

求真 细节 科技 无界

经济环比改善，关注外需冲击

——一季度经济数据点评

混沌天成研究院

投资咨询部

✉：黄婷莉

☎：13761269206

✉：huangtl@chaosqh.com

从业资格号：F3021445

投资咨询号：Z0013504

观点概述：

一季度 GDP 挖深坑，同比-6.8%整体符合市场预期，经济主线从一季度疫情导致的停工停产逐渐向二季度外需冲击过渡。**3-4月复工进度加快，工业生产恢复较快。**前期积压的出口订单的集中交付是3月工业生产超预期的支撑因素，但复工不等于全面复产，工业产能利用率下降较快。需求端恢复明显慢于供给端，可选消费和必选消费分化依然显著，居民可支配收入负增长拖累“报复性”消费弹性。

固定资产投资呈现“**地产超预期恢复+基建如期回升+制造业投资维持低位**”的结构。信用条件宽松提振地产投资和销售，但下游需求恢复仍然较慢，销售回款回升较慢约束企业拿地和开工节奏，并进一步向施工传导，3月施工面积增速反而小幅走弱，存量施工项目收缩下地产支撑因素减弱；二季度制造业投资仍将面临“**内需不足+外需冲击加大**”的压力，出口产业链的冲击对制造业投资的影响仍将贯穿未来两到三个季度。

一季度 GDP 打破市场“**增长锚**”预期，翻番目标难以达成下“**稳就业**”、“**扩大消费**”或是全面小康更重要的抓手，经济发展目标面临重修正，但稳就业的隐性下限下逆周期政策仍需发力。复工复产加快后3月经济环比改善，工业生产端恢复较快，但需求端恢复不及预期，固投、可选消费负增长仍然显著。

展望后期，广义财政发力下基建投资二季度有望实现增速转正，并作为托底经济的主要手段，但疫情冲击企业利润和现金流，企业资本开支意愿降低，叠加出口产业链的冲击，制造业投资年内或将持续负增，总需求不足依然是宏观经济的主要矛盾，**内需恢复缓慢+外需冲击逐步显性化**，二季度经济仍面临较大增长压力。

经济内生增长动力不足叠加货币政策仍在放松区间，债牛格局没有打破，货币宽松下短端利率维持低位的状态难以逆转，但政策对冲力度的不确定性带来长端利率下行的犹豫，10年期国债收益率维持2.4-2.6%的中性区间，“**宽货币+宽财政**”政策组合下收益率曲线料将继续保持陡峭。

风险提示：

企业压力向就业市场传导，制造业资本开支超预期下滑

一季度 GDP 挖深坑，同比-6.8%整体符合市场预期，经济主线从一季度疫情导致的停工停产逐渐向二季度外需冲击过渡。疫情影响下 2 月经济活动暂停，市场对一季度经济挖深坑已有心理准备，股债对此反映整体平淡，更重要的是后期经济修复的弹性以及政策应对的节奏。

当前经济处在 3-4 月复工加快后的环比改善期，但经济活动全面恢复仍面临一定的瓶颈，需求端恢复仍然疲弱，叠加海外疫情扩散带来的外需冲击，“环比改善期”后二季度仍然面临较大的增长压力，全年 GDP 或处于 2-3% 区间。

图表 1：一季度经济数据一览 (%)

	GDP	城镇调查失业率	工业增加值	固投	房地产	制造业	基建	社零
	当季同比	当月	当月同比	累计同比				当月同比
2020-03	-6.8	5.9	-1.1	-16.1	-7.7	-25.2	-19.7	-15.8
2020-02		6.2	-13.5	-24.5	-16.3	-31.5	-30.3	-20.5
2020-01		5.3						
2019-12	6	5.2	6.9	5.4	9.9	3.1	3.8	8
2019-11		5.1	6.2	5.2	10.2	2.5	4	8
2019-10		5.1	4.7	5.2	10.3	2.6	4.2	7.2
2019-09	6	5.2	5.8	5.4	10.5	2.5	4.5	7.8
2019-08		5.2	4.4	5.5	10.5	2.6	4.2	7.5
2019-07		5.3	4.8	5.7	10.6	3.3	3.8	7.6
2019-06	6.2	5.1	6.3	5.8	10.9	3	4.1	9.8
2019-05		5	5	5.6	11.2	2.7	4	8.6
2019-04		5	5.4	6.1	11.9	2.5	4.4	7.2
2019-03	6.4	5.2	8.5	6.3	11.8	4.6	4.4	8.7
2019-02		5.3	5.3	6.1	11.6	5.9	4.3	8.2

