

# 一季度经济数据的三个细节

## ——宏观经济周度观察

投资周报

一季度经济受到前所未有的冲击，我们在一季度经济数据中发现三个细节：

**(1) GDP 降幅远小于需求降幅。** GDP 降幅远低于需求，以至于有人对 GDP 数据表示怀疑。有人用“工资不停发”来解释，但从收入法角度来看，工资不停发，导致劳动者报酬并没有减少太多。但同时企业营业盈余与生产税净额相应的都会下降，整体收入并没有因为照常发工资而增加，只是收入的内部结构发生了腾挪。我们认为可以从存货角度来考虑，企业在春节前赶工备货，但受到疫情影响，需求回落而存货明显累积，存货的被动增加会导致三大需求与 GDP 差距加大。由于国内需求回升偏缓以及海外经济衰退，短期企业生产经营预期会比较谨慎，这将体现为一季度高企的存货逐渐去化，那么二季度可能出现 GDP 增速上升幅度比需求小的情况，这导致传统的观察三大需求来判断经济增速的方法可能会出现高估。

**(2) 服务业 GDP 降幅远小于第二产业 GDP 与社零降幅。** 服务业 GDP 同比降幅相对于第二产业偏低，我们认为主要原因在于，疫情虽然拖累线下服务业，但线上行业的爆发对冲了一些损失，2020Q1 金融业和信息传输、软件和信息技术服务业 GDP 同比分别增长 6%、13.2%，合计拉升 GDP 增速 1 个百分点，但这些偏线上的行业对第二产业的影响较小，而占第二产业比重合计接近 90% 的建筑业与制造业很难进行类似的线下转线上运作。此外，我们发现服务业 GDP 同比降幅相对社零也明显偏低。社零包括居民消费和企业消费，受疫情影响，居民收入不能充分转换为消费，企业在疫情期间工资不停发进一步加剧盈利下滑程度，企业消费意愿也会下降，两者共同导致服务业 GDP 同比降幅相对社零偏低。

**(3) 出口依赖度高的行业工业生产增速在 3 月上升幅度较大。** 制造业对 3 月工业增加值上升 12.4 个百分点的贡献率接近 90%，而从制造业细分行业来看，出口依赖度高的行业工业增加值增速上升幅度越高。需要注意的是，3 月出口改善主要反映 1-2 月积压订单在 3 月延后交付，3 月出口交货值增速较 1-2 月大幅上升 22.2 个百分点。由于 3 月以来海外疫情持续蔓延，海外经济出现深度衰退，随着 1-2 月“旧订单”的交付进入尾声，未来“新订单”的缺乏很可能制约出口继续改善，从高频数据来看，4 月以来宁波集装箱运价综合指数出现快速回落，可能意味着外需已经在下滑。因此，后续工业生产增速修复斜率可能会逐渐放缓，经济增长回归正常趋势值还需要时间。

● **风险提示：政策落实不及预期；海外疫情超预期**

**潘向东（首席经济学家）**

证书编号：S0280517100001

**刘娟秀（分析师）**

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

**邢曙光（联系人）**

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

**陈韵阳（联系人）**

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

### 相关报告

- 宏观报告：疫情下的新兴市场潜在风险  
2020-4-12
- 宏观报告：如何用高频数据跟踪美国经济衰退  
2020-4-5
- 宏观报告：特别时期的扩内需  
2020-3-29
- 宏观报告：如何理解当前形势下的消费  
2020-3-21
- 宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选  
2020-3-8
- 宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪  
2020-02-23
- 宏观报告：疫情推动“强美元”  
2020-2-16
- 宏观报告：产成品周转天数高增之谜  
2019-12-22
- 宏观报告：三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化  
2019-12-15

## 目 录

1、 一季度经济数据的三个细节 .....	3
2、 政策凸显底线思维——4月17日政治局会议简评 .....	8
3、 美国经济与市场流动性观察 .....	9
4、 国内高频数据观察 .....	10
4.1、 生产指标回升 .....	10
4.2、 商品房销量同比增速回升 .....	11
4.3、 原油价格下跌 .....	12
4.4、 央行下调 MLF 利率 .....	13
4.5、 美元指数上涨，人民币贬值 .....	14

