

一季度经济负增长，疫情后将快速反弹

——2020年1-2月宏观数据点评

宏观点评

投资要点：

- **工业增加值：外资、私企受疫情冲击最大，是拖累工业生产大幅下降的主因，制造业新旧动能转换也有所放缓。**1-2月份规模以上工业增加值同比下降13.5%，较去年同期降低20.3个百分点，且大幅低于次贷危机期间的低点。其中，外资和私企降幅分别高达21.4%和20.2%，是工业生产大幅下降的主要拖累项，考虑到前者去年同期基数较低，表明外资流出压力仍大，对工业生产的冲击偏中长期。另外，疫情冲击下，制造业复工、复产、达产均面临较多困难，叠加海外疫情扩散，高技术产品出口承压，国内制造业新旧动能转换也面临一定压力。
- **国内生产总值（GDP）：预计2020年一季度GDP约增长-2%。**将一季度进行拆分，逐月进行分析：首先，1月工作日同比降幅超20%，GDP不可避免为负；其次，2月PMI降至35.7%，国内经济处于“暂停”状态，GDP明显落入负增长；最后，3月复工复产率不及100%，GDP增速大概率下降。综上，国内一季度GDP为负增长，难以避免。另外，1-2月份数据显示，国内经济供给端降幅超10%，需求端降幅超20%，虽3月GDP占一季度GDP比重约40%，但其增幅仍需达到15%以上才可勉强维持一季度GDP增速为正。从目前企业复工复产数据看，实现概率很小。预计增长-4%到-1%左右，中性预计在-2%左右，具体情况要视3月份生产生活恢复情况而定。
- **消费：餐饮和可选品拖累社零降两成，后续企稳依赖政策刺激。**1-2月份国内社零增速同比下降20.5%，较去年同期降低28.7个百分点。其中，受疫情期间居民大幅减少影响，占社零比重约10%的餐饮收入同比降幅高达43.1%。另外，分零售品类看，除粮油、食品、中西药等必需品增速为正外，可选品消费全线下降，其中汽车、房地产相关消费降幅均逾30%。展望未来数月，新冠肺炎疫情对经济冲击持续显现，居民收入、就业均面临一定压力，居民收入增长预期随之下降，预计消费回补力度不宜高估。因此，后续消费企稳，特别是汽车等占比高的消费回升，主要依赖更多刺激政策出台，如企业、政府让利，政策放宽等。
- **投资：短期冲击大，但预计反弹很快。**一是在企业复工复产加快和利好政策帮扶下，制造业投资增速将很快迎来反弹，但海外疫情蔓延、企业盈利恶化以及融资成本仍高都将制约投资增速，全年增速不宜高估；二是在专项债发行前置和前期PPP项目积累的叠加作用下，疫情后新一轮基建周期将加速开启。同时政策偏暖和技术需求释放下新基建将迎来快速发展，助力基建投资增速回升和经济结构转型；三是1-2月份房地产市场受疫情冲击“量价齐降”，房地产销售面积增速大幅下降。预计未来房地产投资增速在疫情企稳复工进度加快、销售回暖、宽松货币政策环境下融资趋稳、“三稳”政策等因素的综合作用下，增速有望迎来反弹提高，但幅度有限。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：010-68080380
邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

