

# 一季度 GDP 会降多少？

证券研究报告

2020 年 04 月 02 日

## 2020 年 3 月经济数据预测

### 摘要

#### 实体经济数据

预计一季度 GDP 增速-10%；3 月工业增加值同比-15%，固定资产投资同比-15%，社会消费品零售总额同比-10%；CPI 同比 5.0%，PPI 同比-1.2%。

#### 进出口数据

预计 3 月出口同比-25%，进口同比-8%。

#### 货币信贷数据

预计 3 月新增贷款 2.0 万亿，社融 3.7 万亿，M2 同比 8.9%。

**风险提示：**经济走势超预期，政策不确定性。

### 作者

**孙彬彬** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090003  
sunbinbin@tfzq.com

**陈宝林** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519080002  
chenbaolin@tfzq.com

**王安东** 联系人  
wangad@tfzq.com

**许锐翔** 联系人  
xuruixiang@tfzq.com

### 近期报告

- 1 《固定收益：如何看懂 PMI？-宏观经济专题》 2020-04-01
- 2 《固定收益：如何看待央行降息 20BP？-货币政策点评（2020-03-31）》 2020-03-31
- 3 《固定收益：利群转债，稀缺的优质区域零售标的-申购建议：积极参与》 2020-03-30



## 内容目录

1. 实体经济数据 .....	4
1.1. 一季度 GDP 同比降至-10% .....	4
1.2. 3 月工业增加值同比-15% .....	4
1.3. 预计 3 月固定资产投资增速下降至-15%左右 .....	5
1.4. 社会消费品零售总额同比-10% .....	7
1.5. 预计 CPI 同比 5.0%、PPI 同比-1.0% .....	8
2. 预计 3 月出口-20%，进口-8% .....	9
3. 货币信贷数据预测 .....	10
3.1. 预计新增贷款约 2 万亿 .....	10
3.2. 预计新增社融 3.7 万亿，M2 同比为 8.9% .....	11

## 图表目录

图 1：服务业生产指数和第三产业增加值增速 .....	4
图 2：一季度 GDP 增速情景模拟 .....	4
图 3：工业增加值与发电耗煤（当月同比） .....	5
图 4：工业增加值定基指数（2010=100） .....	5
图 5：PMI 与工业增加值环比 .....	5
图 6：地产销售有所修复 .....	6
图 7：房企拿地仍然很弱 .....	6
图 8：基建项目大幅放量 .....	6
图 9：钢铁库存开始去化 .....	6
图 10：外需仍然很差 .....	7
图 11：逆周期调控周期中，制造业往往表现较弱 .....	7
图 12：30 城商品房销售 .....	7
图 13：乘用车销量 .....	7
图 14：疫情期间暂停营业的本地生活到店综合商户的复工时间 .....	8
图 15：疫情期间本地生活到店综合商户复工面临的困难 .....	8
图 16：CPI 猪肉项环比预测 .....	8
图 17：CPI 鲜菜项环比预测 .....	8
图 18：CPI 鲜果环比预测 .....	9
图 19：CPI 食品项环比预测 .....	9
图 20：PMI 出厂价格与 PPI 环比 .....	9
图 21：原油价格大跌 .....	9
图 22：美国经济和出口 .....	10
图 23：PMI 和进口 .....	10
图 24：表内外票据合计约 6700 亿 .....	10
图 25：票据贴现预计 5000 亿 .....	10

图 26: 房地产销售明显回落.....	11
图 27: 新增贷款预测.....	11
图 28: 社融政府债券.....	11
图 29: 信托融资有所下行.....	11
图 30: 新增社融规模预测.....	12
图 31: 社融、M2 同比增速预测.....	12
表 1: 2020 年 3 月经济数据预测.....	4