## 图表目录

图 1: GDP 降幅远小于三大需求降幅 .....	4
图 2: 2020 年 2 月存货快速累积 .....	4
图 3: 3 月产销率远低于近年同期水平 .....	5
图 4: 2020Q1 服务业 GDP 同比降幅相对第二产业 GDP 明显偏低 .....	6
图 5: 服务业 GDP 同比降幅相对社零明显偏低 .....	6
图 6: 金融业和信息传输、软件和信息技术服务业 GDP 正增长 .....	7
图 7: 4 月以来宁波集装箱运价综合指数出现快速回落 .....	7
图 8: 出口依赖度高的行业工业生产增速在 3 月上升幅度较大 .....	8
图 9: 美国 ECRI 领先指标增长年率回落 .....	9
图 10: 纽约联储每周经济指数回落 .....	9
图 11: TED 利差小幅回升 .....	10
图 12: VIX 继续回落 .....	10
图 13: 铜金比上升 .....	10
图 14: 美国高收益债利差回落 .....	10
图 15: 高炉开工率回升 (%) .....	11
图 16: 发电耗煤量回升 (%) .....	11
图 17: 二、三线城市商品房销量同比降幅收窄 (%) .....	12
图 18: 猪肉价格下跌 .....	12
图 19: 原油价格下跌 (美元/桶) .....	13
图 20: 货币市场利率下降 .....	14
图 21: 美元指数上涨 .....	14
图 22: 人民币汇率贬值 .....	15
表 1: 央行公开市场操作 (2020.4.13-2020.4.17) .....	13

## 1、一季度经济数据的三个细节

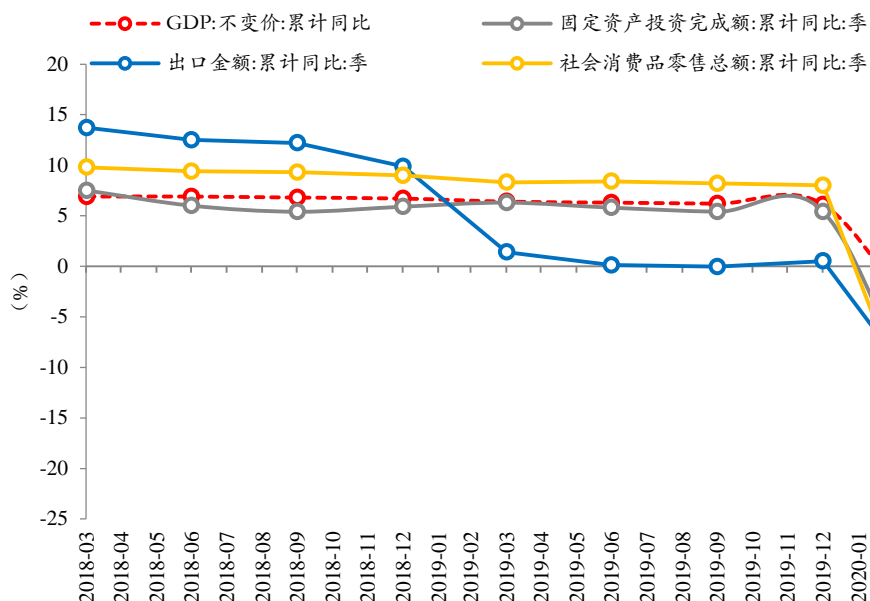
一季度经济受到前所未有的冲击，我们在一季度经济数据中发现三个细节：

**(1) GDP 降幅远小于需求降幅。**2020Q1 实际 GDP 同比下降 6.8%，而出口、投资、消费同比分别下降 13.3%、16.1%、13.3%，如果剔除价格因素，总需求下降幅度更大，GDP 降幅远低于需求，以至于有人对 GDP 数据表示怀疑。如果我们回顾最近几年 GDP 增速与三大需求的关系，当三大需求增速均下降至个位数时，对应的实际 GDP 增速大致在 6%-7%。因此对标历史来看，2020Q1 需求降幅应该对应更低的 GDP 增速。

