

2020年3月经济数据预测

宏观数据预测

2020年04月02日

报告摘要:

● 一季度GDP负增长，疫情后经济修复进度较为缓慢

不管是生产法还是支出法，一季度GDP同比增速可能有较大幅度的负增长。PMI数据、高频数据、复工率和中国经济恢复指数等数据显示，3月经济数据逐渐修复，但仍未达到正常水平。固定资产投资同比回升，压力并未解除：房地产资金来源存在压力；基建空有资金，难以全面形成真实投资；制造业投资可能全年负增长。线下消费仍未恢复正常，海外疫情冲击和国家有意识逐步且缓慢推进消费场所开放，导致社零仍将负增长。

● 信贷和社融继续体现逆周期调节

3月复工率仍然低于往年同期，实体企业融资需求继续低迷，预计3月新增信贷大约为12000亿元，3月人民币贷款余额增速为11.5%。3月社融增速较为稳定，政府债券发行加快，企业债券和股权融资较为稳定，整体社融预计维持在23000亿左右，3月社融存量增速为10.3%。3月央行货币政策较为宽松，预计M2增速大约为8.7%。

● CPI小幅回升，PPI继续回落

3月猪肉和鲜菜价格明显回落。但受去年同期低基数影响，预计CPI同比将回升至5.3%，环比下降0.3%，核心CPI下降至0.9%。2月工业品价格环比继续下降，总体预计PPI将下降至-0.6%，受油价暴跌影响未来还有继续下降可能。

● 贸易规模收缩，出口压力更大

3月PMI进口和新出口订单均未达到疫情前期水平，海外各大经济体3月PMI新订单指数大幅下滑，外需不容乐观，加上国内制造商的库存有被动上升之势，生产积极性有限，预计3月出口增速低位徘徊在-18%。预计进口好于出口，进口同比回落至-8%，贸易差额由负转正，规模收缩。

风险提示：全球疫情蔓延超预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

表 1: 民生证券宏观经济数据预测

指标	202003E	202002	201912	201911	201910	201909	201812
GDP 季同比(%)	-9		6.0			6.0	6.4
工业增加值(%)	-13.6	-25.9	6.9	6.2	4.7	5.8	5.7
固定资产投资:累计(%)	-17.1	-24.5	5.4	5.2	5.2	5.4	5.9
房地产投资:累计(%)	-11.8	-16.3	9.9	10.2	10.3	10.5	9.5
基建投资:累计(%)	-18.9	-26.9	3.3	3.5	3.3	3.4	1.8
制造业投资:累计(%)	-19.1	-31.5	3.1	2.5	2.6	2.5	9.5
社会消费品零售(%)	-11.0	-20.5	8.0	8.0	7.2	7.8	8.2
人民币贷款:新增(亿元)	12000	9057	11400	13900	6613	16900	10800
社会融资规模增量(亿元)	23000	8554	21030	17546	6189	22724	15898
M1(%)	5.0	4.8	4.4	3.5	3.3	3.4	1.5
M2(%)	8.7	8.8	8.7	8.2	8.4	8.4	8.1
CPI 同比(%)	5.3	5.2	4.5	4.5	3.8	3.0	1.9
PPI 同比(%)	-0.6	-0.4	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	0.9
出口(%)	-18.0	-17.2	8.1	-1.3	-0.9	-3.2	-4.6
进口(%)	-8.0	-4.0	16.7	0.3	-6.5	-8.5	-7.7
贸易顺差(亿美元)	210.36	-71.0	472.10	387.30	430.18	396.48	568.00

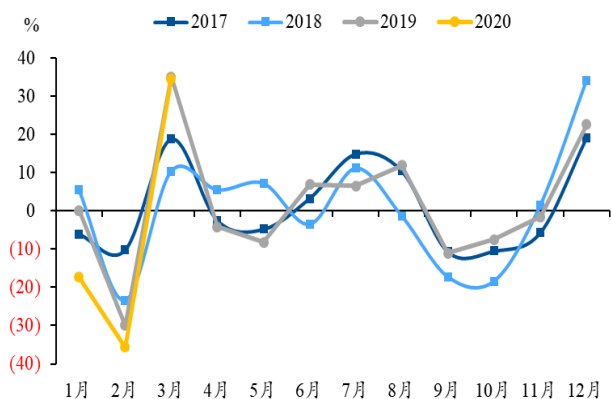
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