表 1: 2020 年 3 月经济数据预测

	2019/03	2019/09	2019/10	2019/11	2019/12	2020/01	2020/02	2020/03(E)	2020/04(E)	2020/05(E)
CPI (%)	2.3	3	3.80	4.50	4.50	5.40	5.20	5.0	4.8	4.6
PPI (%)	0.4	-1.2	-1.60	-1.40	-0.50	0.10	-0.40	-1.2	-2.0	-3.0
工业增加值 (当月, %)	8.5	5.8	4.70	6.20	6.90	-4.31	-25.87	-15.0	-5.0	0
固定资产投资 (%)	6.3	5.4	5.20	5.20	5.40	-	-24.50	-15.0	-10.0	0
消费 (%)	8.7	7.8	7.20	8.00	8.00	-	-20.50	-10.0	-5.0	0
进口 (% , 美元计价)	-7.19	-8.2	-6.17	0.90	16.65	-	-4.00	-8.0	-8.0	-6.0
出口 (% , 美元计价)	13.99	-3.2	-0.81	-1.26	8.06	-	-17.20	-20.0	-25.0	-25.0
新增贷款 (亿元)	16,900	16,900	6,613	13,900	11,400	33,400	9,057	20,000	15,000	15,000
社会融资总量 (亿元)	29,602	25,142	8,680	19,937	21,030	50,619	8,554	37,000	22,000	22,000
M2 (%)	8.6	8.4	8.40	8.20	8.70	8.40	8.80	8.90	8.70	8.60

资料来源: Wind, 天风证券研究所

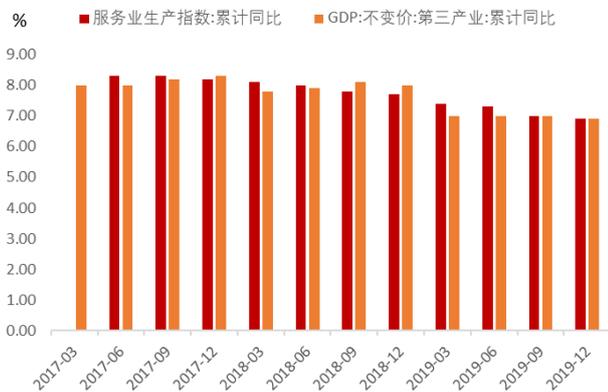
## 1. 实体经济数据

### 1.1. 一季度 GDP 同比降至-10%

我们在前期报告《保就业还是保增长?》指出,前两个月经济增速降幅超过 10%,3 月工业产出至多恢复到疫情前的 90%的水平,即使 3 月经济实现零增长一季度 GDP 增速也在-5%以下。当前服务业、线下消费恢复进度并不乐观,预计一季度 GDP 增速更接近-10%。

随着疫情在海外超预期扩散,国内复工进度不佳,二季度经济还会迎来外需冲击,预计二季度 GDP 增速在零左右,三四季度如果疫情缓和进一步恢复。

图 1: 服务业生产指数和第三产业增加值增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 一季度 GDP 增速情景模拟

	M1+M2 (60%)	M3 (40%)	Q1
情形1	-10.00	-10.00	-10.00
情形2	-10.00	-5.00	-8.00
情形3	-10.00	0.00	-6.00
情形4	-10.00	5.00	-4.00
情形5	-10.00	10.00	-2.00

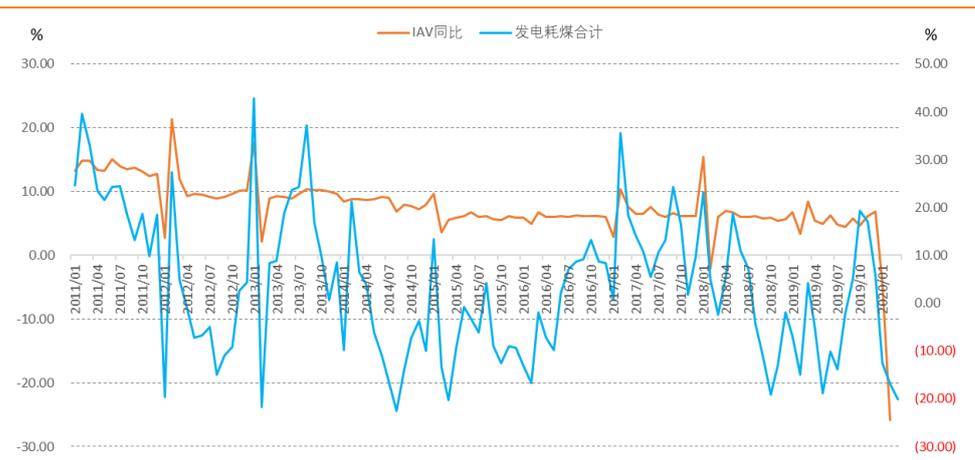
资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.2. 3 月工业增加值同比-15%

虽然当前复工复产快速推进,大中型企业复工率为 96.6%,但各项数据显示实际工业生产恢复节奏依然偏慢。

**发电耗煤继续负增长。**从六大电厂发电耗煤来看,可以发现在工业增加值大幅波动的时期,发电耗煤都具有非常好的指示意义。3 月六大电厂发电耗煤同比继续-20.04%,降幅较上月(-16.91%)还有所扩大,因而工业增加值预计还会继续大幅下滑。