有人用“工资不停发”来解释，我们认为这个观点存在逻辑缺陷。服务业 GDP 用收入法核算，收入法 GDP 是从生产过程形成收入的角度，对生产活动成果进行核算，由劳动者报酬、生产税净额、固定资产折旧和营业盈余四个部分组成。企业停工期间，工资没有完全停发，加上政府转移支付力度明显加大，这些会导致劳动者报酬并没有减少太多。但与此同时，企业营业盈余与生产税净额相应的都会下降，2020Q1 居民可支配收入同比增长 0.8%，其中，经营净收入同比下降 7.3%，较前值大幅下滑 15.4 个百分点。因此，工资不停发对 GDP 最终核算没有影响。以餐饮业为例，餐饮业收入与 GDP 同比下降 40% 左右，两者没有明显差异。也就说明整体收入并没有因为照常发工资而增加，只是收入的内部结构发生了腾挪。

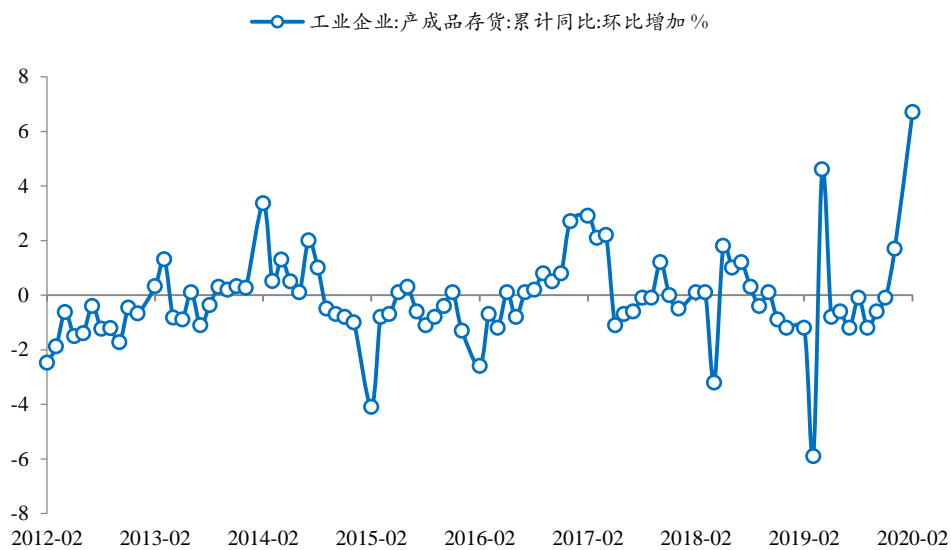
我们认为可以从存货角度来考虑。虽然存货占支出法 GDP 比重只有 2% 左右，但由于其波动比三大需求都要大，对支出法 GDP 的影响很大。生产法 GDP=支出法 GDP=消费+投资+存货+净出口，2019Q4 以来企业生产经营预期开始明显改善，2020 年 1 月企业生产经营预期指数回升至 57.9%，为 2019 年以来最高，企业在春节前赶工备货，但受到疫情影响，需求回落而存货会明显累积，2020 年 1-2 月产成品存货同比增速较 2019 年末上升 6.7 个百分点，单月升幅为 2012 年以来最高。同时，虽然 3 月复工复产快速推进，但 3 月工业且产销率仅为 95%，反映产品的产销衔接情况很差，存货可以理解为已经生产但还未销售的产品，低产销率也将体现为存货增加。这样一来，存货的被动增加会导致三大需求与 GDP 差距加大。由于国内需求回升偏缓以及海外经济衰退，短期企业生产经营预期会比较谨慎，这将体现为一季度高企的存货逐渐去化，那么与一季度刚好相反，二季度可能出现 GDP 增速上升幅度比需求小的情况，这导致传统的观察三大需求来判断经济增速的方法可能会出现高估。

