

经济走出低点，高技术制造业和新兴服务业成为重要亮点

——3月经济数据点评

宏观数据点评

2020年04月20日

报告摘要：

● 经济底部确认，高技术产业是最大亮点

疫情冲击导致一季度GDP大幅负增长，创下改革开放以来的新低。三大产业均有所收缩，第三产业表现优于第二产业。商业活动恢复正常可能会慢于工业生产，导致服务业继续承压。3月医药和电子计算机等高新产业工业回暖，支撑工业增速超预期。

● 总需求不足是核心矛盾，提振内需当务之急

3月固投增速出现分化，建筑类的被动投资回升明显，制造业代表的主动投资仍旧承压，反映了全球经济前景的悲观和政策托底经济的乐观。社零增速回暖进度显著落后于工业生产，需求不足的问题逐渐突出。食品零售增速创新高，与餐饮收入继续下滑形成鲜明对比，说明疫情可能正在改变消费者行为。社会活动无法正常化，不利于经济复苏。另外，二季度外需将显著承压，以美国为代表的发达国家可能均会全年负增长，提振内需和稳定就业是当务之急。

● 增长不必执着于数字，经济向高质量转型有利于科技产业

2020年努力实现经济增长最好结果，但不必执着于具体数字。从一季度数据的总量和结构特征来看，我们预计中国经济二季度和下半年有望继续改善，在高技术制造业和新兴服务业带动下，转型升级步伐也将加快。我们重申判断，资本市场全年机会仍在于受益转型升级的科技板块！

● 风险提示：

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

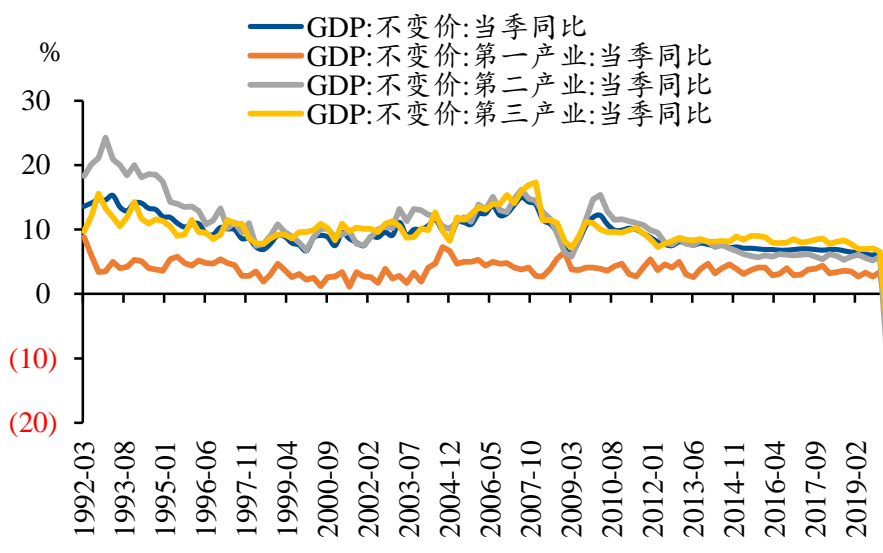
4月17日，国家统计局公布中国3月经济数据和一季度GDP：

- (1) 一季度GDP同比-6.8%，预期-4.6%，前值6.0%；
- (2) 规模以上工业增加值同比-1.1%，预期-5.2%，前值-13.5%；
- (3) 社会消费品零售总额同比-15.8%，预期-6.6%，前值-20.5%；
- (4) 固定资产投资累计同比-16.1%，预期-13.7%，前值-24.5%；
- (5) 基建投资（全口径）累计同比-16.4%，较上月回升10.5个百分点。
- (6) 房地产投资累计同比-7.7%，较上月回升9.6个百分点。