图 3：工业增加值与发电耗煤（当月同比）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**3月 PMI 显示工业生产恢复不佳。**我们先来看工业增加值定基指数，用定基指数倒推的同比增速与公布的工业增加值当月同比基本一致，因而可以直接通过定基指数来预测同比。去年前 3 个月的工业增加值定基指数分别为 190、138、208，今年 2 月则仅为 103（去年 2 月是春节，基数本已很低），这意味着 3 月工业增加值较 2 月需要翻倍才能勉强维持同比零增长。而 3 月 PMI 生产指数仅为 54.1%，这意味着工业生产环比只是小幅改善，当然规模以上工业企业复工进度较快增速可能会高一些。即使工业增加值环比（非季调）达到 80%（历史最高值 50.5%），由于基数很高，3 月同比增速依然在 -10% 以下。

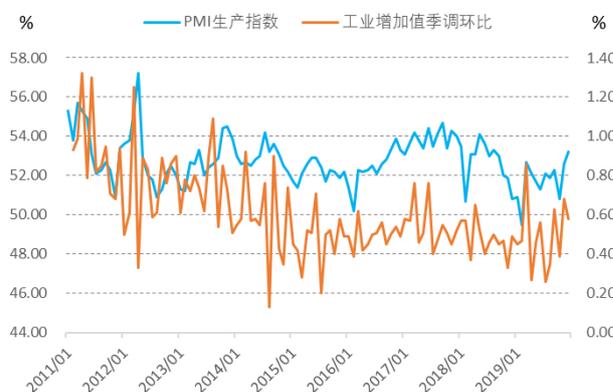
由于海外疫情扩散，受外需以及供应链冲击 4 月工业增加值可能依然负增长；如果海外疫情在 4 月底迎来拐点，5 月应该不会短时间内快速恢复，预计仍然处于零增长或低增长状态。

图 4：工业增加值定基指数（2010=100）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：PMI 与工业增加值环比



资料来源：Wind，天风证券研究所

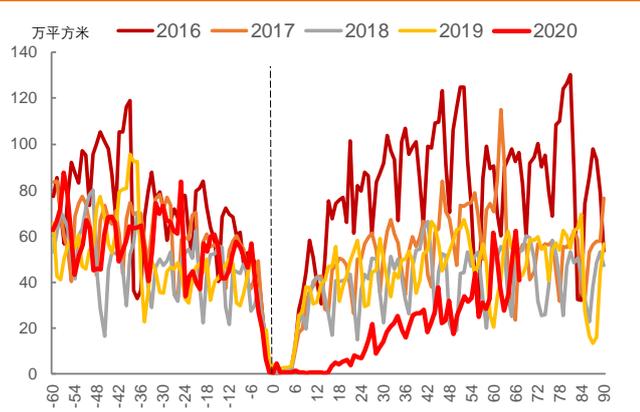
注：由于今年前两个月数据异常，仅展示至 2019 年 12 月，便于观察相关性。

### 1.3. 预计 3 月固定资产投资增速下降至 -15% 左右

我们首先从分项上看 3 月固定资产投资。

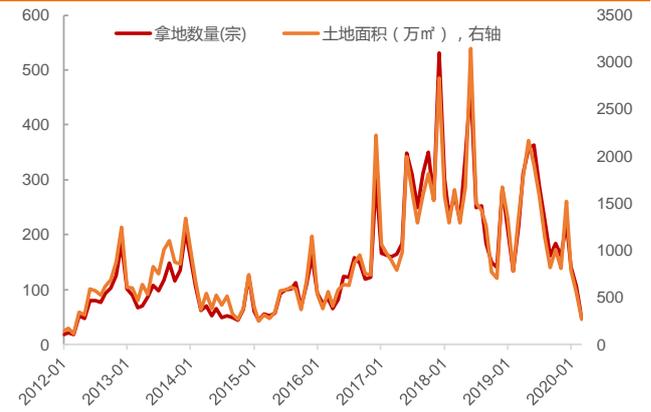
地产投资方面，我们看到自 3 月初开始，销售端已经有所修复，30 大中城市商品房销售恢复到 2018 年、2019 年水平。政策上看，目前地产政策放松主要集中在供给端，需求端的政策放松往往昙花一现。房地产企业仍然受限于施工和融资限制，拿地意愿不高，房企拿地数量同比下行近 80%。因而我们判断 3 月地产投资环比修复不大。