图1: GDP 降幅远小于三大需求降幅

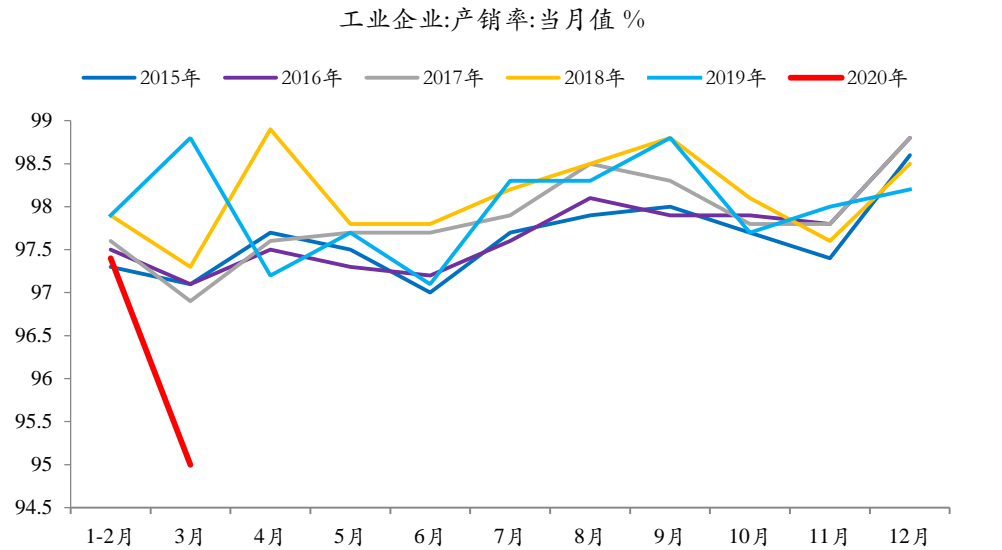


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图2: 2020年2月存货快速累积



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

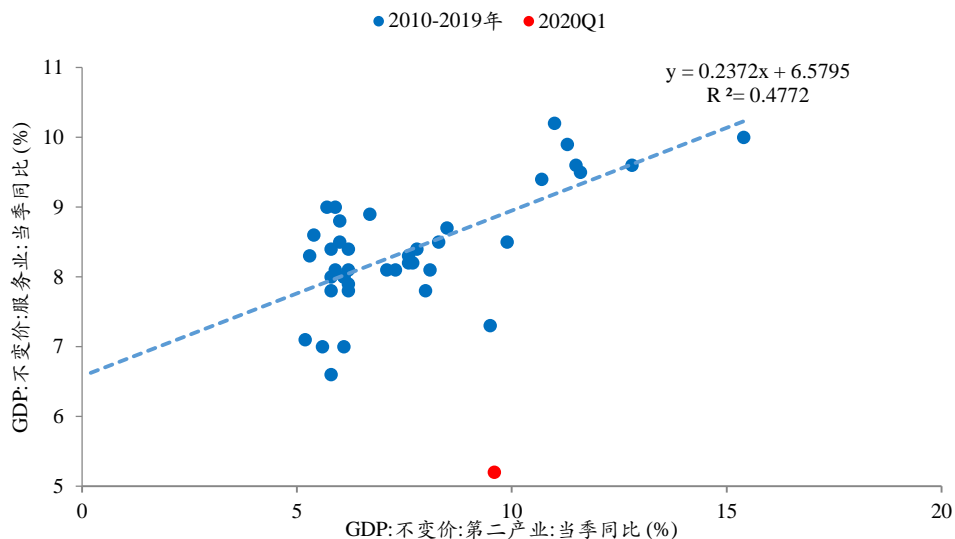
**图3： 3月产销率远低于近年同期水平**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**(2) 服务业 GDP 降幅远小于第二产业 GDP 与社零降幅。**2020Q1 服务业 GDP 同比下降 5.2%，第二产业 GDP 同比下降 9.6%，2020Q1 服务业 GDP 同比增速相对于第二产业的位置已经严重偏离线性回归趋势线，显示服务业 GDP 同比降幅偏低。我们认为主要原因在于，近年来线上服务占比提升，疫情虽然拖累线下服务业，但线上行业的爆发对冲了一些损失，2020Q1 金融业和信息传输、软件和信息技术服务业 GDP 同比分别增长 6%、13.2%，合计拉升 GDP 增速 1 个百分点，但这些偏线上的行业对第二产业的影响较小，而占第二产业比重合计接近 90% 的建筑业与制造业很难进行类似的线下转线上运作。