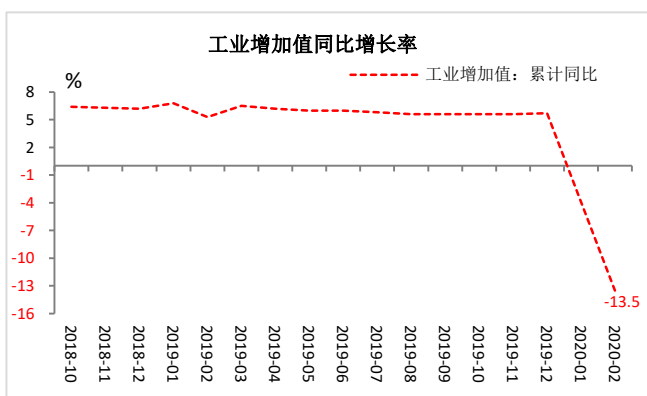
一、工业增加值：外资、私企生产受疫情冲击大，新旧动能转换也有所放缓 ...	3
二、国内生产总值（GDP）：预计 2020 年一季度 GDP 增长-2%左右	5
三、消费：餐饮和可选品拖累社零降两成，后续企稳依赖政策刺激	6
（一）餐饮和可选品大幅下降是拖累社零增速的主因	6
（二）居民收入和预期下降，消费企稳依赖政策刺激	6
四、投资：短期冲击大，但预计反弹速度也快	7
（一）高技术制造业韧性强于整体，预计疫情后制造业投资将很快迎来反弹	7
（二）疫情后新一轮基建周期将加速开启	9
（三）受疫情影响房地产投资增速下降较多，疫后有望较快提高	10

正文:

一、工业增加值: 外资、私企生产受疫情冲击大, 新旧动能转换也有所放缓

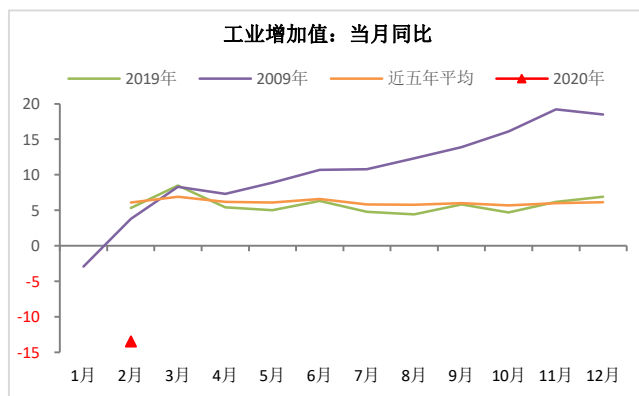
2020年1-2月份规模以上工业增加值同比增长-13.5% (见图1), 在去年同期低基数的基础上再降低20.3个百分点, 较次贷危机期间2009年低点还低17.3个百分点 (见图2)。受新冠肺炎疫情意外冲击影响, 2月份国内工业生产几乎处于“停滞”状态, 除疫情防控相关生产企业在加班加点赶工外, 其他企业复工时间均在2月10号以后, 且普遍存在复工偏慢、复工未达产现象, 导致国内供给端短期明显承压。另外, 受2020年春节前置影响, 1月份国内工作日较去年同期减少5天, 也对1-2月工业生产形成一定拖累。