图 6：地产销售有所修复



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：房企拿地仍然很弱



资料来源：WIND，天风证券研究所

基建投资方面，我们跟踪基建项目审批-融资-开工-施工链条。从发改委项目看，2020 年基建项目存在明显放量，融资端也存在地方债发行支持。

重大项目复工加速，根据发改委数据，截至 3 月 20 日，除湖北外，重点项目复工率达 89.1%。分地区看，目前南方地区重点项目复工率为 98.1%，北方地区重点项目复工率为 60.3%，其中东北、西北等地区还在陆续进入施工期。分行业看，重大铁路项目已基本复工，京沈高铁等一批重大铁路项目正在抓紧施工建设。重大公路、水运项目复工率为 97%。

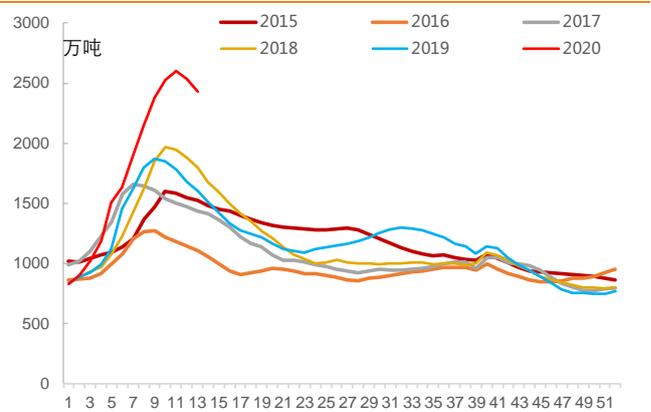
我们从钢铁库存数据也可以得到验证，钢铁库存在 3 月中旬开始去化。但如果仅看 3 月当月，基建项目仍然受限于开工和施工端的限制，预计环比改善不大。随着复工加速，未来基建投资或持续改善。

图 8：基建项目大幅放量



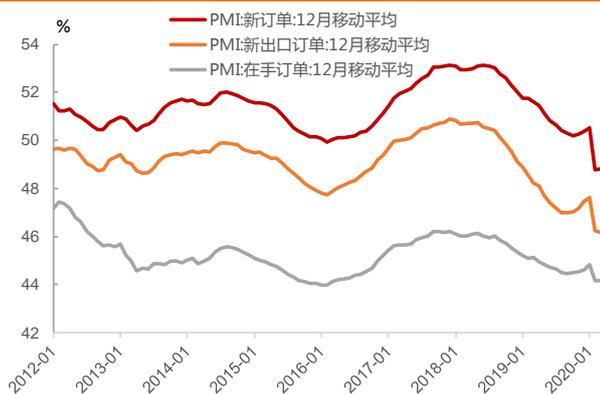
资料来源：发改委，WIND，天风证券研究所

图 9：钢铁库存开始去化



资料来源：WIND，天风证券研究所

制造业投资部分依赖于外需，海外疫情仍未确认拐点，外需较差，因而我们判断制造业仍然会持续表现较差，回顾历史可以发现，在逆周期调控周期中，往往依赖房地产或基建拉动投资，这个阶段制造业往往表现较弱。

**图 10：外需仍然很差**


资料来源：WIND，天风证券研究所

**图 11：逆周期调控周期中，制造业往往表现较弱**


资料来源：WIND，天风证券研究所

综合来看，1-2月固定资产投资-24.5%，如果我们最乐观判断，假设2020年3月当月固定资产投资持平与2019年3月，3月固定资产投资累计同比为-11.3%。

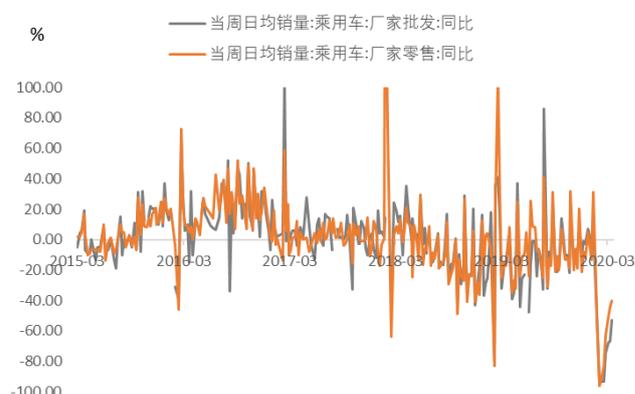
2020年1-2月固定资产投资是2019年的75.5%，我们假设3月当月固定资产投资是2020年同期的90%，则3月固定资产投资累计同比-16.9%。综合来看，预计3月固定资产投资增速约-15%；随着复工加速，以及基建投资的修复，4月固定资产投资累计同比-10%，5月固定资产投资0%。

#### 1.4. 社会消费品零售总额同比-10%

地产、汽车销售仍处于负增长区间。3月疫情缓和，地产、汽车销售环比都有所改善，但同比增速依然大幅负增长。因而，地产后周期以及汽车消费整体还会出现较多的下滑。

**图 12：30 城商品房销售**

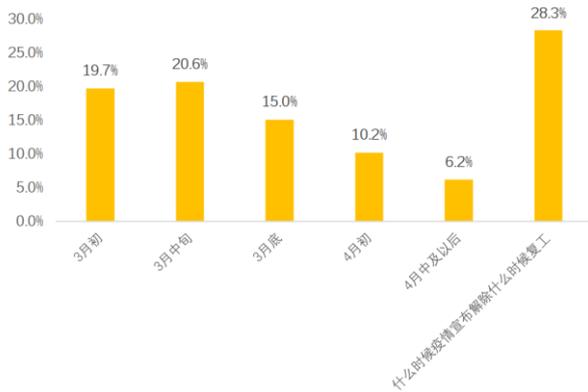

资料来源：Wind，天风证券研究所

**图 13：乘用车销量**


资料来源：Wind，天风证券研究所

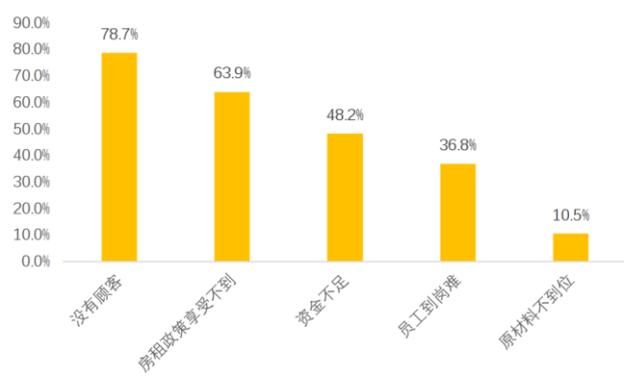
**线下消费依然疲弱。**根据美团研究院的调查报告（数据截至3月9日），多数本地生活服务类（餐饮、娱乐、教育等）开业时间在3月下旬及以后。同时，各类商户普遍面临没有顾客的困难。这可以表明在疫情并未解除的情况下，居民外出消费意愿并不强。合理推测其他线下消费商品中除了生活必需品之外预计还是会继续负增长。

图 14：疫情期间暂停营业的本地生活到店综合商户的复工时间



资料来源：美团研究院，天风证券研究所

图 15：疫情期间本地生活到店综合商户复工面临的困难



资料来源：美团研究院，天风证券研究所

综合来看，预计 3 月社零同比增速 -10%。2 月 20 日商务部表示，“疫情高峰在 1 月下旬爆发，对 1、2 月特别是 2 月份影响最重，3 月份消费市场有望触底企稳；预计二季度消费市场仍将处于恢复期，下半年进一步好转，受疫情影响的部分补偿性消费进一步释放。”<sup>1</sup>目前海外疫情扩散带来进一步的不确定性，补偿性消费可能不会那么快到来，预计 4、5 月消费依然维持负增长，至多是比较低的正增长。

### 1.5. 预计 CPI 同比 5.0%、PPI 同比-1.0%

食品项方面，随着物流和供应改善，价格普遍从高位回落，猪肉、鲜菜、鲜果类价格都有较大幅度的下降。

非食品方面，由于国际油价大跌、成品油价格下调交通工具燃料环比继续回落；居民外出消费意愿不足，衣着、娱乐等消费品和服务价格预计也会显著低于季节性。

随着猪肉供给改善，叠加高基数，CPI 未来大概率将逐步下行，预计 4、5 月 CPI 回落至 4.8%、4.6%。当然，未来需要关注的是，国际粮食生产和贸易受限可能导致粮价上涨，进而传导至国内形成新的通胀压力。

图 16：CPI 猪肉项环比预测



图 17：CPI 鲜菜项环比预测



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\\_6085](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6085)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn