



2020 年 4 月 17 日

金信期货研究院

疫情冲击使经济增速大跌，二季度反弹确定性高

——1-3 月经济数据点评

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

内容提要

一季度 GDP 同比-6.8%，预期 -6.0%，前值 6.0%。1-3 月固定资产投资同比-16.1%，预期-15.0%；3 月社会消费品零售总额同比-15.8%，1-2 月为-20.5%；3 月规模以上工业增加值同比-1.1%，预期-6.2%，1-2 月为-13.5%。

1、GDP 分项中第二产业和第三产业受疫情冲击较大，第一产业受疫情冲击较小。一季度现价 GDP 占全年的比重约 22%，如果 2-4 季度我国 GDP 不变价同比能明显攀升，则 2020 年 GDP 不变价同比可以录得 1%至 3%的增速。

二季度 GDP 反弹的概率大，但大概率结构分化。受疫情蔓延影响，货物和服务净出口对 GDP 的拉动小且大概率仍为负，最终消费支出增速在政策倾斜下预计有所收窄，但居民预期当年收入明显下降或致节制消费，社零增速大概率较去年全年增速放缓，支撑经济增速的主要在于投资增速拉升。

2、3 月固定资产投资累计同比-16.1%，较前值跌幅收窄 8.4 个百分点，基建投资累计同比收窄明显，二季固定资产投资累计同比或转正。

就二季度投资大类看，制造业投资属顺周期走势，在全球需求萎缩背景下制造业投资增速大概率低于去年全年增速；由于房价的高位、房地产的高库存、人口结构的老龄化以及中央定调不以房地产作为短期刺激经济的手段，房地产投资增速大概率较去年全年放缓；基建投资一般属逆周期走势，在经济增速可能失速下行的背景下，加大财政政策刺激力度势必加大基建投资，二季度基建投资增速大概率明显加速且快于去年全年增速。

3、3 月社会消费品零售总额同比-15.8%，较前值跌幅收窄 4.7 个百分点。疫情对可选消费品冲击明显，刺激消费政策加码或使零售增速反弹

4、3 月工业增加值同比-1.1%，预期-6.2%，前值-25.9%。3 月累计同比增速低于-15%的行业为汽车制造业、通用设备制造业、纺织业、橡胶和塑料制品业，显示全球分工程度高或出口占比高的行业受疫情冲击更明显。

风险提示

疫情在全球超预期蔓延，中国疫情超预期爆发，出口增速大幅下跌，美元指数大幅走强



扫码关注获取更多资讯

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、事件

2020 年 4 月 17 日国家统计局发布 2020 年 1-3 月中国宏观经济数据。1) 一季度 GDP 同比-6.8%，预期 -6.0%，前值 6.0%，2019 年全年 GDP 增速 6.1%；2) 1-3 月固定资产投资同比-16.1%，预期-15.0%，1-2 月为-24.5%；3) 3 月社会消费品零售总额同比-15.8%，1-2 月为-20.5%，1-3 月同比-19.0%，1-2 月为-20.5%；4) 3 月规模以上工业增加值同比-1.1%，预期-6.2%，1-2 月为-13.5%，1-3 月同比-8.4%，预期-10.0%，1-2 月为-13.5%。

二、点评

1、疫情对第二、第三产业冲击明显，二季度经济增速或反弹

一季度 GDP 不变价同比-6.8%，从往年数据看，一般一季度 GDP 现价占全年的比重约 22%，如果 2-4 季度我国 GDP 不变价同比能明显攀升，则 2020 年 GDP 不变价同比可以录得 1%至 3%的增速。

一季度第一产业、第二产业和第三产业 GDP 不变价同比分别为-3.2%、-9.6%和 -5.2%，去年四季度分别为 3.4%、5.8%和 6.6%，显示第二产业和第三产业受疫情冲击较大，第一产业受疫情冲击较小。

三大产业对 GDP 增长的拉动中，第一产业对 GDP 累计同比的拉动为-0.13%，较去年全年下降 0.36 个百分点，第二产业对 GDP 累计同比的拉动为-3.62%，较去年全年下降 5.86 个百分点，第三产业对 GDP 累计同比的拉动为-3.05%，较去年全年下降 6.67 个百分点。

展望二季度，我们认为，欧美大概率 5 月初开始逐步复工，外需有望 5 月回暖，叠加国内货币政策和财政政策刺激，二季度 GDP 不变价同比大概率较大幅度收窄甚至录得正增速。