图1: 工业增加值增速继续持平上月



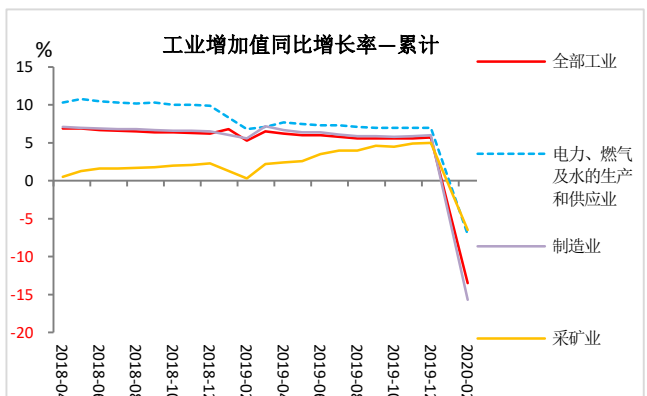
资料来源: WIND, 财信研究院

图2: 1-2月工业增加值增速已低于09金融危机期间



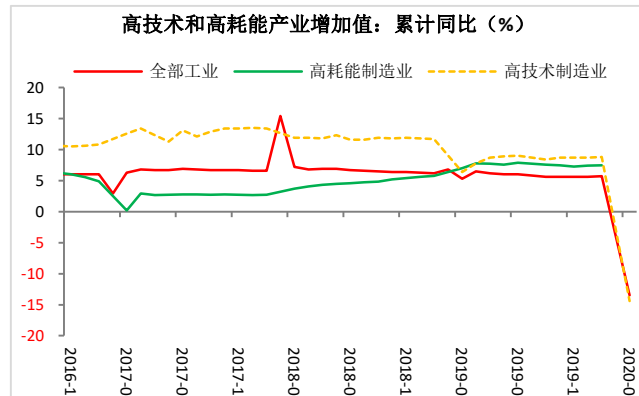
资料来源: WIND, 财信研究院

图3: 制造业生产骤降是工业生产下降的主因



资料来源: WIND, 财信研究院

图4: 高技术与高耗能制造业增加值增速



资料来源: WIND, 财信研究院

注: 高技术与高耗能制造业与统计局口径略有差异但走势一致

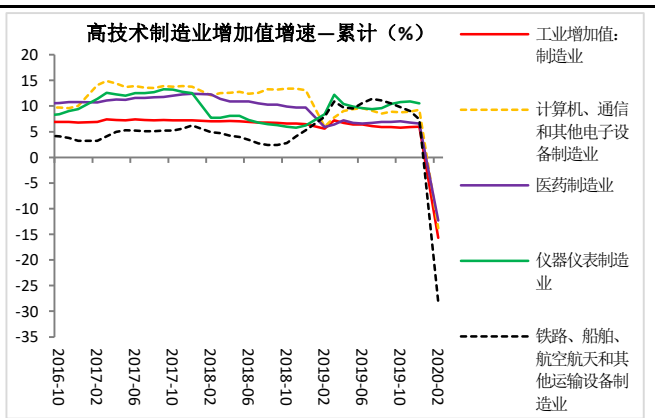
从三大门类看, 制造业生产骤降是拖累工业生产下降的主因。2020年1-2月份国内制造业增加值增速为-15.7%, 较2019年末降低21.7个百分点, 为近七年的最低值; 考虑到制造业营收占工业营收比重达90%以上, 毫无疑问是拖累本月工业生产大幅下降的主因 (见图3)。相比之下, 同期电力燃气及水的生产与供应业、采矿业增加值增速分别

为-7.1%和-6.5%，较2019年末的降幅均在10个百分点以上，但仍高出同期工业增加值增速6.4和9.2个百分点。

从产业结构变化来看，高技术制造业受疫情冲击较大，新旧动能转换面临一定压力。2020年1-2月份国内高技术制造业增加值增速为-14.4%（见图4），较2019年末大幅降低23.2个百分点，也低于同期工业增加值增速0.9个百分点。其中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业是主要拖累因素，同比下降了28.2%（见图5）。相比之下，同期高耗能制造业增加值增速虽大概率有所下降，但其中黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业降幅均较小，分别为-2%、-8.5%、-12.3%（见图6），高出同期工业增加值增速11.5、5、1.2个百分点。

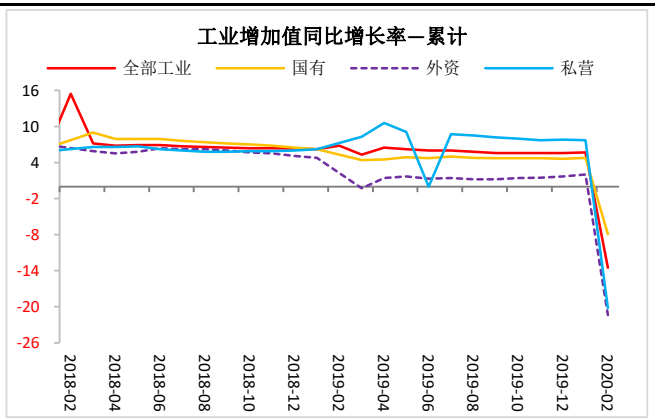
预计2019年下半年以来国内新旧动能转换加快节奏或趋于放缓。一是海外疫情正加速蔓延、扩散，对国内出口带来较大冲击，而高技术制造业中计算机、通信和其他电子设备制造业出口占比较高，受到的影响不容小觑；二是2020年完成国内社会目标时间紧、任务重，逆周期调节将大幅加码，但当前高技术制造业利润占制造业总利润的比重仍不足两成，仅依靠“新基建”的作用有限，传统制造业仍是稳增长的重要抓手之一。

