

# 一季度 GDP 增速大概率下行“破 0”

## ——3 月经济数据预测

### 核心观点

1-2 月工业生产、投资、消费、失业率等数据集中体现了经济面临增长下行和失业上行等结构性冲击。我们认为今年一季度疫情对经济增速的负面冲击幅度或明显超预期，一季度 GDP 增速大概率下行“破 0”。今年两会对全面建成小康社会提出的任务指标，可能弱化对 GDP 增速的数字目标，更侧重脱贫和保就业。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。

#### □ 工业生产为负，地产投资下行

疫情对工业生产的负面影响仍在延续，高频数据尚未回升去年同期水平，工业生产同比大概率仍处负区间，能否有效复苏主要取决于需求。海外疫情不确定性较大，可能在未来两到三个季度内进一步冲击外需，或将进一步制约制造业资本开支意愿。目前重点基建项目复工率较高，2020 年专项债明确不得用于土储棚改，未来基建投资出现反弹的确定性较大。保证地产销售不出现大幅下滑、保障房企回款稳定是化解地产领域风险的关键，预计在房住不炒总基调不改的情况下，未来部分地区可能进一步出台地产销售支持政策。

#### □ 通胀趋势回落，食品冲击消退

预计 3 月 CPI 同比+4.5%、PPI 同比-1.1%。疫情扰动通胀预期，但不改变我们对于通胀趋势的基本判断，CPI 年内高点大概率已过。食品端的上行冲击将逐渐消退，未来一季度左右，主要关注疫情影响居民消费，继而负面影响服务类价格。油价下跌、工业品价格趋弱，我们认为 PPI 环比在未来 2-3 个月时间内，较大概率维持负增长。

#### □ 消费同比下行，回暖需要政策

预计社会消费品零售总额同比下降-10.3%。新冠疫情的影响延续至 3 月份，但对消费的冲击程度相较 2 月有所下降。随着疫情防控战线拉长，疫情的冲击已从供给端传导至需求端，居民的消费信心开始受到一定影响，消费回暖将呈现渐进增长的节奏。预计二季度起消费数据将开始稳步提升，更多消费刺激政策也将陆续出台，五一的“五天长假”有望助力消费数据冲高。

#### □ 海外需求下行，出口下滑加重

预计 3 月出口增速-15%，进口增速+5%。国内供给正修复，海外需求又下行，预计以人民币计价 3 月出口当月同比增速-13%，以美元计价为-15%。国内需求渐回升，海外供给存隐忧，主导因素逐步从前夕国内需求塌缩的“不想买”转向海外供给体系不畅的“买不到”，预计以人民币计价 3 月进口当月同比增速 5%，以美元计价为 3%。

#### □ 社融再次冲高，债券贡献较大

预计 3 月信贷新增 2.5 万亿（增速 12.5%），社融新增 4.2 万亿（增速 11.1%）。央行宽货币+宽信用的货币政策基调将更加向宽信用倾斜，着重为企业提供信贷支持，防止信用收缩风险。3 月企业陆续复工复产，信贷需求有所复苏，且政策继续支持抗疫及企业复工，预计 3 月信贷新增 2.5 万亿，增速 12.5%；预计 3 月社融相比信贷多增的部分主要是企业债券融资、政府债券、未贴现票据等，预计 3 月社融新增 4.2 万亿，增速 11.1%。预计 3 月 M2 增速环比回落 0.3 个百分点至 8.5%，M1 增速仍稳定在 4% 左右。

