

上调 2021 年 GDP 增速至 8.5%

——3 月经济数据综述

□ Q1 经济如期负增，预计明年同期高企

一季度 GDP 同比下降 6.8%，如期跌到负增，但同比降幅比市场预期略小；我们认为二季度国内宏观经济最应关注：1）外需下行对出口产业链的冲击、对相关就业的影响；2）国内部分地区是否出于严控输入性疫情风险的考量，而继续维持较严格的防疫机制。3）消费数据是否会如期呈现补偿式修复，还是由于疫情影响居民收入和就业，消费继续呈现低迷？我们中性预期今年二到四季度，经济增速有望重回正增长，全年经济增速可能在 2%~3% 之间。同时，我们判断一大预期差是：由于今年的低基数，明年一季度经济增长或达到 15% 左右，2021 全年经济增速可能达到 8.5%。

□ 工业同比仍负，生产取决需求

3 月份工业增加值当月同比 -1.1%，如期仍在负增区间，但同比降幅较前值明显收窄，4 月有望转正。环比表现明显强于历史季节性，国内疫情的影响逐步消解。原煤、钢材、水泥、发电量同比均较前值改善，但汽车产量同比 -43%，负增幅度仍然较大，我们认为这是疫情对耐用非必需消费的压制体现，多数工业品库存被动积压走高，未来有去库存压力。我们认为，复工率数字较为乐观，但实际开动产能、产量均远低于正常状态，工业生产能否有效复苏仍取决于内需和外需。由于 3 月海外疫情集中爆发，新增订单的下行可能从 4 月份开始体现，我们认为二季度出口相关产业生产可能将承压。

□ 疫情影响尚存，消费修复较缓

3 月社会消费品零售总额名义同比下降 15.8%，降幅较上期 -20.5% 有所收窄，但同比降幅依然较深，疫情对于消费的抑制作用仍显著存在，且主要冲击的是受制于线下场景的行业，如餐饮业。3 月起多地相继通过发放消费券的方式刺激消费，有助于在短期内快速提振消费，抑制需求的进一步收缩。消费具有显著的顺周期性，后续修复过程将呈现渐进式节奏，在刺激政策加持下，二季度消费数据将开始稳步提升。

□ 失业小幅下行，压力仍未缓解

3 月全国调查失业率 5.9%，较 2 月回落 0.3 个百分点，同比上升 0.7 个百分点，就业形势仍面临较大压力。由于 2 月份企业复工率和员工复岗率均处于较低水平，劳动力市场供需两端的数据都有所收缩，2 月调查失业率可能未能全面体现就业市场的真实压力。3 月企业的复工复产情况未能完全恢复至疫情之前的水平，用工需求整体回落是失业率维持高位的主要原因。海外疫情蔓延导致外需收缩，未来两个季度需要重点关注外向型企业的就业压力。

□ 基建快速修复，地产跌幅收窄

一季度整体固定资产投资增速为 -16.1%，基建、地产、制造业投资累计同比分别为 -19.7%、-7.7% 和 -25.2%。我们认为，制造业投资大范围回暖仍需 2~3 个季度，不排除 2020 年全年制造业投资同比负增的可能。3 月基建投资较前值跌幅快速收窄，我们认为随着重大项目落地、专项债加快对接基建、施工强度逐渐回升，到二季度末，基建投资累计同比有望转正，全年基建投资有望达到 +10%~+15% 之间。随着国内疫情平复，地产工地开始重新复工、并可能对此前受疫情拖累的工期进行加班赶工，地产新开工出现好转。3 月初~4 月中旬，30 个大中城市高频数据显示地产销售已经环比回升，国内原发疫情基本消除、居民刚需购房逐渐恢复，有望对后市地产企业现金流起到一定支撑。未来对房价环比下跌的城市可能适当放松需求端政策调控。

分析师: 李超

执业证书编号: S1230520030002

邮箱: lichao1@stocke.com.cn

联系人: 张迪

邮箱: zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1 《一季度 GDP 增速大概率下行“破 0”——3 月经济数据预测》2020.04.01

报告撰写人: 李超

数据支持人: 张迪

风险提示: 海外疫情防控不及预期; 制造业投资超预期下行; 政策落地不及预期

正文目录

1. Q1 经济如期负增，预计明年同期高企	3
2. 工业同比仍负，生产取决需求	3
3. 疫情影响尚存，消费修复较缓	4
4. 失业小幅下行，压力仍未缓解	5
5. 基建或有反弹，地产仍处低位	7
5.1. 外需下行压力，制造业受制约	7
5.2. 重点项目引领，基建快速修复	8
5.3. 工地复工利好，地产跌幅收窄	8
风险提示	9