一、稳增长压力较大，提升总需求是当务之急

一季度GDP“挖大坑”。新冠疫情是我国历史上难得一见的巨大挑战，一季度GDP增速录得-6.8%，低于市场预期，同时创下改革开放以来的最低水平。分行业来看，三大产业均出现负增长：第一产业同比-3.2%，主要是猪牛羊等畜牧业受到封锁隔离的冲击，我国粮食储备足够，问题不大；第二产业同比-9.6%，与SARS不同，第二产业增速下滑程度为三大产业之最，原因是疫情的一阶段冲击导致供应链断裂，3月复工复产后，供应链问题得到缓解。长期来看，总需求不足才是核心问题；第三产业同比-5.2%，自2月以来，网上消费服务和金融服务表现出色，对服务业形成支撑（图1）。但是，第三产业恢复至正常水平可能会晚于第二产业。根据Airsavvi数据显示，截止4月16日，全国实际执飞航班数量仍未达到春节前的一半水平，商业活动的正常化仍需时间。

图1：三大产业增速均收缩，为改革开放以来的新低

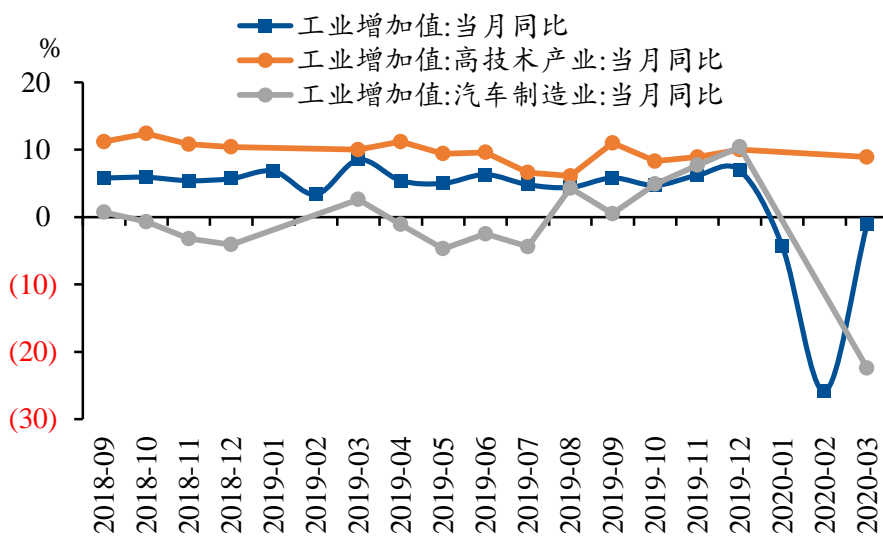


资料来源：Wind，民生证券研究院

工业生产好于预期，高技术制造业领跑。3月规模以上工业增加值同比下降1.1%，降幅较前值收窄12.4个百分点（图2）。环比增长32.13%，创历史最大升幅，升幅甚至超越了2月的降幅。前期订单积累和复工复产是3月工业增加值超预期的主要原因。根据

工信部介绍，截至4月14日，全国规模以上工业企业平均开工率已达99%，人员复岗率达到94%，中小企业复工率为84%。分行业来看，汽车生产同比-22.4%，仍处于历史低位；医药和电子计算机等高新制造业表现出色，分别录得10.4%和9.9%。高技术制造业增加值增长8.9%，领跑各行业，成为本次数据最大亮点。我们在此前深度报告《科技牛：产业基础与未来前景》中论及，我国高技术产业发展进入新阶段，发展后劲强，如今得到证实。

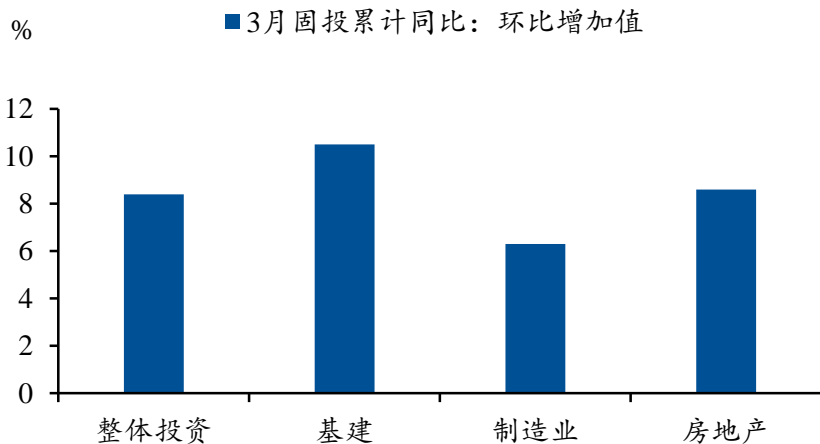
图2：高技术产业支撑工业生产超预期回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