**风险提示：海外疫情防控不及预期；制造业投资、消费增速超预期下行**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

### 相关报告

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

## 正文目录

<b>1. 经济短期挖坑，目标侧重就业</b>	<b>3</b>
<b>2. 工业同比仍负，生产取决需求</b>	<b>3</b>
<b>3. 基建或有反弹，地产仍处低位</b>	<b>4</b>
3.1. 外需下行、内需探底，制造业投资仍受制约	4
3.2. 重点项目复工率较高，基建反弹确定性大	4
3.3. 前端下行大于后端，亟待销售支持政策	4
<b>4. 通胀趋势回落，食品冲击消退</b>	<b>5</b>
4.1. 猪周期见顶特征已现，食品上行冲击正过去	5
4.2. 价格映射经济下行，PPI 环比短期仍为负	5
<b>5. 消费同比下行，回暖需要政策</b>	<b>6</b>
<b>6. 就业短期改善，仍是重中之重</b>	<b>6</b>
<b>7. 海外需求下行，出口下滑加重</b>	<b>6</b>
7.1. 出口：国内供给正修复，海外需求又下行，出口增速仍低迷	6
7.2. 进口：从“不想买”到“买不到”，内需渐回升，外供存隐忧	7
<b>8. 社融再次冲高，债券贡献较大</b>	<b>7</b>
<b>风险提示</b>	<b>8</b>

## 1. 经济短期挖坑，目标侧重就业

受疫情冲击导致社会需求下滑，企业缺乏新订单；农民工返城务工受限，开工人手不足；各地疾控政策要求企业压缩生产时长、降低人员密度，降低新增疫情风险等因素影响，1-2月工业生产、投资、消费、失业率等数据集中体现了经济面临增长下行和失业上行等结构性冲击。结合1-2月宏观数据和3月中高频数据，我们认为今年一季度疫情对经济增速的负面冲击幅度或明显超预期，**一季度GDP增速可能在-10%至-8%之间。今年两会对全面建成小康社会提出的任务指标，可能弱化对GDP增速的数字目标，更侧重脱贫和保就业。**

本轮疫情在全球范围内的扩散属于超预期的“黑天鹅”，从一系列宏观和行业数据可以预见，疫情对全球经济增长可能产生较大冲击，甚至有导致全球进入一轮经济衰退周期的风险。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。3月27日，我国政治局会议对国内政策应对疫情作出针对性部署，指出可能存在境外疫情加速扩散、冲击全球经济的风险。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。

截至3月底，目前新冠疫情可能在美国、韩国、伊朗、欧洲、日本等国家和地区进一步扩散，并实质性影响疫情爆发地的社会和经济活动。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力度弱于预期的可能性。

结合3月政治局会议表态，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。结合统计局毛司长在1-2月经济数据答记者问会议上的表述：“下一步发力既既要扩大有效投资，也要努力推动消费提质扩容，更好地在促进消费扩大投资的结合点上发力”，我们认为，居民消费的补偿式反弹可期，关于消费提质扩容可能有更大政策空间；近日监管部门下达要求，2020专项债不得用于土储、棚改等方向，对基建的资金支持力度加大，未来一至两个季度，基建投资反弹确定性较大；部分城市地产销售调控可能适当放松，但仍应坚守房住不炒的底线；对制造业企业的工作重点则在于缓释其现金流压力，避免出现大规模失业。

## 2. 工业同比仍负，生产取决需求

1-2月份，原煤、钢材、汽车、水泥、发电量同比全部转负，其中1-2月汽车产量同比-45.8%、负增长幅度最大。3月份6大集团日均耗煤量环比较2月份回升幅度明显，但尚未回升到去年同期水平；考虑去年3月的高基数，今年3月工业生产同比大概率仍处负区间。

我们认为，在今年2月份的绝大部分时点上，严防严控、不因为仓促复工而出现新增病例，都是各地政府的核心考量。各地均对企业的复工复产、人员的跨省跨市流动采取了较为严格的审批防控措施，工业企业难以开动全部产能、复工生产。并且由于疫情影响，全社会需求普遍下滑，如交通运输需求骤减、公共场所活动和在外就餐消费趋于停滞。考虑各产业间的联动性，工业企业的新签订单体量或受到严重冲击，短期扩大生产的动能不足。因此，即使企业在接受调查时报送为“已复工”，体现为复工率数字较为乐观，但其实际开动产能、产量均远低于正常状态。目前国内的新增疫情（不考虑境外输入）已基本平息，对企业开动产能是一大利好。但工业生产能否有效复苏仍取决于经济的系统性需求，既包括内需也包括外需。

