

撰写日期：2020年4月17日

证券研究报告--债券点评报告

生产端的恢复走在需求端的前面

——2020年3月份经济数据点评

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

电话：021-20321005

邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1 《金融数据持续改善，实体融资需求逐步企稳——2019年12月份金融数据点评》
2020-1-16

2 《经济出现阶段性回暖信号——11月份经济数据点评》 2019-12-16

3 《数据整体回落，地产“韧性”依旧——10月份经济数据点评》 2019-11-14

4 《剔除季节性因素，仍有点弱——10月份金融数据点评》 2019-11-11

5 《三季度GDP下滑到6%关口，稳增长压力仍大——9月份经济数据点评》 2019-10-18

6 《数据企稳且结构向好，主要由稳增长政策推动——9月份金融数据点评》 2019-10-15

7 《数据整体偏弱，“稳增长”或加力提效——7月份经济数据点评》 2019-08-14

8 《金融数据疲软，显示有效需求不足——7月份金融数据点评》 2019-08-12

9 《全球新一轮宽松周期开启——8月份宏观策略·宏观经济篇》 2019-08-09

10 《经济有韧性，托底仍必要——6月份经济数据点评》 2019-07-15

11 《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——2019年6月份金融数据点评》 2019-07-13

□ 投资要点：

◆ 事件：2020年4月17日，国家统计局公布了2020年一季度及3月份的经济数据：

◆ 初步核算，一季度国内生产总值同比下降6.8%。分产业看，第一产业同比下降3.2%；第二产业同比下降9.6%；第三产业同比下降5.2%；

◆ 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，工业产出规模接近去年同期水平；

◆ 3月份，固定资产投资累积同比下降16.1%，降幅比1-2月份收窄8.4个百分点。其中，基建投资（不含电力）下降19.7%，制造业投资下降25.2%，房地产开发投资下降7.7%，降幅分别比1-2月份收窄10.6、6.3和8.6个百分点；

◆ 3月份，社会消费品零售总额同比下降15.8%，降幅比1-2月份收窄4.7个百分点。

◆ 总体上看，新冠肺炎疫情对我国经济带来的冲击在一季度的经济数据上有了比较明显的体现。从3月份的数据来看，供给端已经恢复相对较好，而需求端的恢复则相对偏弱，尤其受收入预期回落的影响，消费恢复的情况并不太乐观。不过整体上看，供需两端均保持改善的态势。后续经济面临的不确定性主要是海外疫情对全球经济的冲击向国内的溢入，出口端和制造业投资仍将大概率面临二次冲击。

◆ 当前来看，随着国际社会对新冠病毒认识的加深和对疫情防控重视程度的大幅提升，欧美主要国家新增确诊人数进入“平台期”或者“下降期”，市场对于全球疫情大规模扩散的恐慌情绪已经逐步平息。随着全球十分宽松的货币政策和积极的财政政策的推出，从当前到接下来的一段时间，大类资产面临的宏观环境的焦点在于未来增长的不确定性和政策的极度宽松之间的矛盾。

◆ 风险提示：疫情带来的次生影响超预期、地缘政治摩擦加剧

内容目录

1. 疫情对经济的冲击在一季度数据中有明显的体现	3
2. 工业生产端恢复的相对较好，各行业间恢复程度的差异较大	3
3. 地产投资和基建投资的改善程度好于制造业	5
4. 金融条件大幅改善背景下，房地产各项指标明显好转	5
5. 消费的修复整体比较疲软	6
6. 总结：供给端恢复相对较好，而需求端的恢复则相对偏弱	7

图表目录

图 1：疫情对经济的冲击在一季度数据中有明显的体现	3
图 2：三大产业增加值季度表现	3
图 3：工业生产与各需求端分项同比增速变化	4
图 4：不同行业的生产恢复情况差异较大	4
图 5：地产投资和基建投资的改善程度好于制造业	5
图 6：地产相关数据均有明显改善	6
图 7：房地产开发资金来源出现反弹	6
图 8：消费的恢复偏弱	6
图 9：商品零售情况	7

