

经济复苏会呈现“耐克勾”形状

一季度经济数据点评

核心结论

一季度实际GDP同比负增长。2020年一季度我国实际GDP累计同比下滑6.8%，受新冠疫情影响，经济增速自70年代以来首次转负。但分月来看，3月份随着各地复工复产的有序推进，各项主要经济指标的降幅有所收窄。

消费增速在3月小幅修复，但海外疫情超预期扩散影响了修复幅度。一季度名义社零累计同比下滑19.0%，实际社零累计同比下滑16.0%，较1-2月份累计增速分别小幅上升1.5个百分点，1.73个百分点。分行业来看，必选消费品需求仍然稳步增长，表明我国的实际内需仍然保持强劲。通讯器材、建筑建材类和汽车需求复苏较为明显，体现出居民更青睐于网络化和稳定性消费。由于二季度海外疫情带来的居民收入预期和出行预期担忧会影响部分可选消费，总体来看消费在二季度有望反弹，但幅度不会太大。

受益于流动性宽松，地产基建投资改善幅度最为明显。一季度地产投资累计同比下滑7.7%，较1-2月份上升8.6个百分点。制造业投资增速累计下滑25.2%，较1-2月回升6.3个百分点。基建投资增速累计下滑16.36%，较1-2月上升10.5个百分点。地产低库存和流动性宽松下，房企将加速赶工弥补前期的现金流损失，预计建材需求Q2会继续保持强劲。基建仍是经济下行对冲的主要部门，预计在专项债额度增加，各地项目复工和资金支持下，有望继续大幅反弹。制造业投资是经济总需求的滞后结果，短期海外需求下滑将逐渐传导在二季度的出口和内需上，整体经济的压力尚未完全解除，预计制造业后期的反弹幅度将较为有限。

经济复苏节奏有望呈现“耐克勾”形状。一季度经济数据完整的呈现了新冠疫情带来的负面影响。从政策的应对措施来看，仍然采取宽松货币政策和财政政策来进行对冲，具有资金配置优先性的地产部门和政府基建部门复苏较为明显。接下来，**市场的核心关注点在于：**1) Q2海外欧美需求下滑对国内经济的冲击，我们预计对GDP造成1.5%的拖累。2) 疫情是否会进入第三阶段（欧美外其余国家疫情爆发）。关注印度、巴西和俄罗斯的疫情发展，但只要控制住境外输入病例，我们判断第三阶段对中国经济的影响要大大小于第一（境内疫情）和第二阶段（欧美疫情）。3) 短期失去经济增长目标作锚，两会后的政策如何定调。虽然政策的放松刺激方向不变，但两会之前刺激力度存在不确定性。因此，预计股市将从前期的预期修复变化为震荡反复，而债市仍将继续反应经济基本面具有趋势性向上行情。总体而言，在没有新增变量之前，我们认为最坏的时期已经过去，经济后期复苏将是一个“耐克勾”形状。第二季度GDP有望回到4.5%。第三季度GDP有望回到6.1%。

风险提示：海外疫情出现反复

分析师

 雒雅梅 S0800518080002
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

 张育浩
  zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
 潘越
  panyue@research.xbmail.com.cn

相关研究

《重点关注海外疫情的二阶拐点》-2020年1-2月经济数据点评

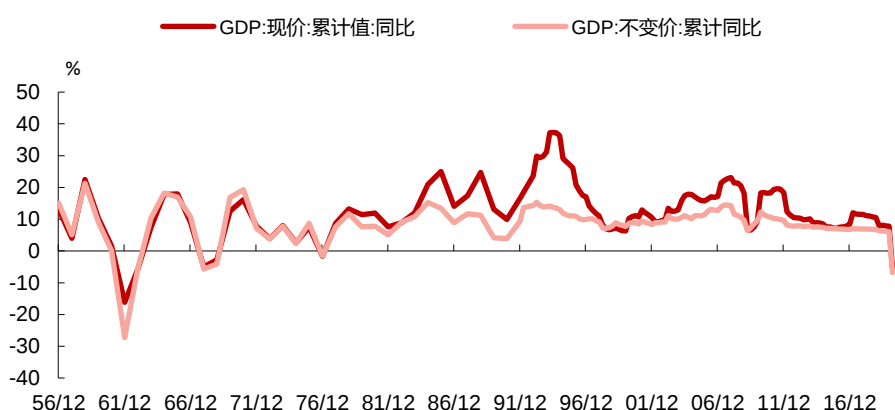
2020.3.16

一季度经济数据点评：经济复苏会呈现"耐克勾"形状

一季度实际GDP同比负增长

2020年一季度我国实际GDP累计同比下滑6.8%，受新冠疫情影响，经济增速自70年代以来首次转负。但分月来看，3月份随着各地复工复产的有序推进，各项主要经济指标的降幅有所收窄。