我们预计3月份工业增加值当月同比或在-10%至5%区间，一季度工业增加值累计同比或在-12%至-10%区间。

### 3. 基建或有反弹，地产仍处低位

#### 3.1. 外需下行、内需探底，制造业投资仍受制约

1-2月分项投资同比均大幅转负，明显低于市场预期。结合我们对各分项投资的预测，**一季度整体固定资产投资增速预计在-22%左右。**

结合2月末显著悲观的PMI数据、以及1-2月超预期下行的工业生产和投资数据，我们认为新冠疫情对制造业的冲击同时体现在开工生产和资本开支意愿两方面，且对投资数据的冲击持续时间可能超过生产数据。

疫情蔓延、各地启动疾控响应机制，公共场所活动明显下降，居民短期内购物意愿降低，可能削减非必需品消费，相关产品（服装、玩具、家具等）的新增订单或将受到负面影响，这将负面影响对应企业的生产和补库存，中小企业现金流可能进一步趋紧，偿债压力、现金周转压力都可能加大。目前看来疫情有向全球蔓延的趋势，尽管国内经济和制造业生产可能从3月份开始出现环比反弹，但海外疫情不确定性仍较大，可能在未来两到三个季度内进一步冲击外需。这种环境下，国内制造业企业的工作重点可能是“求生存”，主动扩张资本开支的意愿较低。

我们认为应对疫情对经济负面影响的政策首要发力点可能是货币政策，尤其首要防范大量企业资金链断裂可能引发的信用收缩风险。货币政策可能选择继续加大专项再贷款投放，为中小企业提供流动资金贷款，帮助中小企业度过难关。**预计1-3月制造业投资累计同比在-30%左右。**

#### 3.2. 重点项目复工率较高，基建反弹确定性大

根据国家发改委发布，截至3月20日，除湖北省外1.1万个重点项目复工率为89.1%；由国家发改委调度的533个重大交通项目开复工率已经达到97.8%，分行业看，重大公路、水运项目复工率为97%，机场项目复工率为87%，重大水利工程复工率为86%。重大铁路项目、能源项目、外资项目均已基本复工。发改委称，施工强度还在逐渐恢复中。

1-2月基建投资低迷的主要原因可能是人员到位和开工/施工受到疾控政策的限制，而资金端面临的压力不大。近期监管部门下发要求，明确2020年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域，同时新增了应急医疗救治设施、公共卫生设施、城镇老旧小区改造等领域项目。我们预计全年新增专项债额度至少3万亿，本次要求意味着之前分两批共下达的1.29万亿提前批专项债不得用于土储、棚改，而后续至少1.7万亿专项债也不得用于这两个领域；这对基建投资资金来源形成较大支撑。

我们认为，未来1-2月（从3月数据起算），基建投资数据或逐步修复负增长，在制造业、地产、基建三大固定资产投资项目中，未来基建投资出现反弹的确定性较大。**预计1-3月基建投资累计同比-25%。**

#### 3.3. 前端下行大于后端，亟待销售支持政策

1-2月地产投资结构中，房企前端投资——土地购置、新开工等降幅更大，意味着房企既面临现金流压力，对地产市场后市也偏悲观。1-2月土地购置面积同比-29.3%、新开工面积同比-44.4%、竣工面积同比-24.3%。从资金来源看，销售回款是最大拖累项，定金及预收款同比-23.9%。因疫情影响，春节期间多地售楼处关闭、看房购房活动受限，且因防疫、用工不足拖延开工进度，影响到房企推盘节奏。

为稳住地产投资，目前各地政府已开始出台一些支持政策，包括允许房企延期、展期缴纳土地出让金等，地产支持政策有助于缓解房企现金流压力。自然资源部3月7日公告，盘活“批而未供”和闲置土地，合理增加住宅用地供应量。在三大固定资产投资门类中，地产投资数据下滑幅度相对最小，我们认为其韧性来自于财务支出法核算下，土地出让金将对未来一段时间的地产企业拿地开支和投资数据均形成支撑。