事件：

2020年4月17日，国家统计局公布了2020年一季度及3月份的经济数据：

初步核算，一季度国内生产总值同比下降6.8%。分产业看，第一产业同比下降3.2%；第二产业同比下降9.6%；第三产业同比下降5.2%；

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，工业产出规模接近去年同期水平；

3月份，固定资产投资累积同比下降16.1%，降幅比1-2月份收窄8.4个百分点。其中，基建投资（不含电力）下降19.7%，制造业投资下降25.2%，房地产开发投资下降7.7%，降幅分别比1-2月份收窄10.6、6.3和8.6个百分点；

3月份，社会消费品零售总额同比下降15.8%，降幅比1-2月份收窄4.7个百分点。

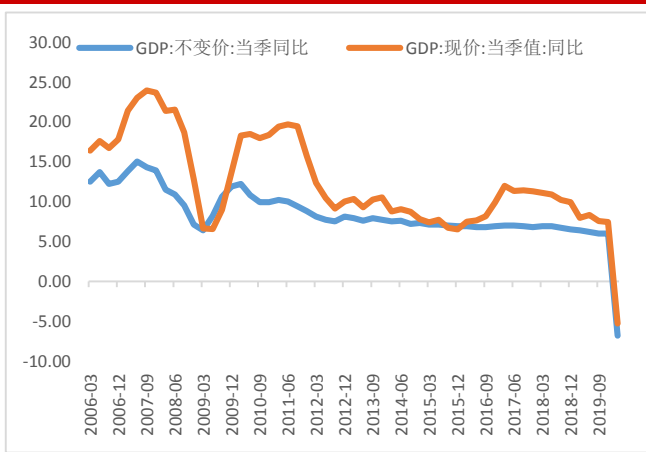
对此，我们的点评如下：

1. 疫情对经济的冲击在一季度数据中有明显的体现

尽管2月底开始，国内复工复产的进度在持续加快，3月份经济数据有明显的修复，但是疫情对于一季度的经济数据还是带来了明显的冲击。初步核算，一季度国内生产总值206504亿元，按可比价格计算，同比下降6.8%，这也是改革开放以来国内GDP增速首次出现单季负增长。

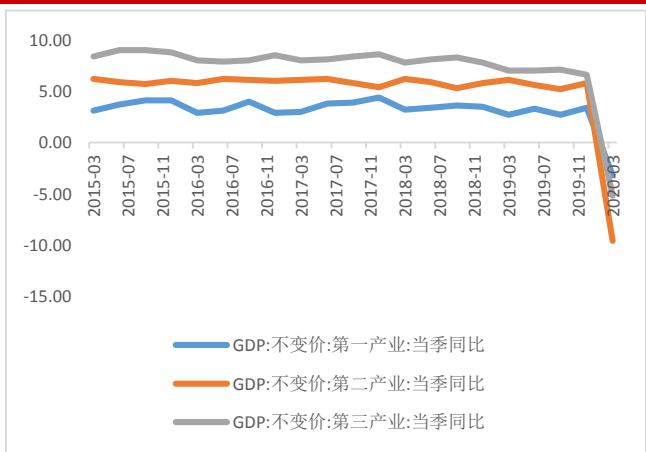
分产业看，第一产业增加值10186亿元，下降3.2%；第二产业增加值73638亿元，下降9.6%；第三产业增加值122680亿元，下降5.2%。第三产业中，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业增加值分别增长13.2%和6.0%，录得正增长，一定程度上对冲了疫情对于服务业的冲击。

图 1：疫情对经济的冲击在一季度数据中有明显的体现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：三大产业增加值季度表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