图5：铁路等运输设备制造对高技术制造拖累最大



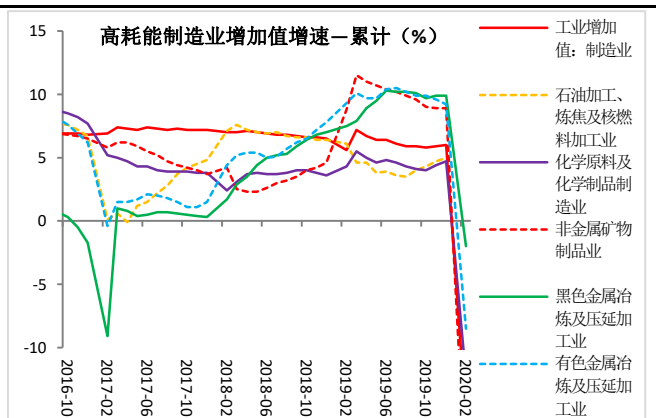
资料来源：WIND，财信研究院

图7：国企、外资和私营企业累计增加值增速



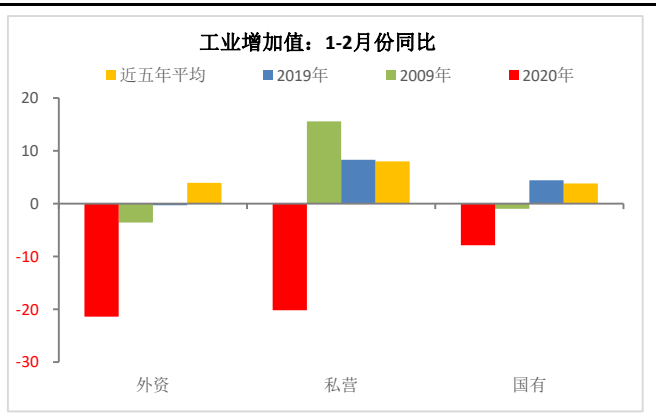
资料来源：WIND，财信研究院

图6：高耗能制造业增速也下降较多



资料来源：WIND，财信研究院

图8：1-2月份国有、外资和私营企业增加值增速对比



资料来源：WIND，财信研究院

从企业登记注册类型看，外资、私企生产增速降幅超两成，后续趋稳的压力也不小。2020年1-2月份国有企业、外资企业、私营企业工业增加值增速分别为-7.9%、-21.4%

和-20.2%，较 2019 年末分别降低 12.7、23.4 和 27.9 个百分点（见图 7），也低于金融危机期间 2009 年同期 6.9、17.8 和 35.8 个百分点（见图 8）。上述数据表明，受疫情冲击影响，国内外资和私企生产面临的困难更大、更多。一是在去年同期低基数的基础上，本月外资生产增速仍大幅下降 20% 以上，外资流出压力持续增加，这也是 3 月 10 日国常会罕见专题部署稳外资、稳外贸的重要背景。二是 2019 年私企生产维持高位是国内工业生产保持平稳的重要支撑，但目前受疫情冲击最大的正是民营和中小微企业，在去年一、二季度私企生产高基数影响下，未来数月其增加值增速向下压力亦较大。