从根本上说，保证地产销售不出现大幅下滑、保障房企回款稳定才是化解地产领域风险的关键，预计在房住不炒总基调不改的情况下，未来对房价环比下跌的城市可能适当放松需求端政策，合理满足居民刚需改需，以落实“稳房价、

稳地价、稳预期”的要求，但需守住房价不出现投机性、流动性驱动性大幅上涨的底线。预计 1-3 月地产投资同比在-18%左右。

## 4. 通胀趋势回落，食品冲击消退

### 4.1. 猪周期见顶特征已现，食品上行冲击正过去

截至 3 月 30 日，3 月份猪肉均价环比回落约 4%；鲜菜均价环比回落 13.1%；鲜果均价环比小幅上涨 0.8%；牛肉、羊肉、鸡蛋、白条鸡均价环比均现回落。猪肉、鲜菜 3 月份均价同比涨幅均较 2 月份明显回落。我们在此前 2 月通胀点评中列出的一系列观点都在得到验证，再次提炼重申对于食品价格和整体通胀的观点：

1) 对整体食品篮子而言，疫情带来的价格上行冲击不会持续太久，从 2 月底开始，各地在防控疫情的基础上抓紧做好复工复产工作，交通物流人力、运能逐渐恢复正常，天气转暖、农产品产量上升有助于平复市场对食品价格持续上涨的风险担忧。

2) 同比角度，本轮猪周期顶部特征已现。此前新冠疫情影响了生猪养殖户的宰杀和物流运输，也影响了饭店的肉类需求。随着疫情缓解，前期压栏-后期出栏的生猪单头净重可能更大。2019 年 3-11 月份猪肉价格基数逐月上升，不考虑非洲猪瘟疫情再度爆发的情形下，从同比角度，本轮猪周期顶部特征已现。

3) 我们认为，我国水稻、小麦等主粮自给率较高，国内主粮价格 2020 年大规模涨价风险不大。但需关注三条逻辑下的农产品结构性涨价可能性：一是猪周期的逐步见顶会带动相关粮食需求回暖，部分生猪饲料原料作物——玉米、豆粕等，可能随着生猪补栏而涨价，适逢国内玉米、大豆库存比下行；二是预计 2020 年流动性环境整体充裕，部分农产品价格波动可能受流动性驱动而放大。历史经验来看，橡胶、豆粕、玉米、棕榈油等品种价格容易受到流动性环境的扰动；三是提示关注 2020 年外部迁入蝗灾、草地贪夜蛾等病虫害对粮食产量的扰动。四是关注全球疫情继续扩散，各国农业生产都可能承受负面冲击的风险，目前世界第三大稻米出口国越南宣布自 3 月 24 日起禁止大米出口；塞尔维亚停止了葵花籽油和其他农业物资的出口；哈萨克斯坦禁止了小麦面粉、胡萝卜、糖和土豆等农产品的出口；3 月 28 日，埃及决定未来 3 个月内停止各种豆类产品的出口。疫情可能在未来阶段性扰动部分农产品的价格波动。

4) 疫情扰动通胀预期，但不改变我们对国内通胀趋势的基本判断，CPI 年内高点大概率已过。食品端的上行冲击将逐渐消退（部分农产品可能由于疫情影响产能，仍可能出现涨价，比如新闻报道湖北地区的小龙虾养殖受冲击、部分农户因为养鸡产业链断裂而掩埋鸡苗等），未来一个季度左右，主要关注疫情影响居民消费，继而负面影响服务类价格。我们仍维持 2020 年 CPI 中枢可能在+3.5%左右的中性预测，预计 3 月份 CPI 环比-1.1%、同比+4.5%左右。