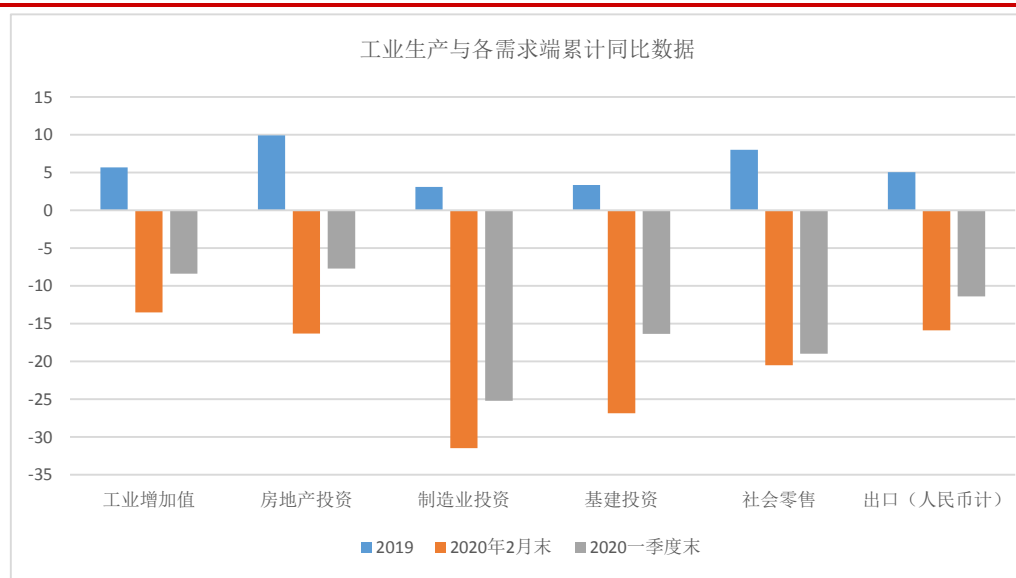
2. 工业生产端恢复的相对较好，各行业间恢复程度的差异较大

从3月份的各项经济数据来看，生产端的恢复要好于需求端。需求端的房地产投资、基建投资和出口的恢复均好于市场预期，而消费和制造业投资的恢复的情况还比较差。

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%，工业产出规模接近去年同期水平。3 月份工业生产的快速恢复，一方面与国内复工复产的步伐较快有关，统计局在答记者问中透露，目前复工复产的推进是比较顺利的，规模以上企业复工程度已经接近 100%了，大企业基本都复工了；中小企业复工程度比想象中好，总体来说也是在 80%以上。另一方面，也和 1-2 月份企业停工停产所积压的订单转移到了 3 月份有关。这个因素也导致 3 月份的出口数据超预期，3 月出口（以人民币计价）同比增速为-3.5%，在去年同期基数较高的情况下，出口增速出现明显回升，出口交货值同比增长 3.1%。

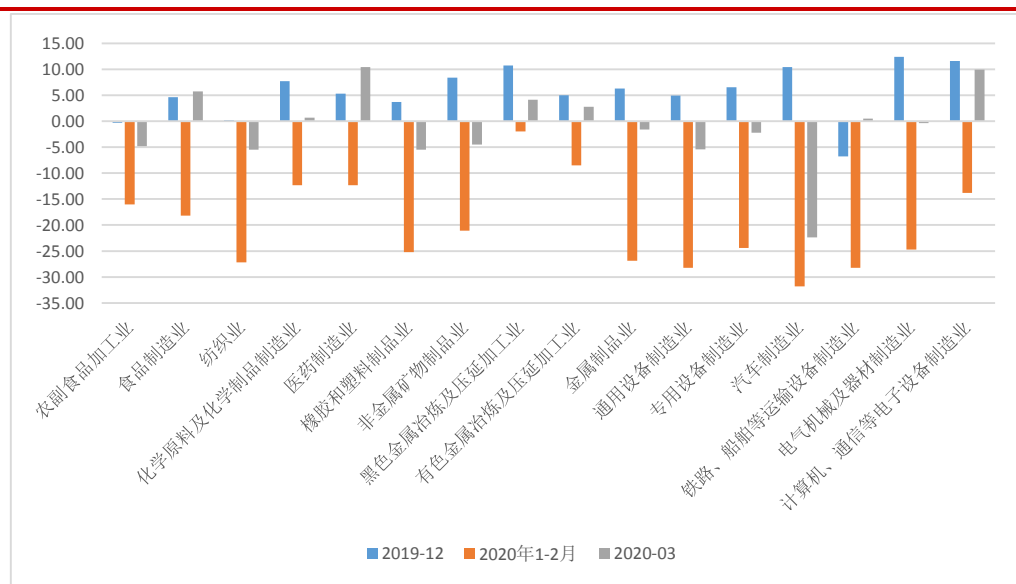
图 3：工业生产与各需求端分项同比增速变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