图表目录

图 1: 工业增加值分项均较前值改善	4
图 2: 发电量、钢材产量、水泥产量等均较前值改善	4
图 3: 3 月社零名义同比下降 15.8%，消费修复较缓	4
图 4: 汽车、房产后周期消费下降幅度依然较深	4
图 5: 发放消费券规模与地方政府财力密切相关	5
图 6: 3 月调查失业率小幅下行	6
图 7: 农民工就业分布（单位：万人）	6
图 8: 三项投资同比跌幅均收窄，其中基建投资跌幅收窄最大	7
图 9: 基建投资同比降幅收窄幅度较大	8
图 10: 地产工地开始复工叠加对此前受疫情拖累的工期或加班赶工，施工端出现好转	9
表 1: 互联网、物流等企业关于疫情期间开放就业岗位的信息汇总	6

1. Q1 经济如期负增，预计明年同期高企

一季度 GDP 同比-6.8%，如期跌到负增长，同比降幅基本符合市场预期。3 月经济数据环比较 1-2 月回升明显，主要是规模以上工业企业在 3 月份加快复工、开工的拉动。3 月社零消费维持低迷，主要是疫情尚未完全平息，商家开工仍有顾忌；基建在三大项投资当中修复幅度最大，投资数据有所好转；由于 3 月份企业还在执行此前签订的外贸订单，而新增订单的下滑可能在二季度才开始体现，3 月外贸数据好于预期。我们测算，3 月份工业生产（剔除价格因素的物量）环比反弹幅度近 100%，同比也明显修复，我们认为 4 月工增有望转正。据统计局表述，3 月份，全国服务业生产指数下降 9.1%，降幅较 1-2 月份收窄 3.9 个百分点。

截至 4 月中旬，目前新冠疫情在美国的日新增疫情情况仍不容乐观，暂未看到新增疫情拐点；主要发达国家陆续对疫情重点地区采取“休克疗法”，实质性影响社会活动和经济增长。从一系列宏观和产业数据可以预见，尽管国内疫情受控情况较好，但疫情对海外部分国家、乃至全球经济增长仍可能产生较大冲击。北京时间 3 月 26 日晚，G20 集团召开视频会议、会后联合声明称 G20 正向全球经济注入超过 5 万亿美元资金对冲疫情对经济和社会的负面影响。全球疫情的新形势既使得我国疫情输入压力加大，也加大了我国宏观经济和产业链恢复的难度。

3 月份，全球权益市场震荡加大，虽有较明显的流动性冲击特征，但我们认为根源在于担忧疫情影响全球经济增长。如果未来一至两个季度，疫情在海外蔓延速度较快，明显冲击主要经济体，尽管届时国内疫情或已基本平息，但不排除外需下行对我国经济形成负反馈，影响国内经济增速回升弱于预期的可能性。对于二季度国内宏观经济最应关注的变量，我们认为一是外需下行对出口产业链的冲击、对相关就业的影响；二是在国内部分地区是否出于严控输入性疫情风险的考量，而继续维持较严格的防疫机制。三是消费数据是否会如期呈现补偿式修复？还是由于疫情影响居民收入和就业，消费继续呈现低迷（一季度，全国居民人均可支配收入扣除价格因素，实际下降 3.9%）。

我们中性预期，今年二到四季度，经济增速有望回升到正增长，全年经济增速可能在 2%~3% 之间。对于 2021 年经济增长判断，我们判断一大预期差是：**由于今年的低基数，明年一季度经济增长或达到 15% 左右，2021 全年经济增速可能达到 8.5%**。投资、消费等结构数据都可能在明年一季度呈现大幅走高、随后回落的走势。这可能对届时的长端利率走势产生影响。

我们认为，本轮应对疫情的政策思路可能更侧重于恢复社会生产生活秩序、保障居民就业、实现脱贫攻坚等结构性问题。日前，国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，我们认为以改革的思路应对经济冲击，供给侧改革继续由破到立。

