

各项数据新低，1季度GDP负增长

——2月经济数据点评

2020年3月16日

固定收益	点评报告
------	------

分析师	张怀志	电话：010-66555181	邮箱：zhanghz@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080004
-----	-----	-----------------	------------------------	-----------------------

事件：

- 1-2月份，社会消费品零售总额 52130 亿元，同比名义下降 20.5%；
 - 1-2月固定资产投资（不含农户）同比下滑 24.5%，2019 年为增长 5.4%；
 - 1-2月规模以上工业增加值同比降 13.5%，预期增 1.5%，2019 年 12 月为增 6.9%。
- 均创月度统计公布以来最低。

解读：

1. 疫情之下，各经济数据创历史新低

疫情影响下，可选消费大幅回落（除中医药外），必须消费仍然坚挺（粮油食品饮料类）。

预计消费 3 月温和反弹，恢复 8% 正常水平有待“禁足”政策放开和民众防范预期变化，后续在政策刺激下有望超 8% 正常水平，部分领域可能报复性反弹，原因有以下几点，一是疫情导致消费压抑（特别是衣着、餐饮、社交等小额消费），二是企业为回流现金流，为增加营收可能会大量促销；三是政府可能出台刺激消费政策，比如消费券、放松汽车限购政策等。

但消费领域不利因素仍在，有待政策对冲。一是疫情对出口和就业影响比较大，部分人民群众稳定收入预期改变，二是疫情可能改变消费者支出结构，消费（特别是大额消费）更谨慎，更多的钱用于预防性动机（如保险等稳定投资）；三是部分消费将持续受海外疫情影响，比如出国旅游，比如进口相关消费（代购）。

投资方面，民间投资（-26.4%）和制造业投资（-31.5%），受影响最大，民企和小微企业受疫情影响更加严重；

从行业看，“新老基建”齐发力，计算机、通信和其他电子设备制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业受影响较小，个别位数负增长，其他为两位数负增长。预计后续也是发力的重点，托底经济。

地产融资缺口扩大，房地产销售（-39.9%）降幅大于房地产投资（-16.3%）。销售收入是地产融资的重要手段，融资缺口一是可能从境外美元债、开发贷等其他渠道补充，二是后续加大促销力度，加快销售回笼资金。

从地区看，沿海的东部地区和东北地区下降幅度较小，东部地区投资同比下降 20.2%；中部地区投资下降 32.7%；西部地区投资下降 25.0%；东北地区投资下降 18.9%。

工业增加值与投资反应趋势较为一致，分门类看，制造业下降最多（-15.7%），采矿业-6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业-7.1%；分经济类型看，外资（-21.4%）及私营企业（-20.2%）下降最多；

2. 一季度 GDP 负增长成定局

从支出法看，三大需求全面回落，支出法三大分项与月度指标趋势基本一致，幅度方面误差可能较大，但可以作为参考，根

据月度指标估算三大需求，合成的 GDP 萎缩幅度在 20% 以上，目前看 3 月经济增长难以重回 6%，即使 3 月能重为 6%，1 季度 GDP 同比增速也在 0 以下，预计增速在 -5% 以下，负增长已成定局；

图1：三大需求全面回落

2019三大需求贡献率 对应月度指标	资本形成总额				最终消费支出	净出口	实际GDP增速
	基建	房地产	制造业	固定资产投资	社零	净出口	
2019全年	3.80%	9.90%	3.10%	5.40%	8.00%	20.23%	6.10%
2019年1-2月	4.30%	11.60%	5.90%	6.10%	8.20%	-17.95%	6.4%(Q1)
2020年1-2月	-30.30%	-16.30%	-31.50%	-24.50%	-20.50%	-117.30%	

资料来源：wind, 东兴证券研究所

从生产法看，GDP=第一产业增加值+第二产业（建筑业增加值+工业增加值）+第三产业增加值，建筑业和第三产业增加值萎缩要超过工业（-13.5%），第一产业增加值可能为正，往年一季度通常在 3% 左右，但对 GDP 贡献率较低在 2% 左右，因此可以忽略不计，可以推断三大产业增加值合计负增长也在 -13.5% 以下，3 月即使恢复较高增长，1 季度预计也在 -4% 以下。

2020 年翻番经济目标难以实现，预计两会确定的增长目标为区间型，而全面小康社会的重点目标为就业与扶贫，其中就业目标与 GDP 关联更直接一些。

3. 债市主逻辑尚未切换至基本面

总体来看，我国经济“至暗时刻”已经过去，3 月开始经济环比回升，复工率逐渐回升，经济持续改善，经济增长重回 6% 可能要到三季度，但目前债市主要逻辑仍在海外疫情进展与全球宽松，债市仍有交易性机会。海外抗疫政策风向转向，但实际效果有待检验，待海外疫情抗疫政策取得一定效果，债市主要逻辑切换为基本面。

4. 风险提示

疫情发展超预期

相关报告汇总

单击此处输入文字。

报告类型	标题	日期
专题报告	东兴证券：保供稳价，CPI高点可能推迟到节后	2019-12-27
点评报告	东兴证券：猪通胀持续，PPI通缩缓和	2019-12-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张怀志

张怀志，固收研究员，经济学博士，研究经验丰富，先后参与科技部项目、发改委课题及多项国家自然科学基金，发表核心论文 6 篇，参编专著 3 本，2017 年加入东兴证券从事宏观研究，多篇研究成果被改革内参、凤凰财经、华尔街见闻转载。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_6461

