

## 增长未回归正常趋势

—— 2020年一季度经济数据点评

行业点评

### ● 增长未回归正常趋势

**3月经济“填坑式”修复而非V型反转。**疫情外生冲击下，一季度实际GDP同比减少6.8%，主要由于2月国内采取的隔离措施带来供给与内需的缺位。3月经济数据虽然均较2月大幅上升，但我们看到3月工业、投资、消费仍是负增长，距离正常增长趋势存在较大差距。复工复产推动供给约束打开，但从终端需求来看，汽车与地产销量增速还处于历史偏低水平，对应的汽车、家电、家具、建材消费增速仍然是大幅负增长。可见3月经济数据主要是2月“挖坑”后的一个环比修复，如果剔除供给端的影响，3月经济数据并不比2月好太多，经济增长要回到正常趋势水平还需要时间。

### ● 供给修复达到“瓶颈期”，二季度主要矛盾将从供给转向外需回落

随着复工复产的推动，供给能力恢复到达了“瓶颈期”，这可能与需求恢复相对供给恢复更为滞后有关，部分企业存在“无工可复”的情况。由于3月以来欧美等海外发达国家疫情数据出现快速的攀升，它们的一些核心城市交通出行强度较2019年同期显著下降，从中国的经验来看，这意味着这些发达国家经济将迎来一轮深度衰退，可以看到最新公布的美国工业产出、零售、初次申请失业金、非农就业等数据都创了近年新低。同时，近期印度等发展中国家疫情数据出现指数级增长，这些发展中经济体可能会继续拖累全球经济。历史经验表明，在出口差的时候，经济很难有太好的表现，因此未来一段时间经济可能是向正常增长趋势缓慢修复，而不是呈现V型反转。

### ● 政策需要有底线思维：保民生，缓刺激

**封闭政策导致外生冲击转化为内生冲击，全球经济衰退不可避免。**目前我们看到的全球经济衰退还主要还是反映外生冲击导致经济体出现“半休克”状态，但未来终止疫情传播唯一的可能就是特效药的推出或者疫苗面世，否则全球其他经济体都将效仿中国——封国封城，一旦外生冲击转化为内生冲击，那么剩下需要讨论的就是衰退的量级，而衰退的量级就依赖于特效药或者疫苗推出的时间，推出的时间拖得越长，全球经济衰退的程度越大。

**疫情冲击下，我们的政策需要有底线思维：保民生，缓刺激。**未来疫情如何演变均是个未知数，在这样一个大危机面前，政策工具的推出首先是需要有底线思维，就是避免一场危机引老百姓的日常生活受损和饥荒。为此，我们的经济政策出台先不需要探讨如何采用刺激政策去实现经济增长目标要达到多少，而是要有限的政策工具去保就业和保民生。在产业方面，首要支持的就是劳动密集型的产业和民生相关的领域，而不是去刺激一些资本密集型的投资。只有等全球疫情有趋势性改变的时候，我们才步入再启用非常时期危机增长模式的时机，通过刺激政策的出台来确保经济增速保持在一定的区间，兼顾中长期发展推动国家竞争力的提升。

### ● 风险提示：海外疫情全面扩散；政策落实不及预期

#### 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：隔离的经济成本需要灵活审慎的政策来对冲——2020年1-2月经济数据点评

2020-3-16

## 目 录

1、 增长未回归正常趋势.....	3
2、 供给修复达到“瓶颈期”，二季度主要矛盾将从供给转向外需回落 .....	5
3、 政策需要有底线思维：保民生，缓刺激.....	6