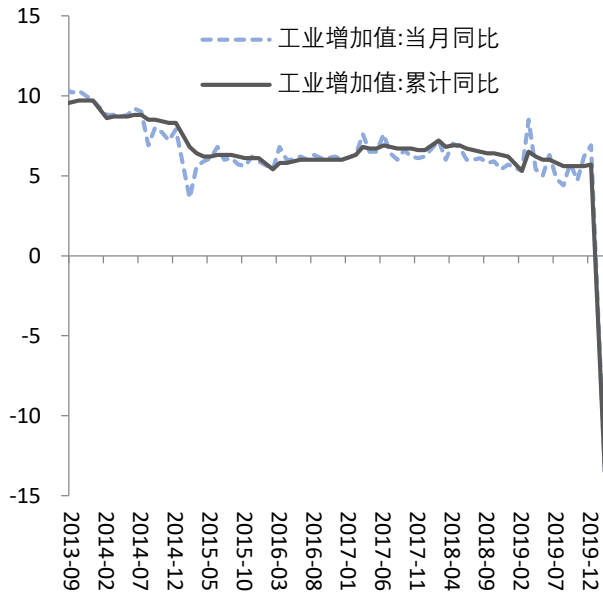
数据来源：Wind，混沌天成研究院

一、工业生产恢复较快，但需求不足下产能利用率大幅下滑

3-4 月复工进度加快，工业生产恢复较快。3 月工业增加值同比-1.1%，较 1-2 月-13.5%明显改善。而由于 1-2 月订单积压的集中生产和交付，导致 3 月单月出口交货值快速回升至 3.1%，创去年 5 月以来的高点，前期积压的出口订单的集中交付是 3 月工业生产超预期的支撑因素，反映在 3 月第二周的上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 止跌回升。但 4 月初以来，出口集装箱运价指数快速回落，外需冲击下新订单减少的问题将逐步显现，并拖累 2 季度工业生产。

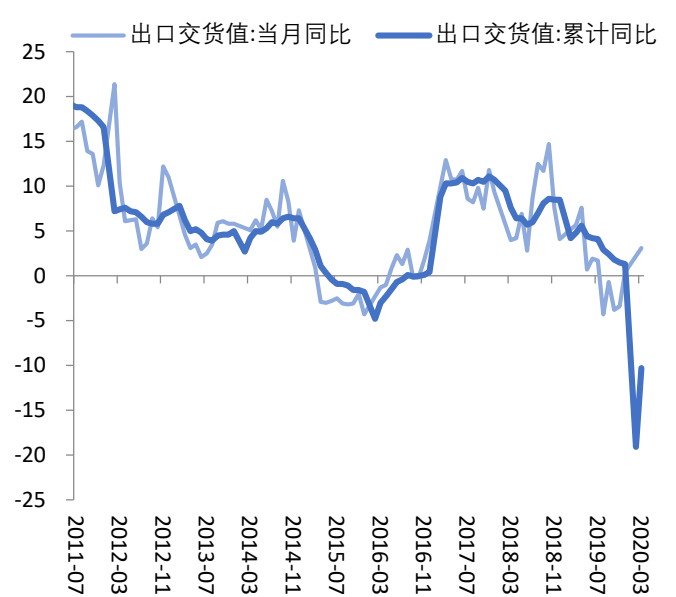
复工不等于全面复产，一季度工业产能利用率下降较快，需求不足依然是主要矛盾。全国工业产能利用率仅为 67.3%，比上年同期下降 8.6 个百分点，汽车、非金属矿物制品、食品、纺织等行业降幅比较大。且从行业来看，3 月大部分行业工业增加值恢复仍然较慢，仅有医药制造、计算机、通信和其他电子设备制造业恢复较为明显。