一、实体经济

一季度 GDP 增速大幅下滑至负区间。如果使用生产法计算, 一季度的第二产业增加值增速与 3 月的工业增加值累计同比较为接近, 我们预测的 3 月累计同比在-13%左右。第一产业在 GDP 中的占比非常低, 第三产业(服务业和房地产)受疫情影响的程度不会比工业生产少。如果以支出法来看, 2018 年消费支出占比达到 55.27%, 疫情期间的政府购买并未形成实质消费(基建投资空转), 加上社零(居民和集团消费)大幅下滑, 所以 GDP 负增长并不奇怪。我们预计一季度 GDP 同比在-9%左右。

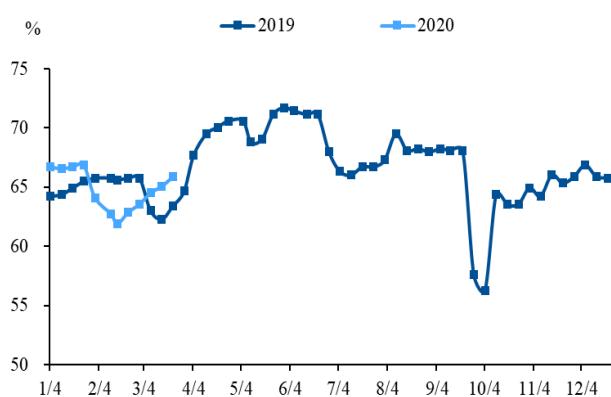
工业生产仍未正常化。高频数据和复工率均未达到去年同期水平: (1) 3 月 6 大发电集团日均耗煤量合计同比下降约 20%, 环比增速接近去年同期水平; (2) 3 月工业增速同比回升只需要与去年 3 月一样的环比 50% 增速即可, 鉴于 PMI 生产大幅回升, 3 月工业增加值环比增速应不会低于 50%; (3) 3 月工业增速转正需要 103% 的环比增速, 鉴于复工率尚未达到 100%, 转正难度较大; (4) 根据微众银行的经济复苏指数显示, 截至到 3 月 18 日, 中国经济复苏指数为 81.2%, 低于去年同期的 99.9%。因而, 我们倾向认为 3 月平均复工率可能就在八成左右, 以环比 80% 增速计算, 工业增加值同比增速可能仍会有两位数负增长。

图 1: 6 大发电集团日均耗煤环比 (%)



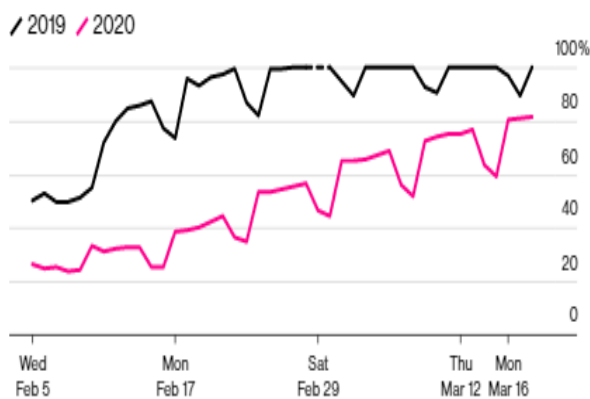
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2: 高炉开工率 (%)



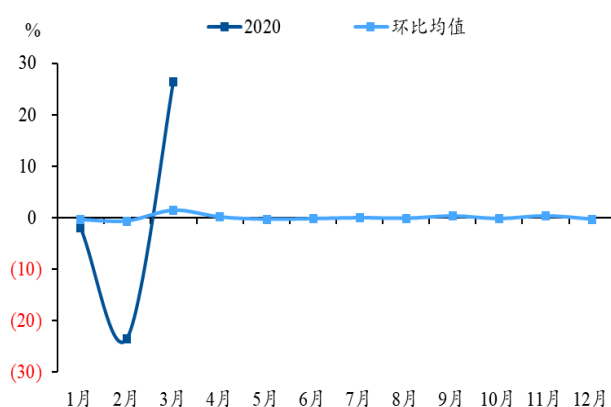
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 3: 中国经济复苏指数 (%)