二、国内生产总值（GDP）：预计 2020 年一季度 GDP 增长-2%左右

2019 年国内 GDP 同比增长 6.1%，较去年降低 0.5 个百分点。从三大需求的贡献率看，2019 年净出口贡献率为 11.0%，较 2018 年大幅提升 19.6 个百分点；最终消费支出和资本形成贡献率分别为 57.8% 和 31.2%，较 2018 年分别降低 18.4 和 1.2 个百分点（见图 9）。从三大需求的拉动作用看，最终消费、资本形成和净出口分别拉动 GDP 增长 3.5、1.9 和 0.7 个百分点，分别较 2018 年降低 1.5、降低 0.3 和提升 1.2 个百分点（见图 10）。上述情况表明，2019 年经济维持中高速增长，净出口在其中发挥了重要作用，但国内净出口的增加主要源于国内进口需求较出口下降得更多，并不具有持续性。

展望 2020 年一季度，受新冠肺炎疫情意外冲击影响，国内经济短期下行压力明显加大，预计大概率负增长 2% 左右。具体来看，我们将一季度拆分，逐月进行分析。

首先，1 月工作日同比降幅超 20%，GDP 不可避免为负。考虑到新冠肺炎疫情在国内蔓延，全面影响生产生活大致始于 1 月 23 日武汉封城，但当时国内已基本进入春节假期，因此可以粗略假定疫情对国内 1 季度 GDP 没有影响。基于此，一季度 GDP 损失主要来源于工作日减少。由于春节前置，2020 年 1 月份国内工作日为 17 天，较 2019 年少 5 天，相当于同比减少 20% 以上，这意味着 2020 年 1 月份 GDP 增速不可避免为负。

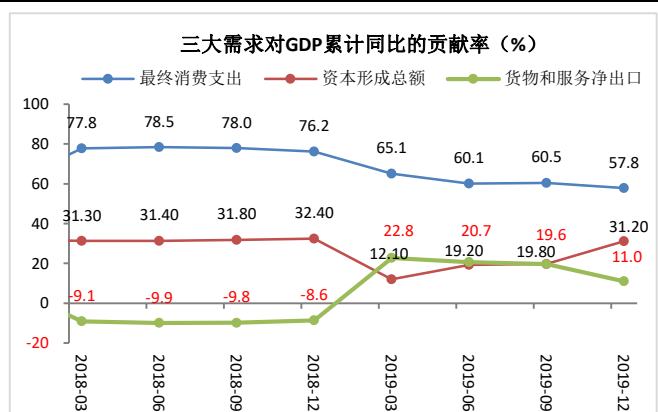
其次，2 月 PMI 降至 35.7%，国内经济几乎“休克性停摆”，GDP 明显落入负增长。2 月份国内 PMI 为 35.7%，低于 2008 年 11 月份 38.8% 的最低值，表明疫情对制造业的影响已超过 2008 年金融危机。另外，从 PMI 表明经济景气度的环比变化看，2 月 PMI 较 50% 的荣枯线下降逾 20%，意味着 2 月经济景气度较 1 月下降 20%，以此类推 2 月制造增加值增速也会在 1 月负增长的基础上继续下探。从服务业看，2 月旅游、餐饮、票房、商场等服务业收入远不足以以往的 10%，服务业增加值同比下降。因此，综合来看，2 月国内经济受疫情冲击几乎“停摆”，GDP 亦是负增长。

最后，预计 3 月复工复产率不及 100%，GDP 大概率下降。根据国务院 3 月 13 日公布的数据，全国除湖北外的规上工业企业平均开工率超过 95%，中小企业开工率达到 60% 左右。尽管未来国内复工复产将进一步加快，但目前 3 月份的工作时间已过半，3 月国内平均复工复产率几乎不可能达到 100%。相比之下，2019 年 3 月国内工业生产一片红火，PMI 亦迎来阶段性高点 50.5%，表明 2020 年 3 月 GDP 下降也是大概率事件。