不同行业的的生产恢复情况差异较大。其中，医药制造业、食品制造业、计算机通讯和其他电子设备制造业增加值同比增速已经接近或超过去年 12 月份的数据。尤其受海外疫情的扩散对医疗物资的需求大幅增加的影响，医药制造业增加值增速同比增长 10.4%，增速高于去年的 12 月份。计算机通讯和其他电子设备制造业增加值同比为 9.9%，增速也回到了接近去年 12 月份的水平。此外，采矿业、黑色冶炼和压延、有色冶炼和压延增长等行业的生产恢复的也比较好，增加值同比增速转正。而汽车行业的生产恢复的并不乐观，3 月份汽车行业工业增加值同比-22.4%，虽然较 1-2 月份降幅收窄 9.4 个百分点，但整体的生产恢复情况仍然偏弱。

图 4：不同行业的生产恢复情况差异较大



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

此外，工业生产中的一个亮点是高新技术产业的工业生产仍然保持较快的增速。高技术制造业同比增长 8.9%。工业机器人和发电机组产量分别增长 12.9%和 20.0%。

后续来看，海外疫情扩散对全球需求端带来较大的冲击，国内的需求端总体仍比较疲软，工业生产将面临需求不足、订单有所下降的压力。

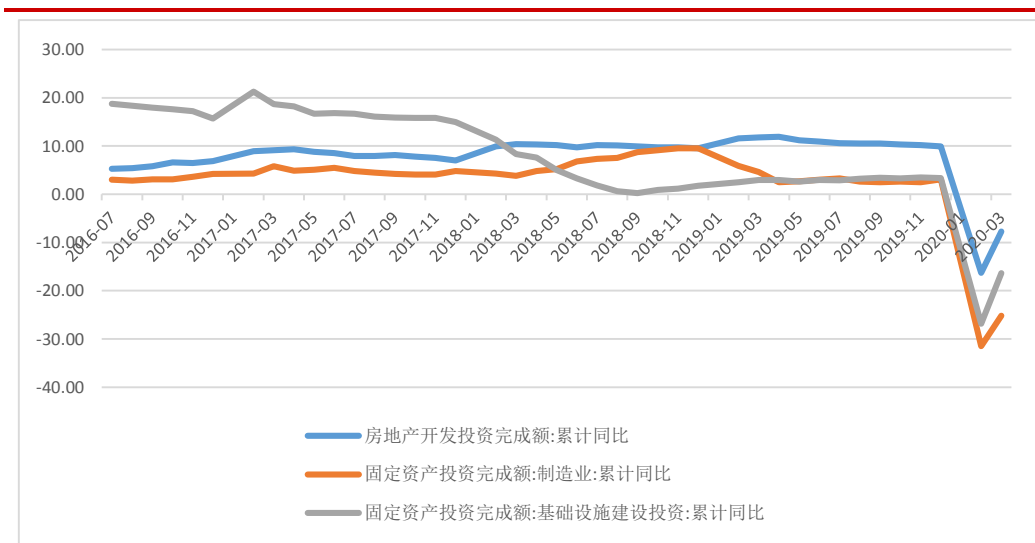
3. 地产投资和基建投资的改善程度好于制造业

3 月份，固定资产投资累积同比下降 16.1%，降幅比 1-2 月份收窄 8.4 个百分点。其中，基建投资（不含电力）下降 19.7%，制造业投资下降 25.2%，房地产开发投资下降 7.7%，降幅分别比 1-2 月份收窄 10.6、6.3 和 8.6 个百分点。地产投资和基建投资的修复明显好于制造业。

地产投资和基建投资主要与内需相关，受国内的货币政策和财政政策的影响较大，因此在积极友好的政策背景下，改善更加明显。而制造业投资则受海外疫情扩散的影响较大。从行业看，仅有医药制造业、有色金属冶炼及压延行业的 3 月单月投资跌幅收窄至个位数，而计算机、通信和其他电子设备制造业增速由前 2 月的-8.3%在 3 月扩大至-11.6%。或显示全球疫情持续扩散情况下，供应链紧张和外需走弱带来负面影响。

高技术产业投资降幅更小，与产业转型的方向保持一致。高技术产业投资下降 12.1%，降幅小于全部投资 4.0 个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别下降 13.5%和 9.0%。高技术制造业中，计算机及办公设备制造投资增长 3.2%。高技术服务业中，电子商务服务投资增长 39.6%，专业技术服务投资增长 36.7%，科技成果转化服务投资增长 17.4%。

图 5：地产投资和基建投资的改善程度好于制造业

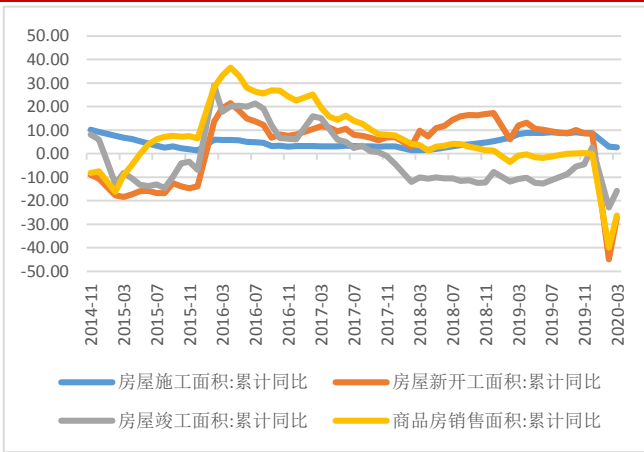


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 金融条件大幅改善背景下，房地产各项指标明显好转

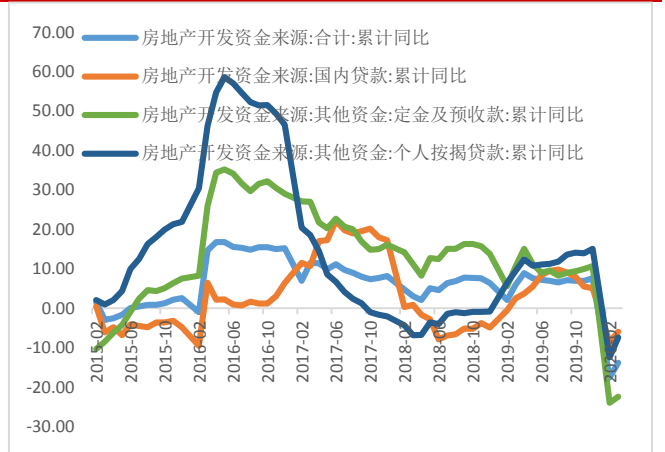
3 月房地产开发投资累计同比从-16.3%反弹至-7.7%，当月同比转正至 1.2%，施工面积继续保持正增长，新开工面积当月同比从-44%大幅收窄至-10.5%，住宅竣工同比转正。土地购置面积降幅收窄，地价大增，土地成交价款同比转正。商品房销售面积和销售额同比从-40%和-36%大幅收窄至-14%左右。开发资金来源降幅收窄。除了复工复产带来的正常改善之外，金融条件大幅好转是驱动地产数据全面好转的主要因素。疫情发生以来，货币和信贷双宽松，金融条件和融资环境明显好转，这在一季度的社融和 M2 增速上已经有了明显体现。

图 6：地产相关数据均有明显改善



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7：房地产开发资金来源出现反弹



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

5. 消费的修复整体比较疲软

3 月社会消费品零售总额增速回升至-15.8%，跌幅比 1-2 月缩窄 4.7 个百分点。其中，商品零售同比下降 12.0%，降幅比 1—2 月份收窄 5.6 个百分点；外出受限继续压制餐饮消费，同比降幅走阔 3.7 个百分点至-46.8%。

必选消费中粮油食品和药品等增速较高，可选消费修复力度普遍较弱。日用品、文化办公用品、药品等均同比从 1-2 月的负增长或者 0 增长恢复至正增长，分别同比增长 0.3%、6.1% 和 8.0%，均较上两个月大幅提升。

传统可选消费的修复也显著较慢，化妆品、金银珠宝以及大件消费如家具、手机、汽车等均仍然处在同比下跌 10%-30% 左右的较深区间，地产产业链下游消费如家电、家具、建筑装潢等修复也并不明显，同比仍然分别下跌 29.7%、22.7%、13.9%，修复有限，其中家具同比跌幅几乎持平 1-2 月，因此从环比的角度而言，家具也几乎没有修复。

图 8：消费的恢复偏弱



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_5736