图表 2: 工业增加值 (%)



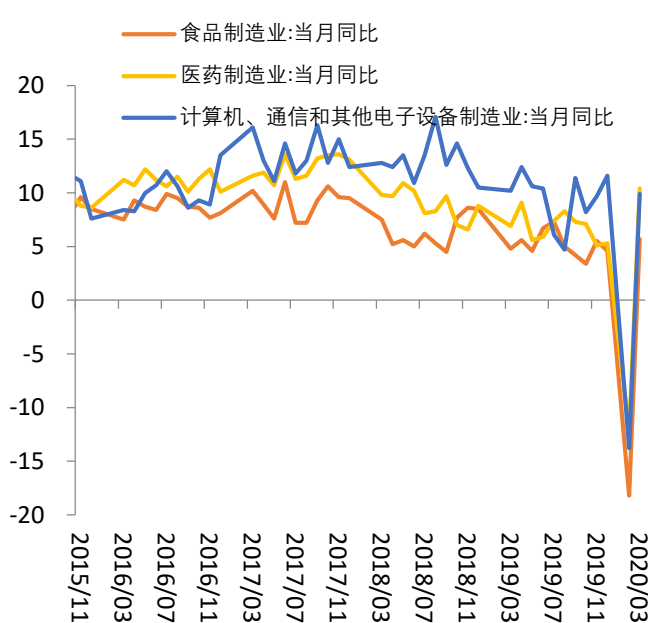
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 3: 出口交货值 (%)



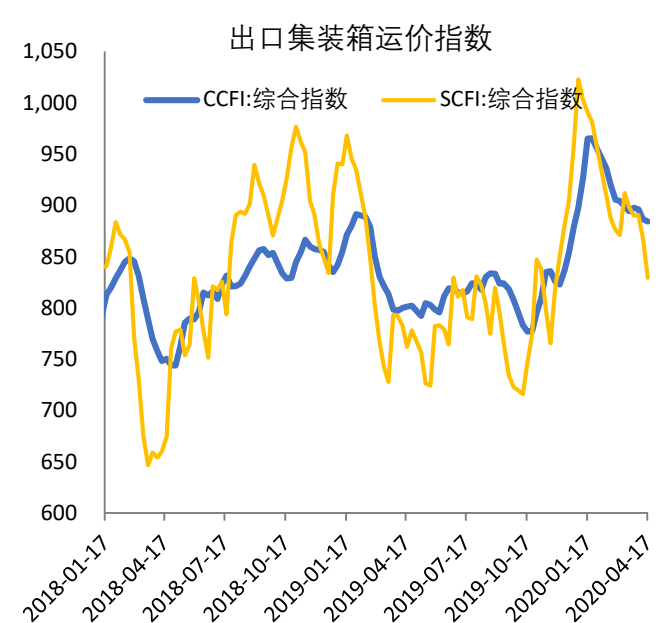
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 4: 工业增加值 (%)



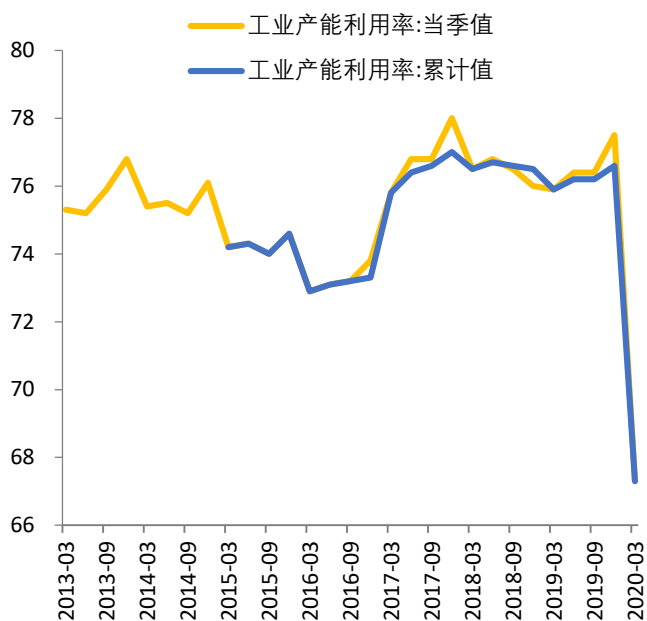
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 5: 出口集装箱运价指数