图1：2020年一季度GDP同比增速为负6.8%

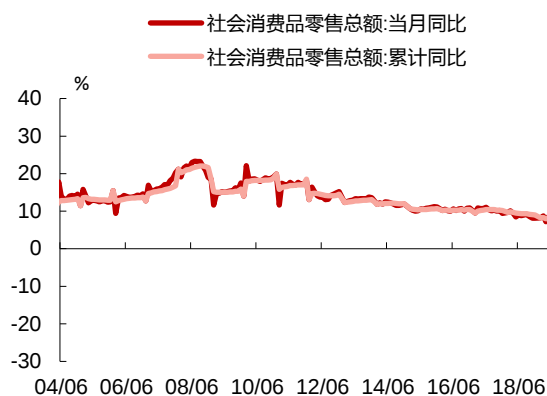


资料来源：Wind，西部证券研发中心

消费增速在3月小幅修复，但海外疫情超预期扩散影响了修复幅度

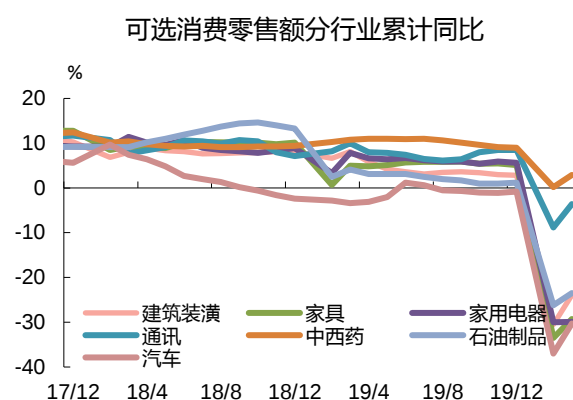
2020年一季度名义社零累计同比下滑19.0%，实际社零累计同比下滑16.0%，较1-2月份累计增速分别上升1.5个百分点，1.73个百分点。分行业来看，**必选消费品需求仍然稳步增长，通讯器材、建筑建材类和汽车需求复苏较为明显**。粮油食品类零售额1-3月份同比增长12.6%，较1-2月增速上升2.9个百分点，同时较19年增速上升2.4个百分点。可选消费品中，通讯器材零售额1-3月同比下滑3.6%，较1-2月增速上升5.2个百分点；建筑装潢材料零售额1-3月同比下滑23.9%，较1-2月增速上升6.6个百分点；汽车零售额1-3月同比下滑30.3%，较1-2月增速上升6.7个百分点。其余消费品增速反弹力度均在2-3个百分点之间。对于整体消费端，由于海外疫情仍存不确定性带来居民收入预期和出行预期的担忧，“报复性”消费发生的概率较低，预计消费增速仍将缓慢修复。但从3月份的消费行业表现中看到，即便在疫情的冲击下，我国的实际内需仍然保持强劲。在国内疫情过后，居民的消费理念一方面更依赖于网络，由此孕育出数码产品的消费需求。另一方面更青睐于稳定性，传统耐用消费品（汽车、地产）的相对优势突出。