### 4.2. 价格映射经济下行，PPI 环比短期仍为负

结合 2 月份 PMI、2 月份 PPI、1-2 月工业增加值和工业企业盈利等数据，新冠疫情对一季度基建、地产、制造业各大领域的复工生产冲击显而易见。国内工业生产从 3 月份开始环比反弹，但对工业领域价格的拉动有限；考虑上中游原材料生产和加工业价格向下游传导存在一定的时滞，3 月份上中游价格环比仍有接近 2 月份的跌幅；同时国际油价未来波动不确定性较大，短期内同比大幅负增长已成定局，我们认为 PPI 环比在未来 2-3 个月时间内，较大概率维持负增长。

3 月份，受市场担忧疫情冲击全球经济增长预期、沙特与俄罗斯/OPEC 就原油产量未能达成一致等因素作用，国际油价暴跌，布伦特油价一度跌至 20 美元左右；截至 3 月 30 日，目前布油价格仍略低于 30 美元。历史经验看，油价与 PPI 有较强关联性，油价对 PPI 环比的负面影响也将较为明显。

我们在 2019 年末曾经预计 2020 年一季度 PPI 同比由负转正，2020 全年 PPI 中枢可能接近+1%；但今年一季度的新冠疫情黑天鹅，扭转了经济活动延续去年四季度向好势头的预期。考虑疫情影响，2020 全年 PPI 中枢可能比 2019 年（-0.3%）更低。预计 3 月份 PPI 环比-0.6%，同比-1.1%。

## 5. 消费同比下行，回暖需要政策

新冠疫情的影响延续至3月份，预计3月社会消费品零售总额同比下降-10.3%，随着疫情逐步可控，社会生产生活秩序逐渐改善，疫情对消费的冲击程度有所下降。由于国外疫情快速扩散，我国不断涌现倒灌病例，疫情防控措施并没有完全放松，居民仍保持较强的警惕心理，线下场景依赖度较高的行业在收入修复方面仍会受到一定阻力，如餐饮、旅游、电影等服务类消费；线上消费的增长对消费数据滑坡起到一定的对冲作用。汽车方面，3月以来乘用车销量下滑幅度有所收窄，但同比去年降幅仍在40%以上，短期内汽车零售仍会是整体消费的拖累项。

随着疫情防控战线拉长，新冠疫情的冲击已从供给端传导至需求端，居民的消费信心开始受到一定影响。近期，为缓解疫情对居民消费造成的重大冲击，政府频繁出台消费刺激政策：（一）南京、宁波、绍兴等地开始以发放消费券的方式提振消费，预计财政状况较好的地区也有望跟进；（二）杭州已明确增加2万个汽车号牌指标，广州、北京等限购城市也在研究；佛山、珠海、长沙、长春等地相继推出购车补贴。我们认为，二季度消费数据将开始稳步提升，更多消费刺激政策也将陆续出台，五一的“五天长假”有望助力消费数据冲高。

## 6. 就业短期改善，仍是重中之重

预计3月全国调查失业率6.0%，较2月环比下降0.2个百分点，同比上升0.8个百分点。目前企业复工复产率已显著提升，劳动力市场用工难和就业难的结构矛盾有所缓解，但疫情冲击导致的用工需求下降使得就业形势依然严峻，海外疫情对于外需的冲击在未来几个月中会格外突出，外向型企业的就业压力倍增。就业问题已成为今年政府工作的重中之重，不少于1000万的城镇新增就业人口和不高于5.5%的调查失业率将是今年最重要的工作目标，未来的政策工具将主要围绕“稳就业”展开。

目前，除了实施扩信用、减费降税、给予一次性吸纳就业补贴等一揽子政策稳住企业用工需求之外，政府已明确要求央企“确保实现2020年度接收高校毕业生人数、农民工用工数、新吸纳就业人员总数均不低于2019年度”，要求国企“今明两年连续扩大高校毕业生招聘规模”，稳就业的决心可见一斑。面对“百年一遇”的疫情，预计未来将出台更强的逆周期政策为就业形势托底。

## 7. 海外需求下行，出口下滑加重

### 7.1. 出口：国内供给正修复，海外需求又下行，出口增速仍低迷

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\\_6126](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6126)