投资三大需求回暖存差距，被动需求强于主动需求。3月固投累计同比较上月回升8.4个百分点至16.1%。分类来看，被动需求的基建投资明显回暖，较上月回升10.5个百分点至16.4%；相对中性的地产投资回升8.6个百分点，略好于整体水平；主动需求的制造业投资仍较疲软，仅回升6.3个百分点至-25.2%（图3）。三者之间的差距反映了两个预期：（1）疫情对经济前景和需求的打击较为严重；（2）建筑系将会托底经济，维持经济增速在合理区间。因为工业品库存较高、PPI下行和海外需求萎缩，主动投资短期内缺乏反弹动力，需要更多刺激内需的政策支持。

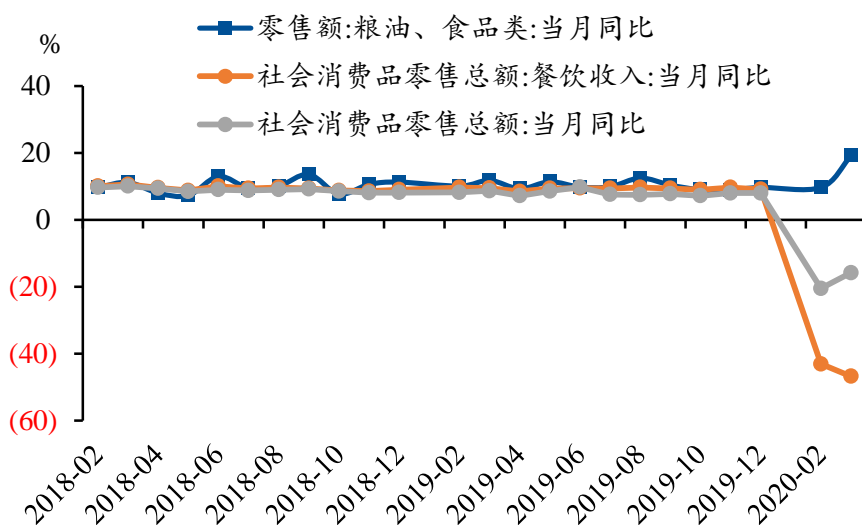
图 3：主动投资需求仍旧疲软，稳增长迹象越发明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

消费恢复慢于生产，消费者行为可能在悄然改变。1-3月，社会消费品零售同比名义下降 19.0%，3月当月降幅仍高达两位数（-15.8%），明显慢于生产恢复速度（图 4）。其中，珠宝、家具、汽车和家用电器等顺周期可选消费仍是大幅负增长，必选消费支撑社零回暖。有趣的是，粮油和食品消费当月同比 19.2%，创下 2015 年 9 月以来新高，背后是餐饮收入同比继续下滑 3.7 个百分点至 -46.8%。疫情对消费行为的影响逐渐显现，消费者“被动”或“主动”地避免人群聚集。如果社会活动长期处于当前状况，经济正常化就无从谈起。

