1-2月回升6.3个百分点；基建投资累计同比增长-19.7%，较1-2月回升10.6个百分点；地产投资累计同比增长-7.7%，较1-2月回升8.6个百分点。整体来看，固定资产投资增速整体较1-2月出现了明显反弹，反弹幅度上基建最为明显，房地产次之。我们认为2020年稳增长依然要靠基建，同时针对房地产的政策不会明显放松，但是需要谨防部分房地产企业出现现金流断裂的风险。

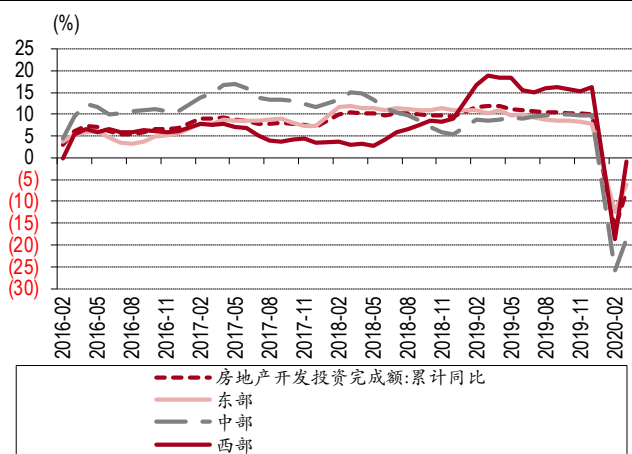
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

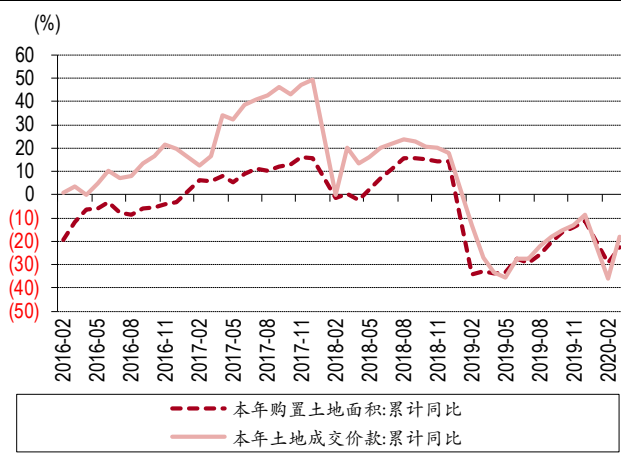
房地产投资增速回升情况较好。1-3月房地产投资增速-7.7%，较1-2月回升了8.6个百分点，其中东部地区累计同比增长-6.1%、中部地区累计同比增长-18.7%、西部地区累计同比增长-0.8%，分别较1-2月回升6.4个百分点、7.2个百分点和17.8个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速-7.2%、办公楼投资增速-10.8%、商业地产投资增速-14.8%，分别较1-2月回升8.8个百分点、7个百分点和10.8个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-3月累计同比增长-22.6%和-18.1%，较1-2月分别回升6.7个百分点和18.1个百分点。1-3月房地产投资增速较1-2月明显回升，特别是西部地区，投资增速已接近回正，分类看，住宅和商业地产投资增速回升情况较好，接下来需要关注需求端是否会出现超预期的变化，以及相对应房地产企业现金流状况可能产生的影响。

图表 16. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

关注房地产销售回升的速度和幅度。1-3月商品房销售面积同比增长-26.3%，较1-2月回升13.6个百分点，商品房销售额累计同比增长-24.7%，较1-2月回升11.2个百分点。从待售面积来看，1-3月商品房待售面积同比增速2.1%，较1-2月上升0.7个百分点，其中住宅面积同比增速2.3%，较1-2月上升0.4个百分点，办公楼累计同比5.5%，较1-2月上升1.9个百分点，商业地产累计同比-1.9%，较1-2月上升1.1个百分点。商品房销售增速较1-2月有所回升，但同比依然大幅回落，可能导致部分房地产企业资金紧张。从房地产投资资金来源看，1-3月国内贷款占比20%，较1-2月下降2.5个百分点，定金和预付款的占比28.4%，则较1-2月上升0.7个百分点。从增速的角度看，1-3月房地产开发资金来源累计同比增速-13.8%，较1-2月回升了3.7个百分点，其中国内贷款资金来源增速-5.9%，较1-2月回升2.7个百分点，定金和预付款增速-22.4%，较1-2月回升1.5个百分点。1-3月受到房地产销售增速大幅回落的影响，资金来源结构出现了明显调整，除了贷款和个人资金来源结构明显变化指望，自筹资金的占比和增速都出现大幅回升。

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_5731