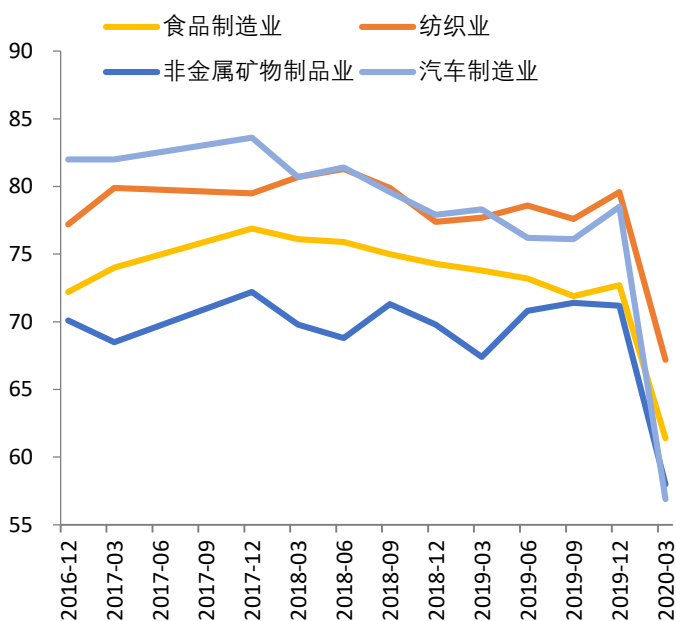
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 6: 工业产能利用率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 7: 分行业工业产能利用率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

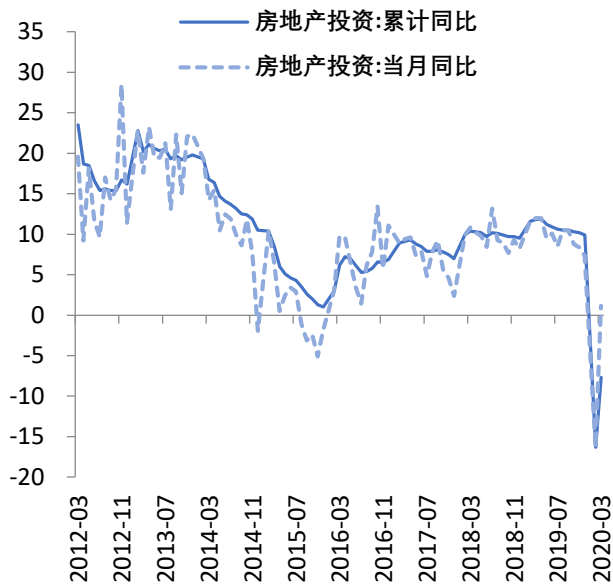
二、 固投呈现“地产超预期恢复+基建如期回升+制造业投资低位”结构

广义财政发力下基建投资二季度有望实现增速转正。基建投资作为逆周期调节的主要抓手之一，基建项目复工进度较好和专项债发行以及配套资金补充下，二季度基建投资有望实现增速转正，扩内需依然是对冲外部需求冲击和就业压力的主要渠道。

地产投资恢复较快，单月同比转正，信用条件宽松提振地产投资和销售。新开工与竣工面积累计同比降幅显著收窄，复工赶工进度加快提振建安投资，但下游需求恢复仍然较慢，销售回款回升较慢约束企业拿地和开工节奏，并进一步向施工传导，3月施工面积增速反而小幅走弱，存量施工项目收缩下地产支撑因素减弱。