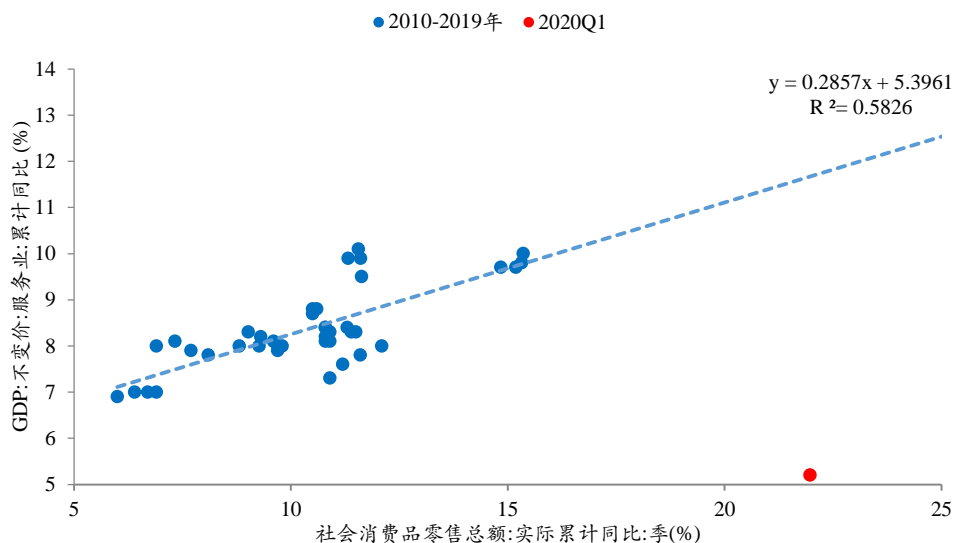
此外，我们将服务业 GDP 增速与社零实际增速作比较，发现服务业 GDP 同比降幅相对社零也明显偏低。企业停工期间，工资没有完全停发，加上政府转移支付力度明显加大，这些会导致劳动者报酬并没有减少太多。但与此同时，企业营业盈余与生产税净额相应的都会下降。社零包括居民消费和企业消费，受疫情影响，居民收入不能充分转换为消费，2 月消费者信心指数与消费意愿指数均下降至 2018 年以来最低，而企业在疫情期工资不停发进一步加剧盈利下滑程度，企业消费意愿也会下降，两者共同导致服务业 GDP 同比降幅相对社零偏低。