资料来源: 微众银行, 民生证券研究院

图 4: PMI 生产 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

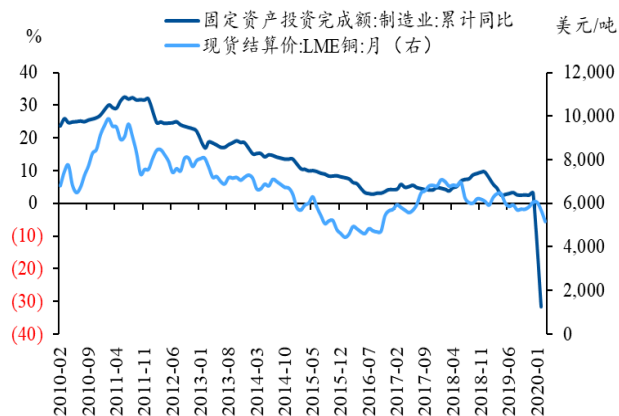
地产、基建和制造业投资回升, 预计 3 月固定资产投资累计同比-17%。

1) **制造业投资:** 3 月 PMI 环比大幅回升。由于停工停产, 制造业企业存在流动性压力, 短期内投资更为谨慎。另一方面, 海外疫情爆发导致外需显著承压, 外贸依赖性高的制造业产业较为悲观。高频数据上看, 3 月 LME 铜价降幅扩大, 说明制造业投资需求不足, 预计 3 月制造业投资累计同比较 2 月回升至-19.1%。需要注意的是, 2008 年至 2009 年, 制造业投资增速在 4 万亿投资项目支撑下仍下滑了 4.1 个百分点。如果缺乏下游的房地产和基建的强刺激, 制造业投资全年增速可能落入负区间。

2) **房地产投资:** 3 月 PMI 建筑业大幅回升, 加上线下销售活动逐渐恢复, 3 月房销同比增速回升明显, 但是仍处于较低水平。虽然部分地区出台稳定房地产政策, 降低预售标准, 但是多数只是昙花一现, 况且中央未提房控政策, 说明政策的拐点并未出现。另一方面, 3 月全球金融市场动荡, 美元大幅升值, 导致房企海外发债“雪崩”。目前, 房地产投资来源主要是上年资金结余。流动性压力使得房企的开发投资动力不足。根据百年建筑网会议纪要显示, 3 月下旬房地产复工率达到 80%, 增速有所放缓。因此, 我们预计 3 月房地产投资累计同比仍处于低位, 大概在-11%左右。

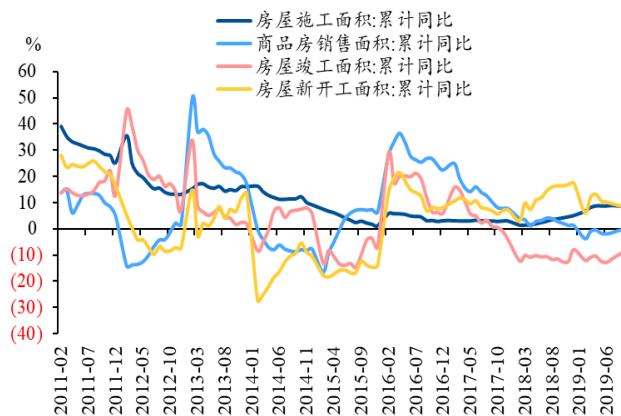
3) **基建投资**: 近期, 财政部再次提前下发额外的专项债, 鼓励地方4月底前发行完毕, 加速推进项目落地, 旨在疫情后补上投资缺口。但是, 3月建筑工地复工率仍未达到100%, 从农民工返程到入城隔离将会耽误一段时间, 实际开工可能更低。另外, 虽然国家和地方政府都在积极推进复工复产, 但是受海外疫情影响和对二次爆发的担忧, 完全正常化需要等到4月份。预计3月份基建增速回升至-18.9%。