综上，国内一季度 GDP 为负增长，难以避免。预计增长-4%到-1%左右，中性预计

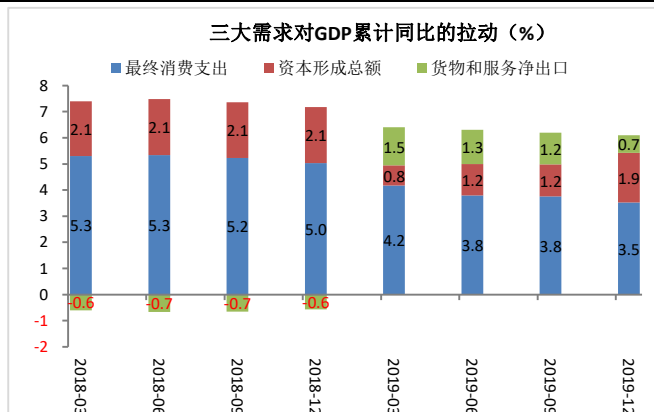
在-2%，具体情况要视3月份生产生活恢复情况而定。

图 9：三大需求对 GDP 增长的贡献率



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：三大需求对 GDP 增长的拉动



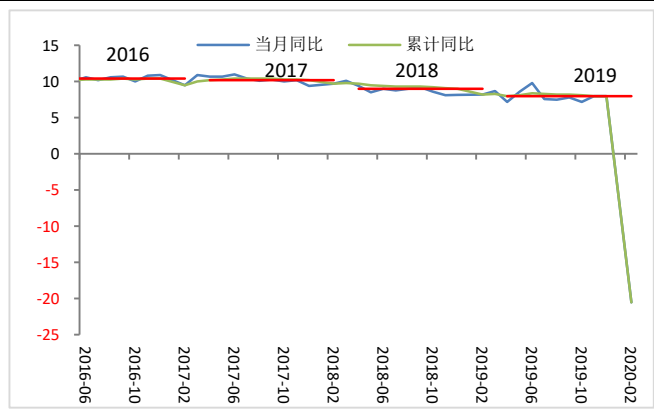
资料来源：WIND，财信研究院

三、消费：餐饮和可选品拖累社零降两成，后续企稳依赖政策刺激

(一) 餐饮和可选品大幅下降是拖累社零增速的主因

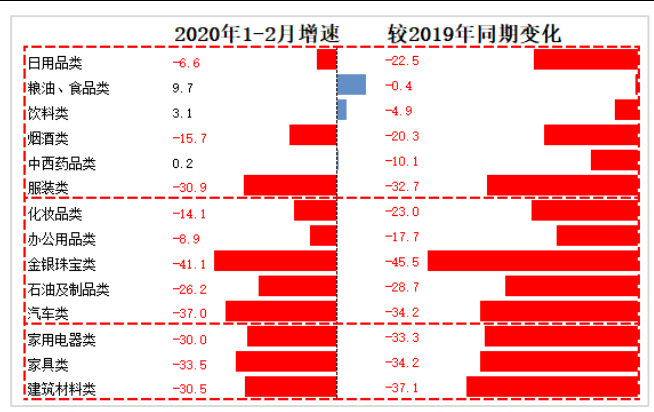
2020年1-2月社会消费品零售总额为52130亿元，名义和实际同比增长-20.5%和-23.7%，较去年同期分别降低28.7和30.9个百分点（见图11）。其中，受疫情期间居民外出大幅减少影响，占社零比重约10%的餐饮收入同比降幅高达43.1%。

图 11：社会消费品零售总额增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：1-2月消费品零售总额细项增速及变化



资料来源：WIND，财信研究院

具体分品类看，必需品抗跌性强、可选品全线回落。如1-2月份粮油食品类、饮料类、中西药品类等必需消费品增速分别为9.7%、3.1%和0.2%（见图12），整体表现较为稳健。除此之外，其他品类消费全线回落、录得负增长，其中金银珠宝类、汽车类消费分别同比下降41.1%和37%，房地产相关消费如家具、建筑及装潢材料、家用电器的降幅亦均超过30%（见图12）。