图4： 2020Q1 服务业 GDP 同比降幅相对第二产业 GDP 明显偏低

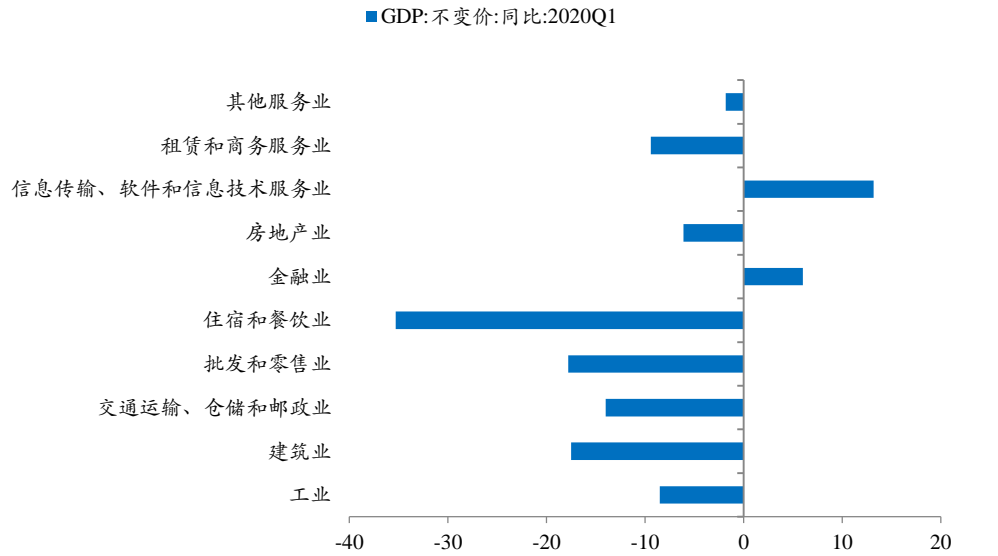


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：2020Q1 服务业 GDP 与第二产业 GDP 增速均采用绝对值处理

图5： 服务业 GDP 同比降幅相对社零明显偏低

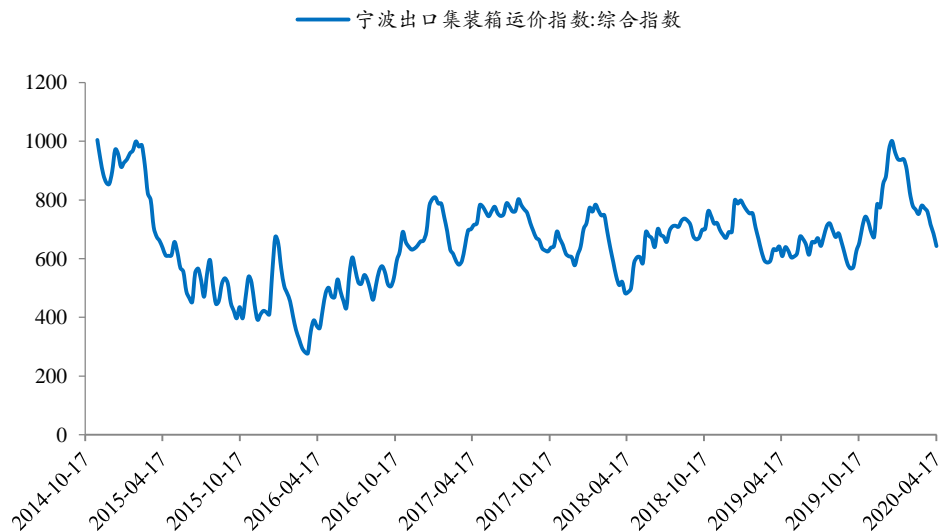


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：2020Q1 服务业 GDP 与社零实际增速均采用绝对值处理

**图6：金融业和信息传输、软件和信息技术服务业 GDP 正增长**

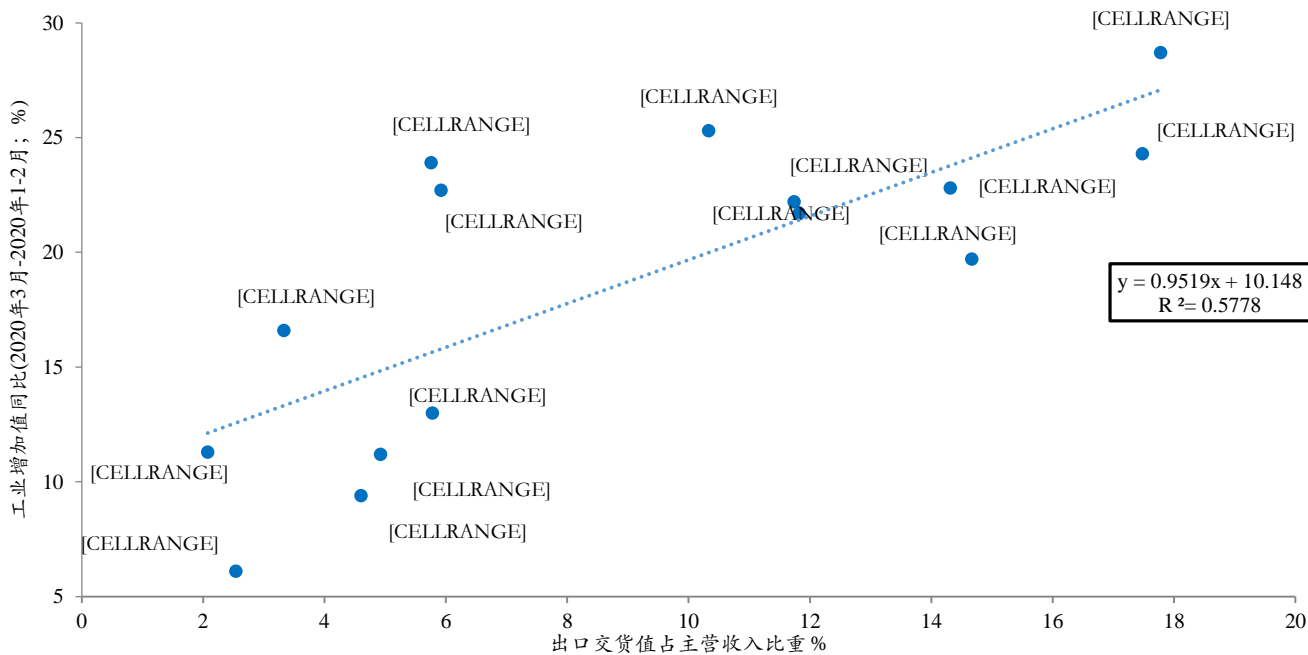
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**(3) 出口依赖度高的行业工业生产增速在3月上升幅度较大。**制造业对3月工业增加值上升12.4个百分点的贡献率接近90%，而从制造业细分行业来看，出口依赖度高的行业工业增加值增速上升幅度越高，例如铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、电气机械和器材制造业出口交货值占主营收入比重均接近20%，他们的3月工业增加值同比增速较1-2月分别回升28.7、24.3个百分点。需要注意的是，3月出口改善主要反映1-2月积压的订单在3月延后交付，3月出口交货值增速较1-2月大幅上升22.2个百分点。由于3月海外疫情爆发，海外经济出现深度衰退，这意味着随着1-2月“旧订单”的交付进入尾声，未来“新订单”的缺乏很可能制约出口继续改善，从高频数据来看，4月以来宁波集装箱运价综合指数出现快速回落，可能意味着外需已经在下滑。因此，后续工业生产增速修复斜率可能会逐渐放缓，经济增长回归正常趋势值还需要时间。

**图7：4月以来宁波集装箱运价综合指数出现快速回落**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 出口依赖度高的行业工业生产增速在3月上升幅度较大



资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、政策凸显底线思维——4月17日政治局会议简评

2020年4月17日，中共中央政治局4月17日召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控形势，研究部署抓紧抓实抓细常态化疫情防控工作；分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。我们认为本次会议要点如下：

**第一，对经济形势判断用“前所未有”来概括。**本次会议在一季度经济数据发布之后召开，会议指出“今年一季度极不寻常，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击”。

**第二，从“六稳”到“六保”，凸显政策底线思维。**本次会议首次提到“六保”：保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，这些都表明政策的底线思维：保民生，缓刺激。现在这场危机是因为疫情引起，未来疫情如何演变均是个未知数，从目前的态势来看成熟经济体的失业

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\\_5739](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5739)