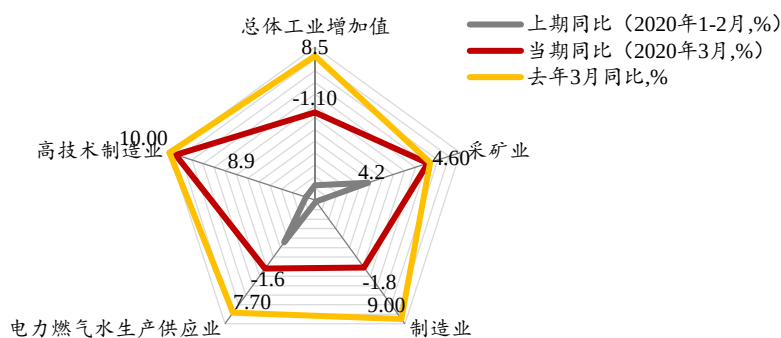
2. 工业同比仍负，生产取决需求

3 月份工业增加值当月同比下降 1.1%，如期仍在负增区间，但同比降幅较前值大幅收窄，4 月有望转正。一季度工业增加值累计同比为-8.4%，略高于我们的预期-10%，从环比看，3 月份规模以上工业增加值比上月增长 32.13%，表现强于历史季节性，国内疫情影响消解，复工复产有所成效。

3 月份，原煤、钢材、汽车、水泥、发电量同比 9.6%，-0.1%，-43.0%，-18.3%，-4.6%，其中汽车产量一季度同比下降-44.6%，远未得到修复。多数工业品产量同比仍为负，我们认为原因在于：一是去年同期基数较高；二是随着国内疫情得到全面控制和因地施策加速推进企业、项目的复工复产，使得工业生产得到较大修复，但是考虑各产业间的联动性，工业企业短期扩大生产的动力不足，虽“已复工”，但未完全恢复产能，从 6 大发电集团日均耗煤量仅恢复至去年同期的 85% 左右可得到印证；三是国内消费需求的报复性反弹尚未得到完全体现，国外需求因全球疫情逐步扩散承压。

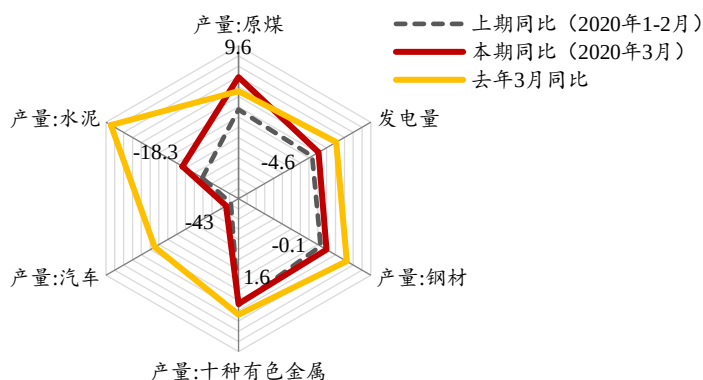
我们认为，二季度工业生产的修复强度取决于受内需和外需的修复程度。海外疫情从 3 月份开始集中爆发，新增订单的下行可能在 4 月份得到体现，相关产业链，如纺织、电子加工等出口将承压。多数工业品库存在 1-2 月份被动积压走高，叠加内需恢复不足和外需下滑的风险因素，未来一段时间预计则将重新回到去库存阶段。

图 1：工业增加值分项均较前值改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：发电量、钢材产量、水泥产量等均较前值改善