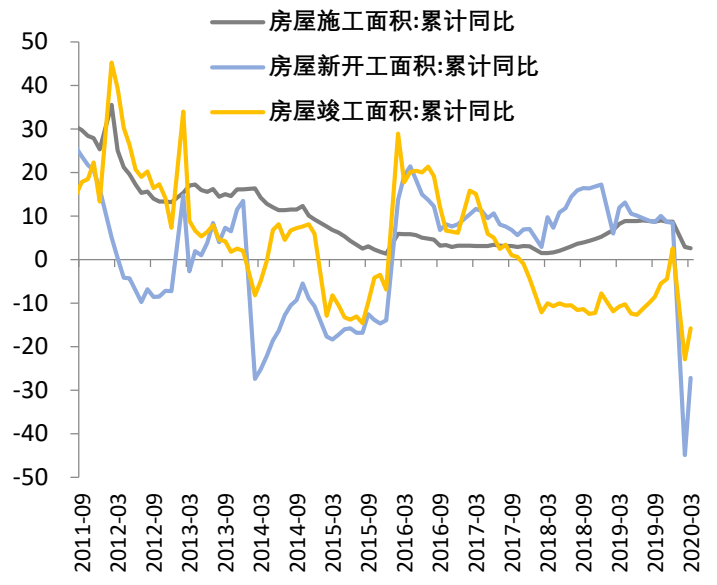
3月制造业投资同比跌幅收窄，但相比基建和地产，制造业投资恢复速度明显偏弱，改善幅度较小。由于制造业投资是顺周期性需求，受出口、地产、基建等需求影响较大，二季度制造业投资仍将面临“内需不足+外需冲击加大”的压力，出口产业链的冲击对制造业投资的影响仍将贯穿未来两到三个季度。

图表 8: 房地产投资 (%)



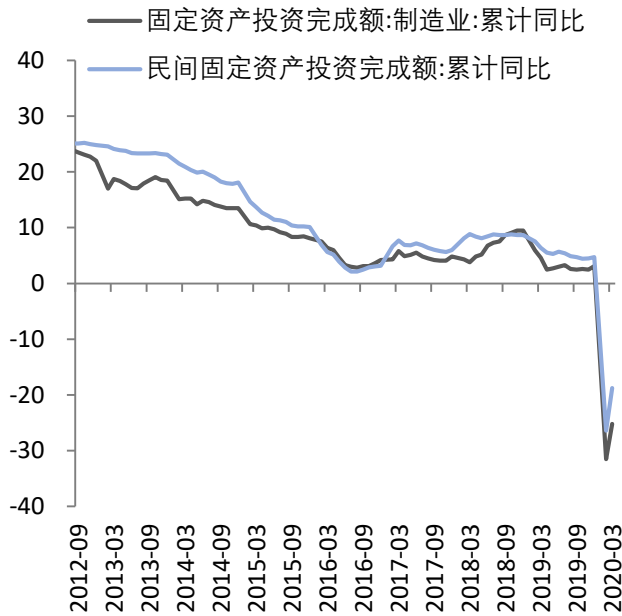
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 9: 房地产投资 (%)



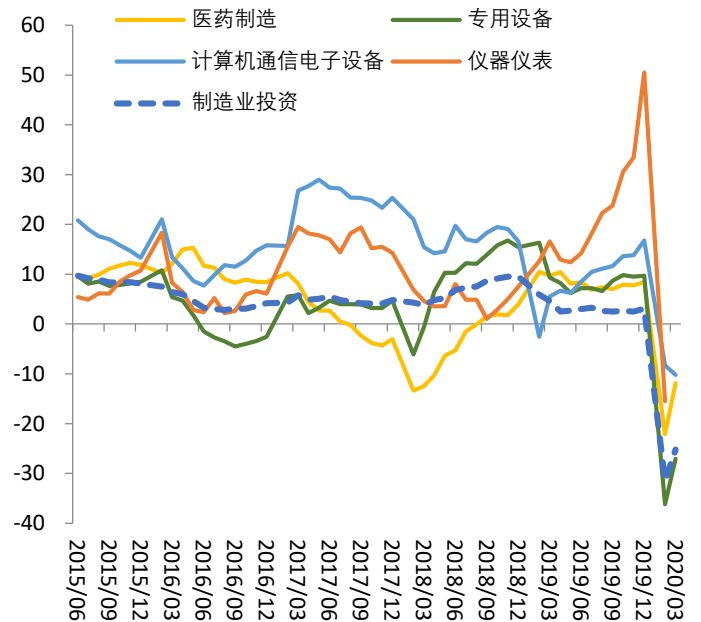
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 10: 制造业投资 (%)