图5: 制造业投资与LME铜价



资料来源: Wind, 民生证券研究院

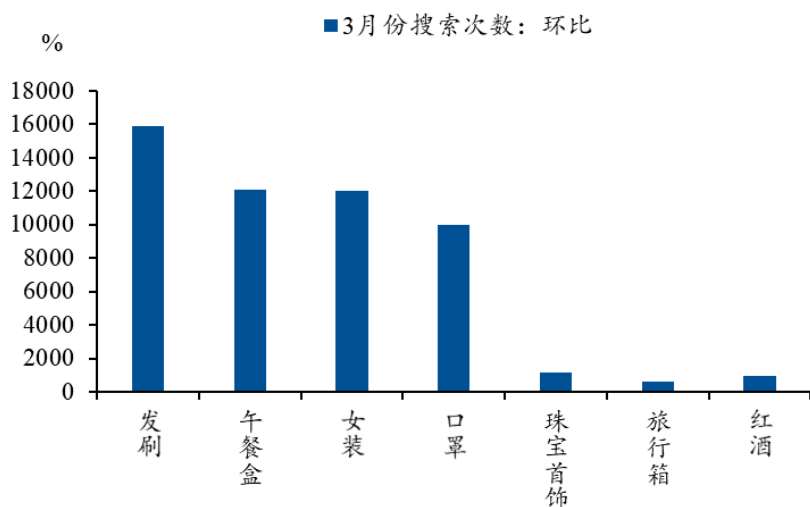
图6: 房地产分项增速 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

消费回补有限, 线上消费维持强势。3月社零回升的主要依据有四点: (1) 餐饮收入回升概率高, 疫情和春节叠加对1-2月的餐饮产生巨大打击, 即便恢复缓慢, 最困难的时刻应该过去了; (2) 可选消费是顺周期行为, 短期仍将承压, 乘联会数据显示3月中上旬的汽车销售增速回升至-45%, 仍处于低位; (3) 物价和油价下跌; (4) 线上消费仍将保持强劲, 根据阿里巴巴搜索数据显示, 3月搜索排行前三分别为发刷、午餐盒和女装, 说明线下消费活动仍偏弱。综合来看, 消费修复仍需时间, 预计3月社零增速回升至-11%左右。

图7: 阿里巴巴搜索指数 (%)



资料来源: index.1688.com, 民生证券研究院

二、货币金融

信贷：3月新增信贷预计在12000亿左右，与去年2月相比有所下降。(1) 居民端来看，但受疫情影响，居民消费仍然低迷，预计3月份居民短期信贷同比增量低于去年同期。3月以来，商品房销售相比去年同期仍没有恢复至正常水平，由于房地产销售增速与居民的新增中长期贷款的同比增量有较强的正相关关系，因此预计3月居民新增信贷同比增量变化不大。(2) 企业端看，受复工率低迷影响，实体企业融资需求仍然不振，预计3月份企业短期贷款和中长期贷款均低于去年同期。(3) 综上，预计3月新增信贷将大约在12000亿左右，比去年同期有所下降。实体企业融资需求低迷导致银行间流动性有望继续宽松。

社融：3月社融规模预计23000亿左右。(1) 3月，预计社融中的信贷比较低迷；(2) 专项债发力，较2月份发行明显提速；(3) 企业直接融资方面，企业债发行速度较之前有所加快。(4) 非标融资方面，预计仍为负增长。(5) 综合看，预计3月社融规模预计23000亿左右。

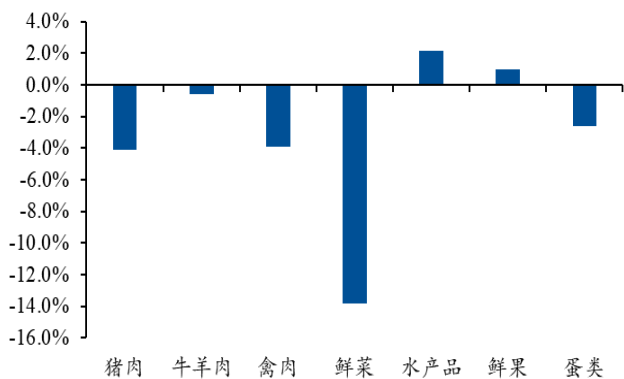
M2增速：3月M2同比增速或处于8.7%的水平。(1) 由于疫情影响，3月复工率仍低于往年同期，实体企业融资需求低迷，从银行间流动性可以看出，3月分DR007中枢值较低，作为银行负债端的M2增速或继续处于较高水平(2) 虽然一季度实际GDP预计负增长，但CPI却高于往年同期，名义GDP下降幅度或较实际GDP少。另一方面，在央行推行结构性货币政策工具的背景下，M2与名义GDP增速或出现短期错配，前者增速将明显高于后者(3) 综上，预计3月M2增速为8.7%。2020年4月受疫情影响，预计央行会继续维持流动性合理充裕，3月份政策利率已经下调20BP，LPR或继续跟随式下调，不排除下调存款基准利率的可能性。未来来看，4月随着复工率回升，信贷或有所反弹，带动社融反弹。随着央行结构性货币政策工具推行，M2预计保持稳定。