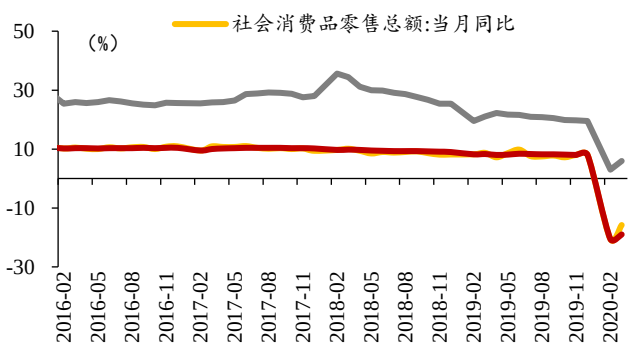


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 疫情影响尚存，消费修复较缓

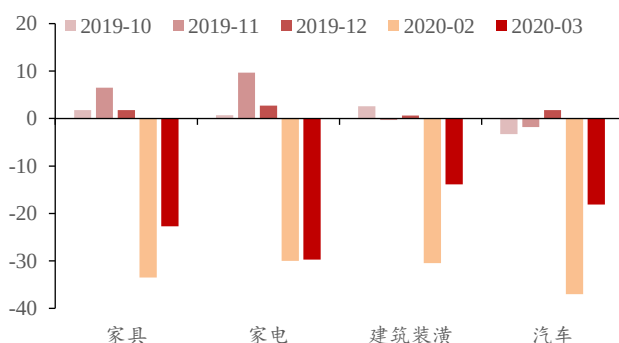
3月社会消费品零售总额名义同比下降15.8%，降幅较上期-20.5%有所收窄，但同比降幅依然较深，疫情对于消费的抑制作用仍显著存在。结构方面，线上消费持续逆势增长，实物商品网上零售额累计同比增长5.9%，一方面体现了线下到线上消费的转移，另一方面也体现了居民消费能力未显著下滑。受制于线下销售场景的行业仍未有起色，餐饮收入同比下降46.8%，降幅比1-2月更深，主要系1月受疫情影响较小，2、3月份数据更能体现疫情对餐饮行业的冲击；限额以上汽车消费额同比下滑18.1%，家具、家电等地产后周期行业同比降幅依然较深。

图 3：3月社零名义同比下降15.8%，消费修复较缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

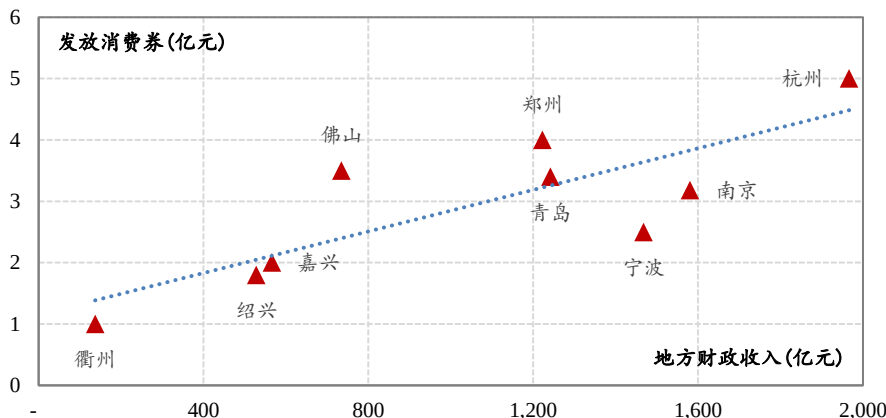
图 4：汽车、房产后周期消费下降幅度依然较深



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3月起,南京、杭州等地相继通过发放消费券的方式刺激消费,据我们统计目前规模合计约30亿元(不含商家补贴)。消费券发放规模与地方政府的财力密切相关,预计财政收入状况良好的城市将进一步跟进,发放规模有望达到300-350亿元。

图 5: 发放消费券规模与地方政府财力密切相关



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

在有效需求不足时,消费券作为一种特殊的政策工具,可发挥政府支出的乘数效应,在短期内快速提振消费,打破“消费下降—企业营收下降—居民收入下降—消费下降”的负向循环,抑制需求的进一步收缩。但消费券的使用面临一些困境:(1)替代效应:对于收入弹性较低的必选消费品,消费券会对居民在这部分的现金支出产生替代效应,使得居民原本计划的消费转为储蓄,消费券变相成为转移支付,无法发挥财政支出的乘数效应;(2)透支效应:对于部分耐用品和高端消费品,刺激政策会使消费提前,对未来的消费形成透支;(3)政策依赖:若多次发放消费券刺激消费,拉动效果将会边际递减,居民形成对消费券发放的预期之后反而会对当期消费产生负向影响。综上所述,消费券的刺激效果立竿见影,但稳定的收入预期和财富积累才是消费的决定变量。

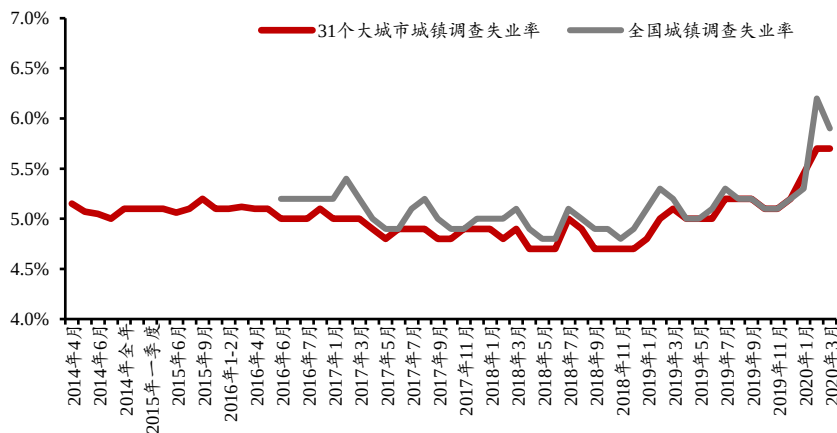
一季度整体社会消费品零售总额名义同比下降19.0%,而全国居民人均可支配收入名义同比上升0.8%、实际同比下降3.9%,居民消费能力没有显著走弱,一季度消费下降的主要原因是疫情防控(供给端)和安全考虑(需求端)导致的供需同向收缩。我们认为,消费具有显著的顺周期性,一季度企业利润下降及失业率上升等因素将滞后反映在居民工资性收入中,二季度疫情的冲击将逐步转向居民消费能力和消费意愿,消费“报复性”反弹的概率较小,后续修复过程将呈现渐进式节奏。总体而言,在刺激政策加持下,二季度消费数据将开始稳步提升,五一的“五天长假”有望助力消费数据改善。