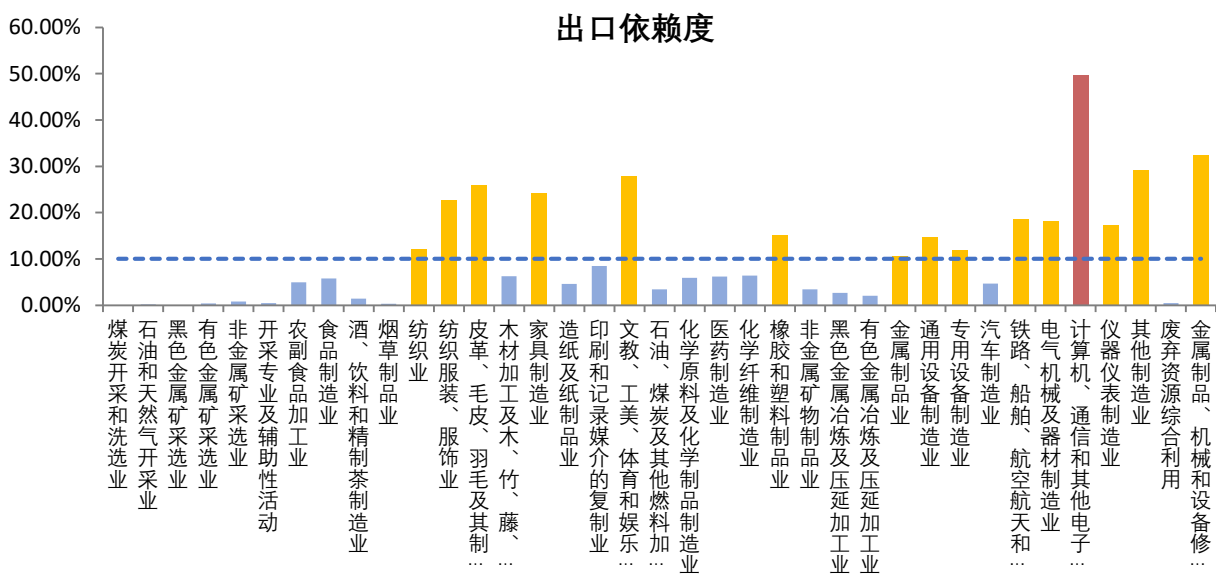
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 11: 高新制造业投资 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 12: 制造业分项出口依赖度 (%)

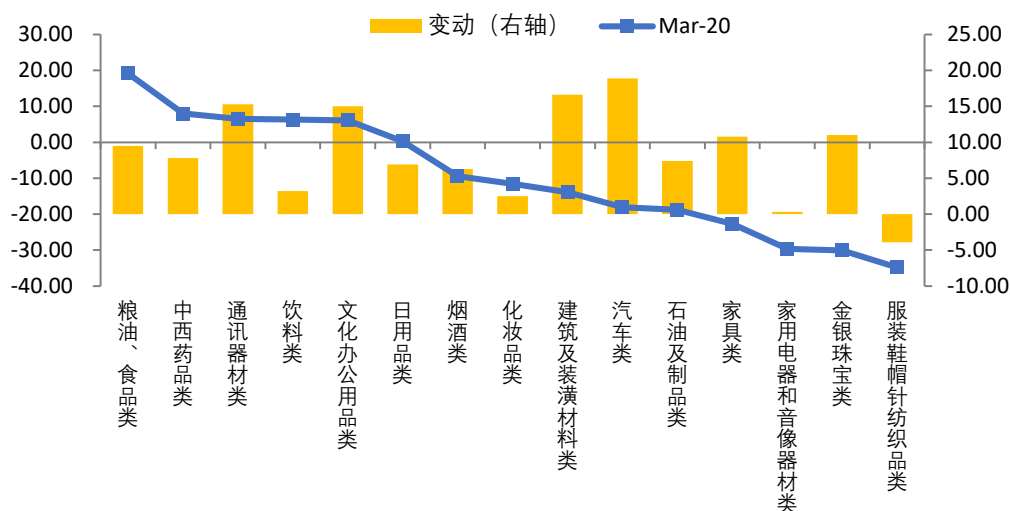


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

三、消费改善仍然偏弱，可选消费和必选消费显著分化

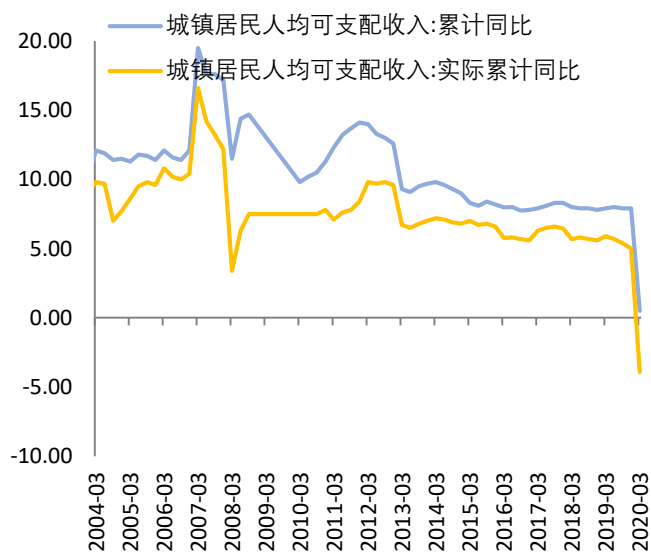
需求端恢复明显慢于供给端，可选消费和必选消费分化依然显著，居民可支配收入负增长拖累“报复性”消费弹性。消费增速较高的行业依然集中在必选消费品门类中，粮油食品类及药品类消费保持较高增速；而可选消费品继续延续负增长，恢复程度仍然较低，汽车、家具、家电消费依然偏弱，服装鞋帽消费增速继续恶化，或受线下零售恢复较慢的影响。

图表 13: 社会零售销售分项当月同比增速及变动 (%)



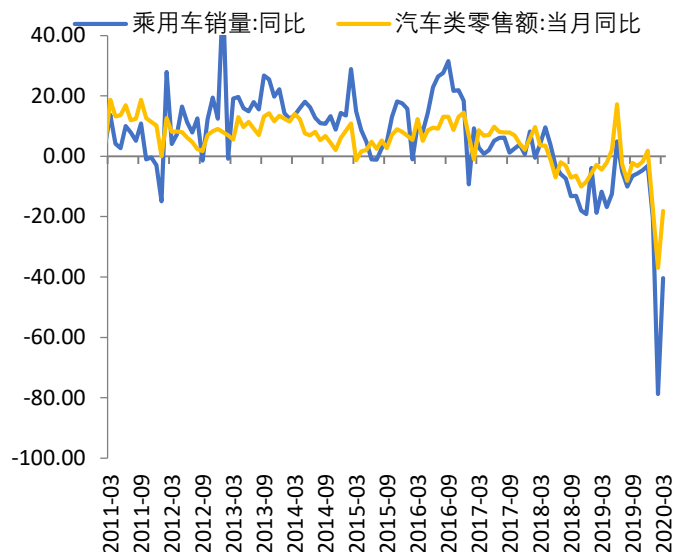
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 14: 城镇居民人均可支配收入 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 15: 汽车销售增速 (%)