图 2：消费增速 3 月份小幅反弹



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：通讯器材、建筑建材类和汽车需求复苏较为明显

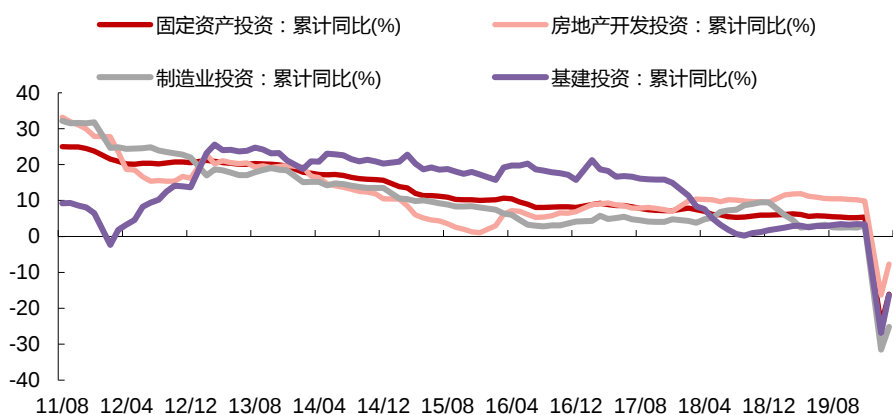


资料来源：Wind，西部证券研发中心

受益于流动性宽松，地产基建投资改善幅度最为明显

1-3 月地产投资累计同比下滑 7.7%，较 1-2 月份上升 8.6 个百分点。并且，3 月单月地产投资同比转正，增长 1.2%，较 2 月份上升 17.5 个百分点，为各项实体部门中的主要亮点。这与巨幅流动性宽松下带来的刺激有关，我们在 3 月底的地产草根调研便指出，全国各个城市除湖北以外销售均出现明显复苏。3 月份地产销售面积单月同比下滑 14.14%，较 1-2 月份增速上升 12.16 个百分点。微观上，截止 4 月中旬，高频地产销售已经恢复至去年同期水平。地产低库存和行业低融资成本下，房企将加速赶工弥补前期的现金流损失，预计建材需求 Q2 会继续保持强劲。1-3 月制造业投资增速累计下滑 25.2%，较 1-2 月回升 6.3 个百分点。制造业投资是经济总需求的滞后结果，短期海外需求下滑将逐渐传导在第二季度的出口和内需上，整体经济的压力尚未完全解除，预计制造业后期的反弹幅度将较为有限。1-3 月基建投资增速累计下滑 16.36%，较 1-2 月上升 10.5 个百分点。基建仍是经济下行对冲的主要部门，预计在专项债额度增加，各地项目复工和资金支持下，有望继续大幅反弹。

图 4：制造业投资低位，基建地产投资增速明显改善



资料来源：Wind，西部证券研发中心

经济复苏节奏有望呈现“耐克勾”形状

总体来看，一季度经济数据完整的呈现了新冠疫情带来的负面影响。从政策的应对措施来看，仍然采取宽松货币政策和财政政策来进行对冲，由此看到具有资金配置优先性的地产部门和政府基建部门复苏较为明显。接下来，市场的核心关注点在于：1）Q2 海外欧美需求下滑对国内经济的冲击。2）疫情是否会进入第三阶段（欧美外其余国家疫情爆发）。3）短期失去经济增长目标作锚，两会后的政策如何定调。

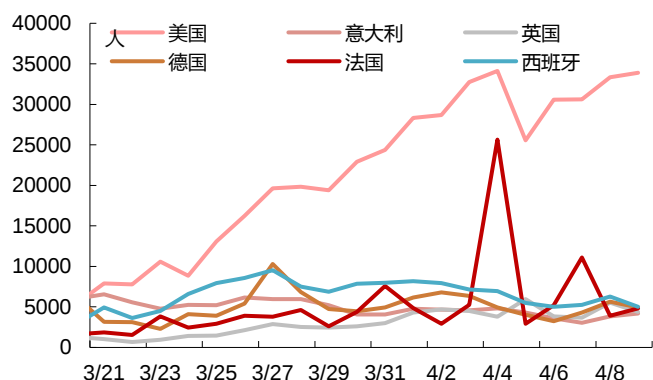
针对第一点，我们在专题报告《欧美衰退对中国经济的影响》中做出预判，中性假设欧美疫情将在4月底出现二阶拐点，Q3 逐渐需求复苏，Q2 对国内 GDP 造成 1.5% 的拖累。目前来看，欧美国家每日新增确诊病例进入平台期，同时美国宽松财政政策下，美元流动性危机已被暂时解除，我们依然维持前期的判断。

针对第二点，目前巴西、俄罗斯和印度新冠疫情进入快速爆发期。从体量上来看，三个国家人口占全球比重约为 23%。从产业链关系上，三个国家主要出口资源品（矿产、原油和农产品）。一旦三个国家疫情继续演变，将对全球疫情带来新的不确定性，并且加剧商品的供需错配环境，带来消费成本的上升。因此，建议持续关注，但只要控制住境外输入病例，我们判断第三阶段对中国经济的影响要大大小于第一（境内疫情）和第二阶段（欧美疫情）。

针对第三点，因为疫情的突发性冲击，两会时间推迟，同时过去以经济增长目标作锚的政策方向短期失效。自此，在两会召开之前，政策的放松刺激方向不变，但力度存在不确定性。因此，预计股市将从前期的预期修复变化为震荡反复，而债市仍将继续反应经济基本面具有趋势性向上行情。

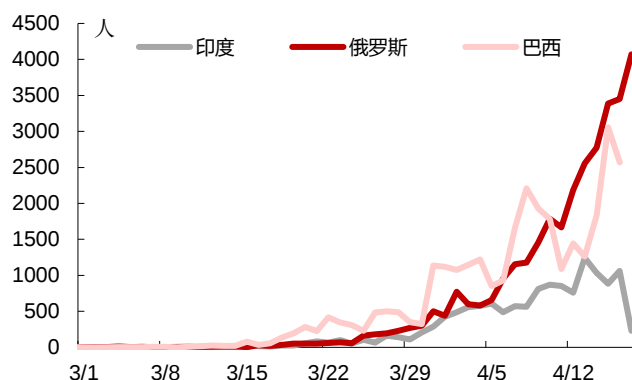
因此，在没有新增变量之前，我们认为最坏的时期已经过去，经济后期复苏将是一个“耐克勾”形状。第二季度 GDP 有望回到 4.5%。第三季度 GDP 有望回到 6.1%。

图 5：欧美国家每日新增新冠确诊病例进入平台期



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：印度、俄罗斯和巴西每日新增新冠确诊病例持续上升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐 青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕哈屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn

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_5743