图 4：社零增速回升有限，消费行为正在改变



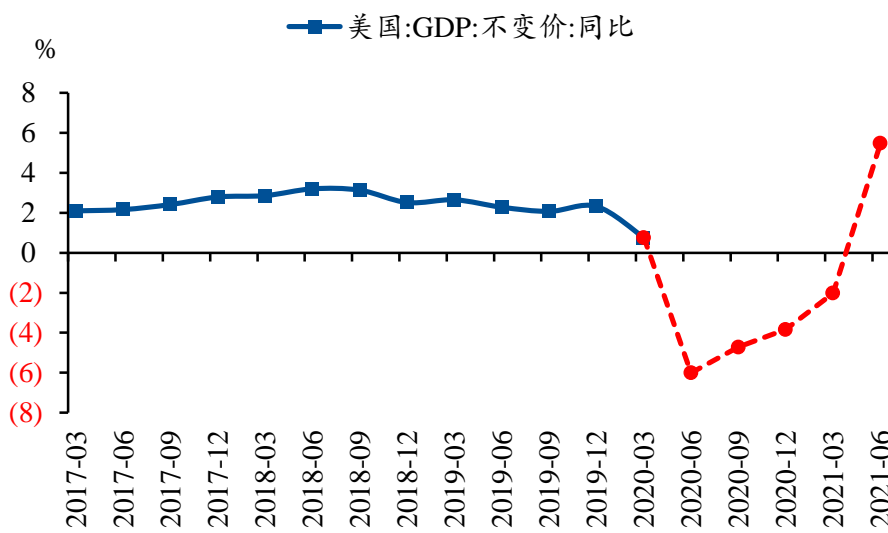
资料来源：Wind，民生证券研究院

就业问题仍是重中之重。3月全国城镇调查失业率是 5.9%，比上月降低了 0.3 个百分

点。1-3月新增就业人数为229万人，低于去年同期近一百万人。按年龄分布来看，25-59岁的就业主体人群调查失业率是5.4%，比上月降低了0.2个百分点。侧面上反映了25岁以下人群的失业率与美国类似，可能处于历史高位。3月美国失业数据呈不规则分布，年轻人失业率暴涨，构成主要拉动因素。这也解释了为什么国家近期密集出台稳定大学生就业的政策。总体上看，我国就业市场经受住了疫情的严峻考验，没有发生大规模裁员的情况，与美国失业人数飙升形成鲜明对比。

需求不足是未来一段时间内的主要矛盾。疫情对中国供应链的冲击已经基本过去，但是海外仍处于修复阶段。下一阶段的影响将是总需求不足，而且是全球性的问题。以美国为例，失业率、信用利差和PMI等多项数据说明美国已经处于经济衰退阶段。4月十年期美国国债的隐含通胀预期的反弹力度不及金融危机时的水平，说明市场预计增速低迷可能会持续一段时间。同时，从4月彭博统计的经济预测，美国经济将会呈U型恢复，同比转正可能需要等到2021年二季度（图5）。另外，根据我们对出口的测算，如果2020年美国增速低于-5%，我国全年出口增速可能会出现超过20%的负增长。

图5：美国全年负增长概率较高，市场预期经济U型反弹



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

二、增速不必执着于数字，经济向高质量转型利好科技产业

2020年努力实现经济增长最好结果，但不必执着于具体数字。一季度经济负增长和二季度外部经济大幅收缩的现实使得经济增速很难达到理想值5.5%。2月9日，我们在市场上最早提出，新冠疫情对于经济的冲击属于不可抗力，对经济规律保持敬畏，经济增速可以适当低一些，不损害经济长期发展潜力，没必要僵化追求某一个具体数字。过高的经济增速目标可能会产生超预期的后果，提升未来经济风险。此次疫情并未显著影响到我国

的经济自然增长率。按照 IMF 的预计来看，2020 年和 2021 年的平均增速仍在 5% 以上，这才是我国未来的发展趋势。

高质量经济发展趋势不变，有利于科技产业发展。从一季度数据的总量和结构特征来看，我们预计中国经济二季度和下半年有望继续改善，在高技术制造业和新兴服务业带动下，转型升级步伐也将加快。另外，在经济彻底复苏之前，流动性将会保持充裕，淡化了短期营收不足带来的“生存危机”，后续复苏有利于成长性更高的科技产业。即便部分高新技术产业链可能受到全球供应链和外需不足的影响，国内政策应会有所对冲。我们重申判断，资本市场全年机会仍在于受益转型升级的科技板块！

风险提示：

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

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_5733