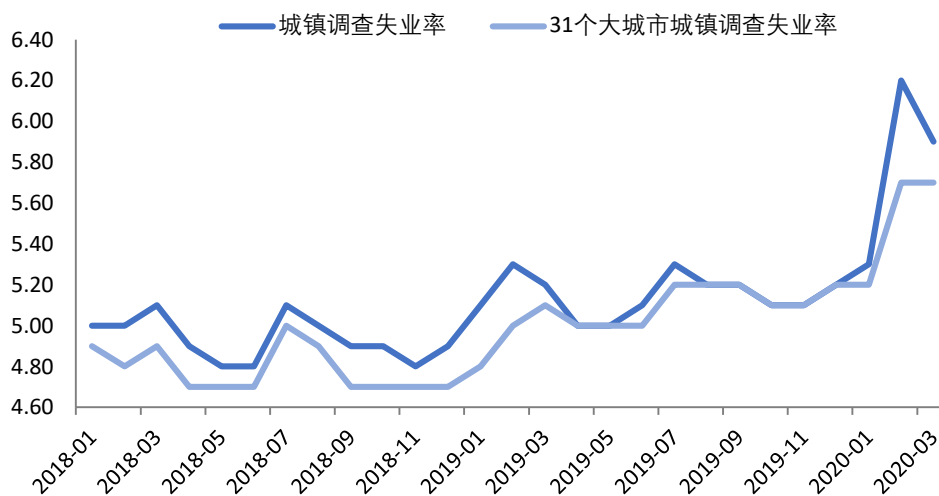


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

四、一季度 GDP 打破市场“增长锚”预期，稳就业重要性凸显

一季度 GDP 打破市场“增长锚”预期，翻番目标难以达成下“稳就业”、“扩大消费”或是全面小康更重要的抓手，经济发展目标面临重修正，但稳就业的隐性下限下逆周期政策仍需发力。受国内疫情缓和以及复工节奏加快的提振，3月城镇失业率小幅下滑，但中小企业生存困境下，就业压力仍然显著，逆周期调节政策明确将稳就业摆在更加重要的位置。

图表 16: 城镇调查失业率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

五、市场启示

一季度经济数据挖深坑，复工复产加快后3月经济环比改善，工业生产端恢复较快，前期积压的出口订单集中交付支撑3月工业增加值超预期，但需求端恢复不及预期，固投、可选消费负增长仍然显著。

展望后期，广义财政发力下基建投资二季度有望实现增速转正，并作为托底经济的主要手段，但疫情冲击企业利润和现金流，企业资本开支意愿降低，叠加出口产业链的冲击，制造业投资年内或将持续负增，总需求不足依然是宏观经济的主要矛盾，内需恢复缓慢+外需冲击逐步显性化，二季度经济仍面临较大增长压力。

经济内生增长动力不足叠加货币政策仍在放松区间，债牛格局没有打破，货币宽松下短端利率维持低位的状态难以逆转，但政策对冲力度的不确定性带来长端利率下行的犹豫，10年期国债收益率维持2.4-2.6%的中性区间，“宽货币+宽财政”政策组合下收益率曲线料将继续保持陡峭。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

联系我们

混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 3 号楼 A 区 2701-2710 室

联系电话：4001 100 166

湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路 468 号时代财富中心 18 层（5）办号

联系电话：027-85610809

南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路 38 号永鑫大厦 5 楼

联系电话：0771-5553516

上海营业部

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 2 号楼 702 室

联系电话：021-61838622-801

杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路 37 号财富金融中心 2 幢 12 层 05、06 单元

联系电话：0571-86050331

北京营业部

地址：北京市丰台区广安路 9 号国投财富广场 3 号楼 12A11-12A15 室

联系电话：010-63397961

昆明营业部

地址：云南省昆明市环城南路 777 号昆钢大厦 12 层 E+F 单元

联系电话：0871-64100819

混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区东方路 899 号 1203 室

联系电话：021-50800369

混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 2 号楼 703 室

联系电话：021-61833506

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道 3 号中国工商银行大厦 11 楼 1108-11 室

联系电话：+852 2596 8200