二季度 GDP 反弹的概率大，但大概率结构分化。受疫情蔓延影响，货物和服务净出口对 GDP 的拉动小且大概率仍为负，最终消费支出增速在政策倾斜下预计有所收窄，但居民预期当年收入明显下降或致节制消费，社零增速大概率较去年全年增速放缓，支撑经济增速的主要在于投资增速拉升。

2、基建投资累计同比收窄明显，第二季固定资产投资累计同比或转正

3 月固定资产投资累计同比-16.1%，较前值跌幅收窄 8.4 个百分点。

房地产开发投资累计同比-7.7%，较前值跌幅收窄 8.6 个百分点，商品房销售额累计同比-24.7%，较前值跌幅收窄 11.2 个百分点，商品房销售面积累计同比-26.3%，较前值跌幅收窄 13.6 个百分点，房屋新开工面积累计同比-27.2%，较前值跌幅收窄 17.7 个百分点，房屋竣工面积累计同比-15.8%，较前值跌幅收窄 7.1 个百分点。房地产开发资金来源累计同比-13.8%，较前值跌幅收窄 3.7 个百分点。房地产投资累计同比增速超市场预期，一定程度与今年资本市场贷款利率下行和房屋新开工面积累计同比大幅收窄有关。

基建投资增速收窄，但仍录得大幅下降，3 月基建投资累计同比-16.36%，较前值跌幅收窄 10.5 个百分点，不含电力的基建投资累计同比-19.7%，较前值跌幅收窄 10.6 个百分点。截止 4 月 17 日，今年 1-4 月地方政府专项债累计发行金额为 18177 亿元，较 2019 年 1-4 月发行规模增长 11.29%，显示地方政府专项债发行速度较去年明显提升，财政部部长刘昆在 4 月

15 日 G20 财长与央行行长视频会议中表示,“下一步,中国政府将继续统筹推进疫情防控和经济社会发展工作,积极的财政政策将更加积极有为,大力提质增效,适当提高财政赤字率,发行特别国债,增加地方政府专项债券规模,并进一步落实好各项减税降费政策。”。定调财政政策积极,地方政府专项债将扩大规模。**基建投资累计同比仍为负一定程度与新冠肺炎疫情使项目开工推迟有关,当前我国肺炎疫情得到明显控制,截止 4 月 17 日,根据六大发电集团日均耗煤量大致可以测算出当前复工率相当于去年同期的 95%,显示疫情基本不影响项目开工,2019 年 11 月 13 日降低部分基础设施项目最低资本金比例的政策落地使基建项目建设资金能够较快速筹集,二季度基建投资增速快速反弹至正增速的确定性高,预计全年基建投资增速可以达到 8%-10%的增速平台。**

3 月制造业投资累计同比-25.2%,较前值跌幅收窄 6.3 个百分点,是三大投资类别(房地产投资、基建投资和制造业投资)中累计同比最低且收窄幅度最小的。已经出来的制造业 13 个行业投资累计同比增速中较前值加速的共 12 个行业,汽车制造业、医药制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、通用设备制造业投资累计同比跌幅收窄幅度最大。**3 月计算机、通信和其他电子设备制造业投资累计同比较 2 月跌幅扩大 1.9 个百分点,是 13 个行业中唯一跌幅扩大的行业,该行业产业链全球分工明显,疫情从东亚爆发到欧美爆发都对其产生很大负面影响。**

从社会融资看,1-3 月我国社融规模累计值达到 11.08 万亿元,为历史一季度新高,3 月累计同比较去年全年增加 0.81 个百分点,M2 同比 10.1%,较去年 12 月的 8.7%提升明显,居民和企业的新增人民币贷款环比和同比均较 2 月大幅增长,显示货币积极以支持企业融资。3 月民间投资累计同比-18.8%,较 2 月跌幅收窄 7.6 个百分点,显示对贷款环境最为敏感的民间投资增速回升,我国民间投资信心有所恢复。