## 图表目录

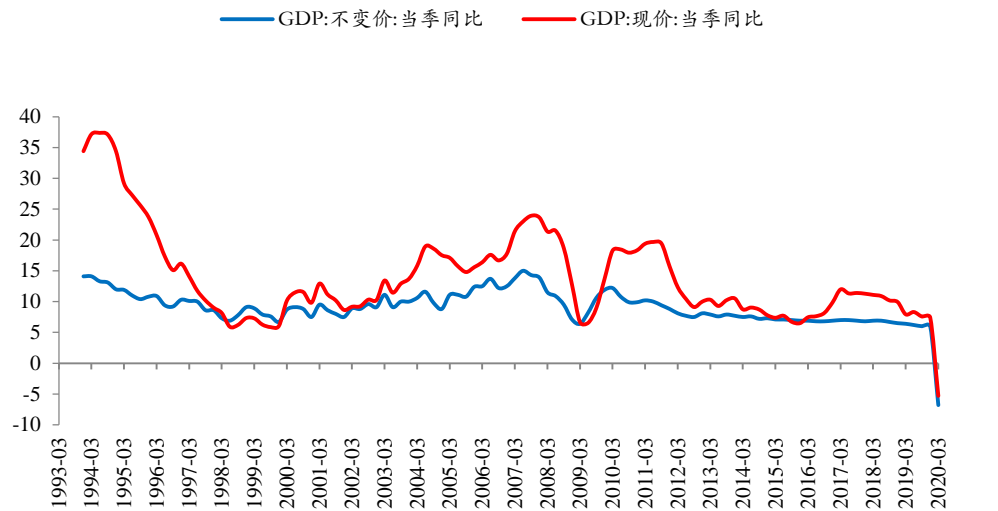
图 1： 实际与名义 GDP 增速负增长.....	3
图 2： 3 月经济“填坑式”修复 .....	4
图 3： 制造业工业生产增速回升较多 .....	4
图 4： 汽车、地产系消费仍然疲弱 .....	5
图 5： 历史上，在出口差的时候，经济很难有太好的表现.....	6

## 1、增长未回归正常趋势

**疫情外生冲击下，一季度GDP增速转负。**一季度实际GDP同比减少6.8%，名义GDP同比减少5.3%，均为1992年以来首次单季负增长。从供给端来看，第二产业GDP增速从2019Q4的5.8%下降至2020Q1的-9.6%，工业增加值增速从2019Q4的6%下降至2020Q1的-8.4%。从需求端来看，出口增速从2019Q4的2%下降至2020Q1的-13.4%，固定资产投资增速从2019年末的5.4%下降至2020年3月末的-16.1%，社会消费品零售增速从2019Q4的7.8%下降至2020Q1的-19%。供给与内需的断崖式回落是隔离的经济成本。2月工业增加值、固定资产投资、消费增速都是创历史新低的，其原因在于，国内采取的隔离措施很好地应对了疫情扩散，但代价就是短期供给与内需的缺位。

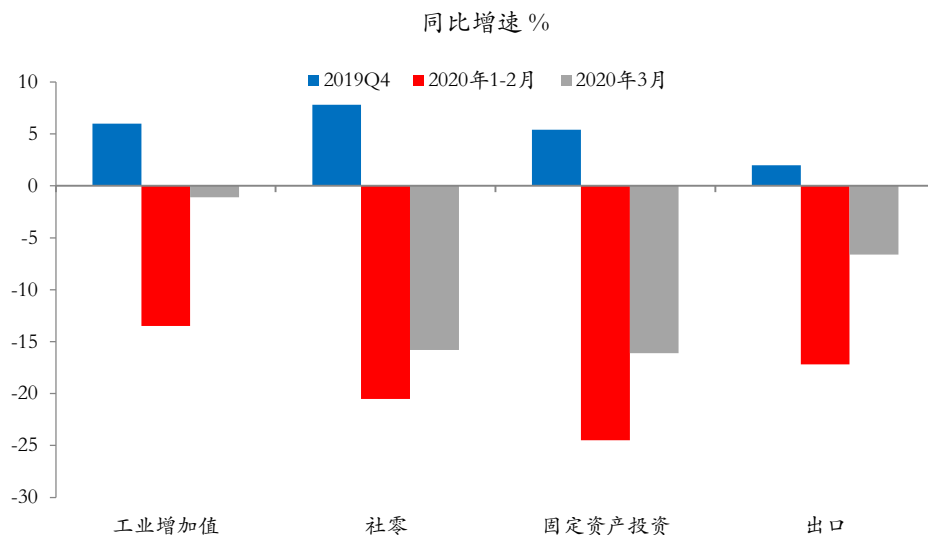
**3月经济“填坑式”修复而非V型反转。**3月经济数据虽然均较2月大幅上升，但我们看到3月工业增加值、固定资产投资、社零增速仍是负增长，距离正常增长趋势存在较大差距。复工复产推动供给约束打开，工业增加值增速修复程度要好于投资与消费，其中，制造业生产增速较1-2月收窄13.9个百分点，出口交货值增速较1-2月收窄22.2个百分点，“出口-制造业”链条的修复很大程度上与2月积压的出口“旧订单”延后交付有关。从终端需求来看，汽车与地产销量增速还处于历史偏低水平，对应的汽车、家电、家具、建材消费增速仍然是大幅负增长。可见3月经济数据主要是2月“挖坑”后的一个环比修复，如果剔除供给端的影响，3月经济数据并不比2月好太多，经济增长要回到正常趋势水平还需要时间。

图1：实际与名义GDP增速负增长



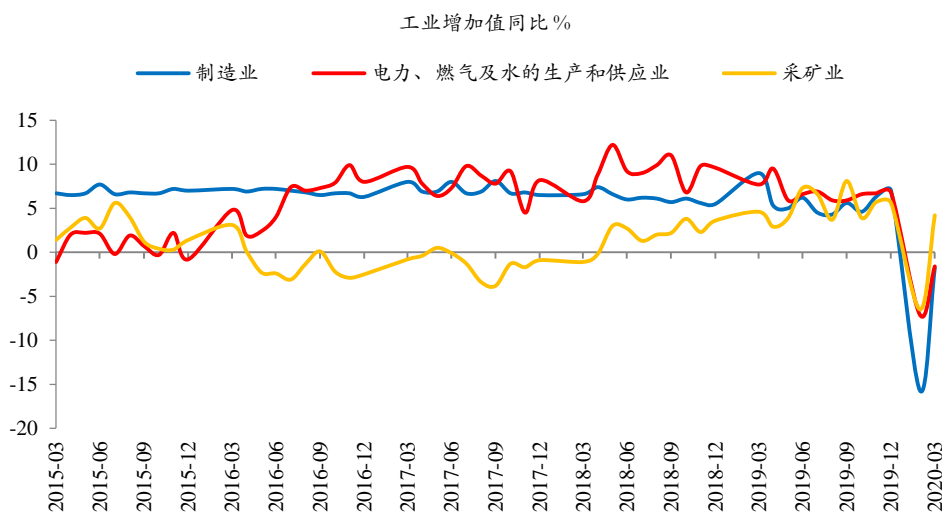
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：3月经济“填坑式”修复

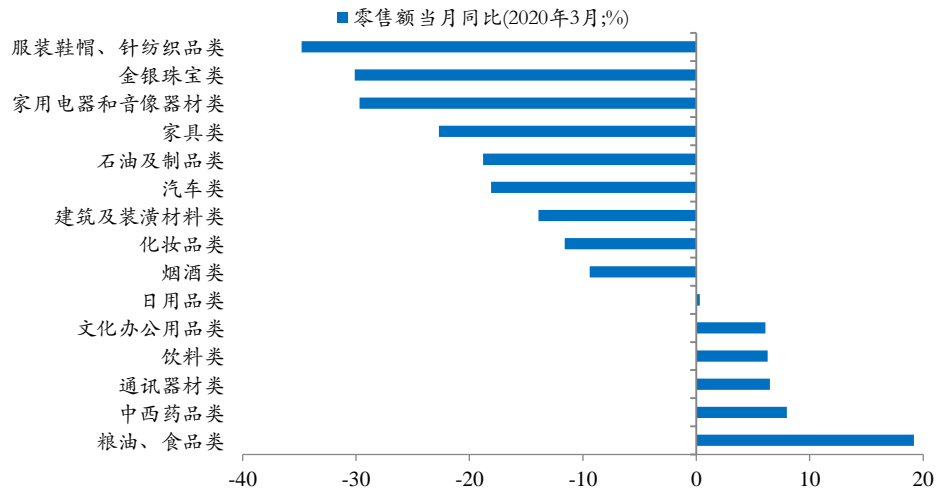


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：制造业工业生产增速回升较多



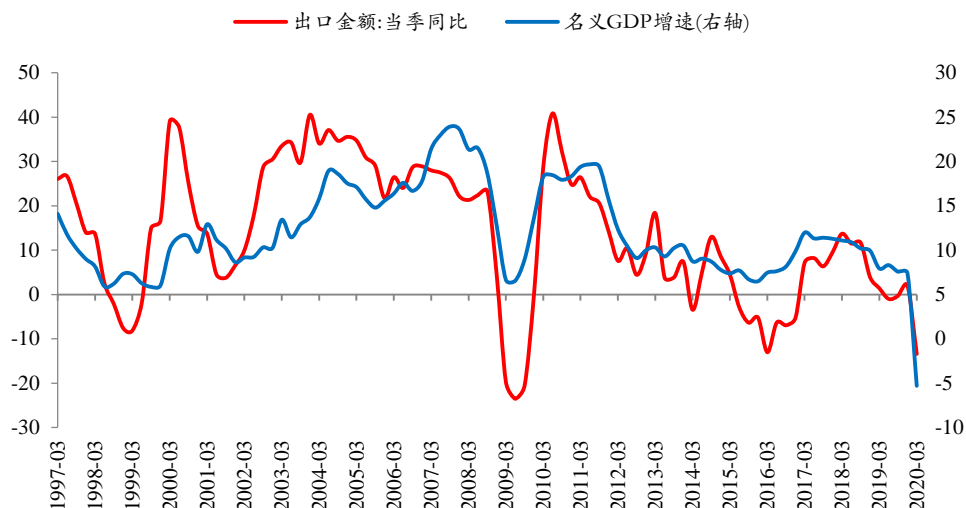
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图4：汽车、地产系消费仍然疲弱**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、供给修复达到“瓶颈期”，二季度主要矛盾将从供给转向 外需回落

从发电耗煤量来看，发电耗煤量从3月开始快速恢复，在3月中旬恢复到八九成，但在3月下旬之后没有再继续上升，可见随着复工复产的推动，供给能力恢复到达了“瓶颈期”，这可能与需求恢复相对供给更为滞后有关，部分企业存在“无工可复”的情况。由于3月以来欧美等海外发达国家疫情数据出现快速的攀升，它们的一些核心城市交通出行强度较2019年同期显著下降，从中国的经验来看，这意味着这些发达国家经济将迎来一轮深度衰退，可以看到最新公布的美国工业产出、零售、初次申请失业金、非农就业等数据都创了近年新低。即便能够在二季度中后期复工，从中国的经验来看，需求的恢复也是很缓慢的，这将严重影响中国外需。同时，值得注意的是，近期印度等发展中国家疫情数据出现指数级增长，这些国家对抗疫情冲击的能力与财政刺激空间比发达国家要弱，但GDP在全球占比又高于发达国家，因此，即便接下来欧美等发达国家疫情出现拐点并逐渐重启经济，这些发展中经济体可能会继续拖累全球经济。值得注意的是，这些国家很多都是“一带一路”成员国，而2020年一季度我国与“一带一路”沿线国家合计出口1.1万亿元，占整体出口比重达到33%，出口同比下降1.8%，比整体出口增速快9.7个百分点。历史经验表明，在出口差的时候，经济很难有太好的表现，这是因为出口具有乘数效应，除了影响净出口以外，还会拉动投资与消费，因此未来一段时间经济可能是向正常增长趋势缓慢修复，而不是呈现V型反转。

**图5：历史上，在出口差的时候，经济很难有太好的表现**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3、政策需要有底线思维：保民生，缓刺激

封闭政策导致外生冲击转化为内生冲击，全球经济衰退不可避免。目前我们看到的全球经济衰退还主要还是反映外生冲击导致经济体出现“半休克”状态，但未来终止疫情传播唯一的可能就是特效药的推出或者疫苗面世，否则全球其他经济体都将效仿中国——封国封城，在特效药或者疫苗推出之前，封国封城持续的时间是由全球各主要经济体防控最差的经济体的结果来决定的，也就是遵从“木桶原理”，这也就意味着要延续到特效药或者疫苗问世为止。封国封城是可以有效地遏制疫情的传播，但全球经济将付出巨大的代价，很可能让疫情对经济冲击从外生冲击转化为内生冲击。因为封国封城，随之而来的是全球贸易活动快速的萎缩，工业革命以来全球贸易自由化带来的国际专业化分工产业链将面临短期停摆的风险，一些经济体将面产能过剩而出现通缩，而另外一些经济体将面临产品短缺而出现饥荒或物价失控，伴随而来的将是企业的倒闭和大量失业。一旦转化为内生冲击，那么经济走向衰退就已无法避免，剩下需要讨论的就是衰退的量级，而衰退的量级就依赖于特效药或者疫苗推出的时间，推出的时间拖得越长，全球经济衰退的程度越大。

疫情冲击下，我们的政策需要有底线思维：保民生，缓刺激。需要看到的是这场危机与2008年是完全不一样的，2008年的危机是流动性危机引起，最后传导到实体经济，随着各国央行的出手，流动性危机化解，实体经济随之恢复，刺激政策

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\\_5758](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5758)

