

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

疫情对一季度经济影响超预期显著

-2月经济数据点评

分析师:

2020年3月17日

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

内容提要:

1-2月工业增加值同比下滑13.5%，预期增长1.8%，前值增长6.9%；固定资产投资同比下滑24.5%，预期增长2.0%，前值增长5.4%；社会消费品零售总额同比下滑20.5%，预期增长2.2%，前值增长8.0%。

工业增加值大幅下滑，主要受新冠疫情影响。未来企业复工复产将持续上升，工业增加值增速在2季度会明显回升。

固定资产投资同比大幅下降，制造业投资拖累尤为明显。基建投资是我国稳增长的压舱石，未来在温和刺激对冲的思路下，赤字率上调、专项债扩容、政策性金融发力等政策值得期待。

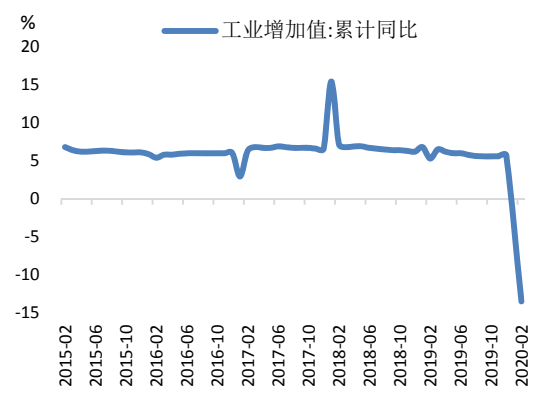
消费增速大幅回落，与生活密切相关商品呈现增长态势，汽车类、地产类相关商品受疫情影响较大，两者均下降30%以上，未来针对二者的温和提振政策或将出台。

总体而言，经济数据大幅回落，疫情对经济的冲击超出市场预期。3月初国内疫情得到明显控制，国内复工复产逐渐推进，但工业生产恢复速度仍偏慢，这或与目前政府对就业和疫情防控的重视程度大于GDP有关。2季度起政府工作重点将从防疫转向GDP，包括投资、消费在内的多项指标将较一季度的底部出现明显反弹。

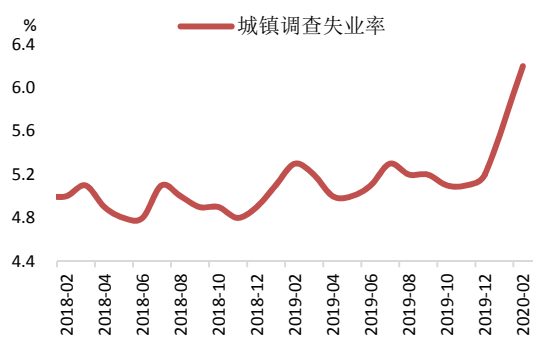
未来，经济复苏的确定性在于基建投资回升及消费修复；不确定性则在于制造业投资，尤其是部分中小企业，若海外疫情持续得不到有效控制，外需萎缩将抑制中国出口，加大经济复苏难度。

风险提示: 央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

VAI



失业率



相关报告

- 《结构性通胀何去何从?—2020年通胀形势展望》
- 《识时知务 静待花开—2020年国内宏观经济展望》

事件：国家统计局3月16日公布的数据显示，1-2月工业增加值同比下滑13.5%，预期增长1.8%，前值增长6.9%；固定资产投资同比下滑24.5%，预期增长2.0%，前值增长5.4%；社会消费品零售总额同比下滑20.5%，预期增长2.2%，前值增长8.0%。

点评：1-2月经济数据严重低于预期，近30年来，即使是非典时期，投资、消费与工业增加值（累计增速）数据从未出现过负增长的情况，可见此次疫情对经济的影响全面且深入。1季度GDP负增长基本是确定的，在自身存在反弹可能叠加温和刺激的推动下，预计2-4季度经济增速回到6%左右或更高水平，若海外疫情不能得到有效控制，则全年不排除低于4%的可能性。

1、供给大幅回落，受制造业拖累明显

工业增加值超预期下滑。1-2月工业增加值同比下滑13.5%，在疫情影响下增速下行较为确定，但幅度如此之大还是超出市场预期。其中，制造业增加值下降15.7%，明显拖累整体增速；采矿业同比下降6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降7.1%。

从产品产量看，医疗防护和生活所需物资增长较快，口罩、发酵酒精产量分别增长127.5%和15.6%，冻肉和方便面分别增长13.5%和11.4%。高技术产品增势良好，智能手表、智能手环、半导体分立器件和集成电路产量分别增长119.7%、45.1%、31.4%和8.5%。基本原材料生产平稳，生铁、粗钢、平板玻璃、十种有色金属产量分别增长3.1%、3.1%、2.3%和2.2%。

1-2月工业增加值大幅下滑，主要受新冠疫情影响，除了关系国计民生的企业保持一定生产活动外，大部分企业停工、停产情况较为普遍。2月下旬在疫情逐步得到有效控制的前提下，企业复工复产的比例有所上升，比如全国采购经理调查数据结果显示，截至2月25日，大中型制造业企业复工率达到85.6%。但是复工不等于复岗，多数地区存有14天隔离期的要求，企业实际生产水平仍然偏低。市场之所以高估1-2月经济数据，和上述情况不无关系。同时，中小企业受疫情冲击更为严重，工信部的数据显示，截至3月13日，全国除湖北外的规模以上工业企业平均开工率超过95%，企业人员平均复岗率约为80%；中小企业开工率已达到60%左右，与前者相差30个百分点。未来，随着国内疫情得到较好的控制，企业复工复产将持续上升，工业增加值增速在2季度会明显回升。

此外值得注意的是，近期海外疫情扩散明显，如无有效手段控制将抑制中国出口，从而国内工业生产仍将受到一定影响，加大经济复苏难度。

2、固定资产投资增速大幅下行，依然是制造业投资降幅最大

1-2月全国固定资产投资（不含农户）同比下降24.5%。分领域看，基础设施投资同比下降30.3%，制造业投资下降31.5%，房地产开发投资下降16.3%。

基建投资是我国稳增长的压舱石，近期各地方政府也密集出台当地的基建投资计划。除了重大项目投资计划，在建基建项目也纷纷集中复工开工。为确保疫情过后一批重点项目立即开工复工，各地加快了投资步伐。不过，虽然前期各地区公布的总投资额超过30万亿元（资料来源：证券日报），但这仅仅是计划投资总规模，并不是实际投资规模，更不是当年投资规模。根据我们对乐观情形下的估计，全年完成基建投资规模不超过20万亿元，后者相对2019年增长10%左右，2008年“4万亿”情形（2009年基建投资增速最低值为42.2%）难以再现。未来，在温和刺激对冲的思路下，赤字率上调、专项债扩容、政策性金融发力等政策值得期待。

房地产投资降幅最小，但较2019年仍有较大下行压力。1-2月房地产投资下降16.3%；销售面积、销售金额分别下降39.9%、35.9%。在“房住不炒”以及不把房地产作为短期刺激经济手段的前提下，房地产投资存有余下的可能性，此次疫情导致压力进一步增大。预计未来在总体控制的情况下，因城施策、边际放松的可能性有所上升，一定程度上可以缓释开发商资金压力，但悲观预期难以改变。

制造业投资跌幅最大，复苏的压力也最大。首先，国内需求仍有下行压力，即使没有疫情扰动，也很难见到（较2019年）明显反弹。其次，疫情对制造业企业的冲击来自于两方面，一是疫情造成部分国内企业的资金情况紧张，节后企业实现完全复工复产至少需要2个月的时间；二是海外疫情扩散较快，全球需求下降会进一步加大制造业企业的压力。相对积极的一面来自于高技术行业投资增速快于整体，前者同比下降17.9%，降幅低于全部投资6.6个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别下降16.5%和20.8%。

3、消费亦大幅下行

1-2月社会消费品零售总额同比名义下降20.5%（扣除价格因素实际下降23.7%）。其中，除汽车以外的消费品零售额48476亿元，下降18.9%。

按消费类型分, 餐饮收入 4194 亿元, 下降 43.1%; 商品零售 47936 亿元, 下降 17.6%。与居民生活密切相关商品呈现增长态势, 限额以上单位粮油、食品类, 饮料类和中西药品类商品分别增长 9.7%、3.1%和 0.2%。同时, 汽车类、地产类相关商品受疫情影响较大, 两者均下降 30%以上, 未来针对二者的温和提振政策或将出台。

从目前的情况看, 部分地区物流恢复较好(快递、外卖可进入小区), 餐饮业也在保证安全的情况下有所恢复, 消费逐步展开反弹。未来随着国内疫情高度可控, 4、5 月后消费弥补性修复的可能性较大。

总体而言, 1-2 月经济数据大幅回落, 疫情对经济的冲击超出市场预期。从高频数据方面看, 3 月初国内疫情得到明显控制, 国内复工复产逐渐推进, 但工业生产恢复速度仍偏慢, 这或与目前政府对就业和疫情防控的重视程度大于 GDP 有关。2 季度起政府工作重点将从防疫转向 GDP, 包括投资、消费在内的多项指标将较一季度的底部出现明显反弹。

未来, 确定性在于基建投资(资金已到位、项目审批加速)回升以及消费会修复(内生需求叠加温和刺激政策); 不确定性则在于制造业投资, 尤其是部分中小企业, 是否能挺过难关, 还需要政策的呵护, 同时占中国出口 30%的欧美主要国家疫情仍处于扩散阶段, 如果如部分专家所言, 海外疫情上半年很难结束, 外需萎缩将抑制中国出口, 从而国内工业生产仍将受到一定影响, 加大经济复苏难度。

此外, 2 月全国城镇调查失业率为 6.2%, 比 2019 年末上升 1 个百分点, 就业压力较大。若全年 GDP 增速低于 5%, 则将对全年新增就业目标(2017-2019 年均为 1100 万)形成一定压力, 预计未来稳就业的措施会进一步出台。

风险提示: 央行超预期调控, 贸易摩擦升温, 金融市场波动加大, 经济下行压力增大, 国内外疫情超预期变化风险, 国际经济形势急剧恶化,

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_6411