3 月农、林、牧、渔业投资累计同比-12.1%,较前值跌幅收窄 12.6 个百分点,采矿业累计同比-3.2%,较前值跌幅收窄 0.6 个百分点。

就二季度投资大类看,制造业投资属顺周期走势,在全球需求萎缩背景下制造业投资增速大概率低于去年全年增速;由于房价的高位、房地产的高库存、人口结构的老龄化以及中央定调不以房地产作为短期刺激经济的手段,房地产投资增速大概率较去年全年放缓;基建投资一般属逆周期走势,在经济增速可能失速下行的背景下,加大财政政策刺激力度势必加大基建投资,二季度基建投资增速大概率明显加速且快于去年全年增速。

3、疫情对可选消费品冲击明显,刺激消费政策加码或使零售增速反弹

3 月社会消费品零售总额同比-15.8%,较前值跌幅收窄 4.7 个百分点。3 月社会消费品零售总额累计同比-19.0%,跌幅较前值收窄 1.5 个百分点。3 月城镇消费品零售总额同比-15.9%,较前值跌幅收窄 4.8 个百分点,累计同比-19.1%,跌幅较前值收窄 1.6 个百分点,乡村消费品零售总额同比-15.1%,较前值跌幅收窄 3.9 个百分点,累计同比-17.7%,跌幅较前值收窄 1.3 个百分点,显示农村消费增速收窄幅度小于城镇,一定程度与农民工享有带薪休假比例比城镇职工低,疫情对农民工收入的冲击更大。商品零售同比-12.0%,较前值跌幅收窄 5.6 个百分点,累计同比-15.8%,跌幅较前值收窄 1.8 个百分点,餐饮收入同比-46.8%,较前值跌幅扩大 3.7 个百分点,累计同比-44.3%,跌幅较前值扩大 1.2 个百分点,显示疫情对餐饮业的影响仍大。

从具体门类零售总额累计同比和当月同比来看,已经出来数据的 15 个零售门类中有 14 个门类的零售额累计同比和当月同比增速加快。由于 2 月我国防疫措施严厉居民外出活动严

格受限使 2 月社零增速很低，3 月企业开工逐步增加，居民外出增多，3 月同比较 2 月收窄符合预期。

各行业零售当月同比是否转正及何时转正成为市场关注焦点。15 个行业当月同比较上月上升较多的行业分别为汽车类、建筑及装潢材料类、通讯器材类、文化办公用品类、金银珠宝类和家具类，3 月较前值分别上升 18.9、16.6、15.3、15.0、11.0 和 10.8 个百分点，这些行业相对来说消费弹性较大。零售额同比为正的行业分别为粮油、食品类、中西药品类、通讯器材类、饮料类、文化办公用品类和日用品类，3 月零售额同比分别为 19.2%、8.0%、6.5%、6.3%、6.1%和 0.3%，这些行业以必选消费为主，疫情的冲击相对较小。服装鞋帽针纺织品类零售额同比 3 月较 2 月跌幅扩大 3.9 个百分点，我们认为和线下服装店营业比例偏低和进店人数较去年同期低有关。

当前全国多个省份已经陆续出台刺激消费的政策，汽车、家电等刺激力度较大，预计对零售同比形成一定支撑。但也需看到社会消费品零售总额与 GDP 现价同比具有很强的同步性，居民预期当年收入明显下降并节制消费，虽然政策刺激国内消费，但政策只平滑下跌的速度不改变升降的趋势，必需消费品具有需求刚性受冲击较小，可选消费品（汽车、家具、金银珠宝等）受冲击大。

4、全球分工明显或出口占比较高行业受疫情的冲击大

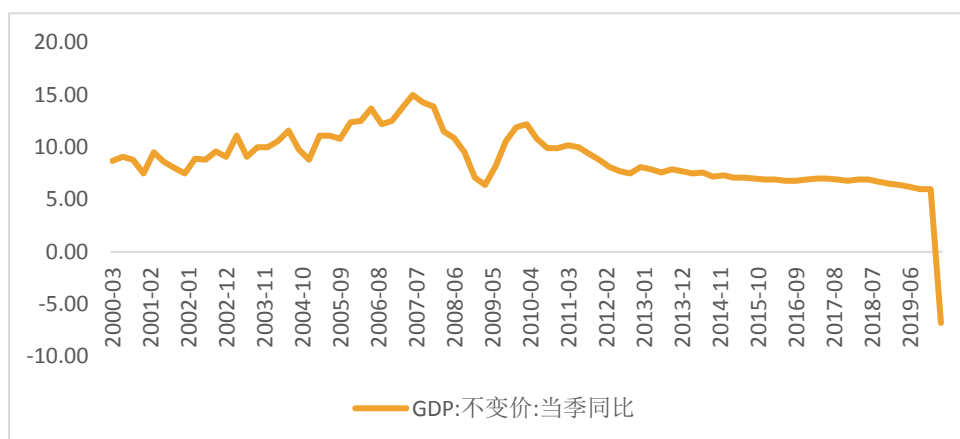
3 月工业增加值同比-1.1%，预期-6.2%，前值-25.9%。工业增加值分项中，3 月制造业增加值当月同比-1.8%，较去年 12 月下降 8.8 个百分点，采矿业增加值当月同比 4.2%，较去年 12 月回落 1.4 个百分点。

从具体行业看，16 个已经公布累计同比增速的行业累计同比增速均较 2 月加速，其中录得正累计同比的行业只有黑色金属冶炼及压延加工业，录得 0.5%。3 月较 2 月累计同比跌幅收窄幅度较大的行业分别为铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、金属制品业、电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、纺织业和食品制造业，收窄幅度均超过 10 个百分点。

3 月累计同比增速低于-15%的行业分别为汽车制造业、通用设备制造业、纺织业、橡胶和塑料制品业，显示全球分工程度高或出口占比高的行业受疫情冲击更明显。

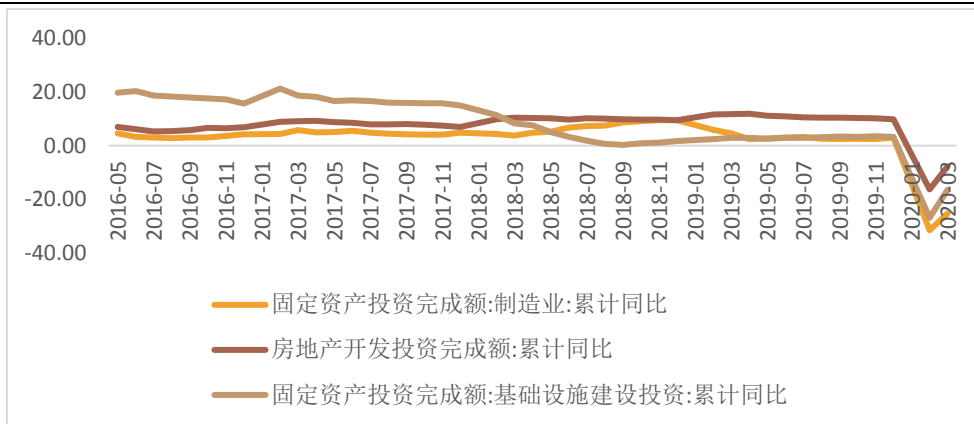
从出口交货值看，我国 3 月工业企业出口交货值当月同比 3.1%，较去年全年的 1.3%提升明显，3 月累计同比-10.3%，较 2 月收窄 8.8 个百分点，显示企业当月出口交货转强，一定程度指示我国 3 月企业生产回暖。4 月出口交货值仍承压，按最新消息看，欧美较大规模复工复产要等到 5 月，因出口交货值为当月为出口而生产的交货金额，4 月欧美疫情仍压制我国的外需，出口交货值同比大概率维持低位。

图 1: GDP 不变价同比: 单位: %



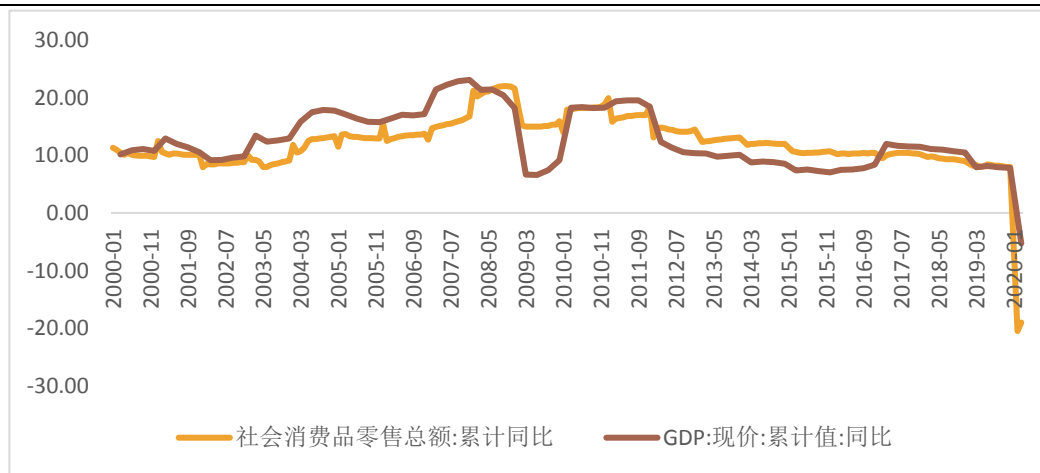
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 2: 制造业、房地产和基建投资累计同比: 单位: %



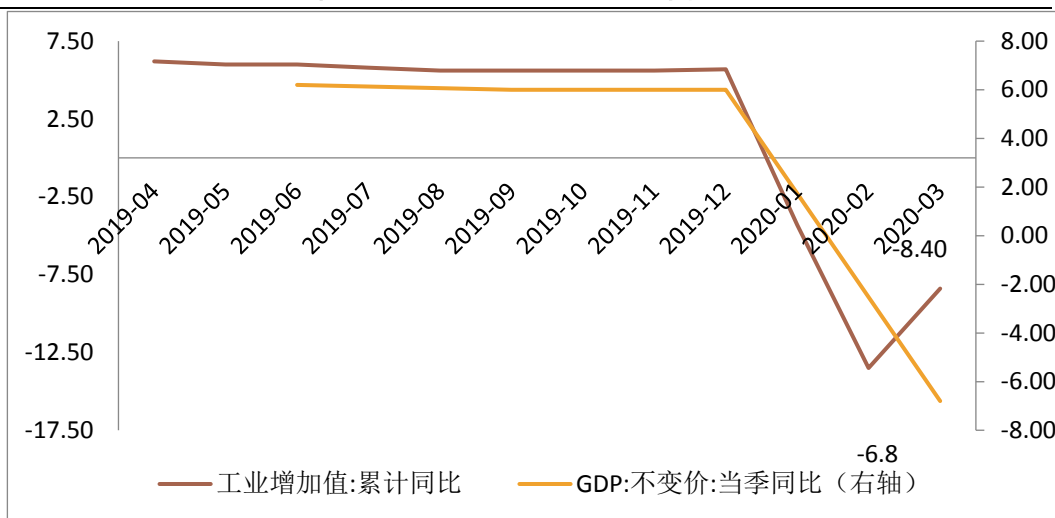
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 3: 社零增速与 GDP 名义增速: 单位: %



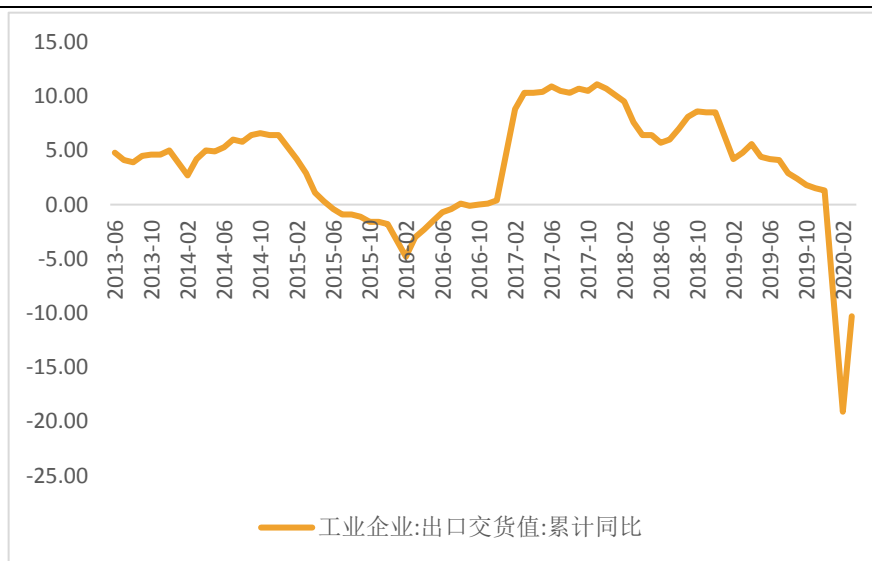
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 4：工业增加值累计同比与 GDP 不变价同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 5：工业企业出口交货值增速：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

三、风险提示

疫情在全球超预期蔓延，中国疫情超预期爆发，出口增速大幅下跌，美元指数大幅走强。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。