(二) 居民收入和预期下降，消费企稳依赖政策刺激

展望未来数月，预计消费回补力度或低于预期，社会消费品零售总额增长压力仍然较大，消费企稳依赖更多的政策刺激。原因有三：

一是居民收入增速回落和收入增长预期下降对消费形成制约。受新冠肺炎疫情影响，国内经济下行压力明显加大，中小微企业受损严重导致国内就业稳定大局面临一些压力，在此背景下，居民收入增速和收入增长预期大概率下降，不利于中长期消费增加。同时，历史数据显示，工业企业利润增速约领先城镇居民人均可支配收入增速 3 个季度左右，国内工业企业利润自 2018 年三季度以来持续回落，2019 年已连续 11 个月维持负增长，也预示未来居民收入仍有下降压力。

二是居民购房本息负担仍待消化。“房住不炒”背景下，虽然购房支出增速减缓将对居民消费的挤占效应有所减小，但前期累积的居民贷款及利息负担仍需时间消化，且随着房地产销售降温、名义 GDP 回落，居民信贷增速亦大概率下降，不利于消费支出增加较多。

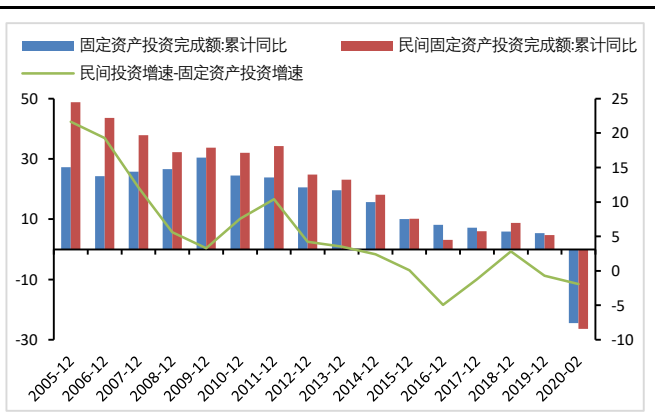
三是受疫情影响汽车对消费的拖累亟待政策对冲。2018 年下半年以来，购置税政策透支作用对汽车消费的负面影响逐渐显现，叠加居民收入增速的下行，汽车消费持续负增长。经过一年多的调整，汽车库存已经处于历史低位，但受新冠肺炎疫情影响，汽车消费再度陷入低迷。为缓解国内汽车产业链企业的生存压力，稳定消费，更多刺激汽车消费的政策亟待继续出台，预计未来数月汽车消费降幅有望收窄，对消费的拖累作用将有所减弱。

四、投资：短期冲击大，但预计反弹速度也快

1-2 月份固定资产投资同比下降 24.5%，比去年全年下降 29.9 个百分点，比去年同期回落 30.6 个百分点，有数据以来首次陷入负增长。同期民间固定资产投资同比下降 26.4%，比去年回落 31.3 个百分点，比去年同期下降 33.9 个百分点（见图 13）。

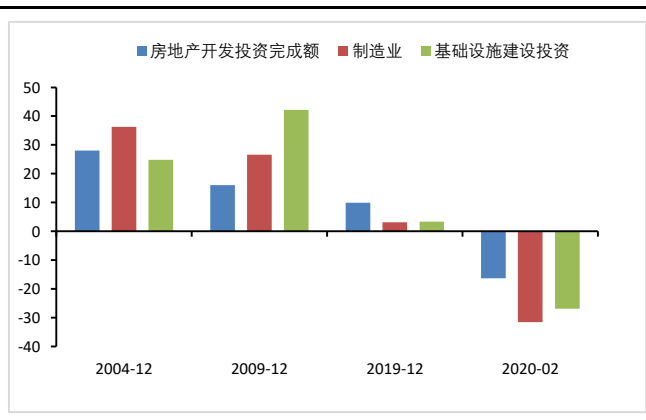
疫情冲击下，企业复工延迟和停工停产，导致经济陷入暂时性休克，生产投资活动出现全面性暂停。因此，1-2 月份固定资产投资和民间投资增速均首次陷入负增长，且疫情对民企和小微企业冲击更大，民间投资降幅高于全部投资（见图 13）。