4. 失业小幅下行, 压力仍未缓解

3月全国调查失业率5.9%,较2月回落0.3个百分点,同比上升0.7个百分点。3月新增城镇就业人口121万,较去年同期下降29万,就业形势仍面临较大压力。由于2月份企业复工率和员工复岗率均处于较低水平,劳动力市场供需两端的数据都有所收缩,2月调查失业率可能未能全面体现就业市场的真实压力。

统计局公布了外出务工农村劳动力的人数,截止2月末外出务工农村劳动力总量1.23亿人,2019年外出农民工共计1.74亿人,抛去自然增长因素,2月底约有5000万农民工未返城。随着疫情得到初步控制,同时政府精确推动复工复产、有序组织异地员工“点对点”安全返岗,劳动力市场的供给端相对充分,3月及以后的调查失业率更能体现真实的就业压力。

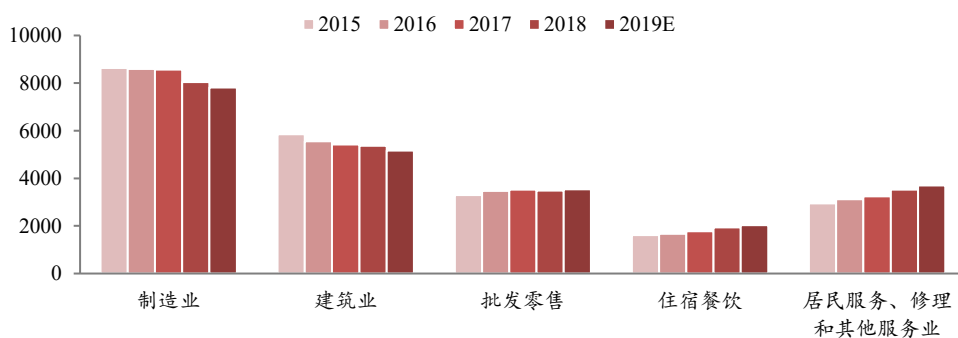
图 6：3 月调查失业率小幅下行



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

由于疫情防控“不获全胜决不轻言成功”，3 月份企业的复工复产情况仍未完全恢复至疫情前的水平，用工需求整体萎缩是 3 月调查失业率维持高位的主要原因。其中，餐饮、电影、娱乐等受制于线下场景的服务类消费行业受疫情影响较大，停业歇业导致用工需求下滑，而根据《农民工监测调查报告》显示，目前在住宿餐饮业及居民服务、修理和其他服务业从业的农民工超过 5000 万人且呈现增长态势，该等行业的就业市场供需显著失调，从业人员溢出。

图 7：农民工就业分布（单位：万人）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

线下需求萎缩，但线上热度不减，快递、外卖、必需品零售等岗位需求大幅增加，大型互联网企业、物流企业和部分商超纷纷提供大量就业岗位并开放“共享员工”计划，承接了一部分就业压力，是劳动力市场的一个积极因素。我们认为，随着社会生活生产秩序逐步恢复，叠加政府一系列强有力的稳就业举措，用工需求上涨，就业岗位增多，二季度起失业压力有望逐渐缓解。

表 1：互联网、物流等企业关于疫情期间开放就业岗位的信息汇总

企业	开放就业岗位数	主要内容
京东集团/达达集团	35000	京东物流招聘 2 万名仓储员、分拣员、快递员、驾驶员；达达快送招聘 1 万名骑手；京东到家招聘拣货员、打包员等 5000 名门店岗位；京东 7FRESH 发布了“人才共享”计划。
苏宁集团	8000	苏宁集团包括苏宁物流、苏宁体育、家乐福纷纷推出“人才共享计划”，计划招募 8000 人。
阿里集团	60000	盒马开放 3 万个岗位，同时与西贝等餐饮品牌开启“共享员工”模式；菜鸟供应链开放 2 万个岗位，以仓内分拣、叉车、包装和司机为主；阿里本地生活首批招收 1 万名骑手。
美团	200000	以长期就业和灵活就业相结合方式向全国提供逾 20 万个工作岗位；为建档立卡贫困人口提供就地就近就业绿色通道；招聘超 1000 名大学应届毕业生；开放超 3000 个社招岗位。
百世	40000	开放超 40000 个岗位，覆盖研发、运营、质检、采购等专业方向和仓储、分拣、运输等一线操作方向。

顺丰	30000	向社会开放的 3 万个就业岗位包括站长、区域主管、调度员、分拣员、配送员、储备站长负责人、同城骑手，各行各业暂时歇业的人员均可以按需申请加入。
其他	-	商超类：沃尔玛开放 3000 个职位；全家开放 500 个职位；永辉开放 1000 个职位，大润发、欧尚、超市发等均有计划增加兼职和全职岗位，涉及分拣、理货、收银、果菜打包等业务； 快递类：圆通快递招聘操作员、业务员、客服员等一线岗位，同时设立 3 亿元抗击疫情扶持基金；闪送面向企业招募临时闪送员，重点涉及餐饮、旅游及代驾等受疫情影响较大的三个行业。

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

国际疫情蔓延导致海外经济停摆，全球经济基本面回落已成定局，外需下降则外贸企业承压。外贸链条上涉及就业人员过亿，外贸企业的稳定对于稳就业至关重要。3 月 29 日习总书记赴浙江考察调研，第一站就选择了宁波舟山港，释放了“稳外贸”的重要信号。4 月 7 日国常会强调“要统筹内外贸发展，支持加工贸易企业纾解困难，促进稳外资、稳就业”，并出台支持“出口转内销”的相关政策。未来两个季度需要重点关注外向型企业的就业压力。

5. 基建或有反弹，地产仍处低位

5.1. 外需下行压力，制造业受制约

一季度，全国固定资产投资（不含农户）同比下降 16.1%，降幅比 1—2 月份收窄 8.4 个百分点。其中，制造业投资累计同比-25.2%，降幅收窄 6.3 个百分点，相对仍处低迷；地产投资累计同比-7.7%，跌幅收窄 8.6 个百分点，主要受到 3 月需求端政策的支撑；基础设施建设投资累计同比-19.7%，降幅收窄 10.6 个百分点，回暖最为明显，随着专项债支持下重大基建项目进一步落地推进，预计未来基建投资修复势头仍可持续。

随着国内疫情得到基本控制，社会生产生活秩序进一步恢复，制造业企业生产意愿边际修复，体现在 3 月末的 PMI 数据改善。从结构上看，基建周边制造业行业（如建筑设备制造、建材生产加工）可能预先修复，进一步向其他相关行业传导。但疫情前期冲击对企业现金流的负面影响仍然存在，叠加不确定性抑制资本开支意愿，因此制造业投资可能相比生产受冲击的持续时间更长。国际疫情形势增加外需变化风险，未来 2~3 个季度内预计手机加工、汽车生产/汽车零配件和纺织服装等外贸占比较高的产业可能进一步承压，企业生存压力下预期不明朗，扩大投资的可能性有限。从现金流角度来看，防范大量企业资金链断裂、保证必要的信用支持是未来货币政策的重点方向之一，也有助于稳定社会就业；从投资扩张意愿来看，还需疫情好转形势的预期进一步得到证实。

根据统计局对分项数据的表述，制造业投资中，纺织业、农副食品和通用设备等领域投资是降幅最大的三个行业，同比降幅分别高达 37.1、32.8 和 32.1 个百分点。通信电子领域投资下降 10.2%，降幅小于制造业投资平均降幅 15.0 个百分点。我们认为，制造业投资大范围回暖仍需若干季度，此前需要 PMI 体现预期修复、工业利润修复（主要是 PPI 环比回暖），从而充实企业现金流、支撑企业的资本开支意愿，这是制造业在工业生产传导链上的较后位置所决定的，不排除 2020 年全年制造业投资同比负增的可能。2021 年制造业投资可能在下半年的经济回暖和 2020 年低基数效应下大幅反弹。

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_5766