三、物价水平

CPI: 预计3月CPI回升至5.3%。(1) 3月以来,猪肉、鲜果和鲜菜价格有所下降。分类看,猪肉价格环比下降4%左右,牛肉、羊肉、禽肉、鸡蛋和水产品环比有涨有跌,蔬菜价格环比明显下降,水果价格环比小幅上升。(2) 非食品方面,原油价格环比暴跌。(3) 整体看,受去年低基数影响,预计2月CPI将回升至5.3%。由于疫情第一轮冲击逐渐退散,预计2020年4月CPI将回落至5%以下。

PPI: 预计3月PPI将下降至-0.6%。3月以来,工业品价格较2月小幅下降。生产资料价格指数环比下降-0.1%,生活资料价格指数环比维持不变。综合来看,预计3月PPI同比增速将下降至-0.6%。由于疫情在全球范围扩散,需求端有下行压力,预计2020年4月PPI同比增速将继续下降。预计3月份PPIRM同比将下降至-0.7%。

图8: 交通恢复和中央投放, 食品价格环比下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图9: 疫情扩散导致全球经济有通缩压力



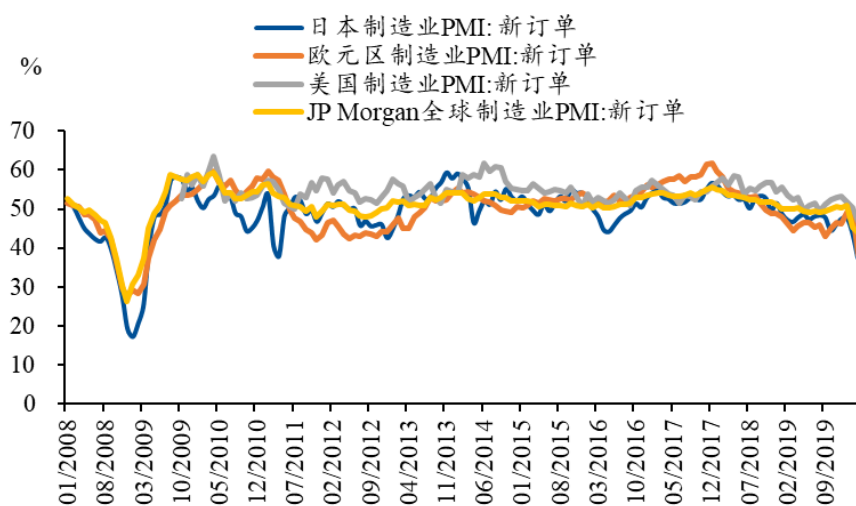
资料来源: Wind, 民生证券研究院

四、对外贸易

出口低位徘徊。3月PMI新出口订单的环比增速较2月有所反弹，但是仍为2019年7月以来的最低值（不含2月）。3月海外疫情处于初期爆发阶段，外需指标已经开始出现明显下滑。另一方面，由于疫情封锁政策，全球产业链断裂程度出现恶化，各国供应商均出现配送时间延长的情况。我们预计3月出口同比增速约在-18%，合计出口额约为1744亿美元。

进口继续下滑。作为中国重要的中间品供应商韩国在3月的前22日出口同比增速较2月下滑2个百分点，说明中国外需疲软可能影响到材料进口端。在海外疫情影响下，3月PMI进口指数仍不及疫情爆发前的水平，加上国内复工复产进度在3月中下旬有边际放缓的迹象，说明国内生产商并不急于继续增加库存，预计3月进口同比为-8%。综合来看，3月贸易差额为210.36亿美元。

图 10：全球制造业 PMI 新订单指数在 3 月显著下滑



资料来源：CEIC，民生证券研究院

风险提示

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_6097