图 13：民间和全国固定资产投资累计同比（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 14：三大类投资增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

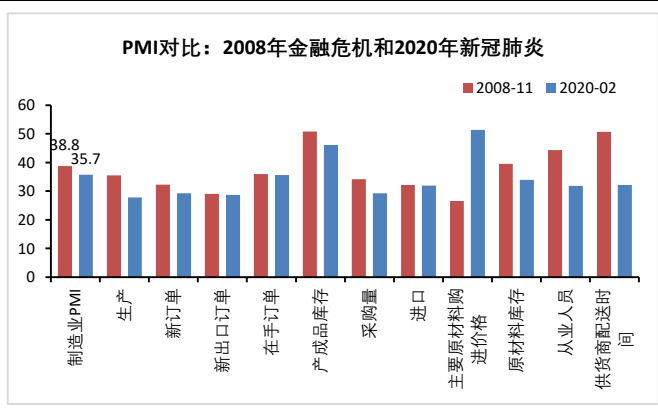
（一）高技术制造业韧性强于整体，预计疫情后制造业投资将很快迎来反

弹

1-2 月份制造业投资同比下降 31.5%，较去年下降 34.6 个百分点，较去年同期下降 37.4 个百分点（见图 14）。在制造业投资中，民间投资的比重长期在 87% 左右，所以民间投资的走向，决定了整个制造业投资的发展方向，疫情下民营和中小微企业受损严重，制造业投资降幅高于其他投资。

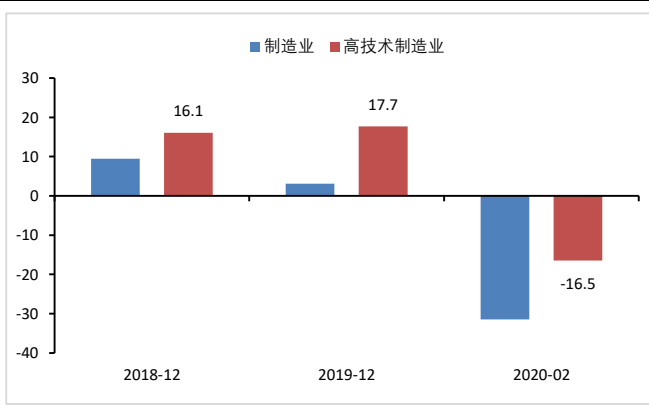
疫情冲击下企业停工停产，制造业生产投资暂时性休克。从 2 月份公布的 PMI 数据看，新冠疫情对制造业的短暂冲击要大于 2008 年全球金融危机时期（见图 15）。如 2008 年 11 月份 PMI 及其分类指数为危机期间的最低值，但无论是 PMI 指数（38.8%），还是其中反映供给的生产指数（35.5%）、反映需求的新订单指数（32.3%），均高于今年 2 月份水平，可见疫情对制造业供需两端的冲击不容小觑。对于其中原因，主要在于疫情防控期间经济生产生活被迫进入短暂“休克”状态，制造业企业被迫延期复工复产，生产活动进入也暂缓状态。但在全球金融危机期间，这些生产和生活活动并没有出现暂停，只是减缓而已，所以疫情的影响显得更大。值得强调的是，与金融危机期间不同的是，随着国内复工复产率的提高，疫情影响将很快消退，PMI 及其分类指数提升幅度将大于危机期间，所以疫情的影响是暂时和可控的。

图 15: 新冠疫情对制造业的冲击超过金融危机时期 (%)



资料来源：WIND，财信研究院

图 16: 高技术制造业投资增速持续高于整体 (%)



资料来源：WIND，财信研究院

高技术制造业投资增速高于整体较多，新动能发展向好的势头未变。根据统计局数据，1-2 月高技术制造业投资累计下降 16.5%，高于制造业投资 15.0 个百分点（见图 16），

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_6439



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